



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM

10. VÝROČIE ECB

MESAČNÝ BULLETIN

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

1998 – 2008

MESAČNÝ BULLETIN
10. VÝROČIE ECBEURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK
PRVÝCH DESAŤ ROKOV



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTEM



V roku 2008
je vo všetkých
publikáciách ECB
použitý motív
z bankovky 10 eur.

MESAČNÝ BULLETIN
10. VÝROČIE ECB



© Európska centrálna banka 2008

Adresa

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Mohanom
Nemecko

Poštová adresa

European Central Bank
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefón

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

*Za zostavenie Mesačného bulletinu
zodpovedá Výkonná rada ECB. Preklad
zabezpečujú a zverejňujú národné
centrálne banky. Záväzným je pôvodné
anglické znenie.*

*Všetky práva vyhradené. Reprodukovanie
na vzdelávacie a nekomerčné účely je
povolené s uvedením zdroja.*

Fotografie:

*ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martin Joppen*

*Redakčná uzávierka štatistických údajov
uvedených v tomto čísle bola 9. apríla
2008.*

ISSN 1725-2822 (elektronická verzia)



OBSAH

ÚVODNÉ SLOVO	5	Boxy	
HISTORICKÉ SÚVISLOSTI	8	1 Modelovanie hospodárstva eurozóny	36
ÚVOD	11	2 Kľúčové nástroje a kanály komunikácie ECB	50
INŠTITUCIONÁLNE USPORIADANIE A FUNGOVANIE EUROZÓNY	21	3 Kolaterálový rámec eurosystému	54
STRATÉGIA A REALIZÁCIA MENOVEJ POLITIKY ECB	33	4 Transmisný mechanizmus menovej politiky	59
OTVORENÉ OTÁZKY HOSPODÁRSKEJ POLITIKY A ROZŠÍROVANIA	65	5 Chápanie pretrvávania inflácie a determinanty dynamiky miezd	80
VPLYV EURA NA OBCHOD A KAPITÁLOVÉ TOKY A MEDZINÁRODNÁ ÚLOHA EURA	89	6 Predbežné zistenia aktivít ECB v oblasti finančného vývoja	104
FINANČNÁ INTEGRÁCIA	101	7 Úloha harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien	135
FINANČNÁ STABILITA A DOHĽAD	117		
ŠTATISTIKA	133		
EUROVÉ BANKOVKY – SKUTOČNÝ SYMBOL INTEGRÁCIE	139		
ZÁVEREČNÉ POZNÁMKY	145		
PRÍLOHA			
10 rokov štatistiky eurozóny a jej porovnanie so štatistikami ďalších hlavných hospodárskych oblastí	149		

POUŽITÉ SKRATKY

KRAJINY

BE	Belgicko	HU	Maďarsko
BG	Bulharsko	MT	Malta
CZ	Česká republika	NL	Holandsko
DK	Dánsko	AT	Rakúsko
DE	Nemecko	PL	Poľsko
EE	Estónsko	PT	Portugalsko
IE	Írsko	RO	Rumunsko
GR	Grécko	SI	Slovinsko
ES	Španielsko	SK	Slovensko
FR	Francúzsko	FI	Fínsko
IT	Taliansko	SE	Švédsko
CY	Cyprus	UK	Spojené kráľovstvo
LV	Lotyšsko	JP	Japonsko
LT	Litva	US	Spojené štáty
LU	Luxembursko		

OSTATNÉ

BIS	Banka pre medzinárodné zúčtovanie
CPI	index spotrebiteľských cien
ECB	Európska centrálna banka
EER	efektívny výmenný kurz
EMI	Európsky menový inštitút
EMU	Hospodárska a menová únia
ESA 95	Európsky systém účtov 1995
ESCB	Európsky systém centrálnych bánk
EÚ	Európska únia
EUR	euro
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	harmonizovaný index spotrebiteľských cien
ILO	Medzinárodná organizácia práce
MMF	Medzinárodný menový fond
NCB	národná centrálna banka
OECD	Organizácia pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj
PFI	peňažné finančné inštitúcie
PPI	index cien výrobcov
ULCM	jednotkové náklady práce v priemyselnej výrobe
ULTC	jednotkové náklady práce v ekonomike

V súlade s praxou Spoločenstva sú členské štáty EÚ v tomto bulletine zoradené v abecednom poradí podľa ich názvov v národných jazykoch.

ÚVODNÉ SLOVO



Európska centrálna banka (ECB) bola založená 1. júna 1998. Stala sa nezávislou centrálnou bankou pre európsku jednotnú menu euro, ktorá bola zavedená v januári 1999. Jednotná mena pre skupinu krajín nemôže existovať bez spoločnej centrálnej banky a spoločného systému centrálnych bánk. ECB a Európsky systém centrálnych bánk (ESCB), ktorý pozostáva z ECB a centrálnych bánk všetkých členských štátov Európskej únie (EÚ), tak dostali mandát na udržiavanie cenovej stability a zabezpečovanie dôveryhodnosti eura.

V máji 1998 Európska rada prijala jedno z najrozsiahlejších rozhodnutí v histórii európskej integrácie. Vedúci predstavitelia EÚ rozhodli, že 11 členských štátov splnilo kritériá na prijatie eura. Základom na dosiahnutie tohto míľnika bola Maastrichtská zmluva z roku 1992, ktorá vytvorila inštitucionálny rámec ESCB. Zmluva pozdvihla menovú politiku na nadnárodnú úroveň a izolovala ho od akýchkoľvek tlakov, vrátane tlakov zo strany národných vlád, čím sa zaručila plná nezávislosť ECB. Súčasne ude-

lila ECB výhradné právo schvaľovať vydávanie bankoviek.

Maastrichtskú zmluvu prerokovali a ratifikovali národné parlamenty s tým predpokladom, že všetci členovia EÚ postupne príjmu euro a v súlade s tým bude ESCB vykonávať všetky úlohy súvisiace s jednotnou menou. Až do tohto okamihu však bude kľúčovým hráčom skupina centrálnych bánk v rámci ESCB označovaná názvom Eurosystem, ktorá pozostáva z ECB a centrálnych bánk krajín patriacich do eurozóny. Hlavným rozhodovacím orgánom Eurosystemu je Rada guvernérov ECB, ktorá pozostáva zo šiestich členov Výkonnej rady ECB a guvernérov národných centrálnych bánk (NCB) krajín eurozóny.

Rada guvernérov ECB definovala cenovú stabilitu ako kladnú mieru inflácie nižšiu ako 2 % a oznámila, že jej cieľom bude udržiavať infláciu v strednodobom výhľade pod úrovňou 2 %, resp. v blízkosti tejto úrovne. Počas takmer desiatich rokov sa podarilo cieľ cenovej stability naplňovať napriek skutočnosti, že Európu a zvyšok sveta ovplyvňoval silný globálny rast cien komodít, na ktorý menová politika nemá žiadny dosah. Výsledkom bolo, že priemerná inflácia od zavedenia eura mierne presiahla hodnotu 2 %. To je pozoruhodný výsledok, berúc do úvahy všetky šoky, ktoré poznačili uvedené obdobie, a dosiahnuté výsledky hospodárstiev patriacich do eurozóny. V desaťročiach pred zavedením eura bola priemerná miera inflácie v jednotlivých krajinách výrazne vyššia ako v eurozóne za uplynulých desať rokov.

Stabilné ceny sú mimoriadne dôležité. Nielen preto, že chránia hodnotu príjmov všetkých obyvateľov a osobitne najzraniteľnejších a najchudobnejších spoluobčanov, ale tiež preto, lebo zachovávanie cenovej stability a dôvery v cenovú stabilitu v strednodobom výhľade je jedným z predpokladov trvalo udržateľného rastu a vytvárania pracovných miest. Udržiavaním očakávanej miery inflácie na nízkych úrovniach v súlade s našou definíciou cenovej stability ECB znížila rizikové prírážky súvisiace s infláciou, čím zabezpečila finančné



prostredie podporujúce hospodársky rast a vytváranie pracovných miest. Od zavedenia eura do konca roku 2007 eurozóna vytvorila viac ako 15 miliónov pracovných miest, pričom miera nezamestnanosti dosiahla svoju najnižšiu úroveň od začiatku osemdesiatych rokov minulého storočia.

Euro hrá veľmi dôležitú úlohu pri podpore fungovania nášho obrovského kontinentálneho trhu a tým prispieva k realizácii skutočného jednotného trhu. Súčasne pomáha chrániť hospodárstvo eurozóny pred mnohými globálnymi šokmi a značnými turbulenciami, ktoré sa objavujú v posledných rokoch.

Tieto úspechy si vyžiadali množstvo času a úsilia, keďže ECB sa pohybovala v neprebádaných vodách, prijímala rozhodnutia značného rozsahu a zložitosti a spolupracovala pri ich realizácii so všetkými členmi Eurosystému – národnými centrálnymi bankami eurozóny. Medzi mnohé naše úlohy z posledných rokov patrila potreba pochopenia fungovania novo vytvorenej menovej únie a dynamiky veľkého hospodárskeho priestoru smerujúceho k plnému hospodárskemu a menovému zjednoteniu.

Toto špeciálne vydanie poskytuje pohľad na prácu ECB počas predchádzajúcich desiatich rokov dynamického vývoja, venuje sa niektorým z najťažších vývojových období a tiež sa pozerá na výzvy, ktorým ECB a celá eurozóna čelí pri vstupe do nového desaťročia.

Medzi tieto výzvy patrí zvýšenie flexibility a prispôsobivosti eurozóny zlepšením štrukturálnych a fiškálnych politík, ako aj zvýšením rastového potenciálu. Pociťujeme trvalú potrebu pochopiť prebiehajúce zmeny v hospodárstve a prispôbiť im naše nástroje s cieľom zistiť, čo zvyšuje budúcu infláciu. Aby si menová politika zachovala svoju dôveryhodnosť, musí byť v neustálom strehu a udržiavať očakávanú úroveň inflácie v súlade s definíciou cenovej stability. Takisto musíme zistiť, ako sa najlepšie pripraví na budúce rozširovanie eurozóny.

Úspechy uplynulého desaťročia sú výsledkom vízie a odhodlania súčasných i predchádzajúcich členov Rady guvernérov, ako i výsledkom energie a úsilia všetkých zamestnancov Eurosystému. Pri tejto špeciálnej príležitosti by som rád vyjadril svoje úprimné poďakovanie všetkým, ktorí pomohli pri budovaní pevných základov pre euro. Jednotná mena sa stala hrdým symbolom kontinentu, ktorý neustále rastie.

Eurosystém pracuje ako tím a slúži 320 miliónom občanov žijúcim v 15 krajinách, ktoré sa rozhodli zdieľať spoločný osud. Euro je naša mena a obyvatelia Európy vedia, že sme verní mandátu, ktorý nám bol zverený.

Rád by som vyjadril moju najhlbšiu vďačnosť všetkým pracovníkom ECB a národných centrálnych bánk za ich významný prínos i za to, že umožnili vydanie tejto publikácie.



Jean-Claude Trichet, prezident ECB



Výkonná rada, jún 1998:

Druhý rad (zľava):
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

Prvý rad (zľava):
Christian Noyer (viceprezident),
Wim F. Duisenberg (prezident),
Sirkka Hämäläinen



Výkonná rada, jún 2008:

Druhý rad (zľava):
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Prvý rad (zľava):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (prezident),
Lucas D. Papademos
(viceprezident)

HISTORICKÉ SÚVISLOSTI

História európskej menovej integrácie siaha do začiatku 60-tych rokov minulého storočia, keď šesť členov Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS) začalo spolupracovať v menových otázkach. V rovnakom čase sa objavil aj prvý konkrétny návrh na vytvorenie európskej hospodárskej a menovej únie. Návrh vyzýval na vytvorenie oblasti voľného obchodu na základe Rímskej zmluvy, ktorá by do konca desaťročia prerástla do hospodárskej únie. Tento návrh sa však nerealizoval, keďže medzinárodný menový systém bol počas niekoľkých nasledujúcich rokov relatívne stabilný. Až v roku 1969, po sérii kríz v oblasti výmenných kurzov a platobných bilancií, sa vedúci predstavitelia šiestich členov EHS rozhodli vypracovať plán vytvorenia hospodárskej a menovej únie. Ich rozhodnutie bolo podkladom na vypracovanie Wernerovej správy v roku 1970, ktorá počítala s vytvorením takejto únie v troch fázach do roku 1980. Záujem o tento ambiciózny plán opadol v roku 1971 po zrušení breton-woodského systému fixných výmenných kurzov. Európske krajiny si zároveň uvedomili, že nekontrolovaná fluktuácia výmenných kurzov by mohla stať v ceste ďalšej obchodnej integrácii. Prvý krok z roku 1972, ktorý sa nazýval „snake“ (had), sa snažil o stabilizáciu výmenných kurzov medzi niektorými európskymi menami. Stal sa však obeťou ďalších menových kríz a medzinárodnej recesie, ktorá nasledovala po prvom ropnom šoku v roku 1973. Do roku 1977, keď viacero mien vstúpilo a vystúpilo z tohto systému, sa systém zredukoval na „oblasť nemeckej marky“, ktorá pozostávala z Nemecka, štátov Beneluxu a Dánska.

V roku 1979 Francúzsko a Nemecko opäť predostreli otázku menovej integrácie, čo viedlo k vytvoreniu európskeho menového systému (EMS), ktorý existoval až do zavedenia eura v roku 1999. Dôraz sa kládol na koordináciu menovej politiky a konvergenciu smerom k cenovej stabilite ako podporného mechanizmu pre stabilné výmenné kurzy. Počas tohto obdobia sa ďalej posilnili prepojenia medzi centrálnymi bankami, úpravy výmenných kurzov boli podmienené záväzkami v oblasti konvergenčnej politiky s cieľom znížiť frekvenciu i dopad

devalvácií (ku ktorým napriek tomu z času na čas dochádzalo), odstránili sa mechanizmy na kontrolu kapitálu, vo všetkých krajinách sa uplatňovala politika nízkej inflácie a ekonomická integrácia dosiahla významný pokrok. Skúsenosti s fungovaním EMS priniesli mnohé poučenia, najmä čo sa týka dôležitosti trvalo udržateľnej nominálnej konvergenencie a rozpočtovej disciplíny.

Ku koncu 80-tych rokov 20. storočia sa opäť začalo diskutovať o realizovateľnosti európskej hospodárskej a menovej únie. Európska rada poverila výbor expertov pod vedením Jacquesa Delorsa, aby vypracoval návrh realizácie hospodárskej a menovej únie (HMÚ). Výsledná „Delorsova správa“ predstavila cestu k Maastrichtskej zmluve, ktorú podpísali hlavy štátov alebo predstavitelia vlád členských štátov EÚ v roku 1992 a ktorú do roku 1993 ratifikovali všetky krajiny EÚ. Zmluva položila základ pre zavedenie jednotnej meny o takmer desaťročie neskôr. Obdobie medzi uvedenými termínmi sa využilo na ďalšie posilnenie konvergenčného procesu a potrebné inštitucionálne prípravy. Európsky menový inštitút (EMI), ktorý bol založený v roku 1994, začal pripravovať regulačný, organizačný a logistický rámec pre nový nadnárodný systém centrálnych bánk. Tieto prípravné práce boli kľúčové pre založenie ECB a ESCB a preto, aby mohli plniť svoje úlohy a zaviesť novú jednotnú menu.

V máji 1998 Rada Európskej únie rozhodla, že 11 krajín splnilo konvergenčné kritériá, teda súbor podmienok stanovených pre prijatie eura. Dňa 1. júna 1998 vznikli ECB a ESCB. Až do okamihu, keď všetky členské štáty EÚ zavedú euro, je kľúčovým hráčom Eurosystém, ktorý pozostáva z ECB a centrálnych bánk krajín patriacich do eurozóny. Hlavným rozhodovacím orgánom Eurosystému je Rada guvernérov ECB, ktorá pozostáva zo šiestich členov Výkonnej rady ECB a guvernérov národných centrálnych bánk (NCB) krajín eurozóny.

Hneď od svojho vzniku čelili Európska centrálna banka a Eurosystém viacerým výzvam. ECB si ako nová inštitúcia musela vybudovať dôvery-

hodnosť a získať dôveru verejnosti i finančných trhov, že bude udržiavať cenovú stabilitu. Ako nová inštitúcia tiež musela vytvoriť rámec pre efektívnu spoluprácu s NCB Eurosystému. Tieto úlohy boli sťažené úplne novým inštitucionálnym a ekonomickým prostredím. Euro totiž vytvorilo novú ekonomickú a finančnú entitu, ktorej charakteristiky neboli plne preskúmané, a v plnom rozsahu neboli známe ani dôsledky, ktoré euro priniesie.

Toto špeciálne vydanie pri príležitosti 10. výročia ECB je spätným pohľadom na prácu ECB a Eurosystému a úspechy za predchádzajúcich desať rokov dynamického vývoja. Súčasne sa venuje viacerým budúcim výzvam a vyhliadkam v oblastiach, ktoré spadajú do zodpovednosti ECB. Pri hodnotení fungovania ECB a Eurosystému vynikajú dva aspekty:

- Po prvé, menová integrácia sa v uplynulých rokoch rozvíjala paralelne s hospodárskou integráciou. Európska cesta k HMÚ je jedinečná v histórii a je založená na koncepte jednotného trhu medzi suverénnymi krajinami. Tým sa odlišuje od väčšiny menových únií z minulosti, keď cestu k vytvoreniu jednotného trhu vydláždil predchádzajúci vznik politickej únie (národného štátu) s rovnakými podmienkami pre podniky a domácnosti. Očakávame, že euro bude mať významný vplyv na podporu ďalšej ekonomickej a finančnej integrácie. Tento aspekt je podrobnejšie opísaný v kapitolách 4, 5 a 6, ktoré sa venujú ekonomickej integrácii, zvyšovaniu otvorenosti obchodu a integrácii finančných trhov.
- Po druhé, rozhodovanie v Eurosystéme je centralizované, pričom implementácia rozhodnutí je decentralizovaná. Decentralizácia Eurosystému poskytuje tri hlavné výhody. Prvou je, že ECB takto využíva odborné znalosti, infraštruktúru a prevádzkové schopnosti národných centrálnych bánk Eurosystému. Druhou výhodou je, že NCB podporujú komunikáciu medzi ECB a obyvateľmi eurozóny, keďže používajú jazyk svojej krajiny a poznajú jej kultúru. Tretou

výhodou je, že národné centrálné banky poskytujú úverovým inštitúciám v každej krajine prístup k centrálnej bankovej sieti, čo je významným faktorom vzhľadom na veľkosť eurozóny a dlhodobé vzťahy medzi národnými komunitami bánk a ich národnými centrálnymi bankami. Uvedený rámec počas predchádzajúceho desaťročia bezproblémovo fungoval. Rovnako úspešne zvládol aj rozširovanie Európskej únie a eurozóny.

Týchto desať rokov uplynulo veľmi rýchlo a ECB si získala vysokú dôveryhodnosť na celom svete. Bude veľmi dôležité udržať si túto dôveryhodnosť a zároveň reagovať na všetky budúce výzvy súvisiace so vstupom eurozóny do druhého desaťročia jej existencie. V tomto špeciálnom vydaní Mesačného bulletinu pri príležitosti 10. výročia založenia ECB chceme poukázať na to, že v mnohých ohľadoch v súčasnosti zdieľame spoločný osud.

EURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK (ESCB)



EUROSISTÉM



1 ÚVOD

„... dokázať, aby ľudia spolupracovali, ukázať im, že aj napriek rozdielom a hraniciam majú spoločný záujem.“

Jean Monnet

Toto špeciálne vydanie Mesačného bulletinu hodnotí prvých desať rokov fungovania Európskej centrálnej banky (ECB) a Eurosystému (pozostávajúceho z ECB a centrálnych bánk krajín Európskej únie, ktoré zaviedli euro). Opisuje ich prácu v tomto rušnom období a načrtáva výzvy, ktorým budú táto inštitúcia a systém čeliť ďalších desať a viac rokov.

ECB plní svoj hlavný cieľ – udržiava cenovú stabilitu – a stratégia jej menovej politiky je dôveryhodná a zrozumiteľná. Určovanie jednotnej menovej politiky je pritom najviditeľnejšou, avšak zďaleka nie jedinou úlohou ECB. V rámci plnenia svojho cieľa musí ECB vykonávať rôzne ďalšie úlohy a činnosti, z ktorých niektoré sú stanovené v Maastrichtskej zmluve, a ďalšie sú nevyhnutnou súčasťou určovania jednotnej menovej politiky. Cieľom tohto vydania Mesačného bulletinu je pomôcť lepšie porozumieť rôznym ďalším úlohám ECB a Eurosystému.

Založenie ECB a ESCB a zavedenie eura viedlo k novému inštitucionálnemu usporiadaniu Hospodárskej a menovej únie (HMÚ), v ktorom sa vykonáva centralizovaná menová politika a decentralizované rozpočtové a štrukturálne politiky. Druhá kapitola vysvetľuje, ako bola zodpovednosť za jednotnú menovú politiku prenesená na nadnárodnú úroveň (t. j. na úroveň Spoločenstva). Novovytvorenej inštitúcii zodpovednej za určovanie menovej politiky – ECB – bola zmluvou udelená značná miera nezávislosti. V tejto kapitole sa snažíme objasniť, že ide o inštitucionálnu, ale aj personálnu, finančnú a funkčnú nezávislosť. Lisabonská zmluva uvádza ECB ako jednu z inštitúcií Únie. To je odrazom skutočnosti, že výkon menovej politiky nemožno rozdeliť, a že centrálné banky potrebujú na zabezpečovanie cenovej stability nezávislosť. Rozpočtové politiky sa naopak účinnejšie určujú na národnej úrovni – v súlade s parametrami Paktu stability a rastu –, aby bolo možné zohľadňovať danosti a inštitucionálne usporiadanie v jednotlivých krajinách. Na národnej úrovni sa vykonávajú aj štrukturálne politiky, v tomto prípade sa však uplatňuje systém vzájomného hodnotenia a koordinácie v rámci Lisabonskej stratégie.

Nové inštitucionálne usporiadanie HMÚ ponúka primerané koordinačné postupy, ktoré zohľadňujú zvýšenú vzájomnú závislosť krajín eurozóny. V dôsledku toho musia ECB a Eurosystém udržiavať výmenu informácií a aktívnu spoluprácu s viacerými ďalšími európskymi inštitúciami a orgánmi, napríklad v rámci zasadania ministrov financií (Rady ECOFIN) a rôznych príslušných prípravných výborov, Euroskupiny a Európskej komisie. ECB má okrem toho vykazovaciu povinnosť voči Európskemu parlamentu. Tieto postupy sa uplatňujú od septembra 1998 a zatiaľ sa osvedčili. Avšak aj politiky, ktoré sa určujú na národnej úrovni, musia vzhľadom na napredovanie integrácie eurozóny zohľadňovať požiadavky Spoločenstva.

Rada guvernérov ECB zodpovedá za určovanie menovej politiky eurozóny a za stanovovanie usmernení potrebných na jej výkon. V októbri 1998 Rada guvernérov oznámila stratégiu menovej politiky zameranú na cenovú stabilitu, ktorá bola navrhnutá na dosahovanie hlavného cieľa, udržiavania cenovej stability, ako stanovuje Maastrichtská zmluva. Túto stratégiu, ktorá bola ďalej upresnená v roku 2003, tvoria dva hlavné prvky: kvantitatívna definícia cenovej stability a „dvojpilierový rámec“. Kvantitatívna definícia stanovuje, že hlavným cieľom ECB je udržiavať infláciu na úrovni tesne pod 2 %. Je totiž všeobecne akceptovaným názorom, že udržiavaním cenovej stability môže menová politika najviac prispieť k hospodárskemu blahu. Druhým prvkom je „dvojpilierový rámec“ založený na ekonomickej a menovej analýze.

Prvoradý cieľ ECB: cenová stabilita

Inštitucionálne usporiadanie HMÚ kombinuje centralizovaný výkon menovej politiky ...

... s decentralizovaným výkonom rozpočtových a štrukturálnych politik...

... a vyžaduje si intenzívnejšiu výmenu informácií a koordináciu

Rada guvernérov určuje menovú politiku



Dvojpilierový rámec pre eurozónu

Obidva druhy analýz sú relevantné pri hodnotení rôznych rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Ekonomická analýza sa zameriava na krátkodobý a strednodobý horizont. Využíva široké spektrum hospodárskych a finančných štatistík a ukazovateľov relevantných z hľadiska perspektívy cenového vývoja. Menová analýza sa naopak zameriava na strednodobý až dlhodobejší horizont a prvoradý význam pripisuje menovému a úverovému vývoju. Dvojpilierový rámec umožňuje vykonávať vhodne štruktúrovanú internú analýzu a uľahčuje komunikáciu so širokou verejnosťou a finančnými trhmi.

Vytvorenie Eurosystému si vyžadovalo bezprecedentnú prípravu

Tretia kapitola podrobne vysvetľuje kľúčové vlastnosti a prvky stratégie, jej realizáciu a výkon menovej politiky od zavedenia eura v roku 1999. Táto kapitola tiež opisuje rozsiahlu prácu, ktorú bolo potrebné vykonať na zaistenie funkčnosti Eurosystému. Patrílo sem okrem iného aj vytvorenie infraštruktúry na realizáciu jednotnej menovej politiky. Rovnako aj ECB musela vybudovať vlastnú organizáciu a postupy. Táto kapitola zdôrazňuje, že ECB a Eurosystém začali fungovať len s obmedzenými poznatkami o tom, ako bude eurozóna fungovať po dokončení procesu menovej integrácie. Vykonávať menovú politiku nie je jednoduché ani za normálnych okolností, a pri príležitosti tohto jedinečného prechodu z odskúšaného výkonu národných politík na výkon nadnárodnej politiky išlo o mimoriadne náročnú úlohu. Už od samého začiatku sa značne investovalo do výskumu, analýz a štatistík a v súčasnosti sa aj naďalej pracuje na vývoji rôznych modelov a nástrojov, ktoré pomáhajú generovať najnovšie údaje. Mnohé z týchto analýz sú dostupné verejnosti a podliehajú hodnoteniu príslušných subjektov, takže slúžia verejnému dobru.

Hospodárske reformy sú kľúčové pre plynulé fungovanie eurozóny

Štvrtá kapitola hodnotí politické výzvy a výkonnosť eurozóny na makroúrovni. Analýza reálnych hospodárskych trendov a hospodárskych politík sa používa na rôzne účely. Prispieva napríklad k spomínanej analýze v rámci dvojpilierovej stratégie a k analýze procesu transmisie menovej politiky; a umožňuje rozpoznávať makroekonomické trendy, za ktorými stoja najmä štrukturálne a rozpočtové politiky ako aj globálny vývoj, a ich vplyv na inflačné tlaky. Táto kapitola informuje o určitých trendoch v oblasti reálneho rastu, produktivity a trhov práce eurozóny za posledných desať rokov. V tejto súvislosti je pozoruhodné, že v rámci HMÚ dochádza za posledné desaťročie k veľmi stabilnému rastu zamestnanosti. Kapitola sa ďalej venuje rozpočtovým politikám a nakoniec uvádza určité štylizované skutočnosti o rozdieloch medzi jednotlivými krajinami, pokiaľ ide o rast reálnej produkcie a infláciu.

Z tejto kapitoly vyplýva viacero ponaučení. Z dlhodobejšieho hľadiska sú na zaistenie celkovej makroekonomickej stability a priaznivého vývoja v týchto oblastiach – t. j. vysokej zamestnanosti a rýchleho rastu produkcie, nízkej prirodzenej nezamestnanosti a absencie výrazných rozdielov vo vývoji medzi jednotlivými krajinami –, nevyhnutné štrukturálne reformy a zdravé rozpočtové politiky. Rozdiely medzi jednotlivými krajinami v úrovni nákladov a inflácie, ktoré sú dôsledkom nepriemeraného mzdového vývoja ako aj fiškálnej a štrukturálnej nepružnosti, môžu viesť k oslabovaniu konkurencieschopnosti a nepriaznivo vplývať na rast zamestnanosti a produkcie. Prostredníctvom pružných trhov práce a trhov tovaru a služieb, dobudovania jednotného trhu a vhodne navrhutej udržateľnej rozpočtovej politiky by sa mala zaistiť účinnosť opatrení zameraných na riešenie špecifických šokov. V neposlednom rade by mali krajiny, ktoré majú v úmysle zaviesť v budúcnosti euro, zohľadniť uvedené postupy v procese konvergenzie, ak sa rozhodnú vstúpiť do eurozóny.

Menová únia a jej vplyv na ekonomiku

Euro postupne mení ekonomiku eurozóny. V obchodnej sfére dochádza k znižovaniu, resp. rušeniu nákladov spojených s určitými transakciami, napríklad výmenou mien alebo ochranou pred volatilnými výmennými kurzami. Klesajú aj informačné náklady, spojené napríklad s potrebou porovnávať ceny tovaru a služieb medzi jednotlivými krajinami. Euro by tiež malo pomôcť vytvoriť jednotný trh – t. j. odstrániť zostávajúce prekážky obehu tovaru, služieb a ľudí –, zvýšením

cenovej transparentnosti a sťažením cenovej diskriminácie. Tým by malo prispieť k zníženiu segmentácie trhu a posilneniu konkurencie. Euro je v porovnaní s viacerými menami, ktoré nahradilo, efektívnejšie aj ako prostriedok výmeny a zúčtovacia jednotka. V tomto špeciálnom vydaní Mesačného bulletinu sa snažíme objasniť, ako euro rôznymi spôsobmi pomáha meniť finančné trhy a výkonnosť Európy na makroúrovni. Tento proces zmien, prispievajúci k väčšej integrácii eurozóny, je samozrejme dlhodobý a jeho konkrétne prejavy môžu byť badateľné až po niekoľkých desaťročiach.

Jednou z oblastí, v ktorých sú už tieto zmeny dostatočne merateľné, je medzinárodný vplyv eura. Piata kapitola rozoberá štyri oblasti pôsobenia týchto zmien: obchod s tovarom a službami, kapitálové toky, medzinárodné postavenie eura a vzťahy ECB s krajinami tretieho sveta a medzinárodnými inštitúciami a orgánmi. Analyzuje vývoj medzi krajinami eurozóny (t. j. v rámci eurozóny) a medzi eurozónou ako celkom a zvyškom sveta (t. j. mimo eurozóny). Z neoficiálnych údajov a ekonomických analýz vyplýva, že euro podporuje obchod, priame zahraničné investície a cezhraničné portfóliové investície medzi krajinami eurozóny. Dalo by sa teda povedať, že eurozóna takto investuje sama do seba. Podporovaním obchodu v rámci eurozóny euro posilňuje konkurenciu a konvergenciu cien v eurozóne. Euro zároveň prostredníctvom realokácie kapitálu, najmä vo výrobnom sektore, pomáha zvyšovať efektívnosť v domácich i hosťovských krajinách. Podporovaním portfóliových tokov medzi členmi eurozóny navyše euro prispieva k diverzifikácii investičných a spotrebných rizík. Očakáva sa, že tento vývoj bude pokračovať. Medzinárodný vplyv eura a jeho používanie ako rezervnej a transakčnej meny sú na vzostupe. Po americkom dolári, ktorý má rozsiahlejší globálny dosah, je euro druhou najvýznamnejšou medzinárodnou menou.

Posledných desať rokov ECB a ESCB venovali zvláštnu pozornosť adekvátnemu fungovaniu finančného systému. Finančný systém a jeho stabilita majú pre centrálnu banku význam z dvoch hlavných dôvodov. Po prvé, správne fungovanie finančného systému je predpokladom toho, aby mohli centrálnu banku plniť svoj hlavný cieľ – zabezpečiť cenovú stabilitu. Finančný systém je primárnym kanálom výkonu jednotnej menovej politiky, a preto je integrovaný, stabilný a efektívny finančný systém nevyhnutný z hľadiska plynulého a účinného prenosu impulzov menovej politiky v rámci eurozóny. Centrálnu banku navyše zodpovedajú najmä za plynulé fungovanie platobných a zúčtovacích systémov a tento cieľ je úzko prepojený s bezpečnosťou a efektívnosťou finančného systému ako celku. Druhým dôvodom je skutočnosť, že dobre fungujúci finančný systém umožňuje efektívnejšie umiestňovanie finančných zdrojov v čase a priestore, čím prispieva k dosahovaniu rýchlejšieho a udržateľnejšieho hospodárskeho rastu. To je z hľadiska verejného záujmu dôležitý cieľ a centrálnu banku ho aktívne podporujú.

Eurozóna má mnohonárodný charakter. Od samého začiatku bolo jedným z hlavných cieľov Euro systému zlepšiť fungovanie jeho finančných trhov, t. j. podporovať európsku finančnú integráciu. Šiesta kapitola hodnotí pokrok dosiahnutý v oblasti finančnej integrácie od zavedenia eura, hlavné faktory a prekážky jej napredovania a úlohu, ktorú v integračnom procese zohrala ECB a Eurosystém. Zdôrazňuje, že ECB a Eurosystém finančnú integráciu podporujú v štyroch hlavných oblastiach: (i) informuje o finančnej integrácii a monitoruje pokrok dosiahnutý v tejto oblasti, (ii) pôsobí ako katalyzátor trhových iniciatív prispievajúcich k finančnej integrácii, napríklad v súvislosti s vytvorením jednotnej oblasti platieb v eurách (SEPA), (iii) poskytuje poradenstvo v otázkach právneho a regulačného rámca EÚ pre finančné služby a (iv) poskytuje centrálnu bankové služby vrátane systémov hrubého zúčtovania platieb v eurách v reálnom čase (systém TARGET) a cezhraničného spracovania kolaterálu (model CCBM), a tiež iniciatívu TARGET2-Securities, v rámci ktorej sa hodnotia možnosti vysporiadania obchodov s cennými papiermi prostredníctvom účtov centrálnych bánk.

Medzinárodný vplyv eura

ECB/ESCB venuje zvláštnu pozornosť finančnému systému

Eurosystém podporuje finančnú integráciu...

Siedma kapitola sa zameriava na ďalšiu významnú úlohu Eurosystému – zabezpečovanie finančnej stability. Táto úloha v posledných rokoch získava na dôležitosť, keďže finančný sektor sa v pomere k reálnemu hospodárstvu výrazne rozširuje a význam finančnej stability pre hospodárstvo je tak čoraz väčší. Hoci Eurosystém vo všeobecnosti k finančnej stabilite najlepšie prispieva zabezpečovaním cenovej stability, tento cieľ podporuje ešte dvoma konkrétnymi spôsobmi. Po prvé, Eurosystém vykonáva na úrovni eurozóny určité úlohy súvisiace s udržiavaním finančnej stability. Patrí sem monitorovanie a hodnotenie finančnej stability eurozóny (ECB dvakrát ročne zverejňuje prehľad finančnej stability – Financial Stability Review), rovnako ako výkon operácií na trhu, ktorých cieľom je tlmieť všeobecné finančné šoky a zmierňovať napätie na peňažnom trhu eurozóny. Po druhé, Eurosystém sa podieľa na tvorbe politík národných orgánov a orgánov EÚ v oblasti finančnej stability, čo zahŕňa tri hlavné činnosti: (i) podpora monitorovania a hodnotenia finančnej stability na národnej úrovni i v rámci celej EÚ, (ii) poskytovanie poradenstva v oblasti finančnej regulácie a dohľadu a (iii) pomoc pri riešení finančných kríz. Eurosystém tiež priamo zodpovedá za kontrolu trhových infraštruktúr, a to najmä platobných systémov, čo tiež prispieva k stabilite finančného systému. Táto kapitola opisuje úlohy Eurosystému v súvislosti s finančnou stabilitou a dohľadom a výsledky dosiahnuté v tejto oblasti.

Ôsma kapitola vysvetľuje význam kvalitných štatistických údajov za eurozónu. ECB potrebuje pri plnení svojich úloh a predovšetkým pri hodnotení rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu ucelený súbor včasných, spoľahlivých a koherentných menových, finančných a hospodárskych štatistík. Táto kapitola sa tiež venuje harmonizovanému indexu spotrebiteľských cien, pomocou ktorého ECB hodnotí cenovú stabilitu. Od roku 1999 sa objem vykázaných štatistík ESCB takmer strojnásobil. Údaje v rámci menovej, finančnej a externej štatistiky sa pravidelne zverejňujú vo vysokom štandarde kvality. K dispozícii je aj referenčná dokumentácia, ktorá prispela k vytvoreniu celosvetových štatistických štandardov, napríklad v oblasti menovej a finančnej štatistiky. Rôzne štatistiky ECB sú v súčasnosti zakomponované do plnohodnotného systému štvrťročných finančných a nefinančných účtov za eurozónu. Štatistická príloha, ktorá je súčasťou tohto špeciálneho vydania, uvádza niektoré vybrané medzinárodné porovnania.

Deviata kapitola sa podrobne venuje eurovým bankovkám a stručne opisuje históriu ich vzniku v 90. rokoch a ich uvedenie do obehu v roku 2002. Kapitola pokrýva aj súčasnosť a budúcnosť bankoviek – informuje o obehu meny a jeho riadení. Eurové bankovky sú hmatateľným symbolom úspechu HMÚ a vzhľadom na rozsah prác spojených s plánovaním a organizáciou ich uvedenia do obehu predstavujú významný úspech.

Toto špeciálne vydanie Mesačného bulletinu ukazuje, že činnosť ECB a Eurosystému počas týchto desiatich rokov možno hodnotiť z rôznych časových hľadísk. Pri ich analyzovaní sa vynárajú určité spoločné črty, ktoré zároveň poukazujú na nastávajúce výzvy:

- Eurosystém kombinuje centralizované rozhodovanie s decentralizovaným výkonom politiky národnými centrálnymi bankami. To platí pre všetky úlohy a činnosti, ktorými sa zaoberá toto špeciálne vydanie. Pokiaľ ide o organizačné usporiadanie, odborníci z ECB a národných centrálnych bánk sa schádzajú v rámci rôznych technických výborov a pracovných skupín, ktoré prispievajú k pravidelnému spracovaniu veľkého množstva údajov a informácií zo všetkých krajín eurozóny. Týmto spôsobom je možné zlúčiť cenné skúsenosti a vedomosti pracovníkov národných centrálnych bánk Eurosystému. Uvedené výbory a pracovné skupiny majú pri práci na zreteli záujem eurozóny. Tento rámec je zároveň modifikovateľný a úspešne sa prispôbuje procesu rozširovania.

- Začiatky Eurosystému neboli jednoduché. Poznatky o tom, ako bude eurozóna fungovať po dokončení procesu menovej integrácie, boli len obmedzené. Výkon menovej politiky za neistých okolností a pod vplyvom šokov je výzvou pre každú centrálnu banku. V prvých rokoch eurozóny to však bolo obzvlášť zložité, najmä preto, že išlo o bezprecedentnú situáciu (ako opisuje tretia kapitola). To vysvetľuje, prečo sa hneď od začiatku aktívne investovalo do analytických nástrojov, výskumu a štatistík (podrobnejšie informácie sú v kapitolách 3, 4, 5, 6 a 8). Bola vyvinutá široká škála modelov a ďalších analytických nástrojov, ktoré sa používajú a zdokonaľujú dodnes. Prevažná časť týchto analýz a informácií je pritom k dispozícii verejnosti – na našej internetovej stránke a v rôznych publikáciách. Tieto informácie zároveň podliehajú kontrole a hodnoteniu zo strany verejnosti i odborných subjektov.
- Stratégia menovej politiky ECB vychádza predovšetkým z cenných skúseností národných centrálnych bánk Eurosystému, tieto poznatky však zároveň kombinuje s rôznymi inovačnými prvkami. Vzhľadom na mandát udelený zmluvou – zabezpečovať cenovú stabilitu – Rada guvernerov definovala jednoznačný inflačný cieľ. Tým zvyšuje transparentnosť a zodpovednosť ECB. Ekonomická a menová analýza – dvojpilierový rámec – predstavujú dve navzájom sa dopĺňajúce hľadiská umožňujúce hodnotiť cenovú stabilitu. Zároveň slúžia ako prostriedok organizácie internej analýzy a externej komunikácie. Stratégia je v súčasnosti všeobecne známa a dôveryhodná. Dôveryhodnosť pomáha ukotvovať dlhodobejšie inflačné očakávania a znižovať volatilitu inflácie. Kapitoly 2, 7 a 9 tohto špeciálneho vydania ukazujú, ako plynulé fungovanie stratégie menovej politiky ECB prispieva k plneniu rôznych ďalších úloh ECB a Eurosystému.
- Od eura – ktoré malo vo všeobecnosti zahŕňať trhové sily, inštitucionálne a organizačné zmeny a legislatívne opatrenia –, sa očakáva, že bude pôsobiť ako katalyzátor hospodárskej a finančnej integrácie. Účinky týchto zmien sa môžu prejavovať postupne počas dlhého obdobia. Koniec koncov, proces európskej hospodárskej, finančnej a menovej integrácie sa začal už v päťdesiatych rokoch a odvtedy neustále napreduje. Rozhodnutie zaviesť euro vychádzalo z pevného presvedčenia, že krajiny eurozóny sú na túto zmenu pripravené, a že nová jednotná mena uvedie do pohybu procesy podporujúce zbližovanie jednotlivých krajín. Pretrvávajú však niekoľko problémov, ktorými sa toto špeciálne vydanie tiež zaoberá. V niektorých krajinách eurozóny je ešte stále rozdiel medzi úrovňou inflácie, ako ju vníma verejnosť, a skutočne nameranou úrovňou inflácie (bližšie informácie v tretej kapitole). Ekonomiky eurozóny by zároveň mali ešte viac posilniť svoju pružnosť a odolnosť voči externým šokom (podrobnejšie vo štvrtjej kapitole). Európska „regionálna“ integrácia navyše napreduje v prostredí globalizácie, čo má tiež ďalekosiahle a závažné dôsledky (viac v kapitolách 5 a 6). Eurozóna teda v budúcnosti bude musieť čeliť aj tlakom vyplývajúcim z týchto skutočností.
- Vzájomná prepojenosť eurozóny je v súčasnosti väčšia než kedykoľvek predtým, a to mení náš pohľad na Hospodársku a menovú úniu. Euro je tiež dôležitým symbolom identity Európy.

Euro v súčasnosti používa 320 miliónov ľudí v eurozóne. I za hranicami eurozóny euro obieha v oveľa väčšej miere, ako to bolo v prípade starých mien, a zároveň sa čoraz viac používa na medzinárodných finančných trhoch (viac v piatej kapitole). Toto špeciálne vydanie Mesačného bulletinu pri príležitosti 10. výročia založenia ECB ukazuje, že euro už prinieslo viacero výhod vrátane cenovej stability a nízkych úrokových mier. Z týchto výhod ťažia rôzne ďalšie oblasti, v ktorých síce len postupne, ale stabilne dochádza k priaznivým zmenám, napr. k rozvoju obchodu s tovarom a službami a rozširovaniu finančnej integrácie, čo zasa prispieva k prehlbovaniu a modernizácii finančných trhov. Komplexné medzinárodné prostredie sa zároveň vyznačuje značným stupňom odolnosti. Tieto úspechy podľa nášho názoru výrazne uľahčujú riešenie súčas-

Nedostatok poznatkov
o fungovaní budúcej eurozóny

Zóna cenovej stability je
teraz ešte širšia

Euro ako katalyzátor
integrácie

Euro prinieslo cenovú
stabilitu a nízke úrokové
miery

ných i nastávajúcich problémov v eurozóne a zároveň podporujú adaptáciu národných ekonomík. Desiata kapitola obsahuje niekoľko záverečných úvah. Nasledujúca tabuľka uvádza zoznam hlavných udalostí v histórii Eurosystému z hľadiska inštitucionálneho rámca.

Hlavné inštitucionálne udalosti v histórii Eurosystému, 1998 – 2008

1998		
máj	Európska rada rozhodla, že 11 členských štátov splnilo konvergenčné kritériá a môže zaviesť euro (tretia etapa HMÚ).	Úvodné slovo
jún	Založenie ECB a ESCB.	Historické súvislosti
september	Prvé vystúpenie prezidenta ECB pred Európskym parlamentom.	Kapitola 2
október	Prezident ECB prvýkrát na zasadnutí G7.	
október	Oznámenie stratégie menovej politiky.	Kapitola 3.1
november	Rada EÚ prijíma Nariadenie o zbere štatistických informácií Európskou centrálnou bankou.	Kapitola 8
december	Oznámenie kvantitatívnej referenčnej hodnoty menového rastu.	
december	ECB získava štatút pozorovateľa v Medzinárodnom menovom fonde (MMF).	
december	Stanovenie neodvolateľných pevných výmenných kurzov.	Historické súvislosti
1999		
január	Zavedenie fiduciárneho eura. Začiatok výkonu jednotnej menovej politiky za eurozónu.	Kapitola 2
január	Spustenie mechanizmu ERM II, prvými členmi sú Dánsko a Grécko.	Kapitola 2
apríl	Dohoda Eurosystému o núdzovom poskytovaní likvidity.	Kapitola 7
júl	Vo viacerých tlačiarňach sa spúšťa výroba eurových bankoviek.	Kapitola 9
november	ECB sa stáva členom Banky pre medzinárodné zúčtovanie (Bank for International Settlements – BIS).	
2000		
marec	Európska rada prijíma Lisabonskú stratégiu.	Kapitola 2
2001		
január	Do eurozóny vstupuje Grécko.	Kapitola 2
apríl	Prijatie Memoranda o porozumení s platnosťou v celej EÚ medzi orgánmi dohľadu nad platobnými systémami a orgánmi bankového dohľadu.	Kapitola 7
august	Predstavenie eurových bankoviek verejnosti.	Kapitola 9
september	Začiatok predzásobovania eurovými bankovkami a mincami.	Kapitola 9
2002		
január	Prechod na euro: do konca februára 2002 sa eurové bankovky a mince stávajú jediným zákonným platidlom vo všetkých krajinách eurozóny.	Kapitola 9
november	ECB prvýkrát zverejňuje svoju správu o štruktúrach bankového sektora v EÚ.	Kapitola 7
2003		
február	ECB prvýkrát zverejňuje svoju správu o stabilite bankového sektora v EÚ.	Kapitola 7
marec	Prijatie Memoranda o porozumení s platnosťou v celej EÚ týkajúceho sa spolupráce medzi orgánmi dohľadu a centrálnymi bankami v prípade finančnej krízy.	Kapitola 7
marec	Prijatie Memoranda o porozumení týkajúceho sa rozdelenia zodpovednosti za hospodársku a finančnú štatistiku na úrovni Spoločenstva medzi ECB a Eurostat.	Kapitola 8
máj	Upresnenie stratégie menovej politiky ECB.	Kapitola 3.1
2004		
marec	Prijatie zmien prevádzkového rámca.	Kapitola 3.3
máj	Národné centrálné banky desiatich nových členských štátov EÚ sa stávajú súčasťou ESCB.	Kapitola 2
jún	Do mechanizmu ERM II vstupujú meny Estónska, Litvy a Slovinska.	Kapitola 2
december	ECB prvýkrát zverejňuje svoj prehľad finančnej stability (Financial Stability Review).	Kapitola 7
2005		
marec/apríl	Opätovné spustenie Lisabonskej stratégie na základe prehodnotenia uskutočneného skupinou na vysokej úrovni pod vedením Wima Koka.	Kapitola 2
marec/jún	Reforma Paktu stability a rastu.	Kapitola 2
máj	Prijatie Memoranda o porozumení s platnosťou v celej EÚ týkajúceho sa spolupráce medzi orgánmi dohľadu, centrálnymi bankami a ministerstvami financií v prípade finančnej krízy.	Kapitola 7
máj	Do mechanizmu ERM II vstupujú meny Cypru, Lotyšska a Malty.	Kapitola 2
august	Eurosystém zverejňuje svoj príspevok ku konzultácii Komisie o politike finančných služieb EÚ (2005 – 2010).	Kapitola 7
september	ECB prvýkrát zverejňuje ukazovatele finančnej integrácie v eurozóne.	Kapitola 6
november	Do mechanizmu ERM II vstupuje slovenská koruna.	

Hlavné inštitucionálne udalosti v histórii Eurosystemu, 1998 – 2008

2006		
júl	Spustenie iniciatívy TARGET2-Securities.	Kapitola 6
2007		
január	Do eurozóny vstupuje Slovinsko.	Kapitola 2
január	Národné centrálné banky Bulharska a Rumunska sa stávajú členmi ESCB.	Kapitola 2
marec	ECB prvýkrát zverejňuje správu o stave finančnej integrácie v Európe.	Kapitola 6
máj	Zverejnenie verejného záväzku týkajúceho sa štatistickej funkcie ESCB.	Kapitola 8
jún	ECB a Eurostat prvýkrát spoločne zverejňujú integrované štvrtročné hospodárske a finančné účty eurozóny s členením podľa inštitucionálneho sektora.	Kapitola 8
november	Eurosystem zverejňuje svoj príspevok k revízii Lamfalussyho rámca pre finančnú reguláciu a dohľad.	Kapitola 7
december	Podpísanie Lisabonskej zmluvy.	Kapitola 2
2008		
január	Do eurozóny vstupujú Cyprus a Malta.	Kapitola 2
apríl	Zverejnenie publikácie „ECB Statistics Quality Framework“.	Kapitola 8
apríl	Dohoda o novom Memorande o porozumení s platnosťou v celej EÚ týkajúcom sa spolupráce medzi orgánmi dohľadu, centrálnymi bankami a ministerstvami financií v prípade finančnej krízy.	Kapitola 7

Rada guvernérov, jún 1998:

Druhý rad (zľava):

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Prvý rad (zľava):

Eugenio Domingo Solans,
Otmar Issing, Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirrka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



Rada guvernérov, jún 2008:

Tretí rad (zľava):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Druhý rad (zľava):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Prvý rad (zľava):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides



V čase fotografovania neboli prítomní Vítor Constâncio, Mario Draghi a Guy Quaden.



Generálna rada, jún 1998:

Druhý rad (zľava):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio, Urban Bäckström, António José Fernandes de Sousa, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Nout Wellink, Lucas D. Papademos, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Hans Tietmeyer,

Prvý rad (zľava):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Jean-Claude Trichet



Generálna rada, jún 2008:

Tretí rad (zľava):

Erkki Liikanen, András Simor, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Nout Wellink, Andres Lipstok

Druhý rad (zľava):

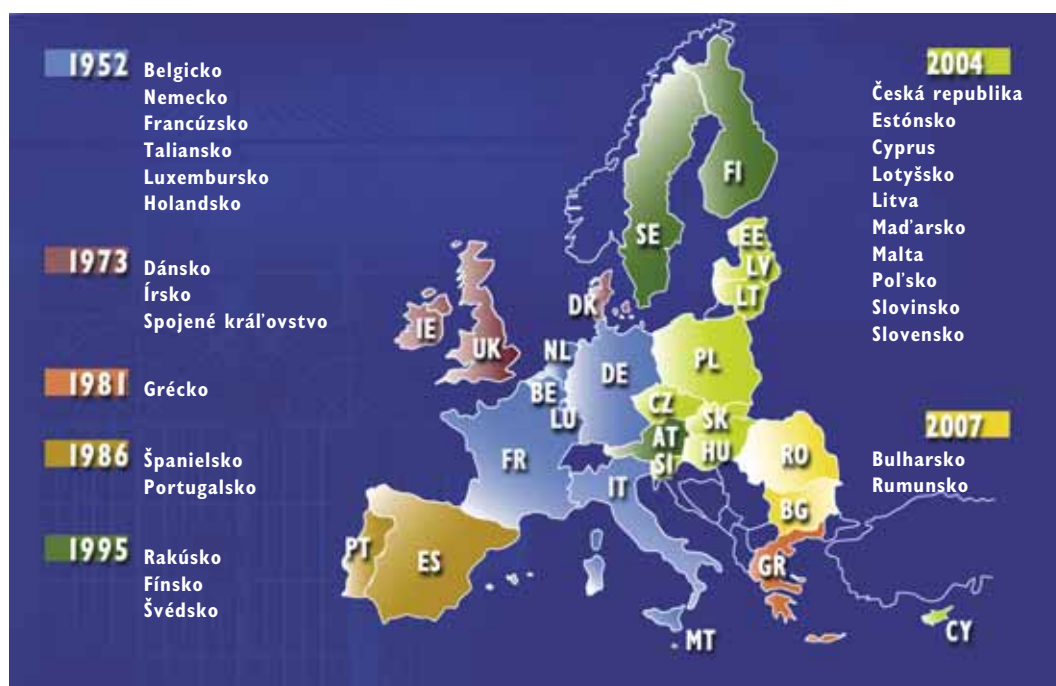
John Hurley, Nils Bernstein, Christian Noyer, Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma, Stefan Ingves, Marko Kranjec, Mugur Constantin Ișărescu

Prvý rad (zľava):

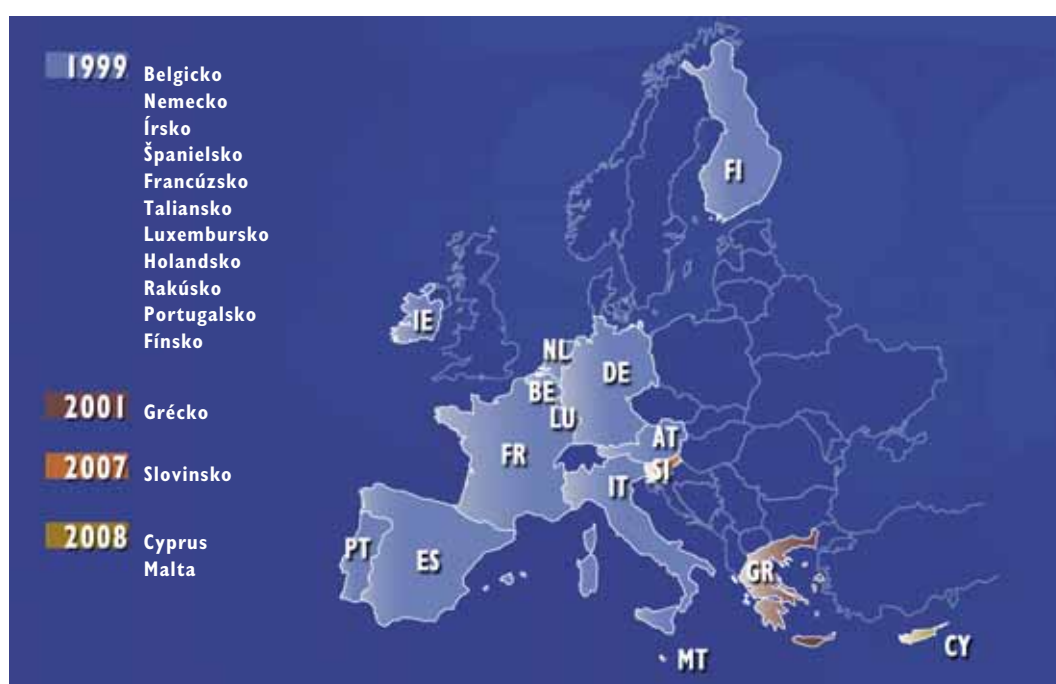
Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Athanasios Orphanides, Yves Mersch

V čase fotografovania neboli prítomní Vítor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden a Sławomir Skrzypek.

ROZŠÍRENIE EURÓPSKEJ ÚNIE



ROZŠÍRENIE EUROZÓNY, 1999 - 2008





2 INŠTITUCIONÁLNE USPORIADANIE A FUNGOVANIE EUROZÓNY

Makroekonomické politiky sú realizované v eurozóne na základe dobre definovaného rozdelenia zodpovedností. Zodpovednosť za menovú politiku bola prenesená na nadnárodnú úroveň, t. j. ECB. Naopak, hospodárske politiky v prevažnej miere zostávajú v právomoci jednotlivých členských štátov, pričom ale podliehajú postupom koordinácie. Maastrichtská zmluva poskytla ECB/Eurosystému nezávislosť, ktorá je potrebná na realizáciu jednotnej menovej politiky a výkon ďalších jej úloh. Zmluva zároveň ukladá ECB množstvo povinností v oblasti predkladania správ širokej verejnosti a jej voleným zástupcom, t. j. Európskemu parlamentu. ECB sa okrem toho zúčastňuje na viacerých európskych stretnutiach a pravidelných výmenách názorov s inštitúciami Spoločenstva.

Prvé desaťročie existencie HMÚ ukázalo, že toto inštitucionálne usporiadanie, ktorého neoddeliteľnú súčasť tvorí aj ECB, je v zásade správne. Táto skutočnosť je potvrdená aj v novej Lisabonskej zmluve, ktorá ponechala toto inštitucionálne usporiadanie bez zmeny. Napriek tomu však zostáva množstvo dôležitých výziev. Politickí činitelia na národnej úrovni by mali pôsobiť v súlade s ich príslušnými zodpovednosťami vyplývajúcimi zo súčasného usporiadania, čo by ďalej zlepšilo makroekonomickú výkonnosť eurozóny.

Táto kapitola sa zaoberá nasledujúcimi otázkami: Časť 2.1 stručne hodnotí inštitucionálne usporiadanie eurozóny a niektoré zmeny, ku ktorým došlo v tomto desaťročí. Časť 2.2 poukazuje na interakcie medzi ECB a ostatnými inštitúciami a orgánmi Spoločenstva a časť 2.3 vymenúva procedurálne kroky súvisiace s rozširovaním EÚ a eurozóny.

2.1 INŠTITUCIONÁLNE USPORIADANIE

Inštitucionálne usporiadanie hospodárskej a menovej únie (HMÚ) vytvorené Maastrichtskou zmluvou špecifikuje jasné rozdelenie zodpovedností medzi úrovňou Spoločenstva a národnou úrovňou. V dôsledku zavedenia jednotnej meny bola zodpovednosť za menovú politiku eurozóny prenesená na úroveň Spoločenstva. S cieľom naplňovať primárny cieľ, ktorým je udržiavanie cenovej stability, bol Eurosystému poskytnutý vysoký stupeň nezávislosti od politických vplyvov. Naopak hospodárske politiky (napríklad fiškálna a štrukturálna politika) zostávajú prevažne v právomoci členských štátov, pričom sú ale zakotvené v európskom rámci, ktorého cieľom je zaručiť disciplínu. Hlavným dôvodom tejto dvojdielnosti je skutočnosť, že kým menová politika v menovej únii je svojím charakterom nedeliteľná, hospodárske politiky musia brať do úvahy národné charakteristiky a národné inštitucionálne prostredie, a preto ich možno lepšie realizovať na národnej úrovni. Ponechanie zodpovednosti za hospodársku politiku v rukách národných vlád tiež umožňuje dosiahnuť určitú úroveň konkurencie medzi štátmi, ktorej cieľom je zvýšiť efektívnosť politík a vypracovanie najlepších postupov.¹

Jednotná mena zároveň podporuje vyššiu mieru ekonomickej integrácie národných hospodárstiev, čo zasa zvyšuje ich vzájomnú závislosť (najmä obchodné toky a toky kapitálu sa v priebehu predchádzajúcich desiatich rokov zvýšili, viac v kapitole 5). Nadmerne decentralizované a nekoordinované reakcie hospodárskej politiky by však zároveň mohli byť kontraproduktívne, keďže by nebrali ohľad na rastúcu vzájomnú závislosť. Je pravdepodobné, že autonómne rozhodovanie bude menej efektívne pri riešení spoločných ekonomických šokov, ktoré ovplyvňujú väčšinu krajín alebo všetky krajiny približne rovnakým spôsobom. Okrem toho musia členské štáty zohľadniť potenciálny účinok vedľajších dopadov (teda skutočnosť, že politické rozhodnutia v jednej krajine môžu ovplyvniť ostatné krajiny).

Jasné rozdelenie
zodpovedností

¹ Podrobnejší opis súčasného rámca je v článku „The economic policy framework in EMU“ vo vydaní Mesačného bulletinu z novembra 2001.

Hospodárske politiky členských štátov musia byť navyše orientované na stabilitu, aby sa dosiahol súlad s primárnym cieľom jednotnej menovej politiky. Je to o to nevyhnutnejšie, že členovia eurozóny nemôžu využiť nástroje vlastnej menovej politiky a politiky výmenných kurzov, a preto sa musia pri zvyšovaní svojej konkurencieschopnosti a obrane pred šokmi spoliehať na iné politiky. Tieto argumenty vysvetľujú potrebu koordinácie v oblasti hospodárskych politík. Takáto koordinácia sa môže realizovať buď v tej forme, že politiky sa podrobia prístupu založenému na pravidlách s využitím „pevných“ zákonov alebo postupov, alebo s využitím takzvaného „nezáväzného“ prístupu založeného na tlaku a podpore zo strany členských štátov a na dialógu na úrovni Spoločenstva.

Tri spôsoby tvorby politickej koncepcie

Zmluva uvažuje s tromi rôznymi spôsobmi tvorby politickej koncepcie v rôznych oblastiach HMÚ: i) plný prenos zodpovednosti na úroveň Spoločenstva v oblasti menovej politiky, ii) koordinácia fiškálnej politiky založená na definovaných pravidlách a iii) „nezáväzná“ koordinácia vo vzťahu k ostatným hospodárskym politikám. Nasledujúce časti sa venujú každej z uvedených oblastí hospodárskej politiky.

Inštitucionálne prostredie je správne

Hlavným záverom tejto kapitoly je, že inštitucionálne prostredie vytvorilo adekvátny rámec pre fungovanie HMÚ počas prvých desiatich rokov jej existencie. Nová Lisabonská zmluva ponechala inštitucionálne usporiadanie HMÚ v zásade bez zmeny, čím potvrdila, že vytvorený rámec je primeraný.²

ÚROVEŇ SPOLOČENSTVA

Nezávislosť, zodpovednosť a transparentnosť centrálnej banky

Ekonická teória a príklady z predchádzajúcich desaťročí poskytujú dostatočné dôkazy o tom, že nezávislosť centrálnej banky je nevyhnutným predpokladom dosiahnutia a udržiavania cenovej stability. Multidimenzionálna nezávislosť ECB je zakotvená v zmluve.

Globálny trend: nezávislosť centrálnej banky

Za posledných niekoľko desaťročí bol vývoj menovej politiky na celom svete charakterizovaný globálnym trendom smerujúcim k nezávislosti centrálnej banky. Ako je uvedené nižšie, ide pritom o mnohostranný koncept. Viac právomocí a vyššia miera autonómie si vyžadujú demokratickú legitimitu, ktorá zahŕňa vysokú mieru transparentnosti pri realizácii menovej politiky a intenzívnu komunikáciu s verejnosťou. Spoločnou hybnou silou týchto trendov bola radikálna zmena v myslení ekonómov v 70-tych rokoch minulého storočia, keď sa uznala významná úloha očakávaní v ekonomickom správaní.

Odôvodnenie nezávislosti centrálnej banky

Nezávislosť centrálnej banky, teda izolovanie centrálnej banky od politických vplyvov pri realizácii menovej politiky zabezpečuje zameranie menovej politiky na cenovú stabilitu a tým podporuje ukotvenie inflácie a inflačných očakávaní na nízkych úrovniach. Po období vysokej inflácie v 70-tych rokoch minulého storočia sa objavila otázka, prečo centrálna banka dovolila, aby sa inflácia vymkla spod kontroly a ako by bolo možné zabrániť podobnému vývoju v budúcnosti. Jedným z prezentovaných vysvetlení bolo, že centrálna banka stratila kontrolu nad infláciou, pretože im chýbala inštitucionálna nezávislosť. Pri absencii nezávislosti centrálnej banky nie je možné spoľahlivo zaručiť, že menová politika bude zameraná na cenovú stabilitu, keďže môže byť kedykoľvek vystavená politickým preferenciám krátkodobo zvýšiť produkciu, a to aj za cenu dlhodobu vyššej inflácie. Verejnosť však bude chápať tento problém a očakávať hneď na začiatku vyššiu infláciu, čím sa vnímaný kompromis medzi infláciou a rastom produkcie neguje a jediným istým výsledkom bude trvalo zvýšená úroveň inflácie. Jediným spôsobom, ako vyriešiť túto dilemu, je zveriť menovú politiku nezávislej centrálnej banke s jasným mandátom garantovať cenovú stabilitu.

² Lisabonská zmluva bola podpísaná hlavami štátov alebo predstaviteľmi vlád EÚ 13. decembra 2007. Mení sa ňou Zmluva o Európskej únii a Zmluva o založení Európskeho spoločenstva a jej cieľom je zabezpečiť, že rozšírená Európska únia bude fungovať demokratickejšie, transparentnejšie a efektívnejšie. Plánuje sa, že Lisabonská zmluva nadobudne účinnosť v roku 2009 po ratifikácii všetkými členskými štátmi.

V praxi je však potrebné ekonomické dôvody na nezávislosť centrálnej banky premeniť na komplexný a podrobný právny rámec. S cieľom zaručiť potrebnú nezávislosť ECB/ESCB je možné zo zmluvy odvodiť nasledujúce dimenzie nezávislosti menovej politiky.

Inštitucionálna nezávislosť ECB od akýchkoľvek vplyvov, vrátane vplyvov zo strany vlády, je garantovaná v článku 108 zmluvy. Toto ustanovenie výslovne upravuje, že pri výkone svojich právomocí ECB ani žiadny člen jej rozhodovacích orgánov nebude žiadať o pokyny ani prijímať pokyny od iných inštitúcií alebo orgánov Spoločenstva, od žiadnej vlády členského štátu ani od žiadneho iného orgánu. Zmluva ďalej uvádza, že inštitúcie a orgány Spoločenstva a vlády členských štátov musia rešpektovať tento princíp a nesmú sa snažiť o ovplyvnenie členov rozhodovacích orgánov ECB. Inštitucionálna nezávislosť ECB je doplnená jej vlastnými legislatívnymi právomocami a poradnou úlohou pri návrhu národných legislatívnych ustanovení a právnych ustanovení Spoločenstva, ktoré spadajú do oblastí jej právomocí.

Nezávislosť ECB má štyri
dimenzie

Ustanovenia zmluvy zaručujú, že ECB bude mať všetky potrebné právomoci a kompetencie na plnenie svojho mandátu, čím sa zaručí jej funkčná nezávislosť. ECB má napríklad výhradnú zodpovednosť za menovú politiku v eurozóne. Plná kontrola ECB nad peňažnou bázou je zaručená jej monopolom pri vydávaní bankoviek a požiadavkou, že vydávanie mincí členskými štátmi podlieha súhlasu ECB. Článok 101 zmluvy ďalej chráni Eurosystém pred tlakmi financovať verejný dlh tým, že Eurosystému zakazuje poskytovať pôžičky verejnému sektoru.

Osobná nezávislosť poskytuje členom Rady guvernérov potrebnú istotu funkčného obdobia a pomáha predchádzať konfliktu záujmov. V tejto súvislosti stanovuje ESCB chrániť personálnu nezávislosť rozhodovacích orgánov ECB tým, že s ich členmi sa uzatvárajú zmluvy na dobu určitú na relatívne dlhé obdobie a tým, že vylučujú možnosť vypovedania zmluvy z dôvodu realizácie politických opatrení. Dôležitým aspektom v tomto ohľade je zaručenie, že zástupcovia centrálnych bánk budú mať výrazne dlhšie mandáty než politici, čo im umožní zamerať sa na dlhší časový horizont a strednodobé aspekty, kým politici majú krátkodobé ciele, v súlade s volebnými cyklami.

A napokon, dôležitá je aj finančná nezávislosť, ktorá znamená, že centrálna banka je autonómna pri spravovaní svojich finančných zdrojov a príjmov, čo umožňuje centrálnej banke efektívne plniť jej úlohy. V HMÚ sa to dosahuje tým, že ECB má svoj vlastný rozpočet, ktorý je nezávislý od rozpočtu EÚ, pričom základné imanie ECB je v plnom rozsahu upísané a splatené národnými centrálnymi bankami Eurosystému.

V Lisabonskej zmluve sa ECB výslovne uvádza ako jedna z inštitúcií Únie. Táto zmena právneho postavenia ECB nemá žiadny podstatný vplyv na pozíciu v rámci inštitucionálneho usporiadania EÚ, keďže Lisabonská zmluva nemení žiadnu dôležitú inštitucionálnu charakteristiku ECB, ako napríklad jej primárne ciele a úlohy, ani právomoc prijímať právne akty alebo vlastnú právnu subjektivitu a nezávislosť.

Rozsiahla nezávislosť, ktorú ECB poskytuje zmluva a štatút, musí byť adekvátne legitimizovaná v súlade s demokratickými základmi európskej spoločnosti. Vyžaduje si to zodpovednosť voči verejnosti a demokraticky zvoleným orgánom. Demokratická legitimita nezávislých centrálnych bánk je v rôznych demokratických systémoch upravená odlišným spôsobom. Jej mandát tiež môže byť rôzny, v závislosti od cieľov, ktoré má centrálna banka sledovať.

Nezávislosť si vyžaduje
zodpovednosť

Čo sa týka demokratickej legitimity ECB/ESCB, je možné zvýrazniť tri prvky: Po prvé, ratifikácia zmluvy a novelizácia stanov národných centrálnych bánk národnou legislatívou je dôleži-

tým prameňom demokratickej legitímnosti. Druhým dôležitým prvkom je vymenovanie členov Rady guvernérov vrátane členov Výkonnej rady ECB a guvernérov národných centrálnych bánk demokratickými inštitúciami. A nakoniec, ECB musí niesť zodpovednosť za svoje postupy.

Čo sa týka zodpovednosti, ECB musí vysvetľovať občanom a ich zástupcom v parlamente, akým spôsobom plní svoj mandát. Osobitne je ECB povinná predkladať výročné správy o svojej menovej politike a iných činnostiach Európskemu parlamentu, Rade, Komisii a Európskej rade (podrobnejšie informácie o týchto orgánoch sú uvedené v časti 2.2). ECB musí túto správu predložiť Európskemu parlamentu a Rade. Prezident ECB a ďalší členovia Výkonnej rady môžu byť ďalej predvolaní do príslušných výborov Európskeho parlamentu, a to buď na žiadosť Parlamentu, alebo ich vlastnú žiadosť (povinnosti ECB podávať správy Európskemu parlamentu sú vysvetlené v časti 2.2).

Zodpovedať sa za svoje kroky je jednoduchšie, ak má centrálna banka jasne definovaný mandát, ktorý by mala plniť. V rámci EÚ zmluva jasne definuje primárny cieľ ECB/ESCB, udržiavať cenovú stabilitu. Ak by naopak centrálna banka mala súčasne sledovať viacero cieľov, bolo by omnoho ťažšie volať ju na zodpovednosť za plnenie svojho mandátu. Rada guvernérov ECB okrem toho pripravila kvantifikovanú definíciu cieľa, o ktorého dosiahnutie sa snaží, a vhodnej a komplexnej stratégie na jeho dosiahnutie, ktorá obmedzuje svojvoľné rozhodnutia a osobný vplyv na rozhodovací proces.

Vyššia nezávislosť znamená nižšiu infláciu

Skutočnosť, že celosvetový pokles inflácie a úspešné udržiavanie inflačných očakávaní na nízkych úrovniach počas predchádzajúcich dvoch desaťročí korelovali s globálnym trendom smerom k nezávislosti centrálnych bánk je jasným dôkazom toho, že nezávislosť centrálnej banky je predpokladom na dosiahnutie a udržiavanie cenovej stability. Tento názor je tiež podporený formálnymi empirickými dôkazmi. Veľký počet štúdií realizovaných v rôznych krajinách preukázal, že vyššia nezávislosť centrálnej banky je spojená s nižšou priemernou infláciou.³

MENOVÁ POLITIKA

Maastrichtská zmluva prenáša zodpovednosť za jednotnú menovú politiku na ECB a definuje hlavný cieľ ECB – udržiavanie cenovej stability. Odhliadnuc od tohto primárneho cieľa, menová politika by mala tiež podporovať všeobecné hospodárske politiky Spoločenstva. Toto usporiadanie je zakotvené v princípe, ktorý je podporený empirickými dôkazmi a akademickými štúdiami a opiera sa o široký verejný konsenzus, že udržiavanie cenovej stability je tým najlepším spôsobom, ktorým môže menová politika prispieť k dosahovaniu cieľov hospodárskej politiky Spoločenstva, ako sú vysoká úroveň zamestnanosti a trvalo udržateľný rast bez inflácie. Hlavné charakteristiky rámca pre menovú politiku a jej implementáciu sú opísané v kapitole 3. Skúsenosti z predchádzajúcich desiatich rokov potvrdzujú správnosť a veľký dosah tohto prístupu, ako je uvedené v kapitole 4, ktorá sa venuje makroekonomickej výkonnosti eurozóny.

Rada guvernérov ECB určuje menovú politiku

V eurozóne rozhodnutia menovej politiky prijíma Rada guvernérov ECB, ktorá pozostáva zo šiestich členov Výkonnej rady ECB a guvernérov národných centrálnych bán krajín eurozóny, na základe princípu „jeden člen, jeden hlas“. Čo sa týka operácií, ktoré sa využívajú na implementáciu menovo-politických rozhodnutí, Rada guvernérov vždy, keď je to možné a vhodné, realizuje

³ Pozri P. Moutot, A. Jung a F. Mongelli (2008): „The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making“, príloha 1, ECB Occasional Paper č. 79, kde je uvedené stručné zhodnotenie dôkazov a ich prehľadnotenie.

tieto operácie prostredníctvom národných centrálnych bánk, v súlade s princípom operatívnej decentralizácie⁴ (napríklad, kým minimálna ponuková sadzba počas týždenných hlavných refinančných operácií je stanovená centrálnou ECB, samotné tendre realizujú národné centrálné banky s ich účastníkmi trhu).

Pre euro bol prijatý režim flexibilných výmenných kurzov. To znamená, že externá hodnota eura, podobne ako v prípade iných hlavných mien, napríklad amerického dolára, je určovaná trhom. Výmenný kurz nie je nástrojom hospodárskej politiky. Nemalo by totiž veľký zmysel zaviesť euro a potom podriaďiť jeho menovú politiku viac externým než interným požiadavkám. Cenová stabilita je cieľom tak menovej politiky, ako aj politiky výmenných kurzov, z čoho vyplýva, že neexistuje žiadny cieľ týkajúci sa výšky výmenného kurzu. Pri realizácii svojej menovej politiky ECB berie výmenný kurz do úvahy do tej miery, v akej ovplyvňuje hospodársku situáciu a výhľad pre cenovú stabilitu.

Režim flexibilných
výmenných kurzov pre euro

NÁRODNÁ ÚROVEŇ

Fiškálna politika

Fiškálna disciplína je potrebná pre hladké fungovanie menovej únie, keďže nesprávna fiškálna politika môže vytvárať očakávania alebo spôsobovať politické tlaky na centrálnu banku, aby akceptovala vyššiu infláciu s cieľom zmierniť zadlženosť verejného sektora, resp. udržiavať úrokové miery na nízkych úrovniach. Zmluva preto obsahuje viacero ustanovení, ktorých cieľom je predchádzať uvedeným rizikám. Podrobnejší opis fiškálnych politík a ich výsledkov je uvedený v kapitole 4.

Potrebná je zdravá fiškálna
politika

Po prvé, zmluva výslovne zakazuje financovanie verejného dlhu prostredníctvom centrálnych bánk. Tiež upravuje, že vládny sektor by nemal mať privilegovaný prístup k finančným inštitúciám. Okrem toho ustanovenie o zákaze finančnej výpomoci (*no bail-out clause*) uvedené v zmluve jasne stanovuje, že ani Spoločenstvo, ani žiaden členský štát by nemal byť zodpovedný za záväzky iného členského štátu.

Okrem toho zmluva obsahuje záväzok členských štátov predchádzať nadmernému deficitu. Voči členským štátom, ktoré neplnia limity deficitu a zadlženosti verejného sektora uvedené v Protokole o postupe pri nadmernom deficite (EDP), ktorý je prílohou zmluvy, môže uvedený postup v konečnom dôsledku viesť k finančným sankciám.

Fiškálny rámec bol významne vylepšený v roku 1997 prijatím Paktu stability a rastu⁵ (PSR). Preventívny mechanizmus PSR zavádza konkrétnejší postup mnohostranného dohľadu, v rámci ktorého členovia eurozóny predkladajú programy stability a členské štáty nepatriace do eurozóny predkladajú konvergenčné programy. Tieto každoročné programy prezentujú prehľad hospodárskeho a fiškálneho vývoja v jednotlivých krajinách, strednodobý cieľ pre fiškálnu politiku (SDC) a cestu prispôbovania smerom k dosiahnutiu SDC. Rada tiež môže vydávať odporúčania v podobe skorých varovaní. Okrem toho PSR jasne definuje a zjednodušuje rôzne kroky a časový harmonogram realizácie EDP prostredníctvom svojho korekčného mechanizmu.

Fiškálne politiky
sú koordinované
prostredníctvom Paktu
stability a rastu

⁴ Analýza princípu decentralizácie a rozdielov v porovnaní s princípom subsidiarity je uvedená v Zilioli, ESZB-Satzung, Artikel 12, in von der Groeben-Schwarze hrsg., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, 6. vydanie, strany 427-428 a Zilioli, Selmayr, The Law of the ECB, Hart publishing 2001, s. 70 – 71.

⁵ Pakt stability a rastu, ktorý bol prijatý v júni 1997, pozostáva z uznesenia Európskej rady a nariadení č. 1466/97 a 1467/97. Pozri tiež J. Stark, (2001): „The genesis of a pact“, v: Brunila, A., M. Buti a D. Franco (eds.), Pakt stability a rastu. Architektúra fiškálnej politiky v HMÚ. Basingstoke: Palgrave.

Vo vzťahu ku korekčného mechanizmu reforma PSR priniesla aj vyššiu flexibilitu týchto postupov. Rozšírili sa najmä možnosti využitia úsudku pri určovaní nadmerného deficitu a predĺžili sa termíny na realizáciu príslušných postupov. Vo vzťahu k preventívnemu mechanizmu rozšíril revidovaný PSR možnosť pre uplatňovanie úsudku pri stanovovaní a postupe naplňovania SDC. Mnohí pozorovatelia vrátane ECB vyjadrili obavy z toho, že tieto zmeny by mohli podkopať dôveru vo fiškálny rámec a udržateľnosť verejných financií členských štátov eurozóny a celkovo zvýšiť jeho komplikovanosť a znížiť jeho transparentnosť.

Štrukturálne politiky

Zmluva požaduje, aby členské štáty považovali hospodárske politiky za „vec spoločného záujmu“. Všeobecné usmernenia pre hospodárske politiky pritom tvoria základný kameň tohto usporiadania. Zmluva tiež zavádza mnohostranný rámec dohľadu nad politikami zamestnanosti, vrátane prijatia usmernení pre zamestnanosť. Aj keď Rada môže vydávať odporúčania členským štátom, ktoré nedodržiavajú tieto všeobecné usmernenia, zmluva neobsahuje žiaden mechanizmus vymáhania alebo sankcií.

Štrukturálne politiky tvoria dôležitú súčasť celkovej koordinácie hospodárskych politík a vzťahuje sa na ne prístup tzv. „nezáväznej“ koordinácie, ktorý sa spolieha prevažne na tlak a podporu zo strany ostatných členských štátov. Ako sa uvádza v kapitole 4, vysoko flexibilné a konkurenčné trhy sú potrebné pre hladké fungovanie HMÚ, keďže krajiny už nemôžu na obnovu svojej konkurencieschopnosti využívať niektoré z mechanizmov prispôsobovania, ktoré mali k dispozícii pred vznikom HMÚ (napr. devalváciu meny). Hospodárske politiky, ktoré sú orientované na ponukovú stranu hospodárstva, musia brať do úvahy špecifické podmienky v každej krajine, a preto je možná iba „nezáväzná“ koordinácia takýchto politík špecifických pre jednotlivé krajiny.

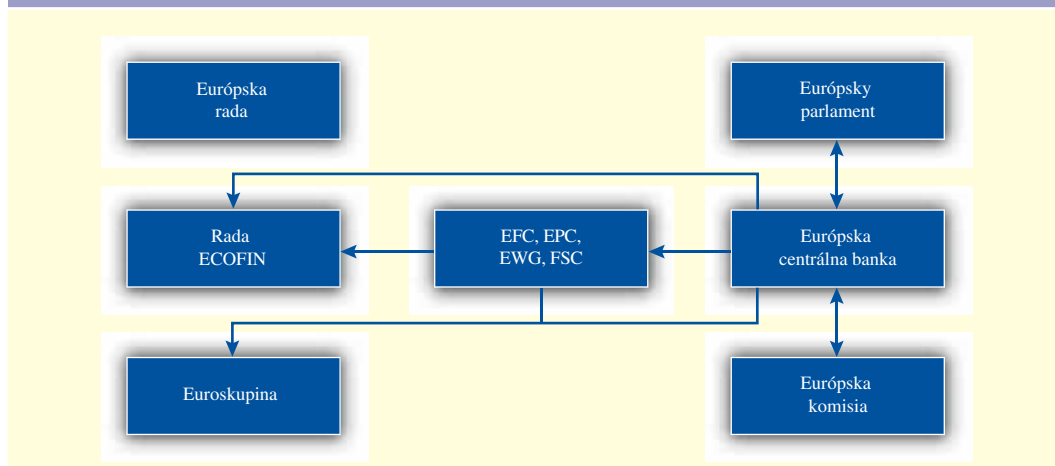
V marci 2000 Európska rada na lisabonskom zasadnutí spresnila tento prístup prijatím takzvanej „Lisabonskej stratégie“, ktorá obsahuje ambiciózný program štrukturálnych reforiem zameraných na zlepšenie rastového potenciálu Európskej únie. Stratégia zaviedla dve inštitucionálne inovácie: (i) „jarné zasadnutia“, na ktorých má Európska rada poskytovať politické stimuly a usmernenia týkajúce sa hospodárskych politík a štrukturálnych reforiem a (ii) novú „otvorenú metódu koordinácie“ (nová forma riadenia a správy v EÚ) ako prostriedku na posilnenie spolupráce prostredníctvom definovania „najlepších postupov“.

Päť rokov po prijatí však boli výsledky Lisabonskej stratégie skôr zmiešané. Na základe hodnotenia vykonaného skupinou na vysokej úrovni, ktorej predsedal Wim Kok, bývalý predseda holandskej vlády, Európska rada na svojom jarnom zasadnutí v roku 2005 súhlasila s podstatnými zmenami Lisabonskej stratégie. Osobitne opätovne zadefinovala zameranie Lisabonskej stratégie na rast a zamestnanosť a zjednodušila spôsob riadenia s cieľom zvýšiť zodpovednosť jednotlivých krajín za štrukturálne reformy a tým aj politickú legitimitu celého procesu.

Európska rada na svojom jarnom zasadnutí v roku 2005 tiež súhlasila s tým, že Všeobecné usmernenia pre hospodárske politiky a Usmernenia pre zamestnanosť budú zhrnuté do jedného balíka, tzv. integrovaných usmernení, s cieľom zvýšiť ich vzájomnú konzistenciu. Tieto usmernenia sa v súčasnosti prijímajú na trojročné obdobie a sú podľa potreby každoročne aktualizované. Veľký počet správ používaných v minulosti bol okrem toho nahradený národnými reformnými programami, ktoré umožňujú každoročné hodnotenie dosiahnutého pokroku.

Vzhľadom na veľkosť eurozóny nie sú rozdiely v ekonomickej výkonnosti jej členských krajín prekvapujúce (rozdiely v makroekonomickej výkonnosti medzi jednotlivými krajinami eurozóny sú

Graf 1 Vzťahy ECB s inými inštitúciami/orgánmi Spoločenstva



v kapitole 4, časti 4.3). Podobné konštatovania platia aj pre ďalšie veľké menové oblasti, ako sú napríklad Spojené štáty. Skutočnosť, že ekonomické rozdiely v eurozóne majú tendenciu pretrvávať, je však znakom toho, že ekonomiky eurozóny nie sú dostatočne flexibilné. Je preto dôležité, aby vlády boli aj naďalej odhodlané plniť ciele Lisabonskej stratégie a tak využili výhody plynúce z HMÚ.

2.2 INTERAKCIA ECB S INÝMI INŠTITÚCIAMI A ORGÁNMI SPOLOČENSTVA

Inštitucionálne usporiadanie HMÚ si vyžaduje intenzívnu interakciu medzi inštitúciami Spoločenstva a nadnárodnými inštitúciami. Táto časť dopĺňa informácie o všeobecných princípoch, na ktorých je postavená HMÚ. Konkrétnejšie sa pozrieme najmä na interakciu medzi ECB a hlavnými inštitúciami Spoločenstva.⁶

VZŤAH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM

Ako už bolo uvedené, druhou stranou nezávislosti ECB je jej zodpovednosť voči verejnosti. ECB je pritom povinná vypracúvať rôzne správy, osobitne správy určené pre Európsky parlament. V tejto súvislosti môžu byť prezident ECB a ďalší členovia Výkonnej rady predvolaní príslušnými výbormi Európskeho parlamentu, a to buď na žiadosť Parlamentu, alebo môžu sami požiadať o vypočutie. V praxi vystupuje prezident ECB vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti v štvrtročných intervaloch. Výročná správa ECB je prezentovaná jednak vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti a jednak na plenárnej schôdzi Európskeho parlamentu.

Okrem požiadaviek zmluvy existuje aj množstvo iných kontaktov medzi ECB a Európskym parlamentom, ako sú napríklad neformálne návštevy. ECB tiež súhlasila s tým, že bude odpovedať na písomné otázky členov Európskeho parlamentu. S cieľom zvýšiť transparentnosť sú otázky i odpovede uverejňované v Úradnom vestníku EÚ.

Povinnosť ECB predkladať správy Európskemu parlamentu

⁶ Vyššie uvedený graf ilustruje iba interakcie medzi ECB a ostatnými inštitúciami/fórami Spoločenstva, a nie interakcie medzi týmito inštitúciami/fórami navzájom. Podrobnejšia analýza je uvedená v článku „The ECB's relation with institutions and bodies of the European Community“ vo vydaní Mesačného bulletinu ECB z októbra 2000.

Prezident ECB sa môže
zúčastňovať na zasadnutiach
rady ECOFIN

Toto usporiadanie umožňuje, aby sa ECB mohla efektívne zodpovedať voleným zástupcom EÚ a verejnosti.

VZŤAHY S RADOU ECOFIN A JEJ PRÍPRAVNÝMI VÝBORMI

Rada ECOFIN, t. j. rada stretávajúca sa v zložení ministrov financií, sa zaoberá otázkami hospodárskej a finančnej politiky, ktoré sa týkajú EÚ ako celku a (na rozdiel od Euroskupiny, pozri nasledujúcu časť) môže prijímať formálne rozhodnutia. Zmluva stanovuje, že Prezident ECB je povinný zúčastňovať sa na zasadnutí rady vždy, keď rada diskutuje o otázkach súvisiacich s cieľmi a úlohami ECB/Eurosystému. Zmluva tiež stanovuje, že predseda rady (de facto predseda Euroskupiny) sa môže zúčastňovať na zasadnutiach Rady guvernérov bez hlasovacieho práva.

Rozhodnutia Rady ECOFIN pripravuje Hospodársky a finančný výbor (EFC), ktorý pozostáva z vyšších národných zástupcov ministerstiev financií a centrálnych bánk, Európskej komisie a ECB. EFC hrá kľúčovú úlohu pri hodnotení hospodárskej a finančnej situácie členských štátov a Spoločenstva a súčasne koordinuje pozície EÚ na medzinárodných fórach. Výbor pre finančné služby (FSC) sa podieľa na príprave rozhodnutí Rady ECOFIN v oblasti finančných služieb a dohľadu. ECB je tiež členom Výboru pre hospodársku politiku (EPC), ktorý hrá kľúčovú úlohu pri príprave rozhodnutí Rady ECOFIN v oblasti štrukturálnych reforiem.

VZŤAHY S EUROSKUPINOU

Dialóg v Euroskupine

Správa a riadenie ekonomiky v eurozóne sa v značnom rozsahu spolieha na neformálne diskusie prebiehajúce v rámci Euroskupiny. Tento neformálny orgán, ktorý bol založený uznesením Európskej rady v Luxemburgu v decembri 1997, predstavuje platformu pre mesačné stretnutia ministrov financií krajín eurozóny. Okrem toho sú na stretnutia pozývaní aj komisár pre hospodárske a menové záležitosti a prezident ECB.

V Euroskupine dochádza k otvorenej a priamej výmene názorov medzi najdôležitejšími zástupcami zodpovednými za prípravu politík v eurozóne. Tieto diskusie umožňujú ECB získať informácie z prvej ruky a zároveň vysvetliť svoje politické rozhodnutia.

... ktorého význam sa zvýšil

Význam Euroskupiny sa v priebehu posledných desiatich rokov zvýšil. Odzrkadľuje sa to aj v agende Euroskupiny, ktorá sa postupom času rozšírila. Napriek svojmu zameraniu prevažne na fiškálne politiky sa Euroskupina v súčasnosti venuje aj ďalším politickým otázkam, ako sú štrukturálne reformy, vývoj konkurencieschopnosti jednotlivých krajín eurozóny, finančná stabilita a vývoj výmenných kurzov. Neformálna úloha Euroskupiny je v súčasnosti potvrdená v Protokole, ktorý je priložený k novej Lisabonskej zmluve a ktorý stanovuje cieľ „rozvíjať ešte užšiu koordináciu hospodárskych politík v rámci eurozóny“.

VZŤAHY S EURÓPSKOU KOMISIOU

Úzke vzťahy s Komisiou

Európska komisia hrá dôležitú úlohu v inštitucionálnom usporiadaní HMÚ. Komisia má najmä právo iniciatívy – môže navrhovať legislatívu Spoločenstva na prijatie Európskym parlamentom a Radou. Súčasnne hrá kľúčovú úlohu pri monitorovaní implementácie rozhodnutí a dohôd dosiahnutých na európskej úrovni. ECB udržiava pravidelný kontakt s Komisiou a vymieňa si názory so zástupcami Komisie v kontexte európskych stretnutí. Okrem toho sa komisár pre hospodárske a menové záležitosti môže zúčastňovať na zasadnutiach Rady guvernérov bez hlasovacieho práva.

Okrem týchto formálnych kontaktov ECB nadviazala množstvo neformálnych pracovných kontaktov s jednotlivými orgánmi Komisie.

2.3 PROCES ROZŠIROVANIA

ROZŠIROVANIE EÚ

Prvých desať rokov existencie eura sa prekrývalo s dovtedy bezprecedentným rozširovaním Európskej únie. Desať nových krajín vstúpilo do Európskej únie 1. mája 2004 a ďalšie dve krajiny nasledovali 1. januára 2007. Toto rozširovanie bolo v mnohých ohľadoch najväčším a najkomplexnejším rozširovaním v histórii Európskej únie. Celkový počet členských štátov sa tak zvýšil z 15 na 27 a celkový počet obyvateľov EÚ sa zvýšil približne o 100 miliónov a dosiahol takmer 500 miliónov. Celkový hospodársky dopad tohto rastu bol relatívne mierny. Celkový HDP sa zvýšil o menej než 10 %, keďže úroveň príjmov na obyvateľa vo väčšine nových členských krajín bola v okamihu ich prístúpenia výrazne nižšia než priemer EÚ.

Očakáva sa, že proces rozširovania bude pokračovať aj v nadchádzajúcich rokoch, avšak pomalším tempom. Trom novým krajinám bolo priznané postavenie kandidátskej krajiny: Turecku v roku 1999, Chorvátsku v roku 2004 a Bývalej juhoslovanskej republike Macedónsko v roku 2005. Všetky ostatné krajiny západného Balkánu sú potenciálne kandidátske krajiny, a preto existuje možnosť, že by tiež mohli vstúpiť do EÚ.

Vzhľadom na predpoklad, že všetky nové členské štáty v určitom časovom okamihu prijmu euro, Eurosystém pozorne sleduje rozširovanie EÚ a plánuje tak robiť aj v budúcnosti. Generálna rada ECB pravidelne hodnotí hospodársky, finančný a menový vývoj v kandidátskych a potenciálnych kandidátskych krajinách. Eurosystém tiež nadviazal intenzívny dialóg s centrálnymi bankami krajín, ktoré sa pripravujú na vstup do EÚ. Pred predchádzajúcimi kolami rozširovania Eurosystém napríklad spolu s národnými centrálnymi bankami zorganizoval sériu seminárov o procese rozširovania EÚ, ktorá pomohla centrálnym bankám prístupujúcich krajín pri ich začlenení do ESCB. ECB tiež udržiava intenzívne kontakty a vymieňa si informácie s centrálnymi bankami súčasných kandidátskych krajín, pričom na to využíva aj každoročný politický dialóg na vysokej úrovni.

ROZŠIROVANIE EUROZÓNY

Euro začalo ako jednotná mena 11 členských štátov. O desať rokov neskôr je už menou 15 členských krajín. Doteraz prebehli tri kolá rozširovania eurozóny. Grécko vstúpilo do eurozóny v roku 2001, Slovinsko v roku 2007 a Cyprus a Malta v roku 2008. Do budúcnosti sa očakávajú aj ďalšie vlny rozširovania eurozóny.

Krajiny EÚ sa pripravujú na prijatie eura v súlade s dobre definovaným postupom, ktorý pozostáva z viacerých fáz.

Prvá fáza trvá dovtedy, kým členský štát vstúpi do mechanizmu výmenných kurzov ERM II. V tejto fáze sa na menovú politiku a politiku výmenných kurzov danej krajiny vzťahujú tri hlavné požiadavky uvedené v zmluve. Po prvé, príslušná krajina je povinná realizovať politiku výmenných kurzov ako otázku spoločného záujmu. Po druhé, menová politika by sa ako primárny cieľ mala snažiť o dosiahnutie cenovej stability. Po tretie, príslušná krajina sa musí vyhýbať nadmernému deficitu (aj keď finančné sankcie na základe postupu pri nadmernom deficite možno uplatniť iba vtedy, keď už krajina prijala euro).

Nedávne značné rozšírenie EÚ

Cesta k prijatiu eura ...

... vstup do ERM II ...

Druhá fáza sa začína vstupom členského štátu do ERM II. V tomto mechanizme podlieha mena príslušnej krajiny režimu fixných, avšak prispôsobiteľných výmenných kurzov, okolo centrálnej parity voči euru a v rámci fluktuálneho pásma, ktoré je štandardne 15 % nad a pod centrálnou paritou. Tento mechanizmus je priamym nástupcom pôvodného mechanizmu výmenných kurzov, ktorý existoval v období od roku 1979 do zavedenia eura 1. januára 1999. Mechanizmus výmenných kurzov hrá stabilizujúcu úlohu, pomáha orientovať makroekonomické politiky na cestu k trvalej udržateľnosti a pomáha udržiavať očakávanú mieru inflácie na nízkych úrovniach. ERM II je trhovým testom pre členské štáty na ich ceste smerom k prijatiu eura, keďže od krajín sa očakáva realizácia hospodárskych politík zameraných na stabilitu s cieľom podporiť stabilitu výmenných kurzov a nominálnu konvergenciu. Týmto spôsobom možno účasť v ERM II považovať za „cvičisko“ pre prijatie eura.

Prijatie eura, ktoré predstavuje tretiu fázu, sa môže začať iba vtedy, keď krajina splní všetky takzvané konvergenčné kritériá a to trvalo udržateľným spôsobom (pozri tiež časť 4.4). Tieto kritériá sú stanovené v Maastrichtskej zmluve a sú podrobnejšie špecifikované v protokole, ktorý je prílohou tejto zmluvy. Ich cieľom je zaručiť trvalo udržateľné dosiahnutie nominálnej konvergencie v cenovom vývoji, dlhodobých úrokových mierach a vládnom deficite a dlhu. Okrem toho sa očakáva, že sa členský štát zúčastňoval na mechanizme ERM II minimálne dva roky pri udržiavaní bežného fluktuálneho pásma a bez výrazných napätí. Počas tohto obdobia je príslušná krajina povinná upraviť svoju národnú legislatívu (osobitne národnú legislatívu týkajúcu sa postavenia príslušnej centrálnej banky) tak, aby bola plne v súlade so zmluvou a štatútom ECB.

Rozhodnutie, či členský štát dosiahol potrebný stupeň trvalo udržateľnej konvergencie pre prijatie eura, prijíma Rada ECOFIN po prerokovaní hlavami štátov alebo predstaviteľmi vlád. Rozhodnutie je založené na konvergenčných správach, ktoré pripravuje ECB a Európska komisia, na názore Európskeho parlamentu a návrhu Európskej komisie. Okrem toho Rada ECOFIN prijíma potrebné predpisy pre prijatie eura v novej členskej krajine vrátane predpisu, ktorým sa stanoví neodvolateľný konverzný kurz medzi príslušnou národnou menou a eutom.

Možno konštatovať, že EÚ jasne definovala postup, ktorého výsledkom je prijatie eura ako konečného bodu štruktúrovaného procesu konvergenzie v mnohostrannom rámci. V dôsledku toho by jednostranné oficiálne prijatie eura nebolo v súlade so zmluvou.

Vstup do eurozóny má množstvo operatívnych implikácií a vyžaduje si intenzívnu technickú prípravu, osobitne čo sa týka výmeny hotovosti, nástrojov potrebných na implementáciu menovej politiky a účasti na infraštruktúrach eurového trhu pre spracovanie platieb a kolaterálnych transakcií. Eurosystém tiež realizuje rôzne informačné kampane, ktorých cieľom je oboznámiť subjekty pracujúce s hotovosťou a širokú verejnosť s vizuálnym vzhľadom a ochrannými prvkami eurových bankoviek a mincí (napríklad distribúciou informačných letákov pre domácnosti alebo organizovaním konferencií a seminárov pre podnikateľskú komunitu). Po prijatí eura sa národné centrálné banky stanú členmi Eurosystému a ich guvernéri sa stanú členmi Rady guvernérov.

2.4 ZÁVER

Inštitucionálne usporiadanie zavedené Maastrichtskou zmluvou predstavuje spojenie centralizovanej menovej politiky a decentralizovaných fiškálnych a štrukturálnych politík. Okrem tohto jasného rozdelenia zodpovedností poskytuje vhodné postupy koordinácie, ktoré berú do úvahy rastúcu vzájomnú závislosť medzi členmi eurozóny po zavedení jednotnej meny.

Skúsenosti z prvých desiatich rokov fungovania HMÚ ukazujú, že toto usporiadanie funguje dobre. Potvrdzuje to aj nová Lisabonská zmluva, ktorá ponechala toto inštitucionálne usporiadanie v princípe bez zmeny. Zároveň však nie všetci zástupcovia zodpovední za prípravu politík vždy plnia svoje záväzky a dohody prijaté na úrovni Spoločenstva. Ak preto existuje nejaké poučenie pre nasledujúcu dekádu existencie HMÚ, je to skutočnosť, že všetci zástupcovia zodpovední za prípravu politík by mali plniť svoje príslušné záväzky vyplývajúce z usporiadania HMÚ. Tým sa zaručí trvalý úspech HMÚ.



3 STRATÉGIA A REALIZÁCIA MENOVEJ POLITIKY ECB

Rada guvernérov sa pri plnení svojej úlohy udržiavať cenovú stabilitu v eurozóne od samého začiatku menovej únie opiera o svoju zverejnenú stratégiu menovej politiky. Za posledných desať rokov sa jej táto stratégia vo všeobecnosti osvedčila. Menovopolitické rozhodnutia pevne ukotvujú dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Pružnosť a široká paleta nástrojov a postupov prevádzkového rámca Eurosystému na výkon menovej politiky dokázali svoju účinnosť a odolnosť aj v čase finančných ťažkostí.

V časti 3.1 tejto kapitoly nájdete stručné zhodnotenie menovopolitickej stratégie ECB. Rozoberá predovšetkým vývoj hospodárskej a menovej analýzy v rámci dvojpiľierového systému Rady guvernérov na hodnotenie rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v priebehu posledných desiatich rokov. Časť 3.2 sa zaoberá realizáciou jednotnej menovej politiky v praxi a jej úspechmi pri usmerňovaní inflačných očakávaní v prostredí neustálych zmien hospodárskych a finančných podmienok a problémov. Pri bližšom pohľade na menovú politiku sa v časti 3.2 opisuje päť základných fáz: prechod na menovú úniu (od polovice roka 1999 do polovice roka 1999), reštriktívna menová politika na obmedzenie inflačných tlakov (od polovice roka 1999 do konca roka 2000), znižovanie kľúčových úrokových sadzieb ECB (od začiatku roka 2001 do polovice roka 2003), nezmenené kľúčové úrokové sadzby ECB (od polovice roka 2003 do konca roka 2005) a ukončenie akomodatívneho postoja menovej politiky (od konca roka 2005). Časť 3.3 opisuje nástroje a postupy, ktoré ECB využíva pri výkone menovopolitických rozhodnutí. Časť 3.4 túto kapitolu uzatvára konkrétnymi ponaučeniami a možnosťami ďalšieho vývoja.

3.1 STRATÉGIA MENOVEJ POLITIKY ECB

PREČO CENOVÁ STABILITA? AKÉ SÚ JEJ VÝHODY?

Zmluva o Európskej únii (známa aj ako „Maastrichtská zmluva“) jasne stanovuje hierarchiu cieľov Eurosystému tým, že na prvé miesto kladie cenovú stabilitu. Táto voľba vychádza z jednoznačných historických dôkazov i z ekonomickej teórie. Cenová stabilita prispieva k vyššej životnej úrovni viacerými spôsobmi.

Cenová stabilita chráni reálnu hodnotu príjmov a bohatstva, zatiaľ čo neočakávaná inflácia nevyhnutne vedie k neplánovanému a iracionálnemu rozdeľovaniu prostriedkov. Cenová stabilita má svoj význam predovšetkým pre najzraniteľnejšie skupiny obyvateľstva. Tieto skupiny totiž majú pomerne veľkú časť úspor v hotovosti a v bankových vkladoch, ktorých reálna hodnota kvôli inflácii rýchlo klesá. Ich prístup na finančné trhy je pomerne obmedzený, takže majú len málo možností uniknúť „inflačnej dani“.¹ Na infláciu je obzvlášť citlivá skupina dôchodcov, ktorí musia žiť z dôchodku a z úspor nadobudnutých počas svojho pracovného života. To znamená, že cenová stabilita prispieva k sociálnej súdržnosti.

V prostredí stabilných cien je pre ľudí okrem toho ľahšie rozlišovať zmeny relatívnych cien (t. j. pohyby cien konkrétnych tovarov a služieb) od zmien celkovej cenovej hladiny. Spotrebiteľia sa vďaka tomu môžu spoľahnúť na signály a informácie vyplývajúce z cien jednotlivých tovarov a služieb. V takomto prostredí ľudia vedia určiť, či pohyb cien súvisí so zmenami „relatívneho nedostatku“ jednotlivých tovarov a služieb spôsobenými zmenami ich ponuky a dopytu. V tomto

Cenová stabilita ako hlavný cieľ

Výhody cenovej stability

¹ Touto témou sa podrobnejšie zaoberá W. Easterly a S. Fischer v „Inflation and the Poor“ (Inflácia a chudobní), World Bank Policy Research Working Paper č. 2335, 2000.

zmysle cenová stabilita zjednodušuje porovnávanie cien a poskytuje viac informácií na dobre podložené spotrebné a investičné rozhodnutia. Tým prispieva k hladkému a efektívnemu fungovaniu trhov.

Cenová stabilita prispieva aj k nižšej úrovni nominálnych a reálnych úrokových mier. Inflácia napríklad znižuje reálnu hodnotu nominálnych aktív, pričom v prostredí inflácie veritelia zvyčajne požadujú prémie ako kompenzáciu za inflačné riziko, ktoré v spojitosti so svojimi investíciami musia niesť. Naopak v prostredí stabilných cien si takúto rizikovú prémie nevyžadujú. Cenová stabilita prostredníctvom znižovania prémie za inflačné riziko vedie k nižšej hladine reálnych úrokových mier a tým zvyšuje výnosnosť investičných projektov. Nižšie úrokové miery v tomto zmysle pomáhajú zvyšovať mieru zamestnanosti a hospodársky rast.

Cenová stabilita je navyše najlepším, a v konečnom dôsledku jediným spôsobom, ako môže dôveryhodná menová politika prispievať k hospodárskemu rastu, tvorbe pracovných miest a sociálnej súdržnosti. Toto konštatovanie vychádza zo skutočnosti, že tvorca politiky, ktorý má k dispozícii len jeden nástroj, nemôže plniť viac ako jeden cieľ, resp. byť zodpovedný za plnenie viacerých cieľov. Plnenie ďalších cieľov by pre menovú politiku mohlo predstavovať nadmernú záťaž a nakoniec by prinieslo vyššiu infláciu a vyššiu mieru nezamestnanosti. Z dlhodobejšieho hľadiska môže menová politika ovplyvniť len cenovú hladinu v hospodárstve, bez trvalejšieho vplyvu na intenzitu hospodárskej aktivity. Táto všeobecná zásada sa označuje aj ako „dlhodobá neutrálnosť peňazí“. Vzhľadom na uvedené dôvody sú v zmluve jednoznačným a efektívnym spôsobom stanovené jednotlivé úlohy, pričom prvoradou úlohou menovej politiky je udržiavať cenovú stabilitu.

Najnovšie poznatky poukazujú na to, že vzťah medzi infláciou a hospodárskym rastom môže byť dlhodobo dokonca záporný, teda že trvalý nárast inflácie spôsobuje čistú stratu reálneho príjmu.² Aj to je dôvodom, prečo je vhodné centrálnym bankám uložiť jednoznačnú úlohu udržiavať stabilitu cien. Menová politika týmto spôsobom nielen minimalizuje náklady spôsobené infláciou, ale zároveň pomáha maximalizovať dlhodobý výrobný potenciál ekonomiky.

PRVKY STRATÉGIE MENOVEJ POLITIKY

Keď Rada guvernérov v októbri 1998, teda s dostatočným predstihom pred spustením HMÚ, prijala a vyhlásila stratégiu menovej politiky, jednou zo zásadných otázok bolo, či sa jej stratégia dokáže vysporiadať so všetkými okolnosťami, ktoré so sebou vytvorenie a fungovanie eurozóny priniesie. Je preto namieste stručne spomenúť základné prvky a logiku tejto stratégie.

Stratégia menovej politiky je výsledkom rozsiahlych prípravných prác Európskeho menového inštitútu (predchodcu ECB) a zabezpečuje jednotný a systematický prístup k uskutočňovaniu menovej politiky. Skladá sa z dvoch hlavných prvkov: z kvantitatívnej definície cenovej stability ako hlavného cieľa ECB a z dvojpilierového rámca na analýzu vývoja v oblasti cenovej stability. Stratégia menovej politiky ECB už od samého začiatku predstavovala pevný základ na výkon menovej politiky a s tým súvisiacu komunikáciu. V roku 2003 Rada guvernérov v rámci celkového hodnotenia svojej stratégie potvrdila jej hlavné prvky.

² Pozri článok „Price stability and growth“ (Cenová stabilita a rast) v Mesačnom bulletin z mája 2008.

KVANTITATÍVNA DEFINÍCIA CENOVEJ STABILITY PODĽA ECB

Aj keď zmluva jednoznačne stanovuje cenovú stabilitu za hlavný cieľ menovej politiky, tento cieľ presnejšie nekvantifikuje. V snahe poskytnúť verejnosti jasné meradlo na hodnotenie činnosti ECB a ukotviť dlhodobejšie inflačné očakávania, Rada guvernérov v roku 1998 zaviedla kvantitatívnu definíciu cenovej stability, podľa ktorej sa „cenová stabilita definuje ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v eurozóne menší ako 2 %. Cenová stabilita sa udržiava v strednodobom horizonte.“ Po dôkladnom posúdení menovopolitickej stratégie v roku 2003 Rada guvernérov dodatočne upresnila, že v rámci tohto cieľa je jej cieľom udržiavať mieru inflácie HICP na úrovni „tesne pod 2 %“. Takáto miera inflácie vytvára dostatočný odstup od rizika veľmi nízkej miery inflácie, resp. deflácie.

Pri prijímaní kvantitatívnej definície cenovej stability v roku 1998 Rada guvernérov brala do úvahy viacero špecifík eurozóny:

- po prvé, index spotrebiteľských cien za celú eurozónu – v tomto prípade HICP (box 8 v kapitole 8) – je pre ECB prirodzeným ukazovateľom cenovej stability, pretože sa zameriava na peňažné transakcie v eurozóne;
- po druhé, uvedená definícia sa vzťahuje na eurozónu ako celok, čím vyjadruje skutočnosť, že menová politika v rámci menovej únie nemôže riešiť špecifické otázky týkajúce sa jednotlivých krajín;
- po tretie, táto definícia jednoznačne stanovuje, že inflácia prekračujúca 2 % je v rozpore s cenovou stabilitou ako hlavným cieľom ECB. Zároveň z nej však vyplýva, že s cenovou stabilitou je rovnako v rozpore aj veľmi nízka miera inflácie, a predovšetkým deflácia.

Definícia cenovej stability okrem toho zdôrazňuje strednodobú orientáciu menovej politiky ECB. Vzhľadom na to, že menová politika môže ovplyvniť cenový vývoj len s podstatným a variabilným časovým odstupom, a aj to len do istej miery, pre centrálnu banku je nemožné stále udržiavať konkrétnu vopred stanovenú mieru inflácie, resp. ju vo veľmi krátkom čase vrátiť na požadovanú úroveň. Menová politika preto musí byť vedená perspektívne a sústrediť sa na strednodobý horizont. Vyhýba sa tým prehnanej aktivite a vnášaniu zbytočnej volatility do reálneho hospodárstva. To znamená, že určitá krátkodobá volatilita mier inflácie je nevyhnutná.

DVA PILIERE STRATÉGIE MENOVEJ POLITIKY ECB

Celkový prístup ECB k analýze a vyhodnocovaniu informácií relevantných pre perspektívne hodnotenie rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu je postavený na dvoch analytických metódach, často označovaných ako dva piliere. Táto dvojpilierová štruktúra je základom internej analýzy, o ktorú sa ECB opiera vo svojich menovopolitických úvahách a rozhodnutiach, ako aj základom komunikácie s finančnými tržmi a širokou verejnosťou.

Cieľom ekonomickej analýzy je zistiť riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v krátkodobom až strednodobom horizonte. Snaží sa identifikovať hospodárske šoky, ktoré majú vplyv na cenový vývoj a trend vývoja produkcie v krátkodobom až strednodobom horizonte, predovšetkým v rámci analýzy hospodárskeho cyklu. Sleduje pritom širokú škálu hospodárskych činností, cenových a nákladových ukazovateľov, v prvom rade na úrovni celej eurozóny, ale aj na úrovni jednotlivých sektorov a krajín. Pomocou týchto faktorov hodnotí dynamiku reálnej hospodárskej aktivity a pravdepodobný vývoj cien z hľadiska vzájomného pôsobenia ponuky a dopytu na trhoch tovarov, služieb a výrobných faktorov v krátkodobom horizonte. Kľúčovým prvkom ekonomickej

Ročná miera inflácie HICP
tesne pod 2 % ...

... v strednodobom horizonte

Dvojpilierový rámec

Ekonomická analýza

analýzy sú pravidelné projekcie hlavných makroekonomických parametrov v eurozóne (box 1). Predpokladom správnych rozhodnutí Rady guvernérov je komplexné chápanie aktuálnej hospodárskej situácie a poznanie špecifickej povahy a rozsahu prípadných rušivých vplyvov v hospodárstve, ktoré ohrozujú cenovú stabilitu.

Box 1

MODELOVANIE HOSPODÁRSTVA EUROZÓNY

Modely hospodárstva sú dôležitým nástrojom ekonomických analýz v mnohých centrálnych bankách. Tieto modely sa často označujú za „štrukturálne“, pretože ich cieľom je zachytiť kľúčové príčinné determinanty ekonomických rozhodnutí týkajúcich sa spotreby, investovania a pod. Modely sa empiricky overujú, prípadne „odhadujú“ porovnaním ich vplyvov na isté makroekonomické premenné s výsledkami pozorovanými v minulosti. Po vykonaní odhadu sa modely môžu použiť ako laboratórne nástroje na získanie odpovedí na rôzne ekonomické otázky: môžu z nich vzniknúť prognózy budúcich hospodárskych podmienok, môžu pomôcť pri kvantitatívnej interpretácii vplyvu konkrétnych hospodárskych udalostí, napr. zmien v stanovení miezd alebo rozpočtových opatrení, na hospodárstvo ako celok, alebo sa dajú použiť na posúdenie vplyvov politických ťahov na hospodárske výsledky.

Makroekonomické modely v ECB prešli od začiatku roka 1999 značným vývojom. Prvým modelom, ktorý bol vyjadrením hospodárstva eurozóny na agregovanej úrovni, bol model pre celú eurozónu¹ (area-wide model – AWM). Vývoj modelu AWM bol zvlášť náročnou úlohou vzhľadom na nové podmienky, ktoré priniesol vznik HMÚ. Vznikla napríklad potreba empirického overenia platnosti modelu na základe údajov z obdobia pred menovou úniou, hoci sa dalo primerane predpokladať, že menová únia by mohla predstavovať zmenu štruktúry hospodárstva eurozóny. Okrem toho z národných štatistických úradov neboli bežne k dispozícii údaje za celú eurozónu. Museli sa vytvoriť agregovaním údajov z jednotlivých krajín, čo si niekedy vyžadovalo použitie predpokladov ad hoc. I napriek týmto ťažkostiam sa model AWM osvedčil ako nástroj na uskutočňovanie kvantitatívnej analýzy makroekonomického vývoja eurozóny. Princíp zahrňujúci celú eurozónu sa uplatnil aj v nasledujúcich modeloch vyvinutých v ECB.²

V priebehu rokov sa štruktúra modelu AWM v mnohých smeroch zdokonalila. Vývoj akademickej literatúry zároveň viedol k radikálnejšiemu preskúmaniu základných požiadaviek kladených na ekonomické modely. Prototyp novej generácie ekonomických modelov, ktorý sa napokon osvedčil v mnohých centrálnych bankách, vznikol v ECB: Smetsov a Woutersov model eurozóny.³ Tento model charakterizujú mnohé inovatívne znaky. V prípade sledovaných kumulatívnych výsledkov poskytuje napríklad vysvetlenia na úrovni firiem aj domácností (alebo „mikrozákľady“), ako napríklad pomalé reakcie cien na exogénny vývoj. Rozhodnutia domácností a firiem majú možnosť reagovať na zmeny budúcej perspektívy vývoja hospodárstva a nielen na vývoj v minulosti. V modeli sa napokon vypracuje odhad s celkovým zohľadnením všetkých relevantných informácií, čím v oblasti krátkodobých prognóz dokáže konkurovať čisto štatistickým nástrojom.

¹ G. Fagan, J. Henry a R. Mestre, „An area-wide model (AWM) for the euro area“, *Economic Modelling* 22, 2005, s. 39-59.

² Okrem modelu AWM bol v začiatkoch a v spolupráci s národnými centrálnymi bankami v ECB vyvinutý aj model viacerých krajín (MCM). Štruktúry modelov MCM a AWM sú veľmi podobné, ale v modeli MCM sa hospodárske vzťahy odhadujú na národnej úrovni a nie na úrovni celej eurozóny. Model tak dokáže zabezpečiť dôležitú kontrolu dôkladnosti výsledkov na základe modelu AWM.

³ F. Smets a R. Wouters, „An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area“, *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, s. 1123-1175.

Štruktúru Smetsovho a Woutersovho modelu nedávno rozšíril Christianov, Motto a Rostagnov model, ktorú venuje osobitnú pozornosť úlohe menových a finančných premenných v štruktúre hospodárstva.⁴ Tento model zahŕňa explicitný bankový sektor, ktorý poskytuje sprostredkovateľské služby medzi dlžníkmi a veriteľmi a hrá nemalú úlohu v menových agregátoch hospodárstva. Zahŕňa aj endogénny prenos politickej úrokovej sadzby do úverových sadzieb účtovaných firmám, ktoré zahŕňajú aj príplatok, ktorým si banky kompenzujú riziko neplnenia záväzkov zo strany dlžníka.

Napokon sa vyvinula nová verzia modelu AWM postavená na mikrozákadoch – nový model AWM (NAWM), ktorý nahrádza AWM ako hlavný nástroj, z ktorého vychádzajú makroekonomické projekcie.⁵ NAWM v porovnaní s doteraz uvedenými modelmi zahŕňa prvok otvorenej ekonomiky, ktorý umožňuje podmieniť projekcie predpokladmi, napríklad aj so zreteľom na externý vývoj. Model NAWM je zvlášť vhodný na analýzu scenárov a posudzovanie neistoty prognóz. Verziu modelu NAWM používanú v projekciách dopĺňa podrobnejšia, ale kalibrovaná verzia zohľadňujúca širšiu škálu problematiky jednotlivých politík.

Matematické modely hospodárstva hrajú dôležitú podpornú úlohu pri kvantitatívnom hodnotení aktuálneho stavu hospodárskych a menových podmienok v eurozóne. Všetky tieto modely sú pritom i naďalej štylizované podľa istých dimenzií. Uspokojivejšie pokrytie fiškálnej politiky a rozsiahlejšia štruktúra trhu práce sú príklady smerov, ktorými sa rozširujú existujúce modely. Simulácie v štruktúrnych modeloch môžu v každom prípade predstavovať len jeden z mnohých prvkov, ktoré Rada guvernérov berie do úvahy pri celkovom posudzovaní perspektívy cenového vývoja v eurozóne.

⁴ L. Christiano, R. Motto a M. Rostagno, „The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis,“ *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), december 2003, a L. Christiano., R. Motto a M. Rostagno, „Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001“, *Journal of Economic Dynamics and Control*, v príprave.

⁵ K. Christoffel, G. Coenen a A. Warne, „The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties“, mimeo, jún 2007, a G. Coenen, P. McAdam a R. Straub, „Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model“, *Journal of Economic Dynamics and Control*, v príprave.

Cieľom menovej analýzy je zistiť, aké riziká cenovú stabilitu ohrozujú zo strednodobého až dlhodobiejšieho hľadiska. V rámci toho významnú úlohu zohráva vývoj peňažnej zásoby a objemu úverov a jeho určujúce faktory, keďže menový rast a inflácia dlhodobo úzko súvisia (graf 1). Ide o logický dôsledok základnej ekonomickej zásady, že inflácia je z dlhodobiejšieho hľadiska peňažným javom. Pripisovanie prvoradej úlohy peniazom je predovšetkým opodstatnením strednodobej orientácie menovej politiky ECB. Z uvedeného grafu je zjavné tesné prepojenie medzi nízkofrekvenčnými zložkami inflácie a menovým rastom, pričom dynamika menového rastu svojím spôsobom predurčuje vývoj inflácie, a tak ju môže pomôcť predpovedať.

Menová analýza v podstate čerpá zo širokej palety menových, finančných a hospodárskych údajov a využíva celý rad doplnkových nástrojov a techník, ktoré jej spolu s dobre podloženým úsudkom umožňujú v reálnom čase identifikovať základné trendy menového vývoja a posúdiť ich vplyv v podobe rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. V snahe vyjadriť dôležitosť menovej analýzy v rámci svojej stratégie a poskytnúť určitý oporný bod na hodnotenie menového vývoja, ECB v decembri vyhlásila referenčnú hodnotu ročného rastu širokého menového agregátu M3 na úrovni 4,5 %.³ Dlhšie obdobie menovej expanzie presahujúcej túto referenčnú hodnotu

Menová analýza ...

... čerpá zo širokej palety informácií ...

³ Tento agregát obsahuje obeživo, vklady splatné na požiadanie, vklady s dohodnutou dobou splatnosti do dvoch rokov, vklady s výpovednou lehotou do troch mesiacov, dohody o spätnom odkúpení, podielové listy fondov peňažného trhu a dlhové cenné papiere s dobou splatnosti do dvoch rokov.

...a postupom času sa
vyvíja...

poukazuje na riziko inflácie ohrozujúce cenovú stabilitu. Agregát M3 bol zvolený vzhľadom na jeho úzku väzbu na cenovú hladinu. Zároveň bolo hneď od začiatku jednoznačne deklarované, že menová politika nebude na odchýlky tempa rastu M3 od referenčnej hodnoty reagovať mechanicky.

V tejto súvislosti však treba povedať, že nástroje používané na identifikáciu rizík pre cenovú stabilitu sa postupom času vyvíjali vďaka problémom, s ktorými sa menová analýza potýkala v súvislosti s vývojom v rôznych oblastiach, a to najmä vďaka rýchlemu tempu finančných inovácií. Vzhľadom na potrebu neustáleho zdokonaľovania svojich analytických nástrojov kvôli identifikácii rizík pre cenovú stabilitu sa Rada guvernérov v roku 2007 rozhodla svoju menovú analýzu zdokonaľiť v štyroch oblastiach:

- po prvé, modely dopytu po peniazoch sa zdokonaľujú a rozširujú tak, aby umožnili lepšie pochopiť vývoj menových agregátov v čase a v rôznych sektoroch,
- po druhé, zvyšuje sa spoľahlivosť peňažných ukazovateľov inflačného rizika, aby sa dali vo väčšej miere používať v menovopolitických rozhodnutiach zameraných na udržiavanie cenovej stability,
- po tretie, vytvárajú a zdokonaľujú sa štrukturálne modely, v ktorých peniaze a úvery hrajú aktívnu úlohu pri určovaní dynamiky inflácie a ktoré sa používajú pri hodnotení menového vývoja,
- po štvrté, je dôležité naďalej prehĺbovať analytický rámec a tým podporiť vzájomné porovnávanie údajov a výsledkov menovej a ekonomickej analýzy.

Vzájomné porovnávanie
zabezpečuje konzistentnosť

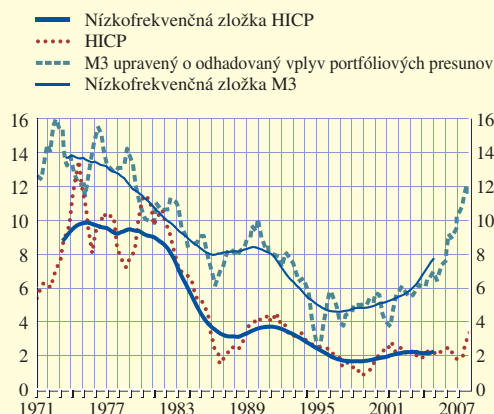
Dvojpilierový rámec celkovo zvyšuje spoľahlivosť hodnotenia menovej politiky Rady guvernérov, čo sa týka údajov a modelovej neistoty. Predovšetkým využíva všetky spôsoby, akými sa tieto dva piliere navzájom dopĺňajú. Je to najlepší spôsob, ako zabezpečiť, aby sa všetky relevantné informácie na hodnotenie rizík pre cenovú stabilitu využívali konzistentne a efektívne. Pravidelné porovnávanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy zabezpečuje konzistentnosť celkového hodnotenia, pričom sa berú do úvahy informácie tak krátkodobej, ako aj dlhodobej povahy. Tento prístup znižuje riziko chýb, ktoré môžu vzniknúť, ak sa menová politika príliš spolieha na jediný ukazovateľ, prognózu či model. Graf 2 ukazuje kľúčové prvky dvojpilierovej metódy a jej úlohy v rozhodovaní o menovej politike.

Inovatívny a dobre
postavený systém

Po takmer desiatich rokoch praktických skúseností stratégia ECB predstavuje spoľahlivý a dobre postavený rámec na hodnotenie rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu a na efektívnu komunikáciu s finančným trhom a verejnosťou v otázkach orientácie menovej politiky. Jasným dôkazom vhodnosti stratégie menovej politiky ECB je skutočnosť, že jej hlavné prvky dodnes nebolo potrebné

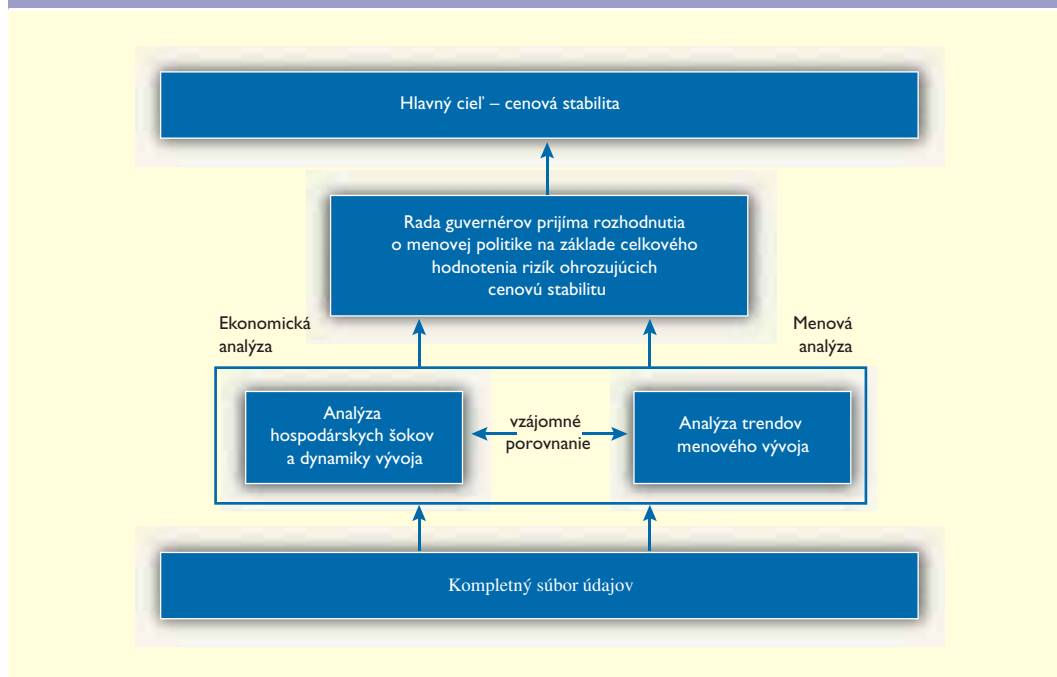
Graf 1 Vzťah medzi HICP a M3 v eurozóne

(ročné miery rastu; nízkofrekvenčná zložka predstavuje periodicitu viac ako 10 rokov)



Poznámka: Nízkofrekvenčné zložky sú odvodené aplikáciou symetrického Christian-Fitzgeraldovho pásmového filtra s pevnou dĺžkou na anualizované štvrťročné miery rastu. Vrchol menového rastu predchádza inflácii o osem až dvanásť kvartálov.

Graf 2 Dva piliere stratégie menovej politiky ECB



meniť. V posledných rokoch bol celý rad prvkov stratégie ECB zahrnutý do rámca menovej politiky iných centrálnych bánk. Strednodobá orientácia sa stáva čoraz populárnejšou medzi centrálnymi bankami fungujúcimi na základe inflačných cieľov, ktoré čoraz viac uznávajú potrebu flexibilnejšieho horizontu menovej politiky.

Na atraktivnosti získava aj komplexná povaha dvojpilierového rámca, ktorý dokáže spojiť všetky relevantné modelové, konjunkturálne a analytické informácie do jedného celku. Explicitnosť menového piliera okrem toho zaručuje strednodobú orientáciu menovej politiky ECB. Zároveň zabezpečuje ďalší rast odborných poznatkov ECB v otázkach menového a úverového vývoja. Z úzkeho prepojenia medzi menovým vývojom a vznikajúcou nerovnováhou na úverovom a kapitálovom trhu vyplýva, že menová analýza takéto prípady nerovnováhy umožňuje odhaliť už v skorom štádiu a reagovať na s tým súvisiace riziká pre cenovú stabilitu včas a preventívne. V tomto smere sa menová analýza osvedčila predovšetkým v čase napätia na finančnom trhu.

Priaznivé vyhliadky
cenového vývoja a neisté
vyhliadky hospodárskeho
rastu...

...viedli k uvoľneniu menovej
politiky v predvečer HMÚ

3.2 VÝKON MENOVEJ POLITIKY V EUROZÓNE A JEJ VÝSLEDKY V PODOBE CENOVEJ STABILITY⁴

V tejto časti sa hodnotia výsledky spoločnej menovej politiky od jej zavedenia v januári 1999. Na názornejšiu ilustráciu postoja spoločnej menovej politiky (graf 3) v rôznych situáciách je toto obdobie rozdelené do piatich fáz.

VÝKON MENOVEJ POLITIKY

PRVÁ FÁZA - PRECHOD NA MENOVÚ ÚNIU (OD POLOVICE ROKA 1998 DO POLOVICE ROKA 1999)

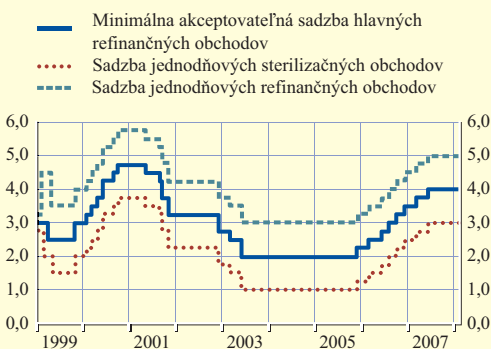
Eurosystém dostal zodpovednosť za spoločnú menovú politiku v čase, keď boli miery inflácie v eurozóne pomerne nízke a perspektíva cenového vývoja bola priaznivá (graf 4). Hospodárska aktivita zároveň rástla v prostredí veľmi nízkych úrokových mier (grafy 5 a 6) a podmienky na trvalý rast pretrvávali. Počas roka 1998 však otrasy z finančnej krízy v Ázii v roku 1997 a z Ruska v auguste 1998, spolu s takmer bankrotom hedžového fondu LTCM v septembri 1998, spôsobili vysokú volatilitu na finančných trhoch a výrazne oslabili dôveru investorov. Po dlhotrvajúcom napätí na finančných trhoch vyhliadky hospodárskeho rastu v eurozóne zahmlila vysoká miera neistoty, ktorá viedla nielen k určitému zníženiu očakávaní rastu na rok 1998 ako celok, ale aj k zníženiu rastových projekcií na rok 1999.

V priebehu roka 1998 sa zameranie menovej politiky v krajinách eurozóny postupne menilo z národnej úrovne na úroveň eurozóny. Vzhľadom na priaznivé vyhliadky cenovej stability sa v rámci procesu konvergenencie oficiálne úrokové miery postupne znižovali na najnižšiu úroveň zaznamenanú v krajinách budúcej eurozóny. V posledných mesiacoch roka 1998 sa proces konvergenencie zrýchlil. Kulminoval 3. decembra 1998, keď všetky národné centrálné banky v eurozóne koordinovaným spôsobom znížili svoje kľúčové úrokové sadzby na 3 % (s výnimkou Banca d'Italia,

4 Všetky údaje o raste reálneho HDP a inflácii HICP vychádzajú z revidovaných údajov dostupných ku dňu uzávierky tejto správy (31. marca 2008). Použitím aktualizovaných revidovaných dát, namiesto údajov dostupných v reálnom čase pri prijímaní menovopolitických rozhodnutí, sa nemení logika prijímania menovopolitických rozhodnutí opísaná v tejto časti.

Graf 3 Kľúčové úrokové sadzby ECB od januára 1999

(v % ročne)

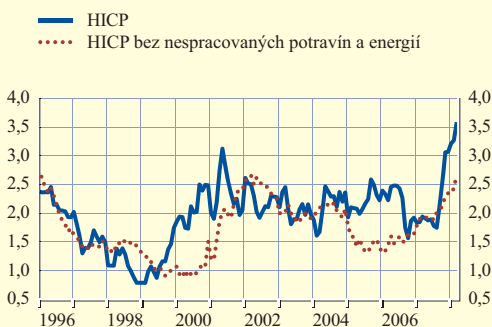


Zdroj: ECB.

Poznámka: V prípade obchodov vysporiadaných do 28. júna 2000 sadzba hlavných refinančných obchodov predstavuje sadzbu použitú v tendroch s pevnou úrokovou sadzbou. V prípade obchodov uzavretých po tomto termíne predstavuje minimálnu akceptovateľnú sadzbu tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou.

Graf 4 HICP v eurozóne

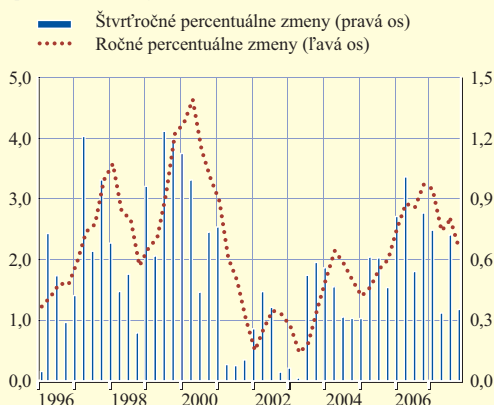
(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat.

Graf 5 Reálny HDP eurozóny

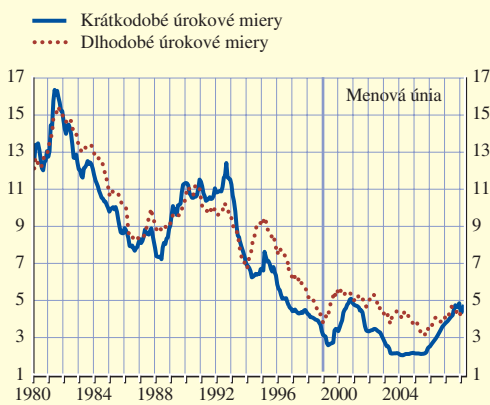
(percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Graf 6 Nominálne krátkodobé a dlhodobé úrokové miery v eurozóne

(v % ročne)



Zdroj: Národné centrálné banky, Global Financial Data, BIS, Reuters a ECB.

ktorá svoju diskontnú sadzbu znížila na 3,5 %). Táto koordinovaná zmena úrokových sadzieb sa považovala za de facto rozhodnutie o úrovni úrokových mier, s ktorou Eurosystém vstúpi do tretej etapy HMÚ, a ako taká fakticky predstavovala začiatok menovej únie v Európe.

Začiatkom roka 1999 Rada guvernérov zo svojej ekonomickej a menovej analýzy dostávala protichodné informácie. Na jednej strane bolo stále jasnejšie, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú skôr deflačné riziká. Miery inflácie boli historicky nízke a značne pod hranicou definície cenovej stability ECB, pričom sa začínali prejavovať známky výrazného spomalenia hospodárskej aktivity. Na druhej strane, ceny ropy po dlhšej fáze klesania až pod 10 USD za barel na prelome rokov 1998/99 v polovici februára 1999 začali opäť rásť (graf

Keďže cenovú stabilitu ohrozovali skôr deflačné riziká ...

Graf 7 Ceny ropy Brent

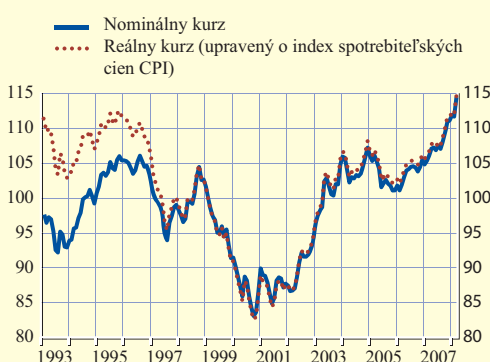
(v USD za barel)



Zdroj: MMF a ECB.

Graf 8 Nominálny a efektívny výmenný kurz eura

(mesačné údaje; index sa počíta voči menám 22 hlavných obchodných partnerov; 1999 = 100)



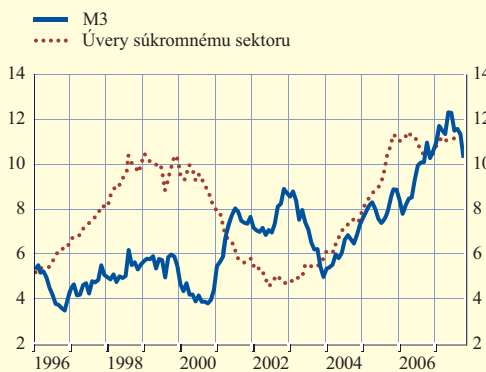
Zdroj: ECB.
Poznámka: Váhy použité pri agregácii „teoretického“ výmenného kurzu eura do roku 1999 vychádzajú z podielov jednotlivých krajín eurozóny na celkovom obchode eurozóny s priemyselnými výrobkami s krajinami mimo eurozóny (pozri Appendix II.6 k ECB Occasional Paper č 2, 2002).

7). V prvých mesiacoch roka 1999 okrem toho dochádzalo k efektívnej deprecii eura (graf 8). Oba tieto faktory mohli potenciálne tlačiť na rast cien.

Miera rastu M3 vzrástla z úrovne blízkej referenčnej hodnote na úroveň vysoko nad 5 %, pričom objem úverov súkromnému sektoru s približne 10 % neprestával v dynamickom raste (graf 9). Vzhľadom na relatívne malú odchýlku od referenčnej hodnoty a neistotu spojenú s analýzou menového vývoja v danom čase (v dôsledku štatistických zmien nutných pri prechode na menovú úniu) sa vyšší rast celkového agregátu M3 nepovažoval za úplne presný odraz skutočnej miery menovej expanzie. Rada guvernérov si preto signály prichádzajúce z menovej analýzy nevysvetľovala ako znamenie inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte.

Graf 9 M3 a úvery súkromnému sektoru

(ročné miery rastu)



Zdroj: ECB.

...kľúčové úrokové sadzby
ECB boli v apríli 1999 znížené

Rada guvernérov na základe tohto celkového hodnotenia situácie 8. apríla 1999 znížila fixnú sadzbu v hlavných refinančných obchodoch Eurosystému o 50 základných bodov z 3,0 % na 2,5 %. Pokles kľúčových úrokových sadzieb ECB bol považovaný za preventívne opatrenie na udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte a tým aj na lepšie využitie potenciálu hospodárstva eurozóny.

DRUHÁ FÁZA - ZVYŠOVANIE SADZIEB KVÔLI UDRŽANIU INFLAČNÝCH TLAKOV (OD POLOVICE ROKA 1999 DO KONCA ROKA 2000)

V tomto období prudké zvyšovanie cien ropy a celkový nárast dovozných cien naďalej vyvíjali tlak na krátkodobé zvyšovanie cien. Do konca roka 2000 sa ceny ropy a dovozné ceny vyšplhali na úroveň naposledy zaznamenanú začiatkom 90. rokov. Keďže tieto zvýšenia boli markantnejšie a trvali dlhšie ako predtým, v prostredí rýchleho hospodárskeho rastu sa podstatne zvýšilo riziko nepriamych a sekundárnych účinkov na infláciu spotrebiteľských cien prostredníctvom mzdového vývoja. K týmto obavám sa ešte pridala vývoj kurzu eura. Kurz eura sa v tomto období naďalej znehodnocoval, pričom tento trend nabral na rýchlosti najmä v druhej polovici roka 2000, keď sa ešte viac vzdialil od zdravých hospodárskych fundamentov eurozóny. V dôsledku toho cenovú stabilitu v strednodobom horizonte celkovo začali ohrozovať inflačné riziká.

Rastúce cenové tlaky ...

... rýchly hospodársky rast ...

Začiatkom roka 2000 hospodárska aktivita v eurozóne veľmi rýchlo rástla a vzhľadom na priaznivé vonkajšie podmienky bolo pravdepodobné, že podobným tempom bude rásť aj naďalej. Práve vysoká dynamika svetového hospodárstva v prvom polroku 2000 bola hlavným dôvodom optimistickej nálady investorov, predovšetkým v sektoroch „novej ekonomiky“. Výsledkom pozitívnych očakávaní bol prudký rast burzových akciových indexov vo všetkých hlavných ekonomikách vrátane eurozóny, ktorý vyvrcholil v prvej polovici roka 2000.

... a dlhšie trvajúce obdobie
menovej expanzie ...

Pokiaľ ide o menovú analýzu, dlhšie trvajúce obdobie menovej expanzie nad rámec referenčnej hodnoty v roku 1999 a začiatkom roka 2000 stále viac poukazovalo na existenciu inflačných rizík

pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Napriek postupnému spomaleniu v lete 2000 dostupné údaje naďalej potvrdzovali riziko inflačných tlakov v prostredí rýchleho hospodárskeho rastu. S výnimkou prvých mesiacov roka 1999 tieto signály v zásade zodpovedali výsledkom ekonomickej analýzy.

Vzhľadom na rastúce inflačné tlaky bolo jasné, že deflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v čase zníženia kľúčových úrokových mier ECB v apríli 1999 už neplatia. Keďže tak ekonomická, ako aj menová analýza ECB signalizovala inflačné riziká, Rada guvernérov sériou rozhodnutí od novembra 1999 do októbra 2000 zvýšila kľúčové úrokové sadzby ECB o spolu 225 bazických bodov, čím sa minimálna akceptovateľná sadzba v hlavných refinančných obchodoch Eurosystému v októbri 2000 dostala na úroveň 4,75 %.

TRETIA FÁZA - ZNÍŽOVANIE KĹÚČOVÝCH ÚROKOVÝCH SADZIEB ECB (OD ZAČIATKU ROKA 2001 DO POLOVICE ROKA 2003)

Počas tohto obdobia Rada guvernérov znížila kľúčové úrokové sadzby ECB o celkom 275 bazických bodov, čím minimálna akceptovateľná sadzba v hlavných refinančných obchodoch Eurosystému do konca júna 2003 klesla na historicky nízku úroveň 2 %. Išlo o najnižšiu hladinu úrokových mier v Európe od druhej svetovej vojny. Rozhodnutie znížiť sadzby menovej politiky bolo prijaté s cieľom udržať mieru inflácie HICP v strednodobom horizonte na úrovni tesne pod 2 %. Politika znižovania úrokových mier bola reakciou Rady guvernérov na ďalšie ustupovanie inflačných tlakov po zhoršení vyhliadok hospodárskeho vývoja následkom viacerých šokov, ktoré otriasli svetovým hospodárstvom a finančnými trhmi. Predovšetkým teroristické útoky v Spojených štátoch z 11. septembra 2001 zvýšili neistotu, čo sa týka hospodárskeho vývoja a narušili dôveru. Výsledkom mohlo byť nielen upevnenie už prebiehajúceho trendu spomaľovania hospodárskej aktivity, ale aj narušenie fungovania finančných trhov.⁵

Čo sa týka cenového vývoja, ročná miera inflácie HICP v roku 2000 a v prvej polovici roka 2001 naďalej rástla i napriek výraznému poklesu cien ropy a podstatnému zhodnoteniu kurzu eura voči všetkým hlavným menám. Euro sa zhodnocovalo po koordinovaných intervenciách centrálnej banky na devízovom trhu v septembri a novembri 2000. Ročná miera inflácie HICP, ktorá v januári 2001 dosahovala 2,0 %, v máji 2001 dosiahla maximum 3,1 %. Dôvodom tohto nárastu bolo výrazné zvýšenie cien energií a nespracovaných potravín v súvislosti s veterinárnou epidémiou vo viacerých krajinách eurozóny. Rast cien predstavoval riziko inflácie ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Odrazilo sa to aj na projekciách inflácie HICP od odborníkov Eurosystému a ECB, ktoré boli v tom čase výrazne upravené smerom nahor.

Obavy zo sekundárnych vplyvov sa však postupom času rozptýlili, keďže hospodárske vyhliadky eurozóny sa naďalej zhoršovali, čo naznačovalo určité zmiernenie inflačných tlakov domáceho dopytu a nižšie riziko rastu miezd s negatívnym dopadom na cenovú stabilitu. Koncom roka 2001 krátkodobé tlaky ustúpili a ročná miera inflácie HICP klesla. Po 2,1 % v roku 2000 priemerná ročná miera inflácie HICP dosiahla 2,3 % v roku 2001 a 2,2 % v roku 2002. Tento stav sa viac-menej nezmenil ani v prvom polroku 2003, keď inflácia HICP zostala nad úrovňou 2 %. Očakávalo sa však, že nevýrazný hospodársky rast a podstatné zhodnocovanie eura od jari 2002 budú inflačné tlaky tmiť. V júni 2003 bol dokonca dôvod očakávať, že ročná miera inflácie HICP

... viedli k zvyšovaniu
sadzieb ECB od novembra
1999 do októbra 2000

Kľúčové úrokové sadzby ECB
sa znížili na historicky nízku
úroveň

Cenové tlaky ustúpili ...

⁵ Za týchto okolností sa Rada guvernérov 17. decembra 2001 rozhodla znížiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 50 bazických bodov. Obdobné rozhodnutie prijal aj Federálny výbor pre voľný trh Federálneho rezervného systému s cieľom včas reagovať na výnimočné okolnosti v dôsledku tohto šoku.

... v dôsledku spomaľovania
hospodárskeho rastu ...

strednodobo s rezervou dosiahne úroveň pod 2 %. Tento celkový obraz vidieť aj v projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2003 i v prognózach iných medzinárodných inštitúcií z druhého štvrtroka 2003.

Po určitých náznakoch od konca roka 2000, že vplyv rastu cien ropy sa mohol podieľať na spomalení hospodárskeho rastu v eurozóne, sa hospodárska aktivita v priebehu roka 2001 zmiernila. Po teroristických útokoch z 11. septembra bolo stále jasnejšie, že spomalenie hospodárskeho rastu v eurozóne bude trvať dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Zahraničný dopyt mal ďalej klesať a vysoká miera neistoty spôsobená teroristickými útokmi mala podľa predpokladov zbrzdiť oživenie domáceho dopytu. Zatiaľ čo začiatok roka 2002 priniesol určité oživenie hospodárskeho rastu v eurozóne, v ďalšom priebehu roka oživenie stratilo na obrátkach. Hlavnou príčinou tohto vývoja boli opätovné turbulencie na finančných trhoch v lete a zvýšené geopolitické napätie v druhej polovici roka, s negatívnym dopadom na ceny ropy a dôveru.

Hospodársky rast v eurozóne bol v roku 2002 celkovo slabý, keď ročné tempo rastu reálneho HDP dosiahlo len 0,9 % (v porovnaní s 1,9 % v roku 2001) a v roku 2001 i 2002 tak zaostalo za svojim potenciálom. Tento vývoj sa v roku 2003 nijako zásadne nezmenil, pričom rast reálneho HDP v prvom polroku stagnoval v dôsledku eskalácie geopolitického napätia v spojitosti so situáciou v Iraku a v dôsledku neistoty na finančných trhoch. Za daných okolností pretrvávalo riziko, že hospodársky rast zaostane za očakávaniami.

... zatiaľ čo dopyt po
likvidných aktívach v čase
vysokej neistoty rástol

Pri pohľade na menovú analýzu vidieť, že ročné tempo rastu M3 sa po určitom spomalení v roku 2000 a začiatkom roka 2001 od polovice roka 2001 výrazne zrýchlilo. Tento nárast však nebol považovaný za riziko pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte, a to z viacerých dôvodov. Po prvé, časť rastu M3 išla na konto väčšej potreby transakčných zostatkov zo strany hospodárskych subjektov v reakcii na predchádzajúci nárast cien ropy a potravín. Po druhé, pomerne plochá výnosová krivka v tom čase a s tým súvisiace nízke oportunitné náklady držby hotovosti zvýšili atraktivnosť investícií do krátkodobých peňažných aktív v porovnaní s rizikovejšími dlhodobými nástrojmi. A nakoniec, čo je ešte podstatnejšie, neistota spojená s interpretáciou menového vývoja bola znásobená výskytom veľkých portfóliových presunov súkromných investorov z akcií a iných dlhodobějších finančných aktív do bezpečnejších a likvidnejších peňažných aktív zahrnutých do agregátu M3. Tieto portfóliové presuny sa považovali za reakciu investorov na vytrvalú neistotu po globálnej korekcii na akciových trhoch, prebiehajúcu od jari 2000 a po teroristických útokoch z 11. septembra 2001, ktorá viedla k preventívnym úsporám. Rozsah a príčiny týchto portfóliových presunov nemali obdobu a ako také boli spojené s nezvyčajne vysokou mierou neistoty v ich interpretácii.

Rada guvernérov celkovo dospela k záveru, že presuny budú len prechodným, aj keď možno dlhším javom, ktorý by sa mal po normalizácii hospodárskych, finančných a geopolitických podmienok obrátiť. Jej záver podporovala aj skutočnosť, že ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru naďalej klesala, a to najmä v prípade nefinančných podnikov, vzhľadom na pomerne tlmenejšiu hospodársku aktivitu. Signál, ktorý pre menovú politiku vyplýval z menovej analýzy, bol preto v tejto fáze pomerne nejednoznačný. Na jednej strane, ak vezmeme do úvahy portfóliové presuny, rýchly rast M3 sa nepovažoval za zdroj inflačných tlakov v strednodobom až dlhodobom horizonte. Na druhej strane, rast agregátu M3 upravený o odhadovaný vplyv portfóliových presunov zostal v podstate nezmenený, čím naznačoval inflačné riziká vyplývajúce z interpretácie menovej dynamiky a tým aj strednodobú až dlhodobú perspektívu cenového vý-

voja. Táto informácia bola obzvlášť dôležitá v rokoch 2002 a 2003, keď sa verejne diskutovalo o vzniku deflačných rizík v eurozóne.⁶

ŠTVRTÁ FÁZA - NEZMENENÉ KĹÚČOVÉ ÚROKOVÉ SADZBY ECB (OD POLOVICE ROKA 2003 DO KONCA ROKA 2005)

Od júna 2003 Rada guvernérov úrokové miery nezmenila dva a pol roka, pričom minimálna akceptovateľná sadzba v hlavných refinančných obchodoch zostávala na historicky nízkej úrovni 2,0 %.

Kľúčové sadzby ECB
sa dva a pol roka nezmenili

Pokiaľ ide cenový vývoj, v druhom polroku 2003 inflácia HICP neklesala tak rýchlo, ako sa očakávalo, a to najmä v dôsledku nepriaznivého vývoja cien potravín a nečakane vysokého rastu cien ropy, aj keď rast cien ropy do istej miery kompenzovalo zhodnocovanie eura. Do inflácie sa negatívne premietlo aj zvyšovanie nepriamych daní a regulovaných cien koncom roka 2003 a začiatkom roka 2004. Napriek výraznému rastu cien komodít a energií a vďaka stále relatívne nevýraznému hospodárskemu rastu (napriek prebiehajúcemu oživeniu) domáce inflačné tlaky v roku 2004 a počas väčšiny roka 2005 zostali pod kontrolou. Predovšetkým mzdový vývoj sa počas tohto obdobia zmiernil. Celková inflácia však v roku 2005 zostala mierne zvýšená, najmä v dôsledku výrazného zvýšenia cien energií a v menšej miere aj zvýšenia regulovaných cien a nepriamych daní. Ročná inflácia HICP v roku 2005 dosiahla 2,2 %, čo je o niečo viac ako 2,1 % v predchádzajúcich dvoch rokoch. V priebehu roka 2005 ekonomická analýza začala naznačovať zvyšovanie inflačných rizík, a to predovšetkým vzhľadom na potenciálne sekundárne vplyvy vyšších cien ropy na mzdovú politiku a cenotvorbu.

Domáce cenové tlaky zostali
pod kontrolou

Čo sa týka hospodárskej aktivity, celková situácia sa v druhom polroku 2003 zlepšila, keď vďaka obnovennej dynamike svetového hospodárstva výrazne stúpol vývoz z eurozóny. Zatiaľ čo domáci dopyt bol v druhej polovici roka 2003 naďalej slabý, podmienky na jeho oživenie boli aktuálne, okrem iného aj vzhľadom na nízku hladinu úrokových mier a celkovo výhodné podmienky financovania. Pokračujúca adaptácia podnikového sektora zameraná na zvyšovanie produktivity a ziskovosti navyše podporovala očakávania, že podnikové investície sa postupne spamätajú. Všetky dostupné prognózy a projekcie z druhého polroka 2003 vrátane decembrových projekcií odborníkov Eurosystému signalizovali ďalšie zvyšovanie rastu reálneho HDP v rokoch 2004 a 2005.

Prebiehajúce hospodárske
oživenie

Oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne, ktoré sa začalo v druhej polovici roka 2003, nakoniec skutočne pokračovalo aj v rokoch 2004 a 2005. V prvom polroku 2004 reálny HDP rástol v priemere o 0,5 % štvrťročne, čo bola najvyššia miera od prvého polroka 2000. V druhom polroku 2004 a v prvom polroku 2005 sa jeho rast o niečo spomalil. Príčinou bol čiastočne rast cien ropy, prechodné spomalenie svetového hospodárskeho rastu a oneskorené účinky predchádzajúcej apreciácie eura. Napriek rôznym rizikám ohrozujúcim hospodársky rast, súvisiacim s nízkou spotrebiteľskou dôverou, vysokými a volatilnými cenami ropy a globálnymi nerovnovahami však prevládal názor, že podmienky na zvýšenie hospodárskej aktivity zostávajú naďalej priaznivé. Čo sa týka vonkajšieho prostredia, rast svetového hospodárstva zostal výrazný, čo podporovalo vývoz eurozóny. Pokiaľ ide o vývoj v eurozóne, veľmi výhodné podmienky financovania, vysoké zisky podnikov a ich reštrukturalizácia vytvorili priaznivé investičné prostredie. Predpokladalo sa, že rast súkromnej spotreby bude ťažiť z očakávaného zvýšenia reálneho disponibilného príjmu v prostredí rýchlejšieho rastu zamestnanosti a nižšej inflácie. V druhej polovici roka 2005 hospodárska aktivita naozaj znova naberala na obrátkach.

⁶ V tejto súvislosti treba poznamenať, že portfóliové presuny počas tohto obdobia možno interpretovať aj ako znak dôvery v zdravie európskeho bankového sektora, ktorý rozptyľuje obavy z možného vzniku deflácie dlhu v eurozóne.

Dynamika menového rastu sa
v roku 2003 a začiatkom roka
2004 zmiernila ...

Čo sa týka menovej analýzy, finančná a hospodárska neistota pomaly ustupovala a portfóliová alokácia sa začala normalizovať, najmä reakciou na vývoj v Iraku do polovice roka 2003. V dôsledku toho sa ročná miera rastu M3 od polovice roka 2003 do polovice roka 2004 výrazne spomalila, keď dochádzalo k obratu predchádzajúcich portfóliových presunov do peňažných aktív. V súlade so symetrickou interpretáciou dopadu portfóliových presunov na politicky relevantné signály z menového vývoja však toto spomalenie rastu celkového agregátu M3 nebolo interpretované ako zníženie inflačných rizík v strednodobom až dlhodobom horizonte. Bolo naopak považované za menový dôkaz toho, že miera neistoty a averzie voči riziku sa pomaly vracajú do historickej normy. Údajové rady agregátu M3 upravené o odhadovaný vplyv portfóliových presunov počas tohto obdobia naďalej rástli a ich tempo sa pomaly zrýchľovalo, čo podporovalo názor, že skutočná miera menovej expanzie sa neodrazila v podstatne nižšej miere rastu celkového M3. Okrem toho sa v druhom polroku 2003 zvýšila ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru.

... až kým v polovica roka
2004 znova nenabrala na
obrátkach

V priebehu roka 2004 menová analýza priniesla dôkazy o ďalšom obrate portfóliových presunov, aj keď tento obrat sa odohrával pomalšie, ako by sa na základe typického historického priebehu eliminácie akumulovaných likvidných aktív dalo očakávať. Ročná miera rastu celkového agregátu M3 sa aj napriek tomu od polovice roka 2004 zvyšovala. V roku 2005 sa dynamika menového rastu ešte zvýšila, čo sa hodnotilo ako zvýšené inflačné riziko ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. Rýchly rast objemu úverov a peňažnej zásoby od polovice roka 2004 bol predovšetkým odrazom stimulačného účinku veľmi nízkej úrovne úrokových mier v eurozóne a neskôr aj obnovení dynamiky hospodárstva eurozóny, skôr než odrazom portfóliových presunov v rokoch 2001 až 2003. Rýchly menový rast prispieval k už aj tak vysokej likvidite v eurozóne, čím poukazoval na rastúce inflačné riziká pre cenovú stabilitu v strednodobom a dlhodobom horizonte.

Redukcia menovej
akomodácie

PIATA FÁZA - REDUKCIA AKOMODATÍVNEHO POSTOJA MENOVEJ POLITIKY (OD KONCA ROKA 2005)

Od konca roka 2005 Rada guvernérov zvýšila kľúčové úrokové sadzby ECB o celkovo 200 bázičných bodov, čím sa minimálna akceptovateľná sadzba v hlavných refinančných obchodoch Eurosystému do konca júna 2007 posunula na úroveň 4 %. Táto úprava akomodatívneho postoja menovej politiky bola nevyhnutná, pretože bolo potrebné reagovať na riziká ohrozujúce cenovú stabilitu, ktoré boli zistené v rámci ekonomickej i menovej analýzy. Je však dôležité poznamenať, že v decembri 2005, keď Rada guvernérov začala postupne zvyšovať kľúčové úrokové sadzby ECB, plnila významnú úlohu menová analýza. V tom čase výsledky menovej analýzy jednoznačne poukazovali na existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte, zatiaľ čo výsledky a signály vyplývajúce z ekonomickej analýzy boli dosť nejednoznačné. K postupnej redukcii menovej akomodácie celkovo dochádzalo na pozadí solídneho hospodárskeho rastu a pokračujúcej intenzívnej menovej a úverovej expanzie v eurozóne.

Pokiaľ ide o vývoj cien, priemerná ročná inflácia HICP dosahovala úroveň 2,2 % v roku 2006 a 2,1 % v roku 2007, pričom na raste cien sa podieľal najmä domáci dopyt. V oboch rokoch miera celkovej inflácie značne kolísala, predovšetkým v reakcii na vývoj cien ropy. V roku 2006 inflácia vykazovala stúpajúci trend až do augusta, najmä kvôli výraznému rastu cien energií, zatiaľ čo v zostávajúcich mesiacoch roka ročná miera inflácie klesla na úroveň pod 2 %, vo veľkej miere v dôsledku výrazného poklesu cien ropy a bázičných vplyvov. Až od tretieho štvrťroka 2007 sa ročné miery inflácie vyvíjali v súlade s definíciou cenovej stability stanovenou ECB, čiastočne vďaka priaznivým bázičným vplyvom vývoja cien energií v predchádzajúcom roku.

Rast inflácie sa zvýšil ...

Ku koncu roka 2007 a začiatkom roka 2008 však ročné miery inflácie podstatne stúpili. Dosiahli hodnoty výrazne nad úrovňou 2 %, a to najmä v dôsledku značného rastu medzinárodných cien ropy a potravín v druhej polovici roka 2007. Výrazný krátkodobý tlak na rast cien sa zvyšoval najmä

od posledného štvrťroka 2007. Bez ohľadu na tieto cenové šoky však bol mzdový vývoj aj naďalej celkom umiernený a strednodobé až dlhodobé inflačné očakávania zostali počas tohto obdobia ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, a to aj napriek priaznivému hospodárskemu prostrediu a zhoršujúcim sa podmienkam na trhu práce. Táto skutočnosť síce pomohla tlmiť inflačné tlaky, aj naďalej však jednoznačne pretrvávali inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Tieto riziká zahŕňali možnosť ďalšieho rastu cien ropy a poľnohospodárskych produktov (najmä koncom roka 2006 a v roku 2007), ďalšie neočakávané zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní, a možnosť zvýšenia vplyvu podnikov na tvorbu cien, najmä v sektoroch s nízkou konkurenciou. Oveľa vážnejšie riziká ohrozujúce cenovú stabilitu však vyplývali z možného rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd a najmä zo sekundárnych vplyvov na tvorbu miezd a cien v dôsledku vyšších cien komodít a zvýšených mier celkovej inflácie.

Hospodársky rast v prvej polovici roka 2006 nabral na intenzite a postupne napredoval čoraz rovnomernejším a udržateľnejším spôsobom, pričom hlavnou hnacou silou bol domáci dopyt. Napriek vplyvu vysokých a nestálych cien ropy sa reálny HDP v roku 2006 zvýšil o 2,8 % (v roku 2005 vzrástol o 1,6 % a v roku 2004 o 2,1 %). V roku 2007 hospodárska aktivita naďalej rástla solídnym tempom. Reálny HDP sa zvýšil o 2,7 %, najmä vďaka domácejmu dopytu. Investičná aktivita bola aj naďalej dynamická, k čomu prispievali priaznivé podmienky financovania, vysoké podnikové zisky a ďalšie zvyšovanie efektívnosti podnikov v reakcii na reštrukturalizáciu podnikového sektora prebiehajúcu počas dlhšieho obdobia. V druhom polroku 2007 však výhľad hospodárskej aktivity zatienila nezvyčajne vysoká neistota. Táto neistota vyplývala z komplikovanosti odhadnúť, aký budú mať na reálne hospodárstvo vplyv turbulencie na finančných trhoch, ktoré sa objavili v auguste. Ekonomické fundamenty v eurozóne však zostali aj naďalej priaznivé – miera ziskovosti bola stabilná, rast zamestnanosti výrazný a miera nezamestnanosti klesla až na 7,4 %, čiže najnižšiu úroveň za posledných 25 rokov. Čo sa týka ďalšieho vývoja, začali prevládať riziká spomalenia hospodárskeho rastu.

Porovnanie s výsledkami menovej analýzy potvrdilo existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. Menová a úverová expanzia bola v tomto období aj naďalej veľmi intenzívna, na čom sa podieľal neustále výrazný rast objemu bankových úverov poskytovaných súkromnému sektoru. Z pohľadu vývoja v strednodobom horizonte bola výrazná dynamika menového a úverového rastu odrazom pretrvávajúceho trendu rastu miery menovej expanzie pozorovaného už od polovice roka 2004. To viedlo k ďalšej akumulácii likvidity, čo v prostredí pokračujúceho výrazného menového a úverového rastu predstavovalo inflačné riziko ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. Rada guvernérov preto aj naďalej venovala menovému vývoju mimoriadnu pozornosť, aj s úmyslom lepšie pochopiť krátkodobé reakcie finančných inštitúcií, domácností a podnikov na turbulencie na finančných trhoch v druhom polroku 2007. Doteraz však existuje len málo náznakov, že by tieto turbulencie celkovú dynamiku menovej a úverovej expanzie výraznejšie ovplyvnili.

VÝSLEDKY VÝKONU MENOVEJ POLITIKY ECB Z HĽADISKA CENOVEJ STABILITY

Euro je v súčasnosti už viac ako desať rokov stabilnou menou, ktorú v rámci eurozóny používa 320 miliónov ľudí a ktorá je všeobecne akceptovanou a používanou menou na medzinárodných finančných trhoch (kapitola 5). Priemerná ročná miera inflácie HICP sa od zavedenia eura pohybuje na úrovni tesne nad 2 %, vývoj cien je teda pomerne stabilný – priemerná ročná miera inflácie je výrazne nižšia ako v období pred vytvorením menovej únie v prípade väčšiny terajších členských krajín eurozóny (kapitola 4). Podobne aj volatilita inflácie je v rámci eurozóny výrazne nižšia ako v predchádzajúcom období.

... zatiaľ čo hospodársky rast napredoval ...

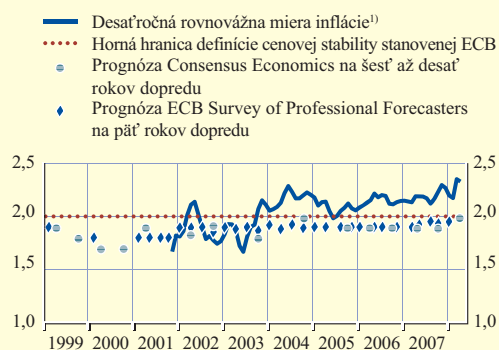
... a menová expanzia bola aj naďalej veľmi intenzívna

Euro – stabilná mena

Stabilné ukotvenie
inflačných očakávaní...

ECB zároveň úspešne ukotvuje dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni, ktorá je v súlade s jej definíciou cenovej stability (graf 10). Dôkazom sú miery inflačných očakávaní odvodené z inflačne indexovaných dlhopisov a z prieskumov (Consensus Economics Forecasts a ECB Survey of Professional Forecasters). Bezpečné ukotvenie inflačných očakávaní súkromného sektora v dlhodobejšom horizonte je priaznivým odrazom plynulého fungovania výkonu menovej politiky ECB a jej schopnosti spoľahlivo zabezpečovať cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Stabilita inflačných očakávaní v tomto období je naozaj pozoruhodná, a to aj napriek sérii výrazných nepriaznivých cenových šokov, ku ktorým patrí predovšetkým viac-menej nepretržitý rast cien ropy (z približne 10 USD za barel v roku 1999 na doteraz najvyššiu hodnotu takmer 120 USD za barel v roku 2008), podstatný rast medzinárodných cien potravín a v rámci eurozóny takmer pravidelné zvyšovanie nepriamych daní a významných regulovaných cien vo väčšine krajín eurozóny.

Graf 10 Dlhodobé inflačné očakávania



Zdroj: Consensus Economics a ECB.
1) Rovnovážne miery inflácie odvodené od inflačne indexovaných dlhopisov vyjadrujú najmä trhové inflačné očakávania a inflačné rizikové prémie.

... zameraním sa na
strednodobý horizont...

Celkovo možno konštatovať, že Rada guvernérov ECB, vychádzajúc z pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy v kontexte svojej menovopolitickej stratégie zameranej na strednodobý horizont, úspešne plní úlohu, ktorá vyplýva z jej mandátu stanoveného zmluvou, t. j. zabezpečovať cenovú stabilitu v strednodobom horizonte v eurozóne ako celku.

ECB sa vyhýba častým zmenám nastavenia svojej politiky, čím dosiahla, že jej menová politika nie je v neistom hospodárskom prostredí vnímaná ako ďalší zdroj neistoty. I vďaka tomu môže strednodobé až dlhodobé inflačné očakávania stabilizovať na úrovni, ktorá zodpovedá cenovej stabilite.

TRANSPARENTNOSŤ, ZODPOVEDNOSŤ A KOMUNIKÁCIA

... a zrozumiteľnú
komunikáciu

V snahe zabezpečiť účinnosť svojej menovej politiky ECB od samého začiatku kladie veľký dôraz na to, aby účastníkov finančných trhov i širokú verejnosť transparentne a včas informovala o svojich opatreniach v rámci výkonu menovej politiky a ekonomickej podstate svojich rozhodnutí. Tento postup pomáha ukotvovať inflačné očakávania, a to i v období, keď majú tendenciu rásť.

Kombinácia účinnej komunikácie a prehľadného rozhodovania pomáha verejnosti lepšie rozumieť menovopolitickým rozhodnutiam ECB v kontexte zverejnenej stratégie. Pomáha zároveň aj finančným trhom, ktoré tak dokážu lepšie pochopiť systematické reakcie menovej politiky ECB na hospodársky vývoj a šoky, a teda aj lepšie očakávať pravdepodobné zameranie menovej politiky v strednodobom horizonte, vďaka čomu je možné lepšie predpovedať ťahy politiky.

Väčšia transparentnosť
prispieva k účinnejšej
menovej politike...

Transparentnosť sa v súčasnosti považuje za dôležitý element moderného centrálného bankovníctva, pretože rôznymi spôsobmi pomáha zvyšovať dôveryhodnosť a účinnosť menovej politiky. K zvyšovaniu dôveryhodnosti centrálny banky prispieva v prvom rade transparentnosť cieľov menovej politiky a spôsobov, akými centrálna banka tieto ciele dosahuje. Vďaka tomu môže cen-

trálna banka účinnejšie usmerňovať dlhodobé inflačné očakávania, a tým aj ovplyvňovať cenovú a mzdovú politiku tak, aby bola v súlade s cenovou stabilitou. Inými slovami, dôveryhodná menová politika dokáže zabezpečiť, aby nevyhnutné primárne vplyvy rastu cien, napr. cien ropy, nemali za následok vznik sekundárnych vplyvov na tvorbu miezd a cien, čo by mohlo v konečnom dôsledku viesť k celkovému zvýšeniu inflácie.

Transparentnosť v súvislosti so stratégiou menovej politiky a hodnotením hospodárskej situácie tiež zlepšuje schopnosť účastníkov finančného trhu predpovedať budúce smerovanie menovej politiky, čo pomáha znižovať volatilitu finančných trhov a zvyšuje vplyv centrálnej banky na vývoj dlhodobějších úrokových mier. Záväzok uplatňovať transparentnosť v neposlednom rade vyžaduje sebadisciplínu rozhodovacích orgánov, ktorá je zárukou toho, že ich politické rozhodnutia a zdôvodnenia sú konzistentné a v súlade s ich mandátom.

Schopnosť finančných trhov predvídať ťahy menovej politiky sa za posledných desať rokov vo všeobecnosti zlepšila.⁷ Tento vývoj potvrdzuje názor, že transparentný prístup k výkonu menovej politiky, ktorý si osvojili centrálné banky na celom svete, prispieva k lepšiemu pochopeniu menovej politiky zo strany trhov. Dlhodobé inflačné očakávania sa za posledných desať rokov v jednotlivých krajinách výrazne stabilizovali, čo naznačuje, že k ich ukotveniu prispela aj transparentnosť menovej politiky.

V oblasti komunikácie centrálné banky čelia kompromisu medzi celistvosťou a zrozumiteľnosťou komunikácie. Nie je totiž možné poskytovať vyčerpávajúce informácie o všetkých aspektoch rozhodovania a zároveň vždy zaručiť ich zrozumiteľnosť. Takisto transparentnosť neznamená len to, že sa zverejňujú informácie – to by samo osebe k lepšiemu porozumeniu menovej politiky nevedlo. V snahe zvýšiť celkovú účinnosť menovej politiky je potrebné zabezpečiť účinné podávanie informácií verejnosti. Nato, aby mohli centrálné banky využívať výhody transparentnosti, potrebujú účinnú komunikačnú stratégiu. Cieľom komunikácie centrálnej banky by malo byť šíriť informácie týkajúce sa výkonu menovej politiky včas a otvorene, zabezpečiť ich zrozumiteľnosť a jednoznačnosť, a zároveň prihliadať na rôznorodosť prostredí a cieľových skupín, ktorým sú informácie určené – od širokej verejnosti až po účastníkov finančných trhov.

Kľúčové prvky stratégie menovej politiky zvyšujú transparentnosť a zodpovednosť voči širokej verejnosti. Kvantitatívna definícia cenovej stability stanovila jednoznačnú referenčnú hodnotu ročného tempa rastu inflácie HICP, na základe ktorej môže verejnosť hodnotiť, do akej miery ECB plní svoju úlohu, a ktorá pomáha ukotvovať očakávania účastníkov trhu. Dvojpilierový prístup vymedzuje jednoznačný rámec interného rozhodovania a externej komunikácie. ECB okrem toho verejnosti sprístupňuje aj informácie prerokovávané na zasadaniach Rady guvernérov a podrobne vysvetľuje ekonomickú podstatu svojich rozhodnutí.

Komunikácia musí zohľadňovať skutočnosť, že menová politika musí fungovať v komplexnom, neistom a neustále sa vyvíjajúcom prostredí. Tento aspekt sa obzvlášť zdôrazňuje v rámci externej komunikácie stratégie menovej politiky. Vzhľadom na vplyvy rôznych neočakávaných šokov, ktoré môžu pôsobiť na ekonomiku, a dĺžku a variabilnosť oneskorenia premietnutia opatrení menovej politiky do cien je ťažké predpovedať presné načasovanie a niekedy i nasmerovanie rozhodnutia o úrokových mierach. Zverejnením stratégie menovej politiky a transparentným oznamovaním pravidelného hodnotenia hospodárskeho vývoja ECB zabezpečuje vysoký stupeň predvídateľnosti, vďaka čomu je menová politika účinnejšia (box 2).

7 Prehľad empirickej literatúry na tému predvídateľnosti menovej politiky nájdete v štúdií „The predictability of monetary policy“ od autorov T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch a J. Turunen (ECB Occasional Paper č. 83, 2008).

... zvyšuje jej
predvídateľnosť ...

... a podporuje zodpovednosť

Kľúčové prvky komunikačnej stratégie ECB, najmä úvodné vyhlásenia v rámci pravidelných mesačných tlačových konferencií, na ktorých sa vysvetľujú rozhodnutia menovej politiky takmer v reálnom čase, predstavujú v kontexte globálneho trendu podrobnejšej a transparentnejšej komunikácie zo strany centrálnych bánk krok vpred smerom k intenzívnejšiemu zverejňovaniu informácií v reálnom čase.

Box 2

KĽÚČOVÉ NÁSTROJE A KANÁLY KOMUNIKÁCIE ECB

Na mesačných tlačových konferenciách prezidenta a viceprezidenta, ktoré sa konajú bezprostredne po prvom rokovaní Rady guvernérov v danom mesiaci, býva v centre záujmu úvodné vyhlásenie. Pri tejto príležitosti ho prezentuje prezident v mene Rady guvernérov. Príhovor, štruktúrovaný podľa stratégie menovej politiky ECB, poskytuje včasný a komplexný súhrn posúdenia hospodárskeho a menového vývoja, ako aj nastavenia menovej politiky. Na mesačných tlačových konferenciách je aj priestor na otázky a odpovede, ktorý využívajú zástupcovia rôznych médií z eurozóny aj mimo nej. Poskytuje platformu na včasné a nestranné vysvetlenie rozhodnutí menovej politiky verejnosti. Tlačová konferencia je teda účinným prostriedkom, ktorý umožňuje takmer v reálnom čase prezentovať a vysvetliť diskusie prebiehajúce na zasadnutí Rady guvernérov, čiže proces prijímania menovopolitických rozhodnutí.

Ďalším dôležitým komunikačným kanálom, ktorý ECB využíva popri tlačových konferenciách, je Mesačný bulletin. Mesačný Bulletin poskytuje širokej verejnosti a finančným trhom podrobné a komplexné analýzy hospodárskeho prostredia a menového vývoja. Obvykle vychádza týždeň po zasadnutí Rady guvernérov a obsahuje informácie, ktoré Rada guvernérov mala k dispozícii pri prijímaní menovopolitických rozhodnutí. Mesačný bulletin obsahuje aj články, ktoré podrobnejšie skúmajú dlhodobý vývoj, všeobecné témy alebo analytické nástroje používané Eurosystémom v rámci stratégie menovej politiky.

Prezident ECB okrem toho štyrikrát ročne vystupuje v parlamentnom Výbore pre hospodárske a menové záležitosti. Pri tejto príležitosti vysvetľuje menovopolitické rozhodnutia ECB a potom odpovedá na otázky členov výboru. Zasadania výboru sú prístupné verejnosti a následne sa na internetových stránkach Európskeho parlamentu a ECB zverejní prepis prezidentovho vystúpenia. Pred výborom môžu vystupovať aj iní členovia Výkonnej rady ECB.

Členovia Rady guvernérov prijímajú množstvo pozvánok na verejné vystúpenia, kde oslovujú rôznorodé publikum. Dôležitým nástrojom vysvetľovania názorov ECB verejnosti sú aj prednášky členov Výkonnej rady a Rady guvernérov, ako aj rozhovory poskytnuté členmi Rady guvernérov.

3.3 VÝKON MENOVEJ POLITIKY

Krátkodobé úrokové miery peňažného trhu zohrávajú významnú úlohu v transmisii impulzov menovej politiky. Usmerňovaním týchto mier menová politika výrazne vplýva na vývoj trhových úrokových mier a prostredníctvom rôznych kanálov i na spotrebné rozhodnutia podnikov a domácností, menový vývoj a v konečnom dôsledku i na celkovú cenovú hladinu. Táto časť vysvetľuje, ako ECB vykonáva menovopolitické rozhodnutia usmerňovaním úrokových mier na najkratšom konci segmentu peňažného trhu. Zameriava sa tiež na hlavné problémy, ktorým Eurosystem čelí pri výkone menovopolitických rozhodnutí od zavedenia eura.

ODDELENIE MENOVEJ POLITIKY OD RIADENIA LIKVIDITY

Na pochopenie toho, ako ECB riadi likviditu, je užitočné odlíšiť určovanie nastavenia menovej politiky od samotného výkonu menovej politiky. Ako vysvetľuje časť 3.1, stratégia menovej politiky predstavuje štruktúru relevantných informácií o hospodárstve, na základe ktorých sa prijímajú menovopolitické rozhodnutia. Vychádzajúc z výsledkov pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy Rada guvernérov rozhoduje o úrovni kľúčových úrokových sadzieb ECB, ktorá je najvhodnejšia z hľadiska plnenia hlavného cieľa – udržiavania cenovej stability. Za výkon týchto menovopolitických rozhodnutí je potom zodpovedná Výkonná rada ECB, a to prostredníctvom usmerňovania krátkodobých mier peňažného trhu smerom k úrovni stanovenej Radou guvernérov. Stanovenie kľúčových úrokových sadzieb ECB a ich oznámenie určite zohráva hlavnú úlohu pri usmerňovaní účastníkov trhu. To však samo osebe nestačí nato, aby sa krátkodobé trhové úrokové miery zosúladiť s kľúčovou sadzbou ECB. Na usmerňovaní krátkodobých úrokových mier sa totiž podieľa aj riadenie likvidity Eurosystemu za podpory jeho prevádzkového rámca.

Stanovenie kľúčových
sadzieb ECB

Prevádzkový rámec zahŕňa súbor nástrojov a postupov, prostredníctvom ktorých Eurosystem vykonáva menovopolitické rozhodnutia, t. j. prostredníctvom ktorých usmerňuje krátkodobé úrokové miery peňažného trhu. Ďalším významným faktorom ovplyvňovania úrokových mier peňažného trhu je skutočnosť, že bankový systém eurozóny potrebuje likviditu a je preto závislý od refinancovania Eurosystemom. V tomto prostredí Eurosystem vystupuje ako poskytovateľ likvidity bankám prostredníctvom svojich obchodov na voľnom trhu. V rámci tejto úlohy Eurosystem riadi objem likvidity dostupný v rámci bankového sektora eurozóny s cieľom dosiahnuť vyrovnaný stav likvidity a priviesť krátkodobé úrokové miery peňažného trhu čo najbližšie k úrovni stanovenej Radou guvernérov.

Riadenie likvidity

Eurosystem teda jednoznačne odlišuje menovopolitické rozhodnutie Rady guvernérov na jednej strane od výkonu tohto rozhodnutia prostredníctvom menovopolitických nástrojov na druhej strane. Jednoznačné oddelenie rozhodnutia o nastavení menovej politiky od jeho výkonu znižuje riziko, že hospodárske subjekty nesprávne pochopia volatilitu krátkodobých úrokových mier peňažného trhu spôsobenú dočasnými a neočakávanými výkyvmi dopytu a ponuky likvidity ako signály menovej politiky Eurosystemu. Toto oddelenie malo význam predovšetkým v období turbulencií na finančnom trhu, ktoré sa objavili začiatkom augusta 2007, keď boli krátkodobé úrokové miery peňažného trhu príležitostne veľmi volatilné.

Oddelenie nastavenia
menovej politiky od jej
výkonu

PREVÁDZKOVÝ RÁMEC VÝKONU MENOVEJ POLITIKY

Prevádzkový rámec Eurosystemu pre výkon menovej politiky vychádza zo zásad stanovených v Zmluve o založení Európskeho spoločenstva. Článok 105 zmluvy uvádza, že pri plnení svojich

Zásady prevádzkového
rámca

cieľov musí Eurosystém konať v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou súťažou, pričom uprednostňuje efektívne rozdeľovanie zdrojov.

Zároveň bolo stanovených viacero ďalších „hlavných zásad“ týkajúcich sa fungovania prevádzkového rámca. Najdôležitejšou zásadou je prevádzková efektívnosť. Prevádzkovú efektívnosť možno definovať ako schopnosť rámca prenášať menovopolitické rozhodnutia do krátkodobých úrokových mier peňažného trhu čo najrýchlejšie a najpresnejšie. Ďalšou dôležitou zásadou je potreba zaručiť rovnaké podmienky pre všetky banky a tiež harmonizácia pravidiel a postupov v rámci eurozóny. Ďalšia zásada sa týka decentralizácie výkonu menovej politiky. V súlade s ňou sa operácie menovej politiky zvyčajne vykonávajú prostredníctvom národných centrálnych bánk. Prevádzkový rámec musí zároveň zohľadňovať zásadu jednoduchosti, transparentnosti, bezpečnosti a efektívnosti nákladov.

Tri nástroje na usmerňovanie úrokových sadzieb

Pri usmerňovaní krátkodobých úrokových mier peňažného trhu smerom k úrovni stanovenej Radou guvernérov sa ECB a Eurosystém spoliehajú na tri nástroje: (1) povinné minimálne rezervy, (2) obchody na voľnom trhu a (3) automatické operácie. Prostredníctvom týchto nástrojov je možné ovplyvňovať objem likvidity dostupný v rámci bankového sektora eurozóny, a tým aj úroveň krátkodobých úrokových mier na peňažnom trhu.⁸ V tomto kontexte Eurosystém vystupuje ako dodávateľ likvidity a – prostredníctvom svojho prevádzkového rámca – pomáha bankám plynulým a organizovaným spôsobom kryť ich potreby likvidity.

Dopyt bánk po likvidite a povinné minimálne rezervy

(1) Banky potrebujú určitý objem likvidity na pokrytie potrieb vyplývajúcich z tzv. „autonómnych faktorov likvidity“. Medzi tieto faktory patria položky súvahy Eurosystému, ktoré nesúvisia s nástrojmi menovej politiky.⁹ Najväčším autonómnym faktorom sú bankovky v obehu. Banky navyše potrebujú likviditu na dodržanie požiadavky povinných minimálnych rezerv. Od bánk sa vyžaduje, aby v rámci Eurosystému udržiavali určité minimálne rezervy. Povinné minimálne rezervy vytvárajú štruktúrally dopyt po likvidite zo strany bankového sektora eurozóny. Výška povinných minimálnych rezerv sa pre každú inštitúciu stanovuje na základe jej súvahy. V súčasnosti musí povinné minimálne rezervy tvoriť približne 6 000 bánk. Celková potreba likvidity bankového sektora eurozóny v súčasnosti predstavuje v priemere 450 mld. EUR. Celkový denný objem povinných minimálnych rezerv dosahuje približne polovicu tejto celkovej potreby.

Prvoradou úlohou systému povinných minimálnych rezerv je stabilizovať úrokové sadzby peňažného trhu. Pri plnení požiadavky povinných minimálnych rezerv je potrebné splniť priemer za periódu udržiavania rezerv, čo je obdobie, ktoré sa zohľadňuje pri výpočte plnenia tejto požiadavky bankami. Perióda udržiavania povinných minimálnych rezerv sa zvyčajne začína v utorok po zasadnutí Rady guvernérov, na ktorom sa hodnotí nastavenie menovej politiky. Mechanizmus priemerovania znamená, že držba rezerv v ktorýkoľvek konkrétny deň periódy je v podstate blízky substitútom držby rezerv v ktorýkoľvek iný deň periódy. To znamená, že držba rezerv môže v jednotlivé dni kolísať a že sa denné rozdiely v likvidite nakoniec vyrovnávajú. Minimálne rezervy nepredstavujú pre bankový sektor náklady, pretože sú úročené Eurosystémom priemernou hraničnou úrokovou sadzbou hlavného refinančného obchodu počas periódy udržiavania rezerv.

⁸ Podrobný prehľad rámca menovej politiky Eurosystému nájdete v publikácii ECB „Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne“ (naposledy zmenená v septembri 2007).

⁹ Pozri tiež články „The liquidity management of the ECB“ a „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves“ vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2002, resp. januára 2008.

Tabuľka 1 Obchody Eurosystému na voľnom trhu a automatické operácie Eurosystému

Operácie menovej politiky	Typy transakcií		Splatnosť	Frekvencia
	Dodanie likvidity	Stiahnutie likvidity		
Obchody na voľnom trhu				
Hlavné refinančné obchody	Reverzné transakcie	–	Jeden týždeň	Každý týždeň
Dlhodobejšie refinančné obchody	Reverzné transakcie	–	Tri mesiace	Každý mesiac
Dolaďovacie obchody	Reverzné transakcie	Prijímanie termínovaných vkladov	Bez štandardu	Nepravidelné
Automatické operácie				
Jednodňové refinančné obchody	Reverzné transakcie	–	Jednodňové	Prístup podľa potreby zmluvných strán
Sterilizačné obchody		Vklady	Jednodňové	Prístup podľa potreby zmluvných strán

(2) Obchody na voľnom trhu zohrávajú najvýznamnejšiu úlohu pri riadení stavu likvidity bankového sektora eurozóny a pri usmerňovaní krátkodobých úrokových mier peňažného trhu. Obchody na voľnom trhu sa uskutočňujú decentralizovane: koordinuje ich ECB, ale samotné transakcie vykonávajú národné centrálné banky.

Eurosystém využíva tri typy obchodov: (i) hlavné refinančné obchody, (ii) dlhodobejšie refinančné obchody a (iii) dolaďovacie obchody (tabuľka 1).

Prostredníctvom hlavných refinančných obchodov a dlhodobejších refinančných obchodov Eurosystém bankám požičiava peniaze, a to vždy na vopred určené krátke časové obdobie a pod podmienkou zloženia kolaterálu, aby sa Eurosystém chránil pred finančným rizikom (box 3). Priemerný denný objem prostriedkov, ktoré Eurosystém poskytuje bankovému sektoru eurozóny prostredníctvom obchodov na voľnom trhu, predstavuje približne 450 mld. EUR. Obchody Eurosystému sú oveľa rozsiahlejšie ako obchody iných hlavných centrálnych bánk.

Hlavné i dlhodobejšie refinančné obchody sa uskutočňujú pravidelne. Hlavné refinančné obchody sa realizujú každý týždeň formou tendra s pohyblivou úrokovou sadzbou a so stanovenou minimálnou akceptovateľnou sadzbou, a majú týždennú splatnosť. V tendri s pohyblivou úrokovou sadzbou so stanovenou minimálnou akceptovateľnou sadzbou môžu banky predkladať ponuky s rôznymi úrokovými sadzbami, ktoré sú rovnaké alebo vyššie ako vopred oznámená minimálna akceptovateľná sadzba. Objem prostriedkov sa potom rozdeľuje jednotlivým subjektom podľa výšky ponúkanej sadzby počínajúc subjektom, ktorý ponúkol najvyššiu sadzbu, až do vyčerpania celkového objemu. Sadzba, pri ktorej sa pridelia prostriedky poslednému subjektu, je hraničná sadzba, a tá sa použije pri rozdeľovaní prostriedkov pomerným spôsobom medzi jednotlivé ponuky. Dlhodobejšie refinančné obchody sa uskutočňujú každý mesiac formou jednoduchého tendra s variabilnou sadzbou a majú trojmesačnú splatnosť. Na rozdiel od hlavných refinančných obchodov je objem prostriedkov, ktoré sa majú prideliť v rámci dlhodobejšieho refinančného obchodu, vopred pevne stanovený. V týchto obchodoch koná Eurosystém ako príjemca sadzieb. Hlavných i dlhodobejších refinančných obchodov sa môže zúčastniť veľké množstvo bánk – približne 1 700. Je to pomerne vysoké číslo, aj v porovnaní s prevádzkovým rámcom iných hlavných centrálnych bánk.

Dolaďovacie obchody nie sú pravidelným nástrojom na dodávanie alebo sťahovanie likvidity; uskutočňujú sa podľa potreby. Keďže sa tieto obchody musia realizovať flexibilne a rýchlo, ich splatnosť ani frekvencia nie sú pevne stanovené, a vykonávajú sa podľa situácie. Vzhľadom na rýchly priebeh týchto tendrov (zvyčajne do 90 minút od ohlásenia operácie) sa ich môže zúčastniť len obmedzený počet bánk (v súčasnosti okolo 130). Účelom dolaďovacích obchodov je zmierňovať vplyvy neočakávaných výkyvov v stave likvidity na úrokové miery.

Ponuka likvidity zo strany Eurosystému a jeho obchody na voľnom trhu

(3) Eurosystém ponúka bankám aj dva druhy automatických operácií – jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody (tabuľka 1). Tieto obchody vytvárajú koridor (zvyčajne ± 100 základných bodov) okolo minimálnej akceptovateľnej sadzby a tým obmedzujú volatilitu jednoduchovej sadzby (t. j. krátkodobej úrokovej sadzby peňažného trhu). Jednoduchové refinančné obchody tvoria hornú hranicu koridoru. Banky ich môžu využívať na získanie jednoduchovej likvidity pod podmienkou zloženia akceptovateľného kolaterálu. Jednoduchové sterilizačné obchody zasa tvoria spodnú hranicu koridoru a banky prostredníctvom nich ukladajú jednoduchové vklady v národných centrálnych bankách Eurosystému.

VÝKON MENOVEJ POLITIKY OD ZAVEDENIA EURA

Prevádzkový rámec Eurosystému pre výkon menovej politiky funguje uspokojivo už od zavedenia eura. Hlavný prevádzkový cieľ – usmerňovať krátkodobé úrokové miery peňažného trhu, aby sa približovali k úrovni minimálnej akceptovateľnej sadzby hlavných refinančných obchodov (stanovenej Radou guvernérov) – sa darí plniť. Prevádzkový rámec sa navyše ukázal byť dostatočne stabilný a odolný aj pod tlakom výnimočných okolností, ako bol napríklad prechod do nového

Box 3

KOLATERÁLOVÝ RÁMEC EUROSYSTÉMU

V súlade s praxou zaužívanou v centrálnych bankách na celom svete musia byť všetky operácie Eurosystému zamerané na dodanie likvidity založené primeraným kolaterálom, ktorý Eurosystém chráni pred finančnými stratami. Kolaterálový rámec zároveň musí zabezpečovať dostupnosť postačujúceho kolaterálu širokému okruhu bánk, aby Eurosystém mohol poskytnúť taký objem likvidity, aký považuje za potrebný. Eurosystém preto ako kolaterál akceptuje široký okruh aktív.¹ Táto vlastnosť kolaterálového rámca Eurosystému sa najnovšie teší všeobecnému uznaniu, keďže pri nedávnych nepokojoch na finančných trhoch pôsobil ako stabilizačný prvok. Rámec totiž zabezpečil, že banky disponovali dostatočným kolaterálom potrebným na prístup k obchodom Eurosystému na voľnom trhu. V tomto boxe sa uvádza stručný prehľad kolaterálového rámca Eurosystému a hlavných úprav, ktorými prešiel za posledných deväť a pol roka.

V roku 1998 bol prijatý „dvojstupňový kolaterálový rámec“, ktorého cieľom bolo zaistiť plynulý prechod do menovej únie. V „dvojstupňovom rámci“ boli akceptovateľné aktíva rozdelené do dvoch skupín, t. j. „stupňov“. Takéto rozdelenie zohľadňovalo rozdiely vo finančných štruktúrach v jednotlivých členských štátoch na začiatku HMÚ. Aktívami prvého stupňa boli obchodovateľné dlhové nástroje, ktoré spĺňali kritériá akceptovateľnosti platné v celej eurozóne, avšak aktíva druhého stupňa zahŕňali aktíva, ktoré mali význam len pre určité národné finančné trhy a bankové systémy a spĺňali len kritériá akceptovateľnosti platné v daných krajinách. V princípe sa v rámci eurozóny mohli cezhranične používať všetky aktíva. Tento rámec sa Eurosystému osvedčil a ukázal sa byť odolný aj v prípadoch dočasného výrazného zvýšenia dopytu po kolateráli v obdobiach zvýšeného napätia na trhoch (napr. pri prechode do nového tisícročia).

Dvojstupňový kolaterálový systém však mal aj svoje nevýhody. Problémom bola napríklad skutočnosť, že určité druhy aktív boli akceptovateľné len v niektorých krajinách, a nie vo všetkých, čo sa mohlo považovať za narušenie princípu rovnakých podmienok pre všetkých – dôležitej zásady rámca menovej politiky Eurosystému. Z tohto dôvodu a tiež v reakcii na dve

1 V šiestej kapitole publikácie ECB „Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne“ v znení zo septembra 2007 sa uvádzajú podrobné informácie o kritériách akceptovateľnosti a opatreniach na kontrolu rizika týkajúcich sa aktív akceptovateľných v úverových obchodoch Eurosystému.

verejné konzultácie (uskutočnené v júni 2003 a máji 2004) sa Eurosystém rozhodol vytvoriť jednotný rámec (označovaný ako „jednotný zoznam“), ktorý mali používať všetky subjekty vo všetkých obchodoch Eurosystému na dodávanie likvidity. Cieľom jednotného zoznamu bolo ešte viac zvýšiť efektívnosť kolaterálového rámca. Zoznam bol zavedený v dvoch krokoch. V rámci prvého kroku, dokončeného v máji 2005, sa uskutočnili určité úpravy v súvislosti s obchodovateľnými aktívami.² V druhom kroku, v januári 2007, sa stali akceptovateľným kolaterálom vo všetkých krajinách eurozóny neobchodovateľné aktíva a predovšetkým úverové pohľadávky (t. j. bankové úvery). Kvôli časovej náročnosti prípravy po technickej stránke však bude plne zjednotený režim pre úverové pohľadávky k dispozícii až v januári 2012.³

Skutočnosť, že Eurosystém akceptuje vo svojich úverových obchodoch ako kolaterál rozmanité kategórie aktív, znamená, že na jednotlivé kategórie aktív nie je možné používať jednotný súbor kritérií akceptovateľnosti. Vo všeobecnosti preto platia dve skupiny kritérií akceptovateľnosti a opatrení na kontrolu rizika⁴, pričom jedna platí pre obchodovateľné a druhá pre neobchodovateľné aktíva. Tieto dve skupiny kritérií však spolu zaručujú porovnateľný stupeň ochrany Eurosystému pred rizikom. Ako kolaterál sa akceptujú iba aktíva s vysokou úverovou bonitou. Kritériá akceptovateľnosti obchodovateľných aktív sa udržiavajú tak, aby boli dostatočne všeobecné, a preto je kolaterálový rámec aj naďalej schopný reagovať na inovácie a vývoj trhu. V súlade s vývojom finančných trhov sa budú aj v budúcnosti uskutočňovať ďalšie úpravy kritérií akceptovateľnosti a opatrení na kontrolu rizík.

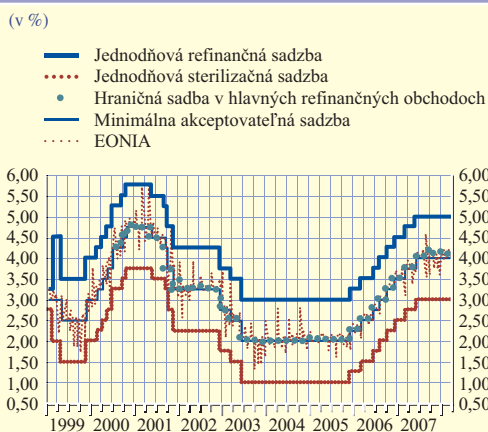
V roku 2007 dosiahol priemerný objem akceptovateľného kolaterálu 9,5 milióna EUR, čo je zvýšenie o 73 % oproti roku 1999, keď jeho objem predstavoval 5,5 milióna EUR. Pokiaľ ide o zloženie kolaterálu, z celkového objemu predstavoval 49 % dlh verejnej správy, pričom zvyšok obchodovateľného kolaterálu tvorili kryté alebo nekryté dlhopisy úverových inštitúcií (12 %, resp. 17 %), podnikové dlhopisy (9 %), cenné papiere kryté aktívami (8 %) a ďalšie dlhopisy, napr. vydané nadnárodnými organizáciami (4 %). Približne 12 % z tohto celkového objemu akceptovateľných aktív, t. j. 1,1 milióna EUR, bolo uložených v Eurosystéme v roku 2007. Zloženie uložených aktív je iné ako zloženie trhov s úvermi v eurách, pretože banky majú tendenciu ukladať v rámci úverových obchodov Eurosystému menej likvidný kolaterál. Priemerný objem úverových pohľadávok predstavoval 10 % celkového poskytnutého kolaterálu v roku 2007. Potenciál tohto dodatočného zdroja kolaterálu sa však ešte neprejavil v plnej miere, pretože rozsah úverových pohľadávok, ktorých bonita sa dá ohodnotiť, sa postupne zväčšuje. Cezhraničné používanie kolaterálu, keď zmluvná strana v danej krajine eurozóny používa kolaterál pochádzajúci z inej krajiny eurozóny, je známkou pokroku v oblasti finančnej integrácie. V roku 2007 sa cezhranične používalo 51 % kolaterálu, pričom v roku 1999 to bolo len 12 %.

2 Úpravy zahŕňali (i) vylúčenie akcií zo zoznamu akceptovateľných aktív, (ii) špecifikáciu neregulovaných trhov, ktoré Eurosystém akceptuje z hľadiska riadenia kolaterálu, (iii) upresnenie kritéria týkajúceho sa dlhových nástrojov vydaných úverovými inštitúciami, a (iv) zavedenie dlhových nástrojov v eurách vydaných subjektmi so sídlom v krajinách G10, ktoré nepatria do Európskeho hospodárskeho priestoru.

3 Časovo náročný je predovšetkým vývoj operačných systémov a postupov na ocenenie, vyhodnotenie a zmobilizovanie úverových pohľadávok, pretože sa vo viacerých dôležitých aspektoch líšia od obchodovateľných nástrojov. V prípade úverových pohľadávok chýba štandardizácia a jednotná dokumentácia z dôvodu ich diverzity, okrem toho úverové pohľadávky zvyčajne nemajú úverový rating od úverových agentúr ani externých cenových zdrojov, môže sa na ne vzťahovať právny zákaz predaja iným stranám, a skutočnosť, či daný úver ešte stále existuje, sa ťažko overuje. Eurosystém vytvoril v roku 2006 rámec pre hodnotenie úverovej bonity (Eurosistem credit assessment framework – ECAF) s cieľom umožniť aj ďalším zdrojom hodnotenia úverov (popri ratingových agentúrach) vyrovnávať sa s novšími triedami aktív v jednotnom zozname.

4 Opatrenia na kontrolu rizika sa uplatňujú na aktíva, ktoré slúžia ako podklad pre obchody menovej politiky Eurosystému, aby chránili Eurosystém proti riziku finančnej straty, ak sa podkladové aktíva musia predať v dôsledku platobnej neschopnosti zmluvnej strany. Eurosystém uplatňuje požiadavku minimálneho ratingu na všetky druhy emitentov a aktív na úrovni ratingu „jedno A“, čo je referenčná hodnota vysokých štandardov úverovej bonity stanovená Eurosystémom. Podrobnejšie informácie nájdete v publikácii ECB „Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne“ v znení zo septembra 2007.

Graf 11 Kľúčové úrokové sadzby ECB a EONIA od januára 1999



Zdroj: ECB.

Poznámka: Sadzba pre hlavné refinančné obchody je v prípade obchodov splatných pred 28. júnom 2000 sadzbou platnou pre tendre s pevnou úrokovou sadzbou. V prípade obchodov splatných po tomto dátume ide o minimálnu akceptovateľnú sadzbu platnú pre tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou.

Graf 12 Vývoj pomeru pridelenia v období od januára 1999 do novembra 2006



Zdroj: ECB.

tisícročia, teroristické útoky 11. septembra 2001 alebo nedávne turbulencie na finančných trhoch v rokoch 2007/2008. Ani v jednom z týchto prípadov nebolo potrebné, aby musel Eurosystém použiť výnimočné opatrenia, ktoré nie sú súčasťou prevádzkového rámca.

Z grafu 11 vyplýva, že jednodňová trhovú úrokovú sadzbu (EONIA)¹⁰ sa celkovo pohybovala v blízkosti minimálnej akceptovateľnej sadzby. Graf zároveň ukazuje, že úrokové sadzby automatických operácií predstavovali hornú a spodnú hranicu sadzby EONIA. Výkyvy viditeľné v grafe predstavujú väčšinou prechodný nedostatok alebo dostatok likvidity na peňažnom trhu. Efektívnosť rámca menovej politiky Eurosystému slúži do istej miery ako príklad a podnietil aj ďalšie centrálné banky, aby si vytvorili systém koridoru.

Od roku 1999 bolo zavedených niekoľko úprav, ktoré nepochybne významnou mierou prispeli k zlepšeniu výkonu prevádzkového rámca. Za posledných deväť a pol roka sa uskutočnili tri úpravy.

Po prvé, v júni 2000 sa zaviedli tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou ako náhrada tendrov s pevnou úrokovou sadzbou, ktoré sa používali na začiatku menovej únie. Táto úprava sama osebe nepredstavovala zmenu prevádzkového rámca, pretože rámec umožňuje používať tendre s pohyblivou i pevnou úrokovou sadzbou. Prechod na tendre s pohyblivou sadzbou bol reakciou na skutočnosť, že banky v rámci obchodov Eurosystému predkladali „nadhodnotenú ponuku“, najmä v prvom polroku 2000. Banky v rámci hlavných refinančných obchodov predkladali vysoké a čoraz vyššie ponuky. V takých prípadoch pomer medzi objemom prostriedkov určených na pridelenie a objemom ponúk klesol na veľmi nízku úroveň (graf 12). K takýmto situáciám dochádzalo v obdobiach, keď banky očakávali zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb ECB v danej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv. V očakávaní zvýšenia úrokovej sadzby sa jednodňová trhovú úrokovú sadzbu zvýšila na očakávanú úroveň, t. j. nad úroveň

10 EONIA (Euro overnight index average) je vyjadrením aktuálnej úrokovej miery obchodov s jednodňovými eurovými depozitmi na medzi-bankovom trhu.

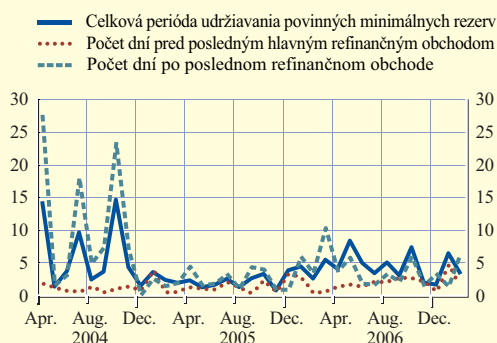
11 V tendroch s pevnou úrokovou sadzbou ECB stanoví úrokovú sadzbu vopred a banky ponúkajú objem peňažných prostriedkov, s ktorým chcú obchodovať pri pevnej úrokovvej sadzbe. Ponuky sa potom uspokojujú pomerným spôsobom.

Úpravy prevádzkového
rámca

Zavedenie tendrov
s pohyblivou úrokovou
sadbou

**Graf 13 Štandardná odchýlka sadzby EONIA
za periódu udržiavania povinných miní**

(v bázičných bodoch)



Zdroj: ECB.

Po druhé, po zavedení tendrov s pohyblivou sadzbou musel Eurosystém reagovať na ďalší problém – predkladanie „podhodnotených ponúk“ bankami. Ide o situáciu, keď je celkový objem ponúk predložených bankami nižší ako objem prostriedkov určených na pridelenie. V takom prípade banky čelia riziku nedostatku likvidity na konci periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv a preto musia využiť jednoduchový refinančný obchod, čo vedie k zvýšeniu jednoduchovej trhovej úrokovej sadzby. Od roku 2001 – v prostredí očakávaného znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB – došlo k prípadu predloženia podhodnotených ponúk osemkrát. V očakávaní zníženia úrokových sadzieb v danej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv sa jednoduchová trhovú úroková sadzba znížila na očakávanú úroveň, t. j. pod úroveň minimálnej akceptovateľnej sadzby. Záujem bánk získať prostriedky prostredníctvom hlavného refinančného obchodu sa teda znížil.

V snahe zabrániť tomu, aby očakávaná zmena kľúčových úrokových sadzieb ECB mali vplyv na predkladanie ponúk bankami už v danej perióde udržiavania, Rada guvernérov v januári 2003 rozhodla o dvoch úpravách prevádzkového rámca, ktoré vstúpili do platnosti v marci 2004. Prvá úprava sa týkala načasovania periód udržiavania povinných minimálnych rezerv – to sa zmenilo tak, aby sa začínali vždy po zasadnutí Rady guvernérov, na ktorom sa hodnotí nastavenie menovej politiky. Zmeny sadzieb automatických operácií boli zosúladené so začiatkom novej udržiavacej periódy. Druhá úprava sa týkala splatnosti hlavných refinančných obchodov, ktorá bola skrátená z dvojtýždňovej na týždňovú. Hlavné refinančné obchody už teda nezasahovali do dvoch periód udržiavania povinných minimálnych rezerv. Úpravy sa podarilo bez problémov zaviesť do praxe a banky si nový postup predkladania ponúk rýchlo osvojili.

V dôsledku úpravy načasovania periód udržiavania podľa zasadnutí Rady guvernérov, o ktorej sa rozhodlo v marci 2004, sa priemerný počet dní medzi posledným hlavným refinančným obchodom udržiavacej periódy a posledným dňom danej periódy predĺžil na šesť pracovných dní. Do marca 2004 tento počet kolísal od jedného do šiestich dní. Vedľajším účinkom tejto zmeny bola skutočnosť, že na konci udržiavacej periódy príležitostne dochádzalo k veľkým výkyvom v stave likvidity, čo viedlo k určitému zvýšeniu volatility jednoduchovej trhovej úrokovej sadzby. V reakcii na tento problém ECB od októbra 2004 častejšie tlmila výsledné vysoké výkyvy v stave likvidity na konci udržiavacích periód, a to prostredníctvom dolaďovacích obchodov v posledný deň periódy. Tento nástroj umožňuje ECB účinne znižovať volatilitu úrokových sadzieb, ku ktorej niekedy dochádza v poslednom týždni udržiavacej periódy (graf 13).

pevnej sadzby hlavného refinančného obchodu.¹¹ Banky potom mali veľký záujem získať prostriedky prostredníctvom hlavného refinančného obchodu, a preto predkladali vysoké ponuky.

Dňa 8. júna 2000 Rada guvernérov ECB rozhodla, že hlavný refinančný obchod 28. júna sa už uskutoční ako tender s pohyblivou úrokovou sadzbou. Rada guvernérov zároveň rozhodla, že pre tieto obchody stanoví minimálnu akceptovateľnú sadzbu s cieľom signalizovať nastavenie menovej politiky. Minimálna akceptovateľná sadzba tak začala fungovať tak ako dovtedy sadzba používaná v tendroch s pevnou úrokovou sadzbou. Zavedením tohto nového druhu tendra sa problém s predkladaním vysokých ponúk okamžite vyriešil.

Štrukturálne zmeny z marca
2004Častejšia realizácia
dolaďovacích obchodov na
konci udržiavacej periódy

Nedávne obdobie turbulencií na finančných trhoch, ktoré sa začalo v auguste 2007, keď kríza na amerických trhoch s rizikovými hypotékami zasiahla peňažný trh eurozóny, predstavuje doteraz najväčšiu udalosť, s ktorou sa prevádzkový rámec Eurosystému musel vyrovnávať. Aj v tomto nepokojnom období však prevádzkový rámec Eurosystému fungoval uspokojivo, bez ohrozenia jeho schopnosti usmerňovať jednotňovú úrokovú sadzbu (graf 11).

V snahe priblížiť jednotňovú sadzbu minimálnej akceptovateľnej sadzbe ECB v období finančných turbulencií využila štyri kategórie opatrení.¹²

Po prvé, zmenila načasovanie dodania likvidity v priebehu udržiavacej periódy tým, že uskutočnila hlavné refinančné obchody i dolaďovacie obchody. Pred obdobím turbulencií ECB dodávala likviditu v rámci udržiavacej periódy priebežným spôsobom, ale od začiatku obdobia volatility na finančných trhoch zvýšila prísun likvidity na začiatku udržiavacej periódy, čím umožnila bankám pokryť väčšinu objemu povinných minimálnych rezerv. Celková ponuka likvidity sa však nezmenila: cieľom Eurosystému je aj naďalej poskytovať bankám taký objem likvidity, ktorý im umožňuje presne dodržiavať určenú výšku povinných minimálnych rezerv.

Po druhé, zvýšil sa podiel refinancovania zo strany Eurosystému prostredníctvom dlhodobějších refinančných obchodov, pričom sa primerane znížil podiel zabezpečovaný týždennými hlavnými refinančnými obchodmi. Cieľom tohto opatrenia bolo predĺžiť priemernú splatnosť otvorených operácií menovej politiky.

Po tretie, príležitostne sa uskutočnili aj špeciálne tendre na pokrytie celkového dopytu, najmä s cieľom uvoľniť napätie na trhu na konci roka. Uvedené operácie umožnili trhu stanoviť presnú výšku pridelennej sumy v situáciách, keď bolo zložité odhadnúť dopyt po likvidite, a preto bolo potrebné vykonať dolaďovacie obchody, prostredníctvom ktorých sa stiahla výsledná nadbytočná likvidita.

Tieto tri kategórie opatrení umožnili ECB udržať pod kontrolou krátkodobé úrokové miery peňažného trhu. Ani jedno z týchto opatrení si nevyžiadalo štrukturálnu zmenu prevádzkového rámca Eurosystému na výkon menovej politiky. Zároveň neboli potrebné ani žiadne zmeny kolaterálneho rámca, čo podľa všetkého významne podporilo fungovanie peňažného trhu.

A nakoniec, ECB uzavrela vzájomnú menovú dohodu (swapovú linku) s Federálnym rezervným systémom v súvislosti s jeho aukciou termínovaných prostriedkov v amerických dolároch (Term Auction Facility). ECB uskutočnila v mene Federálneho rezervného systému sériu aukcií termínovaných prostriedkov, v rámci ktorých bankám v eurozóne dodala likviditu v amerických dolároch.

Možno teda konštatovať, že pružnosť a široká paleta nástrojov a postupov v rámci prevádzkového rámca Eurosystému na výkon menovej politiky dokázali svoju účinnosť a odolnosť.

V súvislosti s výkonom menovej politiky je potrebné poznamenať, že usmerňovaním krátkodobých úrokových mier peňažného trhu menová politika výrazne vplýva na vývoj trhových sadzieb a prostredníctvom rôznych kanálov aj na spotrebu a investičné rozhodnutia, menový vývoj, a v konečnom dôsledku na vývoj cien. Proces, prostredníctvom ktorého menovopolitické roz-

¹² Pozri tiež článok „The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility“ vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2008.

hodnutia ovplyvňujú ekonomiku vo všeobecnosti, a predovšetkým cenovú hladinu, je známy ako transmisný mechanizmus menovej politiky. Je to komplexný proces, ktorý sa môže časom meniť, a ktorý môže v jednotlivých ekonomikách fungovať odlišným spôsobom. V boxe 4 sa uvádzajú určité empirické dôkazy za eurozónu.

Box 4

TRANSMISNÝ MECHANIZMUS MENOVEJ POLITIKY

Pri pohľade na eurozónu empirické dôkazy naznačujú, že transmisný mechanizmus menovej politiky funguje v jednotlivých krajinách eurozóny zhruba rovnakým spôsobom. Kľúčovú úlohu v prenose menovopolitických rozhodnutí do úrokových mier bankových úverov zohrávajú banky, a to vzhľadom na vysokú závislosť podnikov a domácností od financovania prostredníctvom bánk a stále pomerne obmedzený stupeň trhovej kapitalizácie v eurozóne. Zostávajúce rozdiely špecifické pre jednotlivé krajiny súvisia najmä s výskytom nových finančných produktov a nových subjektov, s meniacou sa povahou konkurencie medzi bankami a rôznymi stupňami integrácie finančných trhov v jednotlivých krajinách eurozóny.

V eurozóne ako celku zohráva v prenose impulzov menovej politiky na hospodárstvo hlavnú úlohu klasický úrokový kanál. Ďalšími hlavnými kanálmi relevantnými z pohľadu eurozóny sú peňažný a úverový kanál a tiež kanál očakávaní (graf A).¹

Pokiaľ ide o úrokový kanál a peňažný a úverový kanál, analýzy uskutočnené ECB a Eurosystémom poukazujú na značnú mieru konvergenzie v eurozóne od roku 1999. Medzi jednotlivými krajinami však ešte stále existujú rozdiely, pokiaľ ide o úroveň a pohyby bankových úrokových sadzieb. Existujú tiež náznaky pretrvávania určitej miery heterogenosti v prenose trhových sadzieb do bankových sadzieb.²

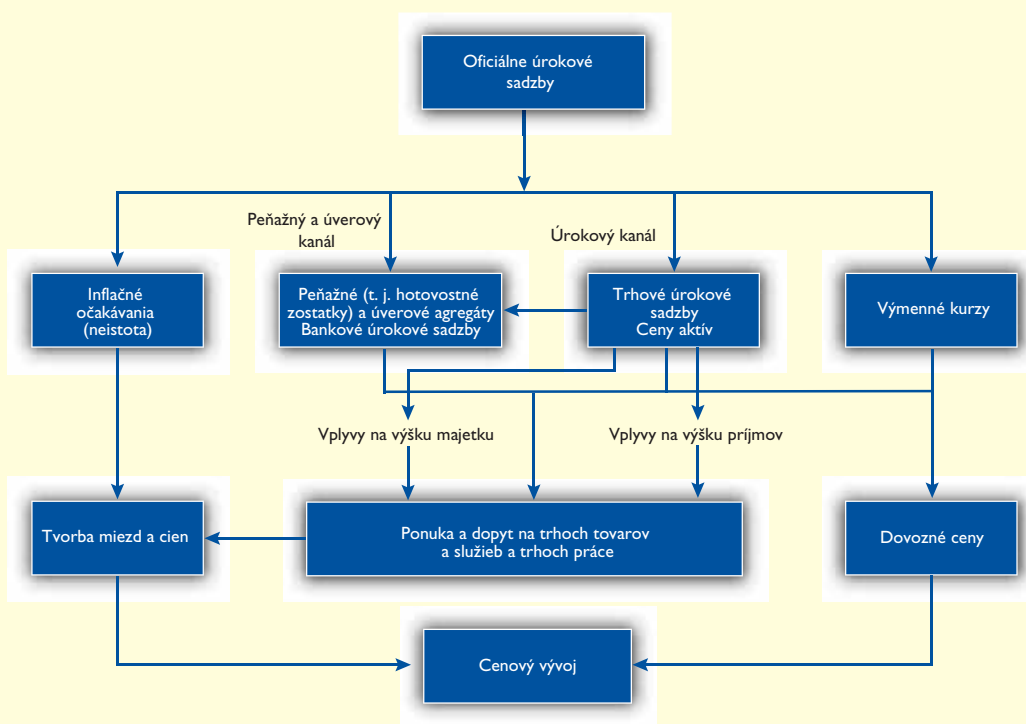
Grafy B a C znázorňujú určité dôkazy o rozsahu heterogenosti v jednotlivých krajinách. Stĺpce porovnávajú zmeny v sadzbách úverov poskytovaných domácnostiam a podnikom na úrovni krajiny so zmenami v trojmesačnej sadzbe EURIBOR v období rokov 2003 – 2008 (stĺpec 13 v grafoch B a C), v prípade ktorých sú k dispozícii harmonizované údaje o bankových úrokových sadzbách. V prípade úplného prenosu by sa mali zmeny v bankových sadzbách rovnať zmenám v trhových sadzbách. Z údajov však vyplýva, že reakcie bánk v rôznych krajinách na zmeny trhových sadzieb majú tendenciu sa značne líšiť, a iba v niektorých prípadoch sa zdá, že takmer dosahujú zhodu jedna k jednej. Dostupné dôkazy naznačujú, že pokiaľ ide o zmeny bankových úrokových sadzieb, dochádzalo časom v prípade hypotekárnych úverov poskytovaných domácnostiam k väčšej konvergencii ako v prípade krátkodobých úverov nefinančným spoločnostiam (alebo iných kategórií produktov).

Konkurencia v sektore finančných služieb, vzťahy medzi klientom a bankou, preferencie týkajúce sa splatnosti úverových zmlúv alebo variabilita úrokových sadzieb, rizikových prémie a ad-

1 Podrobnejší prehľad transmisných mechanizmov menovej politiky nájdete v článku „Monetary policy transmission in the euro area“ vo vydaní Mesačného bulletinu z júla 2000 a v publikácii ECB „The monetary policy of the ECB“ z roku 2003. Pozri tiež dokument A.K. Kashyap a J.C. Stein, „What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy“, *The American Economic Review*, roč. 90, č. 3, 2000, s. 407-428.

2 Túto skutočnosť potvrdzujú aj ekonometrické štúdie. Pozri napríklad dokument H. Sander a kol., „Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration“, *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, s. 461-492; G. de Bondt, „Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area“, *German Economic Review*, 6 (1), 2005, s. 37-78; a C. Kok Sørensen a kol., „Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison“, ECB Working Paper č. 580, 2006.

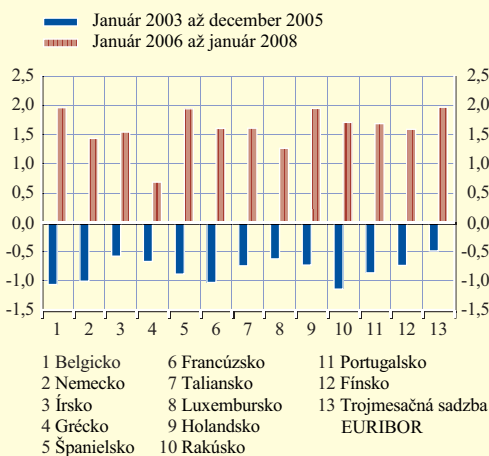
Graf A Schematické znázornenie transmisného mechanizmu menovej politiky



Zdroj: ECB.

Graf B Zmeny sadzieb hypotekárnych úverov domácnostiam

(v percentuálnych bodoch)

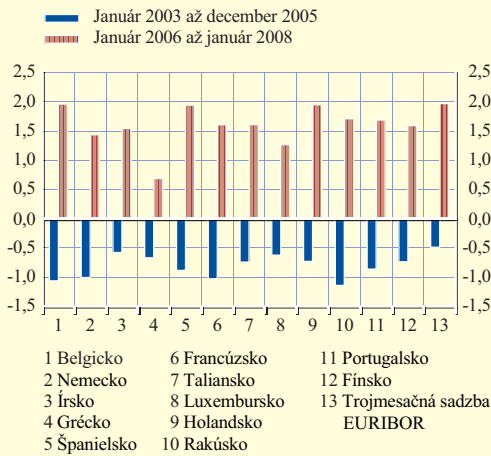


Zdroj: ECB.

Poznámka: Sadzby použité v prípade hypotekárnych úverov domácnostiam majú pohyblivé úročenie a počiatočnú fixáciu sadzby do jedného roka.

Graf C Zmeny sadzieb úverov nefinančným spoločnostiam

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Použité sadzby sú pohyblivé sadzby úverov nefinančným spoločnostiam v objeme viac ako 1 mil. EUR s počiatočnou fixáciou sadzby do jedného roka.

ministratívnych nákladov na efektívnu zmenu úrokových sadzieb – všetky tieto skutočnosti môžu ovplyvňovať účinnosť opatrení menovej politiky, pretože majú vplyv na prenos do bankových úverových sadzieb.³

Celkovo možno konštatovať, že vzhľadom na významnú úlohu bánk v poskytovaní úverov domácnostiam a podnikom sa úverový kanál zdá byť pre eurozónu relevantný, hoci v jednotlivých krajinách eurozóny nezohráva rovnako významnú úlohu.⁴ Tento kanál zvyčajne zahŕňa súvahový kanál a kanál bankových úverov.⁵

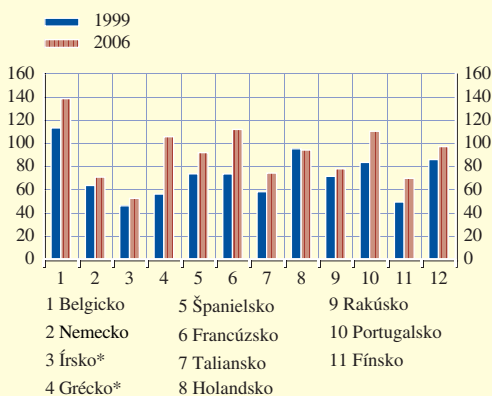
Pokiaľ ide o súvahový kanál, analýzy poukazujú na to, že tok likvidity a peňazí majú v niektorých krajinách veľký význam, zatiaľ čo v iných krajinách nie sú takmer vôbec dôležité.⁶ Význam súvahového kanála možno nepriamo odvodiť prostredníctvom analýzy rozdielov medzi jednotlivými krajinami, pokiaľ ide o mieru financovania nefinančných podnikov cudzími zdrojmi alebo povahu ich zdrojov financovania. Graf D ukazuje, že medzi jednotlivými krajinami sú rozdiely v úrovni zadlženosti podnikov. V niektorých krajinách sú podniky podľa všetkého citlivejšie na zmeny úrokových sadzieb, pretože ich dlhové zafarbenie je z pohľadu eurozóny relatívne vysoké.

Čo sa týka kanála bankových úverov, z analýzy vyplývajú zmiešané dôkazy o tom, že ponuka úverov má vplyv na prenos impulzov menovej politiky vo viacerých krajinách eurozóny. Analýzy na základe bankových mikroúdajov zistili, že bežné ukazovatele stupňa asymetrických informácií (napr. veľkosť banky) mali z hľadiska reakcie bankových úverov na menovú politiku v eurozóne len minimálny význam. Zdá sa, že reakcia bánk na menovú politiku je vo väčšine krajín eurozóny daná ich likviditou.

Celkovo v jednotlivých krajinách eurozóny, pokiaľ ide o povahu zdrojov financovania podnikov, možno pozorovať určitý stupeň heterogenosti. V niektorých krajinách dominujú banky, v iných zasa financovanie prostredníctvom kapitálových trhov. Môže ísť o odraz rozdielov v charakteristike podnikov medzi jednotlivými krajinami (napríklad prítomnosť malých a stredných podnikov alebo či sú podniky väčšinou súkromné alebo verejné). Zároveň však môže ísť o dôsledok rôznych možností podnikov, pokiaľ ide o prístup k alternatívnym zdrojom externého financovania. V tejto súvislosti je potrebné zdôrazniť významné zmeny, ku ktorým došlo vo finančnom sektore od začiatku menovej únie.

Graf D Pomery dlhu k HDP v prípade nefinančných spoločností

(1999 a 2006)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje o dlhu za Belgicko zahŕňajú medzipodnikové úvery.

*) V prípade Grécka a Írska sa prvý stĺpec týka roku 2001.

3 Pozri dokument „Differences in MFI interest rates across euro area countries“ (Rozdiely v úrokových mierach PFI medzi jednotlivými krajinami eurozóny), ECB, september 2006.

4 Pozri dokument J.B. Chatelain a kol., „Firm investment and monetary transmission in the euro area“, I. Angeloni, A. Kashyap a B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 Pozri tiež dokument B.S. Bernanke a M. Gertler, „Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission“, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, s. 27-48.

6 Pozri tabuľku 24.6 v dokumente I. Angeloni, A. Kashyap a B. Mojon, op. cit., a L. Gambacorta a P. E. Mistrulli, „Does Bank Capital Affect Lending Behaviour?“, *Journal of Financial Intermediation*, roč. 13, č. 4, 2004, s. 436-457.

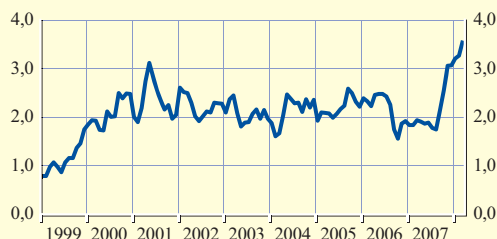
3.4 VÝZVY DO BUDÚCNOSTI

Od svojho vzniku už ECB musela čeliť viacerým problémom vyplývajúcim najmä z rôznych závažných rizík pôsobiacich na rast cien. V takýchto prípadoch však Rada guvernérov ECB rznymi a včasnými krokmi preukázala svoju schopnosť a odhodlanie dôveryhodným spôsobom plniť úlohu vyplývajúcu z jej mandátu – zabezpečovať cenovú stabilitu. Odrazom tejto skutočnosti je aj bezpečné a stabilné ukotvenie dlhodobějších inflačných očakávaní.

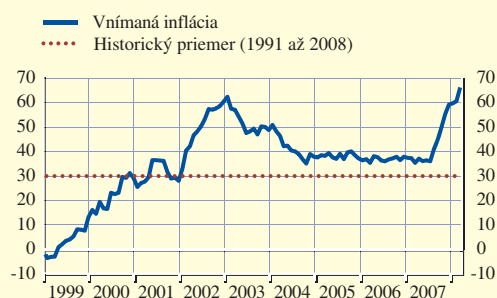
To však nie je dôvodom na prehnanú spokojnosť. ECB sa síce úspešne darí udržiavať vysoký stupeň cenovej stability v eurozóne už takmer desať rokov, priemerná ročná miera inflácie HICP však od roku 2000 neustále dosahuje hodnoty, ktoré prevyšujú hornú hranicu definície cenovej stability stanovenej ECB. Hoci sa táto situácia dá vysvetliť uvedenými nepriaznivými cenovými šokmi, výsledný stav nie je v súlade s cieľom Rady guvernérov udržiavať ročné tempo rastu inflácie HICP na úrovni tesne pod 2 %.

Graf 14 Meraná a vnímaná inflácia HICP v eurozóne

A) Ročná inflácia HICP (percentuálne zmeny)



B) Vnímaná inflácia¹⁾

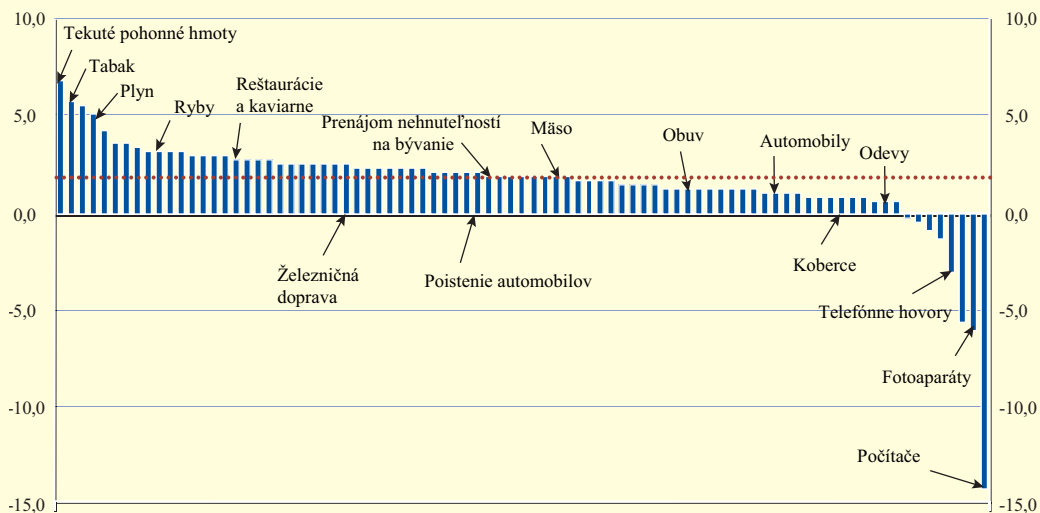


Zdroj: Eurostat a prieskum Business and Consumer Surveys Európskej komisie.

1) V období rokov 2002 až 2003 došlo k výraznému nárastu vnímanej inflácie. Podiel spotrebiteľov, podľa ktorých sa ceny „výrazne zvýšili“, sa v období rokov 2002 až 2003 zvýšil na 38 % (zo 14 % v období 1999 až 2001).

Graf 15 Priemerné ročné zmeny cien subindexov HICP s vyznačením vybratých produktov v období rokov 1996 až 2007

(priemerný ročný rast HICP¹⁾)



Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov Eurostatu.

Poznámka: Plná čiara označuje priemerný ročný rast HICP, ktorý v hodnotenom období dosahoval 1,9 %.

ECB má takisto za sebou zložité obdobia, keď sa inflačné očakávania odvodené z nástrojov finančného trhu, ako napríklad výnosov dlhopisov, dočasne výrazne zvýšili nad úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite v strednodobom horizonte. ECB sa doteraz darilo inflačné očakávania tmiť a znova ich relatívne uspokojivo ukotviť na úrovni, ktorá zodpovedá cenovej stabilite. Začínajú sa však objavovať náznaky nedávneho postupného zvyšovania inflačných očakávaní. Nedá sa teda vylúčiť, že teraz budú dlhší čas skôr vyššie, ako v prvých rokoch výkonu jednotnej menovej politiky. V tejto súvislosti má teda aj naďalej veľký význam pevné ukotvenie inflačných očakávaní, čo je zároveň najvyššou prioritou Rady guvernérov.

V neposlednom rade je problémom aj skutočnosť, že hoci priemerné miery skutočnej inflácie HICP dosahujú úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite, výsledky prieskumov poukazujú na dlhodobý rozdielny vývoj oficiálnych údajov o inflácii a úrovňou inflácie, ako ju vníma široká verejnosť v eurozóne (graf 14). Dôvodom môže byť viacero faktorov. Jedným z dôležitých argumentov v tomto ohľade je fakt, že spotrebitelia možno pripisujú väčší význam vývoju cien tých tovarov alebo služieb, ktoré nakupujú častejšie. Podľa tohto predpokladu majú tieto položky na postoj spotrebiteľov k inflácii väčší vplyv ako to, koľko peňazí na ne v skutočnosti utratia.¹³

Zatiaľ čo celková inflácia HICP od roku 1996 dosahovala v priemere 1,9 %, za touto celkovou hodnotou sa často skrýval rozdielny vývoj jej jednotlivých zložiek. Graf 15 zobrazuje priemerné ročné zmeny (v percentách) najpodrobnejších podindexov HICP od roku 1996. Z grafu vidno, že ceny zriedkavo nakupovaných produktov dlhodobej spotreby (napr. počítačov alebo automobilov) väčšinou rástli oveľa pomalšie ako ceny často nakupovaných položiek (napr. pohonných hmôt, jedál v reštauráciách a kaviarňach a pod.). Vysvetľovanie rozdielov medzi vnímanou a skutočnou mierou inflácie a udržiavanie dôvery verejnosti v oficiálne inflačné štatistiky teda zostáva hlavnou úlohou najmä pre komunikačnú politiku ECB a Eurosystému.

Rozdielny vývoj jednotlivých
zložiek HICP

13 Podrobnejšie informácie nájdete v článku „Measured inflation and inflation perceptions in the euro area“, najmä v boxe 1 „The European Commission’s survey of consumers’ inflation perceptions“ vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2007.

TRI ETAPY HOSPODÁRSKEJ A MENOVEJ ÚNIE (HMÚ)



KONVERGENČNÉ KRITÉRIÁ





4 OTVORENÉ OTÁZKY HOSPODÁRSKEJ POLITIKY A ROZŠIROVANIA

Ako sa uvádza v kapitole 3, menová politika najlepšie prispieva k reálnemu hospodárskemu rastu udržiavaním cenovej stability. Aj keď je tento príspevok veľmi dôležitý, makroekonomické trendy, ktoré sú analyzované v tejto kapitole, ovplyvňujú hlavne štrukturálne a fiškálne politiky.

Pri pohľade na uplynulé desaťročie od zavedenia HMÚ sa v eurozóne zvýšil počet zamestnaných osôb o viac ako 15 miliónov. V období rokov 1990 až 1998 sa tento počet zvýšil iba asi o 5 miliónov. To je povzbudivý vývoj, ktorý je výsledkom predchádzajúcej reštrukturalizácie v podnikovom sektore, reforiem na pracovných trhoch, imigrácie a zmiernenia rastu miezd. Hodinová produktivita práce v eurozóne je však od polovice 90. rokov relatívne nízka.

Celkové hodnotenie fiškálnej politiky je protichodné. Na jednej strane celková fiškálna pozícia eurozóny sa v posledných rokoch výrazne zlepšila. Na druhej strane niektoré krajiny eurozóny ešte len musia dosiahnuť a udržiavať zdravé fiškálne pozície a znižovať pomer dlhu verejného sektora na udržateľnejšiu úroveň. V tomto ohľade bola osobitným sklamaním v mnohých prípadoch neschopnosť rýchlejšej konsolidácie verejných financií počas ekonomicky priaznivého obdobia.

Rozdiely v raste reálneho produktu a v inflácii medzi jednotlivými krajinami nie sú obzvlášť veľké, ak ich porovnáme s rozdielmi medzi štátmi a regiónmi USA. Tak ako v každej menovej oblasti, tieto rozdiely sú do určitej miery prirodzené – napríklad, ak súvisia s efektmi dobiehania. Rozdiely však môžu odzrkadľovať aj nevhodné národné hospodárske politiky a štrukturálne nepružnosti, ktorými by sa mali zaoberať príslušné národné orgány.

Táto kapitola tiež opisuje, ako sa eurozóna rozširovala z pôvodných 11 na súčasných 15 krajín. Rozširovanie eurozóny je nezvratným krokom, preto musí byť dobre pripravené. Pre každé ďalšie rozširovanie je mimoriadne dôležité, aby sa dosiahla udržateľnosť konvergencie.

Celkovo možno povedať, že sa dosiahol významný pokrok. Napriek tomu ešte toho treba veľa urobiť, pričom nedávne náznaky spomalenia alebo dokonca zvrátenia štrukturálnych reforiem a fiškálnej konsolidácie predstavujú zdroj obáv, a to aj z hľadiska menovej politiky. Nesprávne navrhnuté štrukturálne politiky, nepružnosti v hospodárstve a nedisciplinované fiškálne politiky môžu prispievať k zvýšeniu inflačných tlakov alebo dlhšiemu pretrvávaniu inflácie, ktoré by menová politika musela brať do úvahy. Hospodárske politiky a reformy, ktoré posilňujú konkurenciu a flexibilitu na tovarových, kapitálových a pracovných trhoch, ako aj dobudovanie jednotného trhu, podporujú rast a vytváranie pracovných miest, obmedzujú cenové tlaky a tým zvyšujú blahobyť. Tieto politiky tiež prispievajú k hladkému fungovaniu adaptačných mechanizmov v HMÚ.

Táto kapitola má nasledujúcu štruktúru. Časť 4.1 sa zaoberá trendmi reálneho rastu, produktivitou a pracovnými trhmi. Časť 4.2 je venovaná fiškálnym politikám. Časť 4.3 prezentuje niektoré štylizované fakty o rozdieloch medzi jednotlivými krajinami v raste reálneho produktu a v inflácii. Časť 4.4 opisuje, ako sa eurozóna rozširovala z pôvodných 11 na súčasných 15 krajín. Časť 4.5 sumarizuje otvorené otázky hospodárskej politiky do budúcnosti.

Konkurenčné trhy posilňujú
odolnosť voči šokom

Konkurencia podporuje rast
a brzdí inflačné tlaky

4.1 REÁLNY MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ V EUROZÓNE A ŠTRUKTURÁLNE POLITIKY

Táto časť hodnotí reálny makroekonomický vývoj, ako aj hlavné výzvy pre štrukturálne hospodárske politiky v eurozóne. Najprv sa stručne rozoberá relevantnosť štrukturálnych reforiem v HMÚ. Nasleduje hodnotenie rastu produkcie, zamestnanosti a produktivity. Schopnosť ekonomiky eurozóny zvyšovať produktivitu a zamestnanosť a udržiavať silný ekonomický rast z dlhodobejšieho hľadiska v značnom rozsahu určujú jej štrukturálne a inštitucionálne charakteristiky. Nakoniec sa hodnotia hlavné problémy a otvorené otázky štrukturálnej politiky na pracovných a tovarových trhoch.

RELEVANTNOSŤ ŠTRUKTURÁLNYCH REFORIEM V MENOVEJ ÚNII

Cieľom hospodárskych reforiem na tovarových, kapitálových a pracovných trhoch, ako aj dobudovania jednotného trhu je odstrániť bariéry pre konkurenciu, zvýšiť flexibilitu trhu a umožniť intenzívnejšiu národnú i cezhraničnú konkurenciu. Vo všeobecnosti sú tieto štrukturálne reformy veľmi relevantné pre menovú politiku, keďže sú dôležité pre zmierňovanie inflačných tlakov a pretrvávania inflácie v dôsledku negatívnych šokov. Konkrétnejšie, nepružnosť mzdových a cenotvorných mechanizmov alebo pretrvávanie nadmerného rastu miezd môže spôsobiť oneskorenie potrebných úprav relatívnych cien pri ekonomických šokoch, a tým predlžovať pretrvávanie inflácie. Flexibilné a konkurenčné trhy, ktoré by sa plynulo prispôbovali hospodárskym zmenám a absorbovali ekonomické šoky¹ – a to aj cezhranične – sú v menovej únii, ako je eurozóna mimoriadne dôležité, keďže na zmeny v hospodárstve už nie je možné využívať úpravy národnej menovej politiky a výmenného kurzu.²

Ekonomické reformy, ktoré odstraňujú bariéry pre hospodársku súťaž, okrem toho nielenže podporujú odolnosť eurozóny voči hospodárskym zmenám, ale zároveň prispievajú aj k zmierňovaniu cenových tlakov, keďže konkurencia vo všeobecnosti vytvára tlak na znižovanie cien a nákladov.³

Vzhľadom na slabú ekonomickú výkonnosť Európy v uplynulom desaťročí Európska rada spustila agendu rozsiahlych a ambiciózných ekonomických reforiem – Lisabonskú stratégiu pre rast a zamestnanosť (pozri tiež kapitolu 2). Lisabonská stratégia si okrem iného kladie za cieľ zvýšiť hospodársky rast, produktivitu a využitie pracovnej sily v európskom hospodárstve.⁴ Ako sa uvádza v kapitole 2, Lisabonská stratégia je fundamentálnym a ambicióznym programom, ktorý má upriamiť pozornosť Európy na naliehavú potrebu štrukturálnych reforiem. Predstavuje komplexný prístup k reforme, ktorej cieľom je posilniť konkurenciu a flexibilitu na produktových a pracovných trhoch. Stratégia využíva komplementárne a prospešné účinky ekonomických reforiem jednak na dlhodobé vyhliadky rastu v eurozóne pozitívnym ovplyvňovaním účasti pracovnej sily, jednak na rast produktivity práce podporou inovácií a technologických zmien.

V nasledujúcej časti sa hodnotí makroekonomický vývoj vo vzťahu k produkcii, produktivite a zamestnanosti za predchádzajúce dve desaťročia.

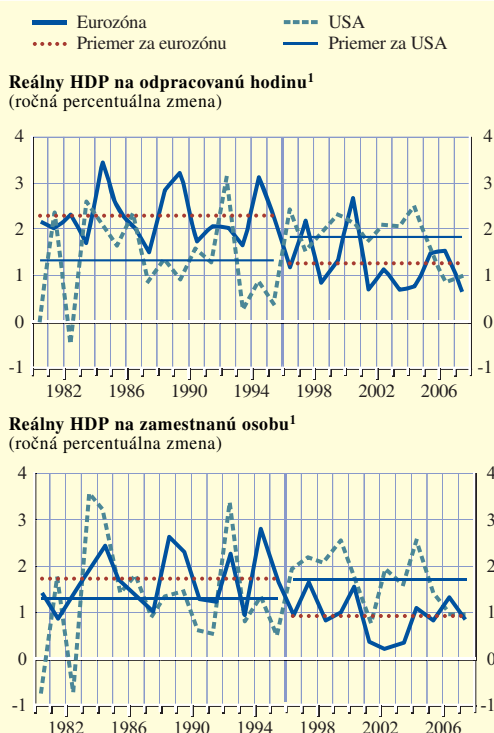
1 Hladké prispôbovanie šokom v eurozóne je tiež podporené finančnou integráciou (kapitola 6).

2 N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale: „Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy“, ECB Occasional Paper č. 66, júl 2007.

3 Napríklad P. Cavelaars: „Does competition enhancement have permanent inflation effects?“, Kyklos, ročník 56, č. 1, 2003, s. 69-94 a M. Przybyla a M. Roma: „Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors“, ECB Working Paper č. 453, marec 2005.

4 Ďalšie informácie na internetovej stránke Európskej komisie (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm).

Graf 1 Porovnanie eurozóny so Spojenými štátmi



Zdroj: Databáza Európskej komisie AMECO.
Poznámka: Údaje za Nemecko pred rokom 1991 sa týkajú len západného Nemecka.
1) Priemery vypočítané za obdobia 1980 až 1995 a 1996 až 2006.

REÁLNY RAST A VÝVOJ PRODUKTIVITY V EUROZÓNE

Priemerný hospodársky rast eurozóny od roku 1996 predstavuje 2,2 % ročne, čo je takmer nezmenená hodnota ako priemerná miera rastu v období rokov 1980 až 1995. Tento údaj však zakrýva dva odlišné trendy: kým rast zamestnanosti sa za posledné desaťročie výrazne zlepšil, priemerný rast produktivity zaznamenal od polovice 90. rokov výrazné spomalenie.

Rast produktivity práce je vo všeobecnosti jedným z hlavných faktorov hospodárskeho rastu v dlhodobejšom horizonte. Celkovo je dlhodobý vývoj v eurozóne charakterizovaný zlomom v polovici 90. rokov, po ktorom nasledovalo obdobie trvalého rastu. Medzi rokmi 1980 a 1995 priemerný rast produkcie na jednu odpracovanú hodinu v eurozóne dosiahol 2,3 %, pričom produkcia sa zvýšila o 2,2 %. Od polovice 90. rokov až do súčasnosti dochádza k postupnému spomaľovaniu rastu produktivity. Od roku 1996 do roku 2007 sa priemerný rast produktivity v eurozóne meranej produkciou na odpracovanú hodnotu oslabil a v uvedenom období dosiahol iba 1,3 % (graf 1), zatiaľ čo priemerný rast produkcie zostal bez výraznejšej zmeny v porovnaní s predchádzajúcim obdobím. Spomalenie rastu produktivity bolo spojené s výrazným

zrýchlením medziročného rastu celkového počtu odpracovaných hodín. V období rokov 1980 až 1995 sa počet odpracovaných hodín za rok znižoval priemerne o 0,2 %, avšak od roku 1996 do roku 2007 rástol o 0,9 % ročne. V období rokov 1999 až 2007 hodinová produktivita v eurozóne rástla priemerne o 1,2 % ročne, v porovnaní s 1,9 % v období rokov 1990 až 1998.

Tento vývoj v eurozóne je v protiklade s vývojom v Spojených štátoch, kde sa miera rastu celkového počtu odpracovaných hodín mierne znížila z priemernej hodnoty 1,4 % v rokoch 1980 až 1995 na priemerne 1,3 % v období rokov 1996 až 2007, pričom tempo rastu produktivity sa výrazne zvýšilo z 1,4 % na 2,1 %. V eurozóne teda vyšší rast zamestnanosti a počtu odpracovaných hodín bol kompenzovaný poklesom rastu produktivity, čím sa tempo rastu produkcie prakticky nezmenilo. Naopak, prírastky produktivity v Spojených štátoch viac než kompenzovali spomalenie rastu pracovných vstupov, čo viedlo k posilneniu rastu produkcie.

Odvetvová analýza ukazuje, že rast produktivity sa znížil najmä v oblasti trhových služieb, ktoré intenzívne využívajú informačné a komunikačné technológie (IKT), ako sú napríklad distribučný sektor, finančný sektor a sektor podnikových služieb.⁵ Kým tempo rastu produktivity v týchto

Silný rast zamestnanosti, ale
slabý rast produktivity

Mierne prírastky
produktivity v trhových
službách

⁵ Pozri článok s názvom „Productivity developments and monetary policy“ uverejnený vo vydaní Mesačného bulletinu z januára 2008, ktorý obsahuje podrobnú analýzu vývoja produktivity v eurozóne.

sektoroch sa v Spojených štátoch výrazne zvyšovalo, v eurozóne akosi strácalo dych. To naznačuje, že slabý rast produktivity v eurozóne súvisí so skutočnosťou, že firmy nedostatočne využívali výhody nových IKT. Tieto technológie majú najväčší vplyv na rast produktivity tým, že umožňujú zvýšiť produktivitu riadiacich procesov, postupov a organizačných štruktúr a tým, že uľahčujú komplementárne technologické inovácie. Napríklad počítače a internet znižujú náklady na komunikáciu a umožňujú flexibilnejšie a decentralizované organizačné štruktúry. Výhody pre rast produktivity ponúkané IKT však možno v plnom rozsahu využiť iba vtedy, ak nebudú existovať žiadne prekážky, ako napríklad regulačné obmedzenia, pre organizačné zmeny. V súlade s touto hypotézou viacero štúdií potvrdilo, že vysoko regulované prostredia majú tendenciu byť spojené s nižším rastom investícií a produktivity.⁶ Tieto štúdie poukazujú na inštitucionálne nepružnosti, ktoré znižujú schopnosť firiem hladko a rýchlo sa prispôbovať novému prostrediu, ako na významné determinanty rastu produktivity v ekonomikách eurozóny.

PRACOVNÉ TRHY V EUROZÓNE

Využitie pracovnej sily, definované ako celkový počet odpracovaných hodín za rok vydelený celkovým počtom obyvateľov, sa v období rokov 1999 až 2007 v eurozóne zvyšovalo v priemere o 0,2 % ročne.⁷ To odzrkadľuje širšie zapojenie obyvateľstva do pracovných trhov a rastúcu zamestnanosť. Miera účasti na pracovnom trhu v roku 1999 dosahovala 67,2 % a do roku 2007 sa zvýšila na takmer 71 %. Najdôležitejším výsledkom je, že od vzniku HMÚ v roku 1999 došlo v eurozóne k zvýšeniu počtu zamestnaných osôb o viac ako 15 miliónov, pričom v období rokov 1990 až 1998 sa ich počet zvýšil iba približne o 5 miliónov. V období rokov 1999 až 2007 sa celková miera zamestnanosti zvýšila zo 60,3 % na 65,5 %. Rast zamestnanosti je najzreteľnejší v náraste zamestnanosti žien a starších pracovníkov, ako aj v náraste dočasného zamestnania a zamestnania na čiastočný úväzok (tabuľka 1). Tento vývoj odzrkadľuje vplyvy predchádzajúcich ekonomických reforiem, imigrácie a zmiernenia rastu miezd. Celková miera zamestnanosti

6 Podrobnejšie napríklad článok A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti and F. Schiantarelli (2005): „Regulation and investment“, Journal of the European Economic Association, ročník 3, s. 791 – 825, v ktorom autori uvádzajú, že reformy v oblasti regulácie mali významný pozitívny efekt na akumuláciu kapitálu v sektoroch dopravy, komunikácií a v sieťových odvetviach, a to najmä z dlhodobého pohľadu. V článku autorov G. Nicoletti a S. Scarpetta (2003) s názvom „Regulation, productivity and growth“, Economic Policy, apríl, sa uvádza, že rôzne protikonkurenčné predpisy na produktových trhoch významne znižujú celkový rast faktorov produktivity na úrovni daného odvetvia.

7 Hodnotenie štrukturálneho vývoja na pracovných trhoch eurozóny za posledných desať rokov obsahuje článok s názvom „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade“ uverejnený vo vydaní Mesačného bulletinu z januára 2007.

Tabuľka 1 Kľúčové ukazovatele trhu práce

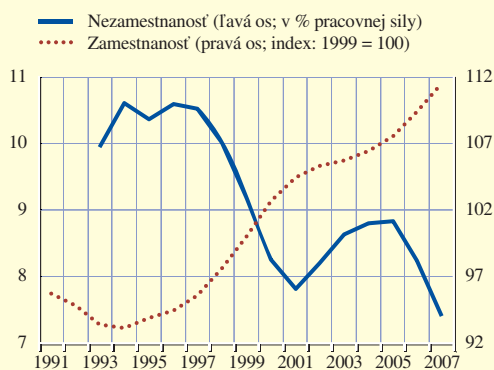
	Priemer 1998 – 2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rast zamestnanosti	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Celkový počet odpracovaných hodín ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Miera zamestnanosti (vek 15 – 64)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Ženy	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Muži	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
Vek 15 – 24	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
Vek 25 – 54	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
Vek 55 – 64	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Miera nezamestnanosti (vek >15) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Miera zapojenie pracovných síl (vek 15 – 64)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Miera dočasne zamestnaných (vek 15 – 64)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Miera zamestnaných na čiastočný úväzok (vek 15 – 64)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Zdroj : Eurostat (Labour Force Survey) a výpočty ECB.

1) Údaje sa týkajú eurozóny v zložení 12 štátov.

2) Priemery mesačných údajov.

Graf 2 Zamestnanosť a nezamestnanosť v eurozóne v období 1991 až 2007



Zdroj: EUROSTAT a výpočty ECB.

v eurozóne napriek tomu zostáva nízka v porovnaní so 73,3 % v Spojených štátoch (2007) a je stále výrazne pod hodnotou lisabonského cieľa 70 % do roku 2010.

Nezamestnanosť osôb vo veku 15 až 64 rokov sa súčasne znížila – z 9,1 % v roku 1991 na 7,5 % v roku 2007 – na svoju najnižšiu úroveň za 25 rokov (graf 2). Miera nezamestnanosti poklesla najmä u mladých ľudí (z 23,9 % na 16,6 %), žien (z 12,7 % na 9,4 %) a pri členení podľa úrovne vzdelania u ľudí s nízkou kvalifikáciou (z 13,3 % na 9,9 %).⁸

Tento vývoj je povzbudivý a ukazuje, že predchádzajúce reformy pracovného trhu, imigrácia

a spomalenie rastu miezd pomohli prekonať niektoré z obmedzení rastu vyplývajúcich z nepružných a nadmerne regulovaných pracovných trhov. Tento vývoj tiež potvrdzuje, že menová politika nastavená na cenovú stabilitu je plne v súlade s tvorbou pracovných miest a nízkou nezamestnanosťou. Napriek tomuto pokroku je väčšina krajín eurozóny stále vzdialená od úplného vyčerpania potenciálu pre ďalšie zvýšenie miery účasti a zamestnanosti. Štrukturálne prekážky, vyplývajúce z nepružného právneho a regulačného prostredia, vysokých daní z práce a skreslení súvisiacich s reguláciou, ako je napríklad stanovenie minimálnej mzdy, stále chránia, resp. odrádzajú mnohých ľudí od aktívnej účasti na trhu práce, a tým udržiavajú nízku mieru zamestnanosti a vysokú nezamestnanosť.

Empirické dôkazy poukazujú na skutočnosť, že legislatíva na ochranu zamestnanosti a daňové a odvodové zaťaženie predstavujú významné prekážky pre rast zamestnanosti.⁹ V poslednom

⁸ Zdroj: Eurostat (Štatistické zisťovanie pracovnej sily).

⁹ Pozri tiež článok s názvom „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade“ uverejnený vo vydaní Mesačného bulletinu z januára 2007.

Napriek týmto významným zlepšeniam ...

... stále existujú prekážky pre dosiahnutie plnej zamestnanosti

Tabuľka 2 Vývoj daňových klinov a pasce nezamestnanosti v eurozóne v období 2001 až 2006

(percentuálne body)

	Úroveň v roku 2006	Zmena za obdobie 2001 až 2006
Daňové klíny¹⁾		
Slobodná zárobkovo činná osoba	38,2	-0,6
Jedna zárobkovo činná osoba s manželským partnerom	32,1	-0,3
Dve zárobkovo činné osoby	33,4	-0,7
Pasca nezamestnanosti²⁾	78,3	2,6
Pasca nízkych miezd³⁾	48,3	4,7

Zdroj: OECD (2007): „Taxing wages 2006-2007“. Eurostat - databáza štrukturálnych ukazovateľov 2008; nevážené priemery. K dispozícii sú len údaje za roky 2001 až 2006.

1) Daňový klin zahŕňa daň z príjmu plus zamestnanecké a zamestnávateľské sociálne odvody mínus peňažné dávky vyjadrené v percentách mzdových nákladov. Údaje sa vzťahujú na slobodnú bezdetnú osobu poberajúcu 67 % priemernej mzdy zamestnanca, na manželský pár s jednou zárobkovo činnou osobou a dvoma deťmi vo veku 4 a 6 rokov pri poberaní 100 % priemernej mzdy zamestnanca a na manželský pár s dvoma zárobkovo činnými osobami s dvoma deťmi, pričom jedna zárobkovo činná osoba poberá 100 % priemernej mzdy zamestnanca a druhá 33 %.

2) „Pasca nezamestnanosti“ je definovaná ako percentuálny podiel stratených hrubých príjmov kvôli vyšším daniam a príspevkom na sociálne zabezpečenie, ako aj siahnutým dávkam v nezamestnanosti pre osobu, ktorá sa zamestná, tu vypočítaná pre slobodnú bezdetnú osobu so 67 % priemerného zárobku pracovníka vo výrobe zamestnaného na plný úväzok.

3) „Pasca nízkych miezd“ je definovaná ako percentuálny podiel stratených hrubých príjmov kvôli vyšším daniam, ako aj zredukovaných príspevkov pre osobu, ktorá sa zamestná vo vyššej platovej kategórii. Tu je vypočítaná pre slobodnú bezdetnú osobu, zarábajúcu 33 % až 67 % priemerného zárobku pracovníka vo výrobe.

Nižšie dane z práce
podporujú zamestnanosť

desaťročí krajiny eurozóny v priemere dosiahli určitý pokrok pri zvyšovaní motivácie pracovať, osobitne znížením znevýhodnení pre dlhšiu prácu a znížením finančných stimulov pre predčasný odchod do dôchodku. V období rokov 2001 až 2006 sa daňové a odvodové zaťaženie, zahrnujúce daň z príjmov plus odvody na sociálne zabezpečenie platené zamestnancom a zamestnávateľom, u rôznych skupín znížilo (tabuľka 2). Naopak, krajiny eurozóny boli v priemere relatívne menej úspešné pri zvyšovaní stimulov pre nezamestnaných na využitie pracovných príležitostí.

V tejto súvislosti sa v období rokov 2001 až 2005 zvýšili čisté miery náhrady¹⁰. Indikátor takzvanej „pasce nezamestnanosti“, ktorý meria výšku daní a odobratých štátnych transferov, keď nezamestnaný začne pracovať, sa tiež výrazne zvýšil na úroveň 78,3 % hrubého príjmu v roku 2006 (podrobnejšie tabuľka 2). Ďalšie reformy v systémoch daní z príjmov a sociálneho zabezpečenia by pomohli zvýšiť motiváciu pracovať. Zníženie motivačných zábran pracovať, ako sú napríklad vysoké hraničné daňové sadzby a vysoké dávky v nezamestnanosti a motivovanie ľudí k tomu, aby pracovali dlhšie, môže stimulovať ponuku práce a zamestnanosť všetkých pracovníkov, osobitne tých, ktorí majú vo všeobecnosti slabšiu väzbu na trh práce, ako napríklad ženy, mladiství a starší pracovníci.

Ďalší pokrok je však stále
potrebný

Celkovo možno povedať, že napriek určitému pokroku, ktorý sa dosiahol v predchádzajúcom desaťročí, sa zdá, že mnohé krajiny eurozóny musia vynaložiť ešte mnoho úsilia na realizáciu reforiem, ktoré zabezpečia mieru zamestnanosti zodpovedajúcu vedúcim krajinám v tejto oblasti. Eurozóna ešte ani zďaleka nevyčerpala rastový potenciál intenzívnejšieho využitia pracovnej sily vo výrobnom procese. V mnohých krajinách je pracovný trh stále charakterizovaný „insidermi“ a „outsidermi“ so štrukturálnymi nedokonalosťami – spôsobenými právnym a regulačným prostredím, vysokým daňovým zaťažením práce a nepružnosťami spojenými so mzdovou reguláciou – čo pre určité skupiny vytvára prekážky pre ich aktívnu účasť na trhu práce.

Mzdová flexibilita
a obozretná konkurencia
podporuje tvorbu
pracovných miest

Vysoký stupeň flexibility pracovného trhu by pomohol národným trhom práce lepšie sa prispôbovať ekonomickým šokom a uľahčil by efektívnu alokáciu pracovných a iných zdrojov. Dostatočná mzdová diferenciácia by zlepšila pracovné príležitosti pre menej kvalifikovaných pracovníkov a v regiónoch alebo sektoroch s vysokou nezamestnanosťou. Empirické dôkazy okrem toho poukazujú na významný potenciál schopnosti pracovných a produktových trhov navzájom sa ovplyvňovať: deregulácia pracovných trhov by generovala vyššiu rast zamestnanosti, osobitne vtedy, keď sú produktové trhy viac konkurenčné, a naopak.¹¹ To vedie k problematike efektívnych a dobre fungujúcich produktových trhov ako druhého predpokladu pre vyšší potenciálny rast v eurozóne.

KONKURENCIA A INOVÁCIE NA PRODUKTÝCH TRHOCH

Rastúca ekonomická
integrácia

Európska únia za posledné dve desaťročia dosiahla pokrok pri posilňovaní hospodárskej súfaze a zvyšovaní ekonomickej integrácie. Najmä jednotný trh priniesol ekonomike EÚ významné výhody. Podľa odhadov Európskej komisie jednotný trh vytvoril 2,75 milióna pracovných miest a prispel k zvýšeniu blahobytu o približne 500 EUR na osobu v roku 2006, čo zodpovedá nárastu HDP v EÚ o 2,15 % za obdobie rokov 1992 až 2006.¹²

10 Čisté miery náhrady vyjadrujú výšku dávok – pozostávajúcich z dávok v nezamestnanosti, sociálnych dávok a rodinných prídavkov a príspevkov na bývanie – po odpočítaní daní ako pomer k čistému príjmu zo mzdy, ktorý pracovník alebo domácnosť dosahovali pred vznikom nezamestnanosti.

11 Napríklad článok autorov H. Bergera a S. Danninger (2007) s názvom „The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform“, International Monetary Fund Staff Paper, ročník 54, č. 3

12 Európska komisia: „The single market: review of achievements“, november 2007.

Rastúca konkurencia na produktových trhoch – na úrovni EÚ i na národných úrovniach – vedie k vytváraniu efektívnejších produkčných štruktúr. Empirická literatúra vo všeobecnosti potvrdzuje, že konkurencia na trhoch je významným faktorom pre vysvetlenie vývoja produktivity práce i relatívnych cien. Deregulácia a liberalizácia prispievajú k vyššej úrovni a vyššiemu rastu produktivity práce.¹³ Napríklad v sektore telekomunikácií možno vidieť prínosy otvorenia sieťových odvetví konkurencii. Hodinová produktivita práce v tomto konkrétnom sektore zaznamenala výrazné zrýchlenie zo 4,5 % v období rokov 1980 až 1995 na 7,3 % v období rokov 1995 až 2005, pričom telefónne poplatky účtované bývalými monopolmi za národné a medzinárodné hovory sa v Európe v rokoch 2000 až 2006 v priemere znížili o viac ako 40 %. To viedlo k zvýšeniu kúpnej sily spotrebiteľov, ktorí teraz môžu viac svojho príjmu použiť na kúpu iných tovarov a služieb.

Napriek tomu je potrebné vynaložiť ešte mnoho úsilia, osobitne v niektorých oblastiach trhových služieb, ktorých príspevok k celkovej nominálnej pridanej hodnote a celkovej zamestnanosti v eurozóne predstavuje približne 70 %.¹⁴ Širší a hlbší vnútorný trh EÚ zostáva i naďalej jasnou prioritou v snahe o dosiahnutie efektívnej súťaže na trhu s energiami a pri implementácii Smernice o službách.¹⁵ Rastúci ekonomický význam služieb naznačuje, že zvyšovanie životnej úrovne v Európe bude v značnej miere závisieť od vysokého stupňa konkurencie a zvyšovania produktivity v sektore služieb.

Aby bolo možné plne využiť potenciál rastu produktivity, musia byť reformy na produktových trhoch doplnené politikami, ktoré podporujú inovácie a technologickú zmenu. To zahŕňa využitie podnikateľského potenciálu vytvorením hospodárskeho prostredia priaznivého pre podnikanie, opatrenia na podporu inovácií prostredníctvom vyšších investícií do výskumu a vývoja a politiky zamerané na zlepšenie ľudského kapitálu.

Ekonomické prostredie priaznivé pre podnikanie vyžaduje menej, ale viac efektívnych predpisov, osobitne predpisov na podporu rozvoja malých a stredných podnikov doma i na zahraničných trhoch, ako aj pozitívne postupy na uľahčenie prístupu k financiám, ktoré tieto podniky potrebujú. Európa v tejto oblasti stále zaostáva. Napríklad financovanie rizikového kapitálu v Európe predstavuje iba zlomok toho, čo je k dispozícii v Spojených štátoch v pomere k veľkosti oboch ekonomík. Podpora investícií do výskumu a vývoja je taktiež závažnou otázkou. V roku 2005 predstavovali investície do výskumu a vývoja 1,9 % HDP eurozóny, v porovnaní s 2,7 % v prípade Spojených štátov.

Okrem štrukturálnych reforiem sú ďalším predpokladom hladkého fungovania HMÚ fiškálne politiky orientované na stabilitu. Nasledujúca kapitola je venovaná otázkam fiškálnej politiky.

4.2 FIŠKÁLNE POLITIKY

Táto kapitola opätovne zdôrazňuje dôležitosť zdravých verejných financií. Taktiež poskytuje prehľad fiškálneho vývoja pred a počas tretej fázy HMÚ, opisuje implementáciu Paktu stability a rastu a venuje sa strednodobým až dlhodobým rozpočtovým výzvam (podrobnejšie o inštitucionálnom rámci pre fiškálnu politiku v HMÚ v kapitole 2).

13 Pozri P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti a F. Steiner (2006): „Regulation, Competition and Productivity Convergence“, OECD Economics Department Working Paper č. 509, a tam citovanú literatúru.

14 Podrobná analýza miery konkurencie v sektore služieb eurozóny a jej efektov na produktivitu práce a na ceny je uvedená v článku s názvom „Competition and economic performance of the euro area services sector“ uverejnenom vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2008.

15 Smernica o službách na vnútornom trhu, ktorej cieľom je podporiť slobodu spoločností z EÚ etablovať sa v iných členských štátoch a voľný pohyb služieb, bola prijatá Európskym parlamentom a Radou v decembri 2006 a členské štáty sú povinné ju transponovať do svojej národnej legislatívy do konca roku 2009.

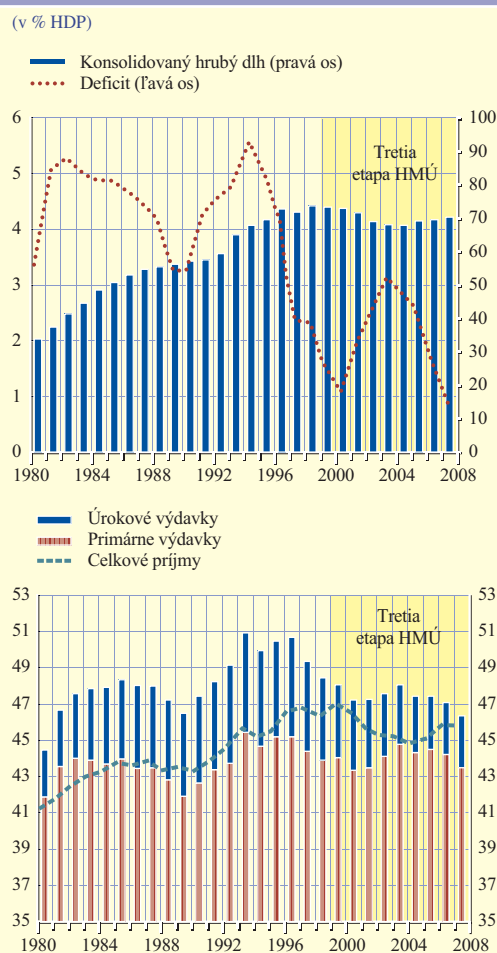
Fiškálne politiky môžu mať významný vplyv na hospodársky rast a inflačné tlaky prostredníctvom úrovne a zloženia rozpočtových príjmov a výdavkov, ako aj rozpočtových deficitov a dlhu verejnej správy.¹⁶ Vysoké deficity môžu spôsobovať rast dopytu a inflačné tlaky, čím potenciálne nútia menové orgány udržiavať krátkodobé úrokové sadzby na vyššej úrovni, než by inak bolo potrebné. Fiškálne výdavky tiež môžu podkopať dôveru v menovú politiku orientovanú na stabilitu, ak súkromní agenti začnú očakávať, že nadmerné pôžičky vlády budú v konečnom dôsledku financované centrálnou bankou. Zdravé a udržateľné fiškálne politiky sú preto predpokladom pre trvalo udržateľný hospodársky rast a bezproblémové fungovanie menovej únie, vrátane predchádzania nerovnováham v jednotlivých krajinách (časť 4.3).

Na úrovni EÚ bolo vytvorených viacero inštitucionálnych mechanizmov s cieľom zabezpečiť primerané strednodobo orientované národné fiškálne politiky a udržateľné verejné financie v HMÚ. Členské štáty prijímajúce euro sú na základe Zmluvy o Európskej únii povinné najmä predchádzať nadmernému deficitu verejných financií. Tento deficit sa hodnotí voči referenčnej hodnote 3 % HDP v prípade deficitu verejnej správy a 60 % HDP v prípade zadlženosti verejného sektora. Pakt stability a rastu prijatý v roku 1997 a revidovaný v roku 2005 okrem toho zaväzuje členské štáty EÚ sledovať v strednodobom výhľade cieľ „vyrovnaného alebo prebytkového rozpočtu“. Krajiny s takýmito pozíciami by mali mať priestor na umožnenie fungovania „automatických fiškálnych stabilizátorov“ bez toho, aby sa prekročila hranica deficitu 3 %, čím by sa zmierňoval vplyv podnikateľského cyklu a podporilo by sa hladké fungovanie HMÚ.¹⁷

FIŠKÁLNY VÝVOJ V EUROZÓNE PRED A POČAS TRETEJ FÁZY HMÚ

V desaťročiach, ktoré predchádzali vzniku HMÚ, boli fiškálne politiky v mnohých európskych krajinách charakterizované neudržateľnými mierami rastu výdavkov, zvyšovaním daňového zaťaženia a neustálym zvyšovaním štátneho dlhu. V 80. rokoch a na začiatku 90. rokov dosahoval deficit verejnej správy eurozóny v priemere hodnotu od 4 do 5 % HDP, pričom pomer štátneho dlhu k HDP sa zvýšil z hodnoty nižšej než 40 % na približne 70 % (graf 3 a tabuľka 3). Odvtedy

Graf 3 Fiškálny vývoj vo verejnej správe eurozóny v období 1980 až 2007



Zdroj: Európska komisia, výpočty národných centrálnych bánk a ECB.

Poznámka: Údaje nezahŕňajú výnosy z predaja licencií univerzálného mobilného telekomunikačného systému (UMTS).

¹⁶ Pozri článok s názvom „Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices“ vo vydaní Mesačného bulletinu z apríla 2004.
¹⁷ Pozri článok s názvom „EMU and the conduct of fiscal policies“ vo vydaní Mesačného bulletinu z januára 2004.

Tabuľka 3 Rozpočtové saldá verejnej správy v krajinách eurozóny v období 1990 až 2007

(v % HDP)	1990 – 1998	1999–2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgicko	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Nemecko	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Írsko	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grécko	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Španielsko	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Francúzsko	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Taliansko	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Cyprus	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxembursko	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Holandsko	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Rakúsko	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugalsko	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slovinsko	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Fínsko	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Eurozóna	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Zdroj: Európska komisia, národné centrálné banky a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje za obdobia 1990 až 1998 a 1999 až 2007 sú ročné priemery. Údaje za Nemecko z roku 1990 sa vzťahujú len na západné Nemecko. V údajoch nie sú zahrnuté výnosy z predaja licencií univerzálneho mobilného telekomunikačného systému (UMTS).

sa celková fiškálna pozícia krajín eurozóny výrazne zlepšila. Najmä pri nábehu do tretej fázy HMÚ sa pôžičky vlády významne znížili a do roku 2000 pomer deficitu (bez zohľadnenia výnosov z predaja licencií UMTS) dosiahol najnižšiu hodnotu na úrovni 1 % HDP. Potom sa deficit verejnej správy eurozóny opäť zvýšil a v roku 2003 dosiahol 3,1 % HDP, následne však opäť poklesol na 0,6 % HDP v roku 2007, čo je najnižšia úroveň od začiatku 70. rokov.

Nižší deficit verejnej správy eurozóny z posledných rokov je v značnom rozsahu výsledkom výrazného poklesu úrokových sadzieb a tým aj bremena úrokových platieb, ktoré pokleslo z približne 5,5 % HDP začiatkom 90. rokov na niečo menej než 3 % HDP od roku 2005. Hodnotenie relatívneho príspevku vládnych príjmov a primárnych výdavkov k fiškálnej konsolidácii však komplikuje citlivosť týchto premenných na cyklický vývoj. Pri pohľade na dlhodobjší trend, pred treťou fázou HMÚ pomer primárnych výdavkov verejnej správy k HDP v eurozóne zostával od polovice 80. rokov približne na nezmenenej úrovni, kým pomer príjmov k HDP zaznamenal štrukturálne zvýšenie. Od roku 1999 sa pomery vládnych príjmov a primárnych výdavkov k HDP pohybovali na vysokých, ale relatívne konštantných úrovniach, čo naznačuje, že trend smerom k ďalšiemu zvyšovaniu pomeru vládnych výdavkov a príjmov z predchádzajúcich desaťročí sa zastavil.

Zlepšenie agregátnej fiškálnej pozície eurozóny počas predchádzajúcich dvoch desaťročí odzrkadľuje významný stupeň konvergenencie smerom k udržateľným verejným financiám medzi zúčastnenými krajinami. Najmä veľmi vysoké rozpočtové deficity vykazované niektorými krajinami v 80. rokoch a začiatkom 90. rokov boli v značnom rozsahu eliminované. Osobitne v krajinách s vysokou úrovňou zadlženosti sa výrazne znížilo úrokové zaťaženie vďaka podstatne nižším úrokovým mieram plateným v súčasnosti zo štátneho dlhu. To je možné považovať hlavne za prínos vyplývajúci z eliminovania kurzového rizika a z prechodu na makroekonomické politiky HMÚ, ktoré sú viac orientované na stabilitu.¹⁸ Z toho však vyplýva, že ukazovatele primárneho deficitu sa zlepšili v menšom rozsahu. Okrem toho došlo iba k obmedzenému zlepšeniu pomeru vládneho dlhu k HDP a skutočnosť, že niektoré členské krajiny eurozóny v roku 2007 stále vykázali pomer dlhu výrazne nad referenčnou hodnotou 60 % HDP (tabuľka 4), vyvoláva obavy.

... prevažne vďaka nižším
úrokovým platbám

Potrebné je ďalšie znižovanie
pomeru dlhu k HDP

18 Pozri článok s názvom „Fiscal policies and financial markets“ vo vydaní Mesačného bulletinu z februára 2006.

Tabuľka 4 Fiškálne pozície verejnej správy v eurozóne v rokoch 1990 až 2007

(v % HDP)

	Dlh				Primárne výdavky				Úrokové výdavky			
	1990 – 1998	1999 – 2007	1998	2007	1990 – 1998	1999 – 2007	1998	2007	1990 – 1998	1999 – 2007	1998	2007
Belgicko	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Nemecko	n.a.	63,3	60,3	65,0	n.a.	44,1	44,7	41,1	n.a.	2,9	3,4	2,8
Írsko	n.a.	32,4	54,0	25,5	n.a.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grécko	n.a.	100,5	105,8	94,5	n.a.	39,6	41,0	39,4	n.a.	5,5	8,5	3,9
Španielsko	n.a.	49,3	64,1	36,2	n.a.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Francúzsko	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Taliansko	n.a.	106,9	114,9	104,0	n.a.	42,7	41,3	43,8	n.a.	5,4	7,9	4,7
Cyprus	n.a.	64,0	58,4	59,8	n.a.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxembursko	n.a.	6,4	7,4	6,8	n.a.	39,6	40,6	37,3	n.a.	0,2	0,4	0,2
Malta	n.a.	63,8	53,4	62,6	n.a.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Holandsko	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Rakúsko	n.a.	64,1	64,3	59,1	n.a.	47,7	50,0	45,6	n.a.	3,0	3,5	2,6
Portugalsko	56,5	57,5	52,1	63,6	n.a.	42,4	39,5	42,9	n.a.	2,8	3,3	2,9
Slovinsko	n.a.	26,8	23,1	24,1	n.a.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Fínsko	n.a.	41,9	48,2	35,4	n.a.	47,2	49,0	46,1	n.a.	2,0	3,5	1,4
Eurozóna	n.a.	69,0	72,8	66,4	n.a.	44,0	44,0	43,3	n.a.	3,4	4,6	3,0

Zdroj: Európska komisia, národné centrálné banky a výpočty ECB.

Poznámka: V údajoch nie sú zahrnuté výnosy z predaja licencií univerzálneho mobilného telekomunikačného systému (UMTS). Údaje za Nemecko za rok 1990 sa vzťahujú iba na západné Nemecko. Skratka n.a. znamená, že údaj nie je k dispozícii.

IMPLEMENTÁCIA PAKTU STABILITY A RASTU

Fiškálne pravidlá HMÚ čelia výzvam

Implementácia rámca pre fiškálny dohľad HMÚ čelí mnohým problémom, súvisiacim s fiškálnym vývojom v krajinách eurozóny od roku 1999. Kým viacerým členským krajinám sa podarilo dosiahnuť a/alebo udržiavať „takmer vyrovnané alebo prebytkové“ fiškálne pozície v súlade s „preventívnym mechanizmom“ Paktu stability a rastu (t. j. s postupmi, ktorých cieľom je zabrániť vzniku nadmerného deficitu), iným krajinám sa to nepodarilo. V niektorých krajinách sa strednodobé rozpočtové ciele stanovené v ročných programoch stability pravidelne nedarí plniť, v dôsledku príliš optimistických makroekonomických a fiškálnych predpokladov, nedostatočného konsolidačného úsilia a nadmerných výdavkov, ktoré sú čiastočne prejavom chýbajúcej politickej vôle dodržiavať stanovené záväzky.

V dôsledku toho počas ekonomického poklesu v rokoch 2001 až 2003 rozpočtový deficit viacerých krajín (Nemecka, Grécka, Francúzska, Talianska, Holandska a Portugalska) dosiahol alebo prekročil referenčnú hodnotu 3 % HDP (tabuľka 3). V tejto súvislosti sa rozdelili názory na správnú implementáciu „korekčného mechanizmu“ paktu (t. j. postupov, ktorých cieľom je dosiahnuť rýchlu korekciu nadmerného deficitu). Situácia kulminovala v rozhodnutí Rady ECOFIN z novembra 2003, ktorým sa pozastavili postupy pri nadmernom deficite voči Nemecku a Francúzsku. Nasledovali diskusie, ktoré viedli k reforme paktu, ukončenej v jar roku 2005 (kapitola 2).

Celkovú implementáciu by bolo možné zlepšiť

Od roku 2005 implementáciu reformovaného Paktu stability a rastu podporoval nástup priaznivejších hospodárskych podmienok a osobitne rýchly rast rozpočtových príjmov. V dôsledku toho sa rozpočtové deficity vo všetkých krajinách eurozóny znížili na úroveň 3 % HDP alebo pod túto úroveň. Napriek tomu však zostávajú značné rozdiely v rozsahu, v akom sa „priaznivé obdobie“ využilo na urýchlenie fiškálnej konsolidácie. Napríklad kým Nemecko vďaka zvýšeným daňovým príjmom dosiahol v roku 2007 vyrovnaný rozpočet, vo Francúzsku a Taliansku boli zvýšené príjmy použité prevažne na rast výdavkov alebo znižovanie daní. V dôsledku toho deficit týchto krajín zostal relatívne blízko úrovne 3 % HDP, čo fiškálnej politike ponecháva iba malý alebo žiaden manérovací priestor pre prípad hospodárskeho poklesu. Celkovo možno preto povedať, že implementácia paktu od jeho reformy priniesla zmiešané úspechy, pričom reálny test jej úspešnosti ešte len príde.

STREDNODOBÉ AŽ DLHODOBEJŠIE FIŠKÁLNE VÝZVY

Neschopnosť mnohých krajín eurozóny rýchlejšie dosiahnuť alebo udržiavať zdravé fiškálne pozície a znižovať zadlženosť verejnej správy je osobitným zdrojom obáv vzhľadom na budúce fiškálne výzvy vyplývajúce zo starnutia obyvateľstva. Podľa najnovších odhadov Európskej komisie a Výboru EÚ pre hospodársku politiku by vládne výdavky na dôchodky, zdravotnú a dlhodobú starostlivosť mali od roku 2004 do roku 2050 vzrásť o 4,7 % HDP za eurozónu ako celok, pričom odhady za niektoré krajiny sú ešte omnoho vyššie.¹⁹ Očakáva sa, že iba relatívne malý podiel týchto dodatočných výdavkov bude kompenzovaný nižšími výdavkami na dávky v nezamestnanosti a vzdelávanie. Novšie odhady OECD naznačujú, že fiškálne bremeno súvisiace so starnutím obyvateľstva môže byť ešte vyššie, než sa v minulosti predpokladalo, osobitne v oblasti zdravotnej a dlhodobej starostlivosti (tabuľka 5).²⁰ Vo väčšine krajín samotná fiškálna konsolidácia zjavne nestačí na vyriešenie takýchto problémov a budú potrebné aj ďalšie systémové a/alebo parametrické reformy, osobitne reformy dôchodkových systémov.²¹

Ďalšou kľúčovou úlohou pre krajiny eurozóny je zlepšenie kvality verejných financií s cieľom podporiť hospodársky rast. Reformy daňových systémov a systémov sociálneho zabezpečenia môžu podporiť vyššiu zamestnanosť a rast produktivity. Určenie priorít a zvýšenie efektívnosti verejných výdavkov by okrem toho mohli vytvoriť priestor na zmiernenie stále vysokého daňového zaťaženia v mnohých členských krajinách.²²

Fiškálne politiky orientované na stabilitu sú predpokladom udržateľného hospodárskeho rastu a hladkého fungovania menovej únie, ako aj predchádzania neželaným rozdielom medzi krajinami. Nasledujúca časť prezentuje niektoré štylizované fakty o rozdieloch medzi jednotlivými krajinami v raste reálneho produktu a v inflácii.

19 Európska komisia (2006): „The long-term sustainability of public finances in the European Union“, European Economy č. 4.

20 OECD Economic Outlook, jún 2007.

21 Pozri článok s názvom „Demographic change in the euro area: projections and consequences“ vo vydaní Mesačného bulletinu z októbra 2006. Pozri tiež A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger a T. Westermann, „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area“, ECB Occasional Paper č. 51.

22 Pozri článok s názvom „The importance of public expenditure reform for economic growth and stability“ vo vydaní Mesačného bulletinu z apríla 2006.

Tabuľka 5 Projektované zmeny vybraných pomerov rozpočtových výdavkov súvisiacich s vekom k HDP na obdobie 2004 až 2050¹⁾

	Dôchodky (1)		Zdravotníctvo (2)		Dlhodobá starostlivosť (3)		Spolu (1+2+3)	
	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD	EC/EPC	OECD
Belgicko	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Nemecko	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Írsko	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grécko	-3,9	1,7	3,9	-2,7	1,7	10,5		
Španielsko	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Francúzsko	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Taliansko	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Cyprus	12,9	n.a.	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	14,0	n.a.
Luxembursko	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	n.a.	1,8	n.a.	0,2	n.a.	1,6	n.a.
Holandsko	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Rakúsko	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugalsko	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slovinsko	7,3	n.a.	1,6	n.a.	1,2	n.a.	10,1	n.a.
Fínsko	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Eurozóna ²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Zdroj: Výbor pre hospodársku politiku, pracovná skupina pre otázky starnutia obyvateľstva, január 2006 a OECD (2007) Economic Outlook.

Poznámka: Skratka n.a. znamená, že údaj nie je k dispozícii.

1) Menšie redukcie výdavkov je možné očakávať vzhľadom na nižšie výdavky na školstvo a nezamestnanosť.

2) Bez Grécka, Cypru, Malty a Slovinska.

4.3 ROZDIELY MEDZI JEDNOTLIVÝMI KRAJINAMI

Celkový makroekonomický vývoj eurozóny opísaný aj v časti 4.1 zakrýva určité rozdiely medzi jednotlivými krajinami eurozóny. Táto časť je venovaná týmto rozdielom, a to jednak rozdielom v reálnom HDP a jednak rozdielom vo vývoji cien a nákladov v krajinách eurozóny.²³

Určité rozdiely rastu reálneho produktu a inflácie v eurozóne, rovnako ako v akejkoľvek menovej únii, sú prirodzené, napríklad rozdiely súvisiace s efektom dobiehania, ktoré sa objavujú, keď úroveň príjmov určitej krajiny dobieha úroveň vyspelejších krajín v menovej únii. Iné rozdiely, ak by mali pretrvávať, môžu znamenať určité problémy. Takéto rozdiely môžu odzrkadľovať napríklad nevhodné národné hospodárske politiky, štrukturálne nepružnosti alebo nesprávne fungujúce adaptačné mechanizmy v jednotlivých krajinách, ktorými by sa mali zaoberať príslušné národné orgány hospodárskej politiky. Rozdiely, ktoré sú spôsobené nedostatkami v cezhraničnom obchode a integrácii, sa musia riešiť plnou implementáciou jednotného trhu. Na predchádzanie situáciám, keď niektorá krajina alebo región v eurozóne – potom, ako krajina alebo región utrpí špecifický šok – vstúpi do obdobia dlhodobo nízkeho rastu a vysokej nezamestnanosti alebo dlhého obdobia prehrievania ekonomiky, je nevyhnutné mať k dispozícii efektívne adaptačné mechanizmy. Jednotná menová politika ECB nemôže priamo riešiť rozdiely v raste a miere inflácie, ale skôr prispieva k hladkému fungovaniu HMÚ tým, že udržiava cenovú stabilitu v eurozóne ako celku.

VÝVOJ RASTU REÁLNEHO HDP V JEDNOTLIVÝCH KRAJINÁCH EUROZÓNY

Súčasná miera rozdielov v raste produkcie v jednotlivých krajinách eurozóny nie je veľká, ani pri porovnaní s historickými štandardmi, ani pri porovnaní s inými veľkými menovými oblasťami.

Ako možno vidieť v grafe 4, rozptyl miery rastu reálneho HDP v rámci skupiny 12 krajín, ktoré vytvorili eurozónu v roku 2001, meraný štandardnou neváženou odchýlkou, sa pohybuje okolo hodnoty 2 percentuálnych bodov a za posledných 35 rokov nevykázal žiaden zjavný trend smerom nahor či nadol.

Zdá sa, že súčasný stupeň rozptylu rastu produktu v rámci eurozóny nie je výrazne odlišný od miery zaznamenatej v regiónoch a štátoch USA (graf 4).²⁴

Pri pohľade na vývoj v jednotlivých krajinách (tabuľka 6) niektoré krajiny od začiatku 90. rokov trvalo vykazujú vyššiu mieru rastu, než je priemer za eurozónu. Všeobecnejšie možno povedať, že rozdiely v tempe rastu reálneho HDP v jednotlivých krajinách eurozóny odzrkadľovali dlhodobé rozdiely v rastových trendoch a len v menšom rozsahu cyklické rozdiely. Naopak, zdá sa, že stupeň synchronizácie ekonomického cyklu v jednotlivých krajinách eurozóny sa od začiatku 90. rokov zvýšil.

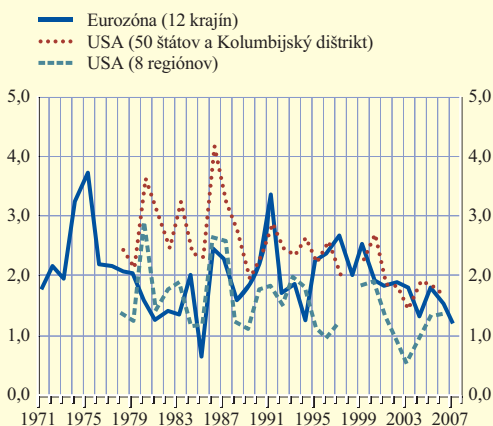
Príčiny pretrvávajúcich rozdielov v raste produkcie v eurozóne môžu súvisieť napríklad so štrukturálnymi politikami (vrátane usporiadania inštitúcií), s rôznym vývojom ponukových faktorov a konvergenčnými procesmi, ako aj s kombináciou šokov špecifických pre jednotlivé krajiny a fungovaním adaptačných mechanizmov.

23 Pozri článok s názvom „Output growth differentials in the euro area: sources and implications“ vo vydaní Mesačného bulletinu z apríla 2007.

24 Podrobné zhodnotenie dôkazov o rozdieloch v raste produktu v N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi a N. Vidalis, „Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts“, ECB Occasional Paper č. 45, 2006.

Graf 4 Rozptyl miery rastu HDP v krajinách eurozóny a v regiónoch a štátoch USA

(nevážená štandardná odchýlka, percentuálne body)



Zdroj: Európska komisia a US Bureau of Economic Analysis.
Poznámka: Dva časové rady za USA sú v období 1997 až 1999 prerušené (údaje za rok 1998 nie sú dostupné).

Tabuľka 6 Miera rastu HDP v krajinách eurozóny

(priemerná ročná percentuálna zmena)

	1980 – 1989	1990 – 1998	1999 – 2007
Eurozóna	2,3	2,0	2,2
Belgicko	2,2	3,4	2,3
Nemecko	2,0	2,3	1,5
Írsko	3,1	6,7	6,4
Španielsko	2,7	2,5	3,8
Grécko	0,8	1,7	4,1
Francúzsko	2,5	1,7	2,1
Taliansko	2,6	1,4	1,4
Cyprus	-	4,5	3,7
Luxembursko	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Holandsko	1,7	3,0	2,3
Rakúsko	2,0	2,5	2,3
Portugalsko	3,4	2,8	1,7
Slovinsko	-	1,4	4,4
Fínsko	3,6	1,3	3,4

Zdroj: Eurostat a Európska komisia.

Poznámka: Údaje za rok 2007 sú odhady Európskej komisie (prognóza z jesene 2007).

Rozdielne tempá rastu produkcie môžu čiastočne odzrkadľovať dlhodobý proces dobiehania krajín s nižšou úrovňou príjmov. Spomedzi skupiny krajín eurozóny s nízkou úrovňou príjmov v 80. rokoch dosiahli významný pokrok Írsko, Grécko a Španielsko, zatiaľ čo v Portugalsku sa HDP na obyvateľa vo vzťahu k eurozóne od prechodu na euro znížil. Írsko dosiahlo priemer eurozóny už koncom 90. rokov a v posledných rokoch ho dokonca výrazne prekročilo.

Existencia pretrvávajúcich rozdielov v tempe rastu produkcie môže do určitej miery odzrkadľovať dlhodobý vplyv ekonomických šokov a štrukturálnych politík. Existuje však len málo dôkazov o tom, že akýkoľvek veľký spoločný šok z posledných rokov bol sám osebe relevantným faktorom pre pretrvávajúce rozdiely v raste reálneho HDP. Naopak, dostupná empirická literatúra ukazuje, že šoky špecifické pre jednotlivé krajiny a zmeny politík, napríklad rozpočtové politiky a štrukturálne reformy, hrali v posledných rokoch pri vytváraní rozdielov v raste produkcie dôležitejšiu úlohu než spoločné šoky a že účinky týchto faktorov môžu byť dlhotrvajúce.²⁵

Pomalé fungovanie adaptačných mechanizmov môže ďalej prehĺbovať rozdiely v raste produkcie vyplývajúce zo šokov špecifických pre jednotlivé krajiny. V menovej únii, ako je eurozóna, s jednotnou menou a jednotnou menovou politikou, hlavným adaptačným mechanizmom – pri neexistencii vysokej miery mobility práce a fiškálnych transferov medzi krajinami – je cezhraničný obchod, resp. kanál konkurencieschopnosti.²⁶ Doplnkovým kanálom s trochu odlišnou podstatou je „kanál zdieľania rizika“.²⁷ Dostupné dôkazy naznačujú, že v dôsledku štrukturálnych nepružností a chýbajúcej úplnej implementácie jednotného trhu bude trvať relatívne dlho, kým bude kanál konkurencieschopnosti fungovať v celej eurozóne. To naznačuje, že v prípade asymetric-

... čiastočne z dôvodu
dobiahania a adaptačných
nepružností ...

... ale aj z dôvodu fiškálnych
a štrukturálnych politík

25 Najnovšie analýzy venované tejto otázke sú uvedené v D. Giannone a L. Reichlin, „Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?“, ECB Working Paper č. 595, 2006, a v A. Buisán a F. Restoy, „Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU“, Banco de España Occasional Paper č. 0504, 2005.

26 Kanál konkurencieschopnosti funguje nasledovne: po mzdovom šoku alebo šoku, ktorý zvýši produkciu krajiny nad úroveň potenciálu, domáce inflačné tlaky pôsobiace na mzdy a iné domáce náklady povedú k zhoršeniu vonkajšej konkurencieschopnosti. Tým sa postupne zníži zahraničný dopyt po vývoze danej krajiny, takže nižší vonkajší dopyt bude mať tendenciu vrátiť hodnotu produktu na úroveň potenciálu a tlmíť predchádzajúce inflačné tlaky.

27 V zásade z tohto mechanizmu vyplýva, že spotreba nemusí sledovať zmeny v produkcii, pretože spotrebitelia si môžu požičať v zahraničí.

kých šokov bude možné pozorovať väčšie rozdiely v cenách a inflácii, ako aj vyššiu regionálnu nezamestnanosť, než aké by boli v prípade vyššej miery cezhraničnej konkurencie a ekonomickej integrácie.

ROZDIELY V INFLÁCII A RASTE NÁKLADOV PRÁCE V KRAJINÁCH EUROZÓNY

Proces reálnej konvergenencie je sprevádzaný klesajúcimi rozdielmi v inflácii a raste nákladov práce v eurozóne. Rozdiely v inflácii sa v rámci eurozóny znížili a v súčasnosti sú na úrovniach podobných tým, ktoré sú vykazované v Spojených štátoch. Rozdiely v inflácii môžu byť spôsobené úpravami rovnováhy a konvergenciou cenovej úrovne. Môžu však byť spôsobené aj štrukturálnymi nepružnosťami a nadmerným rastom miezd, a preto by v prípade ich dlhšieho pretrvávania mohli viesť k stratám v konkurencieschopnosti s negatívnymi účinkami na produkciu a zamestnanosť.

Od 90. rokov vykazoval rozptyl inflácie v rámci skupiny 12 krajín, ktoré tvorili eurozónu v roku 2001, výrazný trend smerom nadol, ktorý sa od roku 1998 stabilizoval (graf 5).

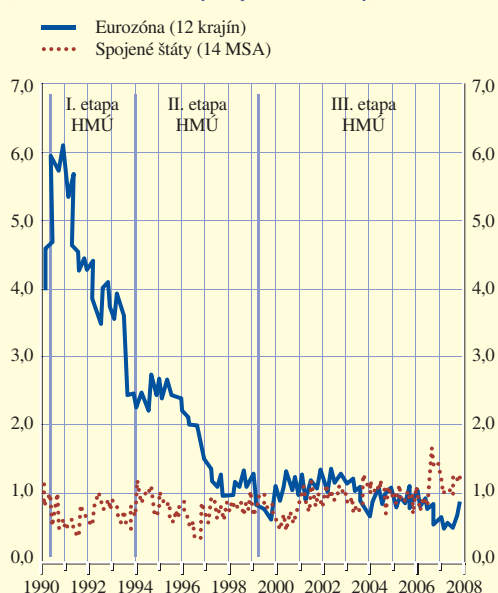
Graf 5, ktorý obsahuje porovnanie so Spojenými štátmi ako dlhodobou existujúcou menovou úniou, ukazuje, že rozptyl v miere inflácie v 14 metropolitných štatistických oblastiach USA sa pohybuje okolo úrovne, ktorá bola zaznamenaná v krajinách eurozóny od roku 2004.²⁸

Celkovo sa inflácia v období rokov 1999 až 2007 v porovnaní s obdobím rokov 1990 až 1998 znížila vo všetkých krajinách eurozóny okrem Írska, Luxemburska a Holandska, kde sa naopak zvýšila (tabuľka 7). Rozdelenie cenového vývoja naznačuje, že domáce náklady vo väčšine krajín

28 Do porovnania bolo zahrnutých nasledujúcich 14 metropolitných štatistických oblastí: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco a Seattle.

Graf 5 Rozptyl ročnej miery inflácie v krajinách eurozóny a v 14 metropolitných štatistických oblastiach (MSA) USA od roku 1990

(nevážená štandardná odchýlka, percentuálne body)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Eurostatu a US Bureau of Labor Statistics.

Tabuľka 7 Miery inflácie CPI/HICP v krajinách eurozóny

(priemerná ročná percentuálna zmena)

	1980 – 1989	1990 – 1998	1999 – 2007
Eurozóna	7,6	3,0	2,1
Belgicko	4,9	2,1	2,0
Nemecko	2,9	2,2	1,6
Írsko	9,3	2,5	3,4
Španielsko	19,5	11,8	3,2
Grécko	10,2	4,4	3,1
Francúzsko	7,4	2,1	1,8
Taliansko	11,2	4,4	2,3
Cyprus	-	-	2,6
Luxembursko	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Holandsko	2,9	2,2	2,4
Rakúsko	3,8	2,4	1,7
Portugalsko	17,7	6,1	2,9
Slovinsko	-	-	5,5
Fínsko	7,3	2,5	1,6

Zdroj: ECB.

Poznámky: Údaje sa vzťahujú na infláciu HICP, odkedy je tento ukazovateľ dostupný. Predtým sa vzťahujú na infláciu CPI. Údaje za Slovinsko sú dostupné od roku 1996 a za Cyprus a Maltu od roku 1997. „Eurozóna“ označuje eurozónu v meniacom sa zložení.

Celková miera inflácie v eurozóne sa znížila

Rozdiely v miere inflácie sú mierne

Tabuľka 8 Rozúčtovanie inflácie za obdobie 1999 až 2007

(priemerné ročné percentuálne body; v pomere k eurozóne)

	Deflátor finálneho dopytu			Jednotkové náklady práce		
	Celková zmena	Príspevok k celkovej zmene Domáce náklady	Dovozné náklady	Celková zmena	Príspevok k celkovej zmene Kompenzácia	Inverzná produktivita práce
Belgicko	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Nemecko	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Írsko	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Grécko	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Španielsko	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Francúzsko	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Taliansko	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Cyprus	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luxembursko	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Holandsko	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Rakúsko	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugalsko	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Slovinsko	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Fínsko	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov Európskej komisie a Eurostatu.

Poznámky: Táto tabuľka ukazuje odchýlky v priemernej miere rastu každej premennej od priemeru v eurozóne. Čísla v tabuľke sa dajú interpretovať nasledovne: napríklad v Belgicku celková zmena deflátoru finálneho dopytu bola o 0,3 percentuálneho bodu vyššia ako ročná zmena v eurozóne ako celku v období 1999 až 2007. Príspevok priemerných dovozných nákladov v Belgicku v pomere k eurozóne bol 0,5 percentuálneho bodu ročne, zatiaľ čo príspevok relatívnych domácich nákladov k relatívnej zmene v konečnom dopyte bol -0,2 percentuálneho bodu ročne.

eurozóny sú najdôležitejším faktorom spôsobujúcim rozdiely v miere inflácie vo vzťahu k priemeru eurozóny počas rokov 1999 až 2006 (tabuľka 8). Zdá sa, že spomedzi domácich faktorov hrali dôležitú úlohu najmä rozdiely v jednotkových nákladoch práce, ktoré užšie súvisia s rozdielnym vývojom miezd než s rozdielmi v raste produktivity práce. Zdá sa však, že k rozdielnej miere inflácie prispeli aj zmeny v nákladoch na dovoz.

Určité rozdiely v miere inflácie a nákladoch sú v menovej únii normálne. Proces adaptácie rovnovážnych cien a nákladov v menovej únii je obvykle spojený s adaptáciou relatívnych cien medzi regiónmi a sektormi. Tento mechanizmus, ktorý je do určitej miery bežným znakom procesu dobiehania alebo, všeobecnejšie, trendových rozdielov v produktivite, môže viesť k rozdielom v inflácii medzi jednotlivými regiónmi a sektormi menovej únie.²⁹

Rozdiely v miere inflácie v eurozóne sú dosť dlhodobé v tom zmysle, že mnoho krajín si systematicky udržiava buď pozitívnu, alebo negatívnu medzeru v inflácii voči priemeru eurozóny počas dlhšieho časového obdobia (box 1).

Existenciu dlhodobých rozdielov v inflácii a nákladoch práce v eurozóne možno vysvetliť pomocou viacerých – navzájom prepojených – faktorov.³⁰ Konkrétne je možné rozlišovať medzi faktormi súvisiacimi s procesmi konvergenencie a ekonomickej integrácie, faktormi, ktoré súvisia s dlhodobými alebo trvalými rozdielmi v štruktúrach národného hospodárstva a faktormi vyvo-

Rozdiely sú v menovej únii normálne

29 Pozri okrem iného I. Angeloni a M. Ehrmann (2004): „Euro area inflation differentials“, ECB Working Paper č. 388, a F. Altissimo, P. Benigno a D. Rodríguez-Palenzuela (2004), „Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies“, prezentované na workshope ECB s názvom „Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area“ (Menovo-politické implikácie heterogenity v menovej oblasti), Frankfurt, 13. – 14. december 2004. Tieto články sú k dispozícii na internetovej stránke ECB (www.ecb.europa.eu).

30 Pozri článok s názvom „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area“ vo vydaní Mesačného bulletinu z mája 2005.

lanými realizáciou a pôsobením národných fiškálnych, štrukturálnych a mzdových politík alebo rôznymi regionálnymi reakciami na politiky uplatňované v celej eurozóne.

Ak sa najprv pozrieme na faktory súvisiace s konvergenciou a ekonomickou integráciou, implementácia európskeho jednotného trhu v prvej polovici 90. rokov a následné zavedenie jednotnej meny v roku 1999 prispeli k značnému poklesu rozdielov v cenových úrovniach, najmä čo sa týka obchodovateľných tovarov. Cenová konvergencia obchodovateľných tovarov smerom k spoločnej dlhodobej úrovni pravdepodobne prispela k niektorým rozdielom v miere inflácie v prvých rokoch existencie eura.

Rozdiely v inflácii v krajinách eurozóny tiež môžu vyplývať z konvergence cien neobchodovateľných tovarov a služieb.³¹ Tento efekt dobiehania sa často spája s rozdielmi v raste produktivity medzi obchodovateľným a neobchodovateľným sektorom alebo, všeobecnejšie, s procesom konvergence životnej úrovne vyjadrenej v HDP na obyvateľa medzi jednotlivými ekonomikami. Podľa Balassa-Samuelsonovho efektu napríklad krajiny, ktoré vykazujú značné sektorové rozdiely vo vývoji produktivity v porovnaní s inými krajinami (s relatívne vyšším rastom produktivity v sektore obchodovateľných tovarov) majú tendenciu k relatívne vyššiemu rastu miezd a inflácie v sektore neobchodovateľných tovarov a služieb. V rámci menovej únie, kde zhodnocovanie nominálneho výmenného kurzu nie je možné, by takáto krajina vykazovala vyššiu celkovú relatívnu mieru inflácie. Empirické dôkazy tohto efektu sú však zmiešané.

Po druhé, rozdiely v miere inflácie alebo cenovej úrovni tiež môžu vyplývať z bežných štrukturálnych rozdielov, ako je napríklad rôznorodosť preferencií spotrebiteľov a rozdiely v citlivosti jednotlivých krajín na zmeny výmenného kurzu eura a cien surovín. Najmä rozdiely v stupni otvorenosti a skladbe zahraničného obchodu môžu byť faktormi, vysvetľujúcimi inflačné diferenciály.

Po tretie, samotné politiky na úrovni celej eurozóny, ako aj regionálne politiky môžu formovať mieru heterogenosti v rámci menovej únie. Napríklad fiškálna politika môže zvyšovať inflačné diferenciály prostredníctvom neadekvátneho uplatňovania fiškálnych nástrojov (kapitola 4.2). Štrukturálne nepružnosti a neúplná implementácia jednotného trhu môžu zvyšovať pravdepodobnosť väčších cenových rozdielov, než aké by sa pozorovali v prípade vyššej miery cezhraničnej konkurencie a ekonomickej integrácie. Zdrojom inflačných diferenciálov môžu byť tiež štrukturálne a mzdové politiky realizované na národnej alebo regionálnej úrovni. Napríklad skutočnosť, že kolektívne zmluvy v niektorých krajinách eurozóny obsahujú klauzuly o indexácii miezd v závislosti od inflácie, môže spôsobovať oneskorenie potrebnej adaptácie a prispievať k pretrvávaniu inflačných diferenciálov zvyšovaním zotrvačnosti inflačných trendov v týchto krajinách.

31 Neobchodovateľné tovary a služby sú tie, s ktorými sa obchoduje prevažne miestne.

Box 5

CHÁPANIE PRETRVÁVANIA INFLÁCIE A DETERMINANTY DYNAMIKY MIEZD

Okrem šokov špecifických pre jednotlivé krajiny dôležitým zdrojom rozdielov v miere inflácie a rastu sú potenciálne rozdiely v pružnosti cien a miezd medzi jednotlivými krajinami. V každom prípade pre výkon menovej politiky je mimoriadne dôležité dôkladne poznať determinanty cenovej a mzdovej dynamiky v krajinách eurozóny. Vzhľadom na dôležitosť tejto otázky boli zriadené dve siete pôsobiace v rámci celého ESCB, konkrétne sú to projekty Inflation

Persistence Network (IPN) a Wage Dynamics Network (WDN). Tento box prezentuje hlavné zistenia týchto dvoch sietí.

IPN začala fungovať v roku 2003 a výsledky svojho výskumu prezentovala na konferencii v decembri 2004.¹ IPN riešila uvedenú tému s využitím troch prístupov: analýzy makroekonomických údajov, detailnej analýzy mikroekonomických údajov o zmenách jednotlivých spotrebiteľských cien a cien výrobcov a pomocou prieskumu firiem s cieľom identifikovať hlavné faktory, ktoré ovplyvňujú ich správanie pri určovaní cien.

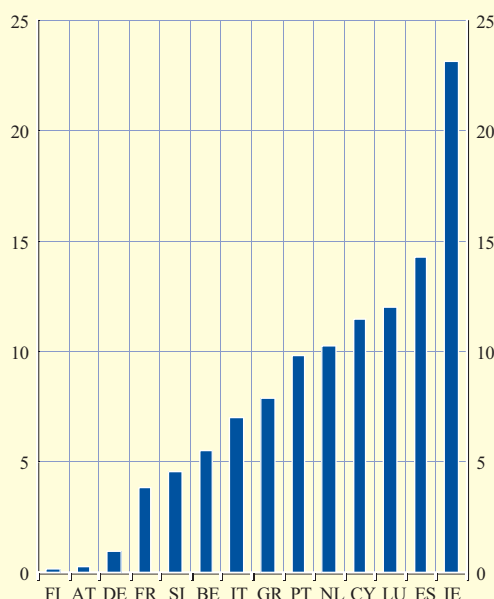
Z uvedených analýz vyplynuli nasledujúce hlavné závery. Po prvé, v súčasnom menovom režime je stupeň pretrvávania inflácie mierny. To výrazne kontrastuje so skúsenosťami predchádzajúceho obdobia vysokej inflácie, kedy inflačné očakávania neboli tak dobre ukotvené, výsledkom čoho bolo, že inflačné šoky mali tendenciu spôsobovať dlhodobejšie zmeny v inflácii. Po druhé, na základe mikroekonomických údajov o zmenách cien sa ukazuje, že spotrebiteľské ceny v eurozóne sú stabilnejšie než v Spojených štátoch. Napríklad jednotlivé ceny sa v eurozóne menia obvykle každých 12 až 15 mesiacov, v porovnaní so šiestimi mesiacmi v Spojených štátoch. Po tretie, medzi jednotlivými sektormi existujú značné rozdiely v cenovej tvorbe, ukazuje sa však, že medzi jednotlivými krajinami neexistujú významné rozdiely vo frekvencii cenových zmien. Napríklad ceny potravín a energií sa menia omnoho častejšie ako ceny služieb. Po štvrté, pomerne bežné je aj znižovanie cien (približne 40 % zmien spotrebiteľských cien predstavuje pokles), čo naznačuje, že ceny nie sú smerom nadol tak nominálne nepružné, ako sa predpokladalo v minulosti. Po piate, výsledky prieskumu odhaľujú, že proces cenovej adaptácie sa obvykle realizuje v dvoch krokoch: firmy najskôr vykonajú cenový prieskum a následne pristúpia k zmene cien. Zistilo sa, že cenové prieskumy sú v skutočnosti omnoho častejšie, než skutočné zmeny cien. Čo sa týka determinantov cenových zmien, výsledky prieskumu ukazujú, že približne jedna tretina firiem eurozóny dodržiava pravidelný kalendár určovania cien („cenotvorba v závislosti od času“), jedna pätina firiem mení svoje ceny vtedy, keď špecifické udalosti vedú k dostatočne veľkej odchýlke medzi skutočnou cenou a želanou cenou („cenotvorba v závislosti od stavu trhu“). Zostávajúce firmy uplatňujú zmiešanú stratégiu. Výsledky prieskumu i analýza jednotlivých cenových zmien naznačujú, že dôležitým determinantom frekvencie cenových zmien je volatilita firemných nákladov. Napríklad ceny sa obvykle menia zriedkavejšie v sektoroch s výrazným podielom mzdových nákladov, ktoré majú tendenciu byť pomerne stabilné, na celkových firemných nákladoch.

Zistenia IPN naznačili potrebu lepšieho pochopenia determinantov mzdovej dynamiky. Preto bol v roku 2006 spustený projekt WDN. Okrem výskumníkov z eurozóny WDN združuje aj výskumníkov nezúčastnených centrálnych bánk. Výskum sleduje štyri línie. Prvá línia je zameraná na analýzu celkových a sektorových miezd a nákladov práce a na ich interakciu s cenovou dynamikou. Druhá línia výskumu sa orientuje na analýzu mikroekonomických údajov o mzdách a okrem iného sa snaží určiť charakter a rozsah nepružností miezd a pracovného trhu. V rámci tretej línie WDN uskutočnil prieskum medzi firmami s cieľom identifikovať hlavné mechanizmy určovania miezd vo firmách. Napokon meta-analýza zistení si kladie za cieľ vyvodiť hlavné závery tohto výskumu a identifikovať príslušné implikácie pre hospodárske politiky. Výsledky WDN budú prezentované na konferencii v júni 2008.

¹ Pozri F. Altissimo, M. Ehrmann a F. Smets (2005), „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence“, ECB Occasional Paper č. 46.

Graf 6 Harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti v krajinách eurozóny v období 1999 až 2007

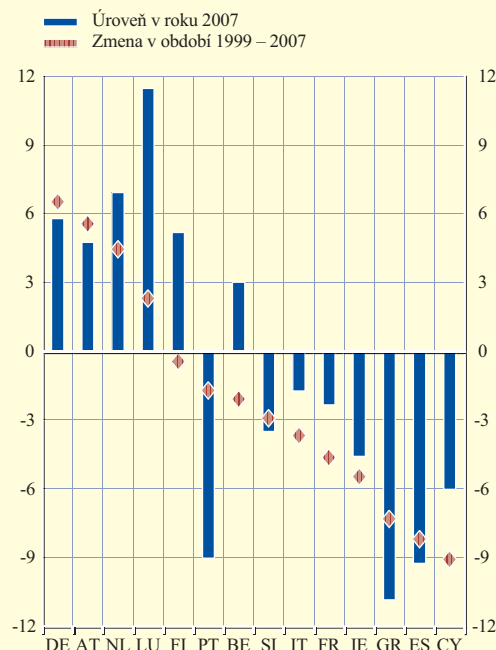
(kumulované percentuálne zmeny)



Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov Eurostatu.
Poznámky: Vážené priemery relatívnej miery inflácie deflované pomocou CPI ECB v porovnaní so skupinou 44 obchodných partnerov a krajín eurozóny. Zvýšenie odzrkadľuje reálne efektívne zhodnotenie, t. j. pokles tohto ukazovateľa národnej konkurencieschopnosti. Krajiny sú zoradené vzostupne podľa rastu ukazovateľa.

Graf 7 Pozície bežných účtov v roku 2007 a kumulované zmeny v krajinách eurozóny v období 1999 až 2007

(úroveň v percentách HDP a kumulované zmeny v percentuálnych bodoch v podieloch na HDP)



Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov Európskej komisie.

V dôsledku pozorovaných pretrvávajúcich inflačných diferenciálov krajiny eurozóny zaznamenali značné rozdiely aj vo vývoji ukazovateľov národnej cenovej konkurencieschopnosti. Harmonizovaný index konkurencieschopnosti (HCI), vypočítaný ako vážený priemer relatívnych cien deflovaný HICP, predstavuje jeden z porovnateľných ukazovateľov, ktoré merajú cenovú konkurencieschopnosť jednotlivých krajín eurozóny.³² Graf 6 znázorňuje, že v období rokov 1999 až 2007 Nemecko, Rakúsko a Fínsko zaznamenali len veľmi mierny nárast HCI, čo naznačuje iba nepatrnú stratu ich cenovej konkurencieschopnosti, zatiaľ čo HCI sa zvýšil veľmi výrazne v Írsku a Španielsku. Obdobne heterogénny obraz o vývoji konkurencieschopnosti v jednotlivých krajinách eurozóny poskytuje vývoj relatívnych jednotkových nákladov práce. Zmeny v relatívnych cenách alebo nákladoch sú jedným z kľúčových mechanizmov prispôsobovania ekonomík v rámci eurozóny. Znižovanie jednotkových nákladov práce nemožno považovať za politiku „ožobráč svojho suseda“. Naopak, zmierňovanie rastu nákladov práce znižuje inflačné tlaky, čo prispieva k nižším úrokovým sadzbám v celej eurozóne. Dlhodobé zmierňovanie rastu nákladov má okrem pozitívneho efektu zvyšovania konkurencieschopnosti a lepšej obchodnej výkonnosti priaznivý vplyv na štrukturálnu zamestnanosť. Pretrvávajúce straty cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti, pokiaľ nie sú spojené s adaptáciou

32 Pozri box s názvom „The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries“ uverejnený vo vydaní Mesačného bulletinu z februára 2007. Pri budúcom rozširovaní tohto súboru HCI bude užitočné porovnať súčasný súbor HCI založený na vývoji spotrebiteľských cien s indikátormi na báze deflátorov zahŕňajúce niektoré neobchodované produkty a služby, ktoré môžu mať väčšiu spojitost s konkurencieschopnosťou externých sektorov jednotlivých krajín.

rovnovážnych cien a nákladov, môžu negatívne ovplyvniť produkt i zamestnanosť, ako aj obchodnú bilanciu a bilanciu bežného účtu (graf 7).³³

Záverom možno uviesť, že dlhodobejšie pretrvávajúce rozdielov v miere inflácie a rastu môže byť v mnohých prípadoch fenoménom rovnováhy daným procesmi dobiehania a/alebo trendovými rozdielmi v potenciálnom raste. Ak sú však tieto rozdiely vyvolané štrukturálnymi neefektívnosťami alebo nezosúladenými národnými politikami (vrátane politiky určovania miezd), môžu vyvolať obavy. Keďže v rámci eurozóny už nie je možné využívať národnú menovú politiku a politiku výmenného kurzu, je dôležité zabezpečiť, aby zostávajúce mechanizmy adaptácie na šoky fungovali správne. Nepružnosť mzdových a cenotvorných mechanizmov alebo pretrvávajúce nadmerného rastu miezd môže viesť k oneskoreniu nevyhnutnej adaptácie relatívnych cien na ekonomické šoky a v niektorých krajinách spôsobí dlhodobé pretrvávajúce relatívne vysokej inflácie. To by následne mohlo prispievať k hromadeniu vnútorných nerovnováh a stratám na cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti v rámci eurozóny, čo by mohlo tiež stlmiť rast produktu a zamestnanosti. Efektívne a hladké fungovanie ekonomickej adaptácie v rámci eurozóny vyžaduje odstránenie inštitucionálnych bariér pre flexibilné mzdové a cenotvorné mechanizmy, dobudovanie jednotného trhu a tým intenzívnejšiu domácu a cezhraničnú konkurenciu (časť 4.1), ako aj obozretné fiškálne politiky.

Zdravé hospodárske politiky sú veľmi dôležité aj pre tie krajiny, ktoré chcú do eurozóny vstúpiť v budúcnosti. Rozširovaniu eurozóny je venovaná nasledujúca časť.

4.4 ROZŠIROVANIE EUROZÓNY

Táto časť sa zaoberá rozširovaním eurozóny od roku 1999, opisuje súčasný stav vo vzťahu k ďalšiemu rozširovaniu eurozóny a zdôrazňuje potrebu udržateľnej konvergenencie ako predpokladu na vstup do eurozóny (tiež kapitola 2).

TRI KOLÁ ROZŠIROVANIA EUROZÓNY

Ako sa uvádza v kapitole 2, od roku 1999, keď euro zaviedlo 11 členských štátov EÚ, eurozóna prešla tromi kolami rozširovania a počet krajín eurozóny sa zvýšil na 15.

BUDÚCE ROZŠIROVANIE EUROZÓNY

V súčasnosti ešte 12 krajín EÚ nezaviedlo euro, pričom medzi týmito krajinami existujú značné rozdiely v ich právnom postavení a stupni ich konvergenencie. Konkrétne Dánsko a Spojené kráľovstvo majú špeciálny štatút, v rámci ktorého sa stupeň dosiahnutej konvergenencie pre vstup do eurozóny bude hodnotiť iba vtedy, ak o to tieto krajiny požiadajú.

Všetkých desať zostávajúcich krajín (Bulharsko, Česká republika, Estónsko, Lotyšsko, Litva, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko a Švédsko) sú členskými štátmi EÚ, na pre ktoré platí výnimka. To znamená, že tieto krajiny sú zaviazané v konečnom dôsledku euro zaviesť. Konkrétne načasovanie a optimálnu cestu konvergenencie pre zavedenie eura je však potrebné posudzovať individuálne za každú krajinu.

12 krajín EÚ zatiaľ euro
nezaviedlo

³³ Pozri box s názvom „Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective“ uverejnený vo vydaní Mesačného bulletinu z júla 2007.

Tabuľka 9 Zámery v oblasti menovej integrácie členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny

Krajina	Účasť v ERM II	Prijatie eura
Bulharsko	Čo najsôr.	Zamýšľa prijať euro hneď, ako to bude možné.
Česká republika	Účasť na ERM II len počas minimálneho dvojročného obdobia pred vstupom do HMÚ. Inflačné cieľenie sa bude zachovávať až do skončenia menovej integrácie. Pripravenosť na pripojenie sa k ERM II a k eurozóne každoročne vyhodnocuje vláda spoločne s národnou centrálnou bankou.	Posledná aktualizácia Stratégie pristúpenia Českej republiky k eurozóne schválená českými orgánmi v auguste 2007 uvádza, že niektoré z predpokladov potrebných na to, aby krajina mala z prijatia eura prospech, ešte stále nedosiahli uspokojujúce parametre. Hlavné prekážky sa týkajú potreby zvýšenia flexibility ekonomiky a konsolidácie fiškálnej politiky.
Dánsko	Zúčastňuje sa.	Žiadne aktuálne plány. V referende o prijatí eura v septembri 2000 53 % obyvateľov hlasovalo proti.
Estónsko	Zúčastňuje sa.	Zamýšľa prijať euro hneď, ako to bude možné.
Lotyšsko	Zúčastňuje sa.	Zamýšľa prijať euro hneď, ako to bude možné.
Litva	Zúčastňuje sa.	Zamýšľa prijať euro hneď, ako to bude možné.
Maďarsko	Konvergenčný program nehovorí o žiadnom želanom dátume vstupu do ERM II. Uvádza sa v ňom iba to, že účasť na ERM II by mala byť podmienená obnovením fiškálnej dôveryhodnosti.	Konvergenčný program nehovorí o žiadnom želanom dátume vstupu do eurozóny.
Poľsko	Účasť na ERM II len počas minimálneho dvojročného obdobia. Žiaden určitý cieľový dátum pre vstup do ERM II.	Konvergenčný program nešpecifikuje cieľový dátum prijatia eura.
Rumunsko	Podľa Konvergenčného programu z roku 2007 sa neplánuje pripojiť k ERM II pred rokom 2012. Zamýšľa ostať v ERM II na minimálne obdobie, ktoré sa vyžaduje pred prijatím eura.	Nie pred rokom 2014.
Slovensko	Zúčastňuje sa.	Plánuje splniť fiškálnu referenčnú hodnotu v roku 2007 a pripojiť sa k eurozóne v roku 2009.
Švédsko	Žiadne aktuálne plány.	Žiadne aktuálne plány. V referende o prijatí eura v septembri 2003 56 % občanov hlasovalo proti.
Spojené kráľovstvo	Žiadne aktuálne plány.	Len čo bude splnených päť vládnych testov.
Zdroj: ESCB.		

Na to, aby krajina prijala euro, je potrebné, aby mena danej krajiny bola v systéme ERM II najmenej po dobu dvoch rokov, pričom nesmú existovať žiadne výrazné napätia pred hodnotením konvergenzie a krajina musí spĺňať ostatné „maastrichtské kritériá“.

Päť krajín v ERM II

Päť členských štátov EÚ, ktoré v súčasnosti nepatria do eurozóny, sa zúčastňuje na ERM II. Dve krajiny sa pridali k tomuto mechanizmu k rôznemu dátumu, niektoré prevzali jednostranné záväzky týkajúce sa ich výmenného kurzu. Dánsko vstúpilo do ERM II dňa 1. januára 1999 s flukтуаčným pásmom $\pm 2,25\%$ okolo centrálnej parity svojej meny. Dňa 28. júna 2004 sa k tomuto mechanizmu pridali Estónsko, Litva (a tiež Slovinsko). Estónsko aj Litva vstúpili do ERM II s flukтуаčným pásmom $\pm 15\%$. Tieto krajiny sa dodatočne rozhodli formou jednostranného záväzku pokračovať v režime menovej rady. Dňa 2. mája 2005 do ERM II vstúpilo Lotyšsko (spolu s Cyprom a Maltou). Lotyšsko sa tiež rozhodlo vstúpiť do systému s flukтуаčným pásmom $\pm 15\%$, avšak ako jednostranný záväzok udržiava zúžené flukтуаčné pásmo $\pm 1\%$. A nakoniec do ERM II dňa 25. novembra 2005 vstúpilo Slovensko s flukтуаčným pásmom $\pm 15\%$.

Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko a Švédsko sú v súčasnosti jedinými členskými štátmi EÚ, pre ktoré platí výnimka a ktoré zatiaľ nevstúpili do ERM II (tabuľka 9).

POTREBA UDRŽATEĽNEJ KONVERGENCIE

Pre vstup do eurozóny musia členské štáty splniť viacero právnych kritérií a kritérií hospodárskej konvergenencie. Splnenie konvergenčných kritérií udržateľným spôsobom zaručí, že daná krajina sa bude môcť bezproblémovo začleniť do menovej únie. Tento prístup je dôsledne založený na ekonomických argumentoch. Keď krajina vstúpi do menovej únie, stratí možnosť využívať politiku úrokových sadzieb. Keďže rozhodnutia menovej politiky v HMÚ sa prijímajú na základe ekonomických podmienok prevládajúcich v eurozóne ako celku, na zabezpečenie dostatočnej pripravenosti ekonomiky príslušnej krajiny na menovú úniu je nevyhnutná udržateľná ekonomická konvergenca.

Zavedenie eura môže krajine, ktorá dosiahla udržateľnú konvergenciu priniesť mnoho výhod. Medzi tieto výhody patrí eliminácia rizík výmenného kurzu vo vzťahu k jej hlavným obchodným partnerom, znížené náklady na transakcie a informácie, vyššia miera ochrany pred určitými finančnými poruchami, ako aj zníženie rizikovej prémie a nižšie dlhodobé úrokové miery vďaka dôveryhodnému rámcu pre fiškálnu a menovú politiku. Pre eurozónu ako celok – a rovnako aj pre EÚ – hlavným prínosom rozširovania eurozóny je dobudovanie vnútorného trhu tovarov, služieb a kapitálu. Tieto výhody sa však nenaplnia v prípade predčasného zavedenia eura, ktoré môže danej krajine priniesť naopak viacero nevýhod. Rozdiely v podnikateľských cykloch by mohli viesť k „suboptimálnym“ úrokovým sadzbám v národnom kontexte (tak z hľadiska stabilizácie hospodárstva, ako aj alokácie zdrojov) a objaveniu sa miestnych „bublín“ alebo „kríz“. Kým nie je konvergenca udržateľná, krajina sa môže dostať do problémov s konkurencieschopnosťou, ktoré už nebude môcť riešiť prostredníctvom úpravy výmenného kurzu. V prípade nedostatočnej mzdovej a cenovej flexibility adaptovať sa na zmeny konkurencieschopnosti a/alebo šoky by tu bolo aj riziko dlhodobých ekonomických strát. Pre eurozónu ako celok by predčasné zavedenie eura mohlo viesť k strate dôveryhodnosti projektu HMÚ.

Konvergenčné správy ECB³⁴ zdôrazňujú, že konvergenca musí byť dosiahnutá na trvalej báze a nielen v danom časovom okamihu. Z tohto dôvodu sa pri hodnotení krajiny podrobne popisuje udržateľnosť konvergenencie. V tejto súvislosti sa ekonomický vývoj v príslušných krajinách hodnotí na základe pohľadu do minulosti, ktorý v zásade pokrýva obdobie uplynulých desiatich rokov. To pomáha lepšie určiť, do akej miery sú súčasné úspechy výsledkom skutočných štrukturálnych zmien, čo by zase malo viesť k lepšiemu posúdeniu udržateľnosti ekonomickej konvergenencie. Okrem toho sa v primeranom rozsahu uplatňuje aj pohľad do budúcnosti. V tejto súvislosti sa osobitná pozornosť venuje skutočnosti, že udržateľnosť priaznivého ekonomického vývoja rozhodujúcim spôsobom závisí od vhodných a permanentných reakcií hospodárskych politík na jestvujúce problémy a otvorené otázky do budúcnosti. Celkovo sa zdôrazňuje, že zabezpečenie udržateľnosti ekonomickej konvergenencie závisí jednak od dobrej štartovacej pozície, jednak od politík uplatňovaných po prijatí eura.

Kritériá právnej konvergenencie vyžadujú od krajín uchádzajúcich sa o vstup do eurozóny, aby položili právne základy pre účasť v menovej únii, ktorých ústredným prvkom je nezávislosť centrálnej banky.

Kritériá ekonomickej konvergenencie zabezpečujú, že uchádzajúce sa krajiny vytvorili hospodárske podmienky, ktoré podporujú udržiavanie cenovej stability a súdržnosť eurozóny. Analytický rámec obsahuje hodnotenie vývoja cien, fiškálnej rovnováhy a dlhových pomerov, výmenné kurzy

34 Pozri Konvergenčnú správu ECB z mája 2008.

a dlhodobé úrokové miery, ako aj iné faktory. Pri uplatňovaní týchto kritérií sa využíva viacero všeobecných pravidiel:

1. Jednotlivé kritériá sa interpretujú a uplatňujú striktne.
2. Kritériá predstavujú koherentný a integrovaný prístup. Splnené musia byť všetky kritériá. Zmluva uvádza kritériá ako rovnocenné bez predpokladu hierarchie.
3. Kritériá musia byť splnené na základe reálnych údajov.
4. Uplatňovanie kritérií by malo byť konzistentné, transparentné a jednoduché.
5. Konvergenca musí byť dosiahnutá na udržateľnej báze a nielen v danom časovom okamihu.

Keď krajina splní tieto právne a ekonomické kritériá udržateľným spôsobom, vstúpi do eurozóny. Prijatím eura sa však nič nekončí. Samotný vstup do eurozóny nie je receptom na úspech. Po prijatí eura musia krajiny aj naďalej uplatňovať správne politiky, ak chcú byť v eurozóne úspešné (časť 4.1, 4.2 a 4.3).

4.5 OTVORENÉ OTÁZKY A VÝHLAD DO BUDÚCNOSTI

Predchádzajúce časti ukazujú, že ekonomická flexibilita a integrácia je nevyhnutným predpokladom na hladké fungovanie eurozóny, keďže jednotlivé krajiny alebo regióny eurozóny môžu byť ovplyvňované špecifickým vývojom. Eurozóna je okrem toho neustále vystavená rôznym šokom a výzvam, ako napríklad v oblasti globálnej konkurencie alebo vývoja cien energií. Zároveň v menovej únii už nie je možné využívať národné menové politiky alebo politiky výmenných kurzov. Na predchádzanie situácii, v ktorej by sa niektorá krajina alebo región v eurozóne po utrpení špecifického alebo asymetrického šoku dostali do obdobia dlhodobého nízkeho rastu a vysokej nezamestnanosti alebo dlhého obdobia prehrievania ekonomiky, musia byť k dispozícii iné efektívne adaptačné mechanizmy.

Nedávne zvýšenie účasti na pracovnom trhu a rast zamestnanosti sú povzbudzivé trendy, ktoré ukazujú, že predchádzajúce reformy pracovného trhu, imigrácia a zmiernenie rastu miezd pomohli prekonať niektoré obmedzenia rastu vyplývajúce z nepružných a nadmerne regulovaných pracovných trhov. Potvrdilo sa tiež, že menová politika orientovaná na cenovú stabilitu nie je v žiadnom prípade nekonzistentná s tvorbou pracovných miest a nízkou nezamestnanosťou, ale naopak. Napriek tomuto pokroku väčšina krajín eurozóny je stále vzdialená od plného využitia potenciálu pre ďalšie zvýšenie účasti obyvateľstva na pracovnom trhu a zamestnanosti. Štruktúrne prekážky vyplývajúce z nepružného právneho a regulačného prostredia, vysokého zdanenia práce a nepružností spojených s reguláciou miezd stále chránia, resp. odrádzajú mnohých ľudí od aktívnej účasti na trhu práce, a tým udržiavajú príliš nízku mieru zamestnanosti a príliš vysokú nezamestnanosť.

Na zvýšenie zamestnanosti, produktivity a odolnosti voči ekonomickým šokom je preto osobitne dôležité, aby sa hospodárska politika v krajinách eurozóny rozvíjala v súlade s nasledujúcimi dimenziami. Po prvé, čo sa týka politík na trhu práce, vlády a sociálni partneri musia spoločnou zodpovednosťou zabezpečiť, aby sa pri určovaní miezd venovala dostatočná pozornosť podmienkam na pracovnom trhu a neohrozovala sa konkurencieschopnosť a zamestnanosť. To vyžaduje, aby sociálni partneri brali do úvahy rôzne podmienky na úrovni firiem alebo odvetví a aby tlmili dopad mzdových dohôd na konkurencieschopnosť a zamestnanosť vo svojich firmách, odvetviach, sektoroch alebo regiónoch. Dostatočná mzdová diferenciácia by zlepšila pracovné príležitosti pre menej kvalifikovaných pracovníkov, resp. v regiónoch a sektoroch s vysokou nezamestnanosťou.

Adaptačné mechanizmy
musia byť efektívnejšie ...

... pre hladké fungovanie
eurozóny

Pokrok dosiahnutý, potrebné
sú však ďalšie reformy

Diferenciácia miezd
podporuje zamestnanosť

V tejto súvislosti nadmerná regulácia, ako napríklad stanovenie minimálnych miezd, brzdí tvorbu pracovných miest, osobitne pre mladých a menej kvalifikovaných pracovníkov, ako aj pre všetkých tých, ktorí majú problémy so vstupom na trh práce.

Po druhé, správne fungovanie adaptácie prostredníctvom pracovných trhov je nevyhnutné doplniť o dobudovanie jednotného trhu, osobitne v oblasti služieb a v sieťových odvetviach. Hlbšia integrácia trhov by rozvojom konkurencie a prostredníctvom otvorených produktových trhov stimulovala cenovú flexibilitu. Intenzívnejšia cezhraničná hospodárska súťaž a integrácia trhov medzi krajinami eurozóny by prispievala k znižovaniu cien. To by mohlo podporovať aj adaptačné procesy v jednotlivých krajinách v prípade národne alebo regionálne špecifických šokov alebo v prípade rozdielného cyklického vývoja, čím by sa predchádzalo vysokým úrovňam regionálnej nezamestnanosti.

Po tretie, národné orgány môžu významným spôsobom prispievať k zabezpečeniu riadneho fungovania adaptačných mechanizmov v rámci eurozóny, ak v súlade s orientáciou danou Paktom stability a rastu budú uplatňovať dobre navrhnutú a udržateľnú fiškálnu politiku. Fiškálna politika okrem toho môže a mala by tiež pomáhať podporovať dlhodobý rast zlepšovaním kvality výdavkov a minimalizáciou demotivujúcich prvkov v daňových politikách. V tejto súvislosti je osobitne dôležité, aby sa fiškálne orgány pripravili na výzvy, ktorým budú čeliť z dôvodu starnutia obyvateľstva. Vysoké a neefektívne verejné výdavky môžu zabrzdiť ekonomickú aktivitu tým, že hospodárstvo zafažia vysokými daňami a zdroje presmerujú do neproduktívnych oblastí. Podobne aj vyššie regulované ceny, nepriame dane a minimálne mzdy majú tendenciu zvyšovať inflačné tlaky, čím sťažujú výkon menovej politiky.

Po štvrté, v kontexte Lisabonskej stratégie je nevyhnutné implementovať potrebné reformy, ktorých cieľom je zlepšiť dlhodobé vyhliadky rastu v eurozóne a zvýšiť zamestnanosť a produktivitu. Reformy by posilnili adaptačné mechanizmy v jednotlivých krajinách, regiónoch alebo sektoroch a sú preto dôležitým faktorom zlepšovania celkovej odolnosti ekonomiky eurozóny voči ekonomickému šokom.

Po piate, vývoj cenovej konkurencieschopnosti a konkurencieschopnosti jednotkových nákladov práce v jednotlivých ekonomikách eurozóny je potrebné starostlivo sledovať. Trvalé straty konkurencieschopnosti relatívnych nákladov môžu súvisieť aj s početnými štrukturálnymi nepružnosťami, ktoré vedú k zotrvačnosti pri tvorbe cien a miezd a k nadmernému rastu nákladov práce. V prípade identifikácie týchto fenoménov je dôležité, aby všetky zúčastnené strany – súkromný sektor, sociálni partneri a národné orgány verejnej správy – prijali čo najracionálnejšie rozhodnutia s cieľom predísť relatívnym stratám konkurencieschopnosti, ktoré by neboli ekonomicky odôvodnené a ktoré by tak podkopávali hospodársky rast a vytváranie pracovných miest v budúcnosti.

A nakoniec, krajiny, ktoré sa usilujú o vstup do eurozóny v budúcnosti, by sa mali uvedenými výzvami vážne zaoberať v rámci svojich konvergenčných procesov a pri vstupe byť dobre pripravené.

Jednotný trh treba
dobudovať

Zdravé fiškálne politiky
a nízke dane sú dôležité

Lisabonská stratégia stále
mimoriadne dôležitá

Potreba sledovania zmien
konkurencieschopnosti

5 VPLYV EURA NA OBCHOD A KAPITÁLOVÉ TOKY A MEDZINÁRODNÁ ÚLOHA EURA



Po roku 1998 sa eurozóna ešte viac otvorila voči ostatnému svetu, merané obchodom a jej medzinárodnou aktívnou a pasívnou investičnou pozíciou. Zároveň sa zvýšili aj obchodné a kapitálové toky medzi jednotlivými krajinami eurozóny. Obchod s tovarmi a službami v rámci eurozóny sa zvýšil o približne 10 percentuálnych bodov v pomere k HDP, čo čiastočne súvisí so vznikom eura. Jednotná mena tiež podporila rast miery konkurencie v rámci eurozóny a konvergenciu obchodných cien v eurozóne, pričom sa očakáva, že tieto fenomény budú pokračovať aj v budúcnosti. Čo sa týka kapitálových tokov, euro podporilo priame zahraničné investície (PZI), osobitne aktivitu v oblasti fúzií a akvizícií v spracovateľskom sektore, ako aj toky portfóliových investícií medzi krajinami eurozóny. Viacero faktorov súvisiacich s eurom zahŕňajúcich elimináciu rizika výmenných kurzov, zníženie nákladov na kapitál, používanie spoločnej obchodnej platformy a cezhraničné fúzie akciových búrz (napr. Euronext) podporilo tieto zvýšené kapitálové toky medzi krajinami eurozóny. Ďalšia dimenzia eura súvisí s jeho používaním za hranicami eurozóny. Za posledných desať rokov sa úloha eura na medzinárodných trhoch o niečo zvýšila, avšak tempo zmien bolo postupné a zdá sa, že v niektorých trhových segmentoch opadlo. Okrem toho medzinárodná úloha meny sa geograficky koncentruje v regiónoch, ktoré sú blízke k eurozóne. Táto medzinárodná dimenzia eurozóny podčiarkuje potrebu intenzívneho dialógu medzi Eurosystémom a centrálnymi bankami v zostávajúcich častiach sveta. Tento dialóg sa uskutočňuje prostredníctvom rôznych dvojstranných a mnohostranných kanálov. Táto kapitola má nasledujúcu štruktúru: časť 5.1 sa venuje vplyvom eura na obchod a konkurencieschopnosť, zatiaľ čo časť 5.2 sa zameriava na vplyv eura na medzinárodné kapitálové toky. Časť 5.3 hodnotí vývoj medzinárodnej úlohy eura a časť 5.4 sa koncentruje na medzinárodnú spoluprácu v rámci eurozóny, s osobitným dôrazom na úlohu ECB.

5.1 OBCHOD S TOVARMÍ A SLUŽBAMI V EUROZÓNE

Hospodárstvo eurozóny je relatívne otvorené, osobitne pri jeho porovnaní s ostatnými dvoma svetovými vedúcimi ekonomikami – Spojenými štátmi a Japonskom. V roku 2006 celková hodnota dovozu a vývozu tovarov a služieb zodpovedala 42 % HDP, v porovnaní s 32 %, resp. 28 % v prípade Japonska a Spojených štátov. Podiel eurozóny na hodnote svetového vývozu predstavoval 18 %, v porovnaní s približne 12 % v prípade Spojených štátov, 6 % v prípade Japonska a 10 % v prípade desiatich najväčších krajín vyvážajúcich ropu. Okrem toho od roku 1998 sa otvorenosť eurozóny voči medzinárodnému obchodu výrazne zvýšila (o 11 percentuálnych bodov), osobitne v dôsledku rýchlo rastúceho obchodu s novými členskými štátmi EÚ a Čínou.

Od roku 1998 sa obchod medzi krajinami eurozóny výrazne zvýšil. Hodnota vývozu a dovozu tovarov v rámci eurozóny sa zvýšila z približne 26 % HDP v roku 1998, t. j. rok pred zavedením eura, na 33 % HDP v roku 2007. Medzitým sa v rámci eurozóny zvýšil z 5 % na 7 % HDP aj vzájomný obchod so službami. V roku 2007 obchod medzi krajinami eurozóny predstavoval približne jednu polovicu celkového obchodu eurozóny.

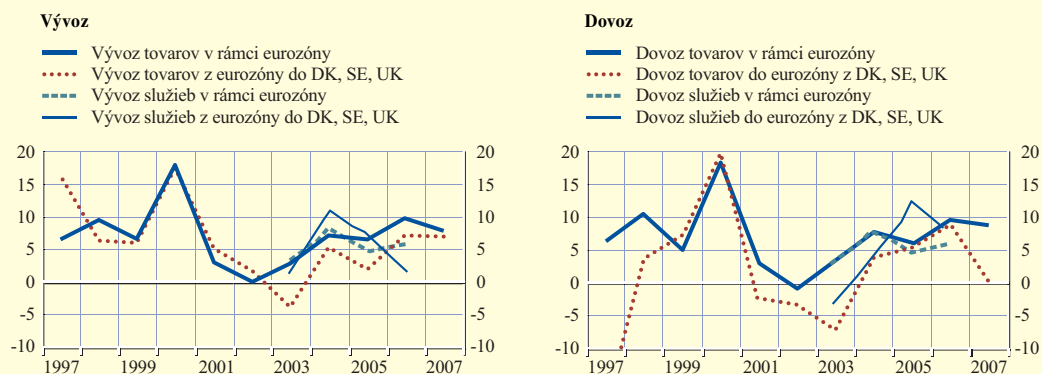
Vývoj obchodu medzi krajinami eurozóny a Dánskom, Švédskom a Spojeným kráľovstvom ukazuje, že euro podporilo obchod vo všetkých krajinách eurozóny, pričom tento efekt prekročil pozitívne efekty vytvorené pokračujúcim procesom integrácie EÚ v rámci jednotného trhu. Ročný rast vývozu tovarov z krajín eurozóny do troch krajín EÚ-15, ktoré neprijali euro, bol po roku 1998 v priemere o 3 % nižší než ročný rast vývozu v rámci eurozóny. Rast dovozu z týchto krajín bol pritom v priemere o 2 % nižší než rast dovozu z krajín eurozóny. V oblasti služieb bol ročný rast tokov služieb v rámci eurozóny nižší než rast obchodu s tromi členskými štátmi EÚ nepatriacimi do eurozóny, čo pravdepodobne čiastočne odzrkadľovalo väčšiu špecializáciu Spojeného

Ekonomika eurozóny
je relatívne otvorená
v porovnaní so Spojenými
štátmi a Japonskom

Obchod medzi krajinami
eurozóny po roku 1998
prudko vzrástol

Graf 1 Vývoj obchodu v rámci eurozóny v porovnaní s obchodom eurozóny s Dánskom, Švédskom a Spojeným kráľovstvom, 1996 až 2007

(hodnoty; ročný rast)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Odhady za rok 2007 sú založené na údajoch za prvý polrok 2007. Údaje o obchode so službami sú k dispozícii len od roku 2002.

kráľovstva na služby a skutočnosť, že vnútorný trh EÚ so službami je stále veľmi rozdrobený (graf 1).

V nasledujúcom texte podrobnejšie analyzujeme účinky hospodárskej a menovej únie (HMÚ) na základe rôznych empirických štúdií s cieľom rozlíšiť medzi efektmi eura vytvárajúcimi obchod a efektmi, ktoré súviseli s inými hlavnými vývojovými trendmi minulého desaťročia (ako napríklad pokračujúca integrácia EÚ a aktuálne rýchle tempo globalizácie).

EFEKTY EURA PODPORUJÚCE OBCHOD S TOVARMÍ

Ceteris paribus sa očakáva, že vytvorenie menovej únie bude stimulovať obchod medzi jej členmi, pretože dôjde k eliminácii volatility výmenných kurzov, čím sa odstráni neistota vo výnosoch a ziskoch podmienená fluktuáciou výmenných kurzov. Okrem efektu na volatilitu výmenných kurzov môže dôjsť k dodatočnej stimulácii obchodu medzi členskými krajinami vďaka vytvoreniu menovej únie a jednotnej meny, tzv. Roseovmu efektu.¹

V posledných niekoľkých rokoch dopad eura na obchod s tovarmi skúmali viaceré empirické výskumné štúdie, pričom efekt na služby zatiaľ nebol kvantifikovaný vzhľadom na nedostupnosť potrebných dát. Panuje všeobecný konsenzus, že euro malo pozitívny vplyv na obchod v eurozóne. Odhady veľkosti tohto efektu však poskytli veľmi heterogénne výsledky, prevažne v dôsledku uplatnenia rôznych metód analýzy. Zdá sa, že ekonómovia v súčasnosti dosiahli konsenzus v názore, že jednotná mena podporila rast obchodu krajín eurozóny v priemere o 2 až 3 percentuálne body.² Toto hodnotenie je v súlade s predbežnými indikáciami grafu 1. Naopak, predchádzajúce odhady väčších efektov môžu byť o niečo nadhodnotené. Malý počet dostupných pozorovaní za obdobie fungovania HMÚ až donedávna sťažoval rozlíšenie medzi účinkami na obchod spôsobenými eutom, jednotným trhom EÚ a všeobecným rastom obchodu medzi eurozónou a ostatným svetom.

¹ „Roseov efekt“ je pomenovaný podľa Andrewa Rosea, ekonóma, ktorý ako prvý prezentoval predpoklad, že menová únia by mohla zvyšovať obchod v rozsahu presahujúcom pozitívny efekt spôsobený elimináciou volatility výmenného kurzu. Rose, Andrew K. (2000): „One money, one market: the effect of currency unions on trade,“ *Economic Policy* 30, s. 7 – 46.

² Pozri napríklad Bun M. a Klassen F. (2007): „The euro effect on trade is not as large as commonly thought.“ *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69, s. 4.

Obchod medzi krajinami eurozóny sa vďaka euru zvýšil v priemere o 2 až 3 %

Čo sa týka jednotlivých sektorov, eliminovanie neistoty súvisiacej s fluktuáciami výmenného kurzu medzi krajinami eurozóny podporilo obchod medzi všetkými odvetvami. Naopak Roseov efekt, t. j. dodatočný pozitívny efekt vyplývajúci zo zavedenia jednotnej meny, sa objavuje hlavne v oblastiach ako strojárstvo a vysoko diferencované spotrebiteľské tovary, ako napríklad potraviny a súvisiace produkty.³ Vo väčšine týchto sektorov existujú vysoké náklady vstupu na trh spojené s rozhodnutím začať vyvážať, čo naznačuje, že pokles týchto nákladov môže byť kanálom, ktorým euro prispelo k zvýšeniu obchodných tokov v eurozóne.

Prebiehajúca analýza vývozu firiem podporuje tento názor a naznačuje, že euro predovšetkým pomohlo zvýšiť počet produktov a druhov tovarov exportovaných v rámci eurozóny a nie objem vývozu tých tovarov, ktoré sa vyvážali už pred rokom 1999. Jednotná mena okrem toho mohla ovplyvniť obchod aj tým, že zmenila správanie vývozcov eurozóny v oblasti tvorby cien. Dostupné dôkazy naznačujú, že po zavedení eura sa znížila motivácia firiem k segmentácii trhov v rámci eurozóny prostredníctvom uplatňovania cien špecifických pre jednotlivé krajiny.⁴ Euro súčasne prispelo k cenovej konvergencii medzi členmi eurozóny.⁵ Celkovo sa zdá, že euro znížilo transakčné a fixné náklady firiem v eurozóne, pričom tieto úspory sa čiastočne preniesli k spotrebiteľom vo forme nižších obchodných cien.

EURO A KONKURENCIESCHOPNOSŤ EUROZÓNY

Čo sa týka dopadu HMÚ na konkurencieschopnosť firiem a ich schopnosť hrať vedúcu úlohu na svetových trhoch, nedávny výskum naznačuje, že euro prispelo k posilneniu konkurencieschopnosti firiem tým, že podporilo obchod medzi krajinami eurozóny a prispelo k integrácii jednotného trhu EÚ. Krajiny eurozóny sa považujú za lepšie základne pre vývoz a lákajú väčší počet firiem zo susedných krajín. Väčšia eurozóna s vyššou mierou integrácie, ktorá by umožňovala firmám využívať väčší rozsah svojich činností s klesajúcimi hraničnými nákladmi, sa spája tiež s intenzívnejšou konkurenciou, a tým aj bohatšou ponukou produktov, vyššou produktivitou a nižšími cenami.⁶

Euro teda, za inak nezmenených podmienok, podporilo efektívnosť v eurozóne a zvýšilo jej schopnosť konkurovať na svetových trhoch. Efekty v jednotlivých krajinách eurozóny sa však môžu líšiť, vzhľadom na rozdielnu kvalitu inštitúcií a rozdielnu dostupnosť technológií, výskumu a vývoja.

Okrem zvýšenej konkurencie v rámci eurozóny sa vzhľadom na nové nákladovo konkurencieschopné krajiny, predstavujúce hlavných svetových exportérov, zvýšila aj úroveň vonkajšej konkurencie, ktorej sú krajiny eurozóny vystavené.⁷ Napríklad Čína v poslednom desaťročí zvyšovala svoj podiel na svetovom vývoze priemerným tempom takmer 13 % ročne (graf 2). Zdá sa, že tento vývoj je protikladom poklesu podielu na svetovom vývoze, ku ktorému došlo v eurozóne (o 1,7 % ročne) a v ostatných hlavných obchodujúcich krajinách v rovnakom období (pričom ročný pokles bol v rozmedzí od 1,2 % do 1,7 %). Straty eurozóny však neboli jednotné. Jednotlivé

Euro pravdepodobne prinieslo zníženie nákladov pre firmy z eurozóny a nižšie ceny obchodovaných tovarov

Euro zvýšilo konkurencieschopnosť firiem

Krajiny eurozóny sú vystavené väčšej celosvetovej nákladovej konkurencii

3 Dôkazy zo sektorových štúdií možno nájsť napríklad v: Baldwin R., Skudelny F. a Taglioni D. (2005) „The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies“ ECB Working Paper č. 446; De Nardis S., De Santis R. a Vicarelli C. (2007) „The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?“ ISAE.

4 Napríklad Berthou A. a Fontagné L. (2008) „The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data“, CEPII; ako aj Méjean I. a Schwellnus C. (2007) „Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?“ CEPII.

5 Napríklad Allington N., Kattuman P. a Waldman F. (2005) „One market, one money, one price?“ Journal of Central Banking, s. 73-115.

6 Ottaviano G., Taglioni D. a di Mauro F. (2007) „Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union“, ECB Working Paper č. 847.

7 Pozri napríklad Mesačný bulletin ECB z januára (2008) „Globalisation, trade and the euro area macroeconomy“ a F. di Mauro a R. Anderson (2007) „The external dimension of the euro area: assessing the linkages“, Cambridge University Press.

Väčší trhový podiel
eurozóny v segmentoch
najmodernejších a tradičných
tovarov

ekonomiky eurozóny sa vyvíjali rozdielne, pričom Írsko a Nemecko sú najzreteľnejšími výnimkami, keďže ich trhové podiely sa v predchádzajúcom desaťročí zvýšili. Rozdiely sú tiež v jednotlivých rokoch, pričom k najväčším stratám došlo v období rokov 2002 až 2004, čo zodpovedá vstupu Číny do Svetovej obchodnej organizácie.

Straty podielu eurozóny na vývozných trhoch sú čiastočne mechanickým prispôbením sa konkurencii nových nízkopríjmových krajín. Do určitej miery však môžu odzrkadľovať aj vývoznú špecializáciu eurozóny. V niektorých krajinách eurozóny napríklad prevažujú pracovne náročné sektory, kde rozvíjajúce sa ekonomiky majú relatívnu komparatívnu výhodu. K pozitívnejším informáciám patria zistenia najnovších analýz, ktoré ukazujú, že krajiny eurozóny a ostatné členské štáty EÚ v poslednom desaťročí zvýšili svoje trhové podiely v segmentoch vyspelých odvetví a produktov s vyššou cenou a vyššou kvalitou, čo kontrastuje s ich relatívne slabšou výkonnosťou v iných druhoch vývozu.⁸

5.2 MEDZINÁRODNÉ KAPITÁLOVÉ TOKY

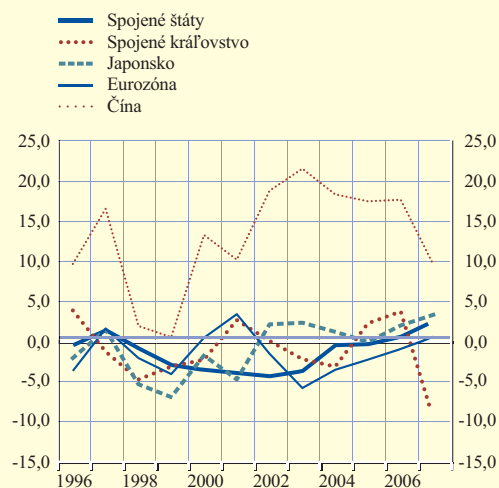
Eurozóna je relatívne otvorená aj z finančného pohľadu, pričom medzinárodné aktíva a záväzky v roku 2006 prevýšili 150 % HDP, v porovnaní so 115 % v Spojených štátoch a 90 % v Japonsku. Vonkajšia finančná otvorenosť eurozóny sa okrem toho v posledných rokoch výrazne zvyšovala, pričom externé aktíva a záväzky vzrástli v období rokov 1999 až 2006 o približne 60 % HDP.

Jednotlivé krajiny eurozóny sú výrazne otvorenejšie než eurozóna ako celok, vzhľadom na rozsiahlu aktivitu v oblasti priamych zahraničných investícií (PZI) a portfóliových investícií, ku ktorej dochádza aj medzi členmi eurozóny. Napríklad krajiny eurozóny – buď ako príjemcovia alebo zdroje investícií – sa v období rokov 2000 až 2005 podieľali na svetových tokoch PZI až 57 %. Rezidenti eurozóny pritom v období rokov 2001 až 2006 mali v držbe 34 % svetového medzinárodného akciového portfólia, resp. 44 % dlhopisového portfólia. Vzhľadom na to, že HDP eurozóny predstavuje iba štvrtinu svetového HDP, tieto štylizované fakty naznačujú, že euro mohlo hrať významnú úlohu v týchto pohyboch kapitálu, osobitne medzi krajinami eurozóny.

Nasledujúce dve časti opisujú možné efekty eura na PZI, aktivitu v oblasti fúzií a akvizícií a na portfóliové investície.

Graf 2 Ročné zmeny vo vývozných podieloch na trhu: eurozóna, Spojené kráľovstvo, Spojené štáty, Japonsko a Čína

(objemy, percentuálne body)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámky: Zmeny vo vývozných podieloch na trhu sú vypočítané ako rozdiel medzi ročnou mierou rastu vývozu a zahraničným dopytom (kde zahraničný dopyt je definovaný ako pre jednotlivé krajiny špecifický celkový objem zahraničného dovozu tovarov a služieb vážený vývozom). Posledné pozorovanie sa vzťahuje na rok 2007.

Eurozóna je finančne
„otvorená“, najmä po
zavedení eura

8 L. Fontagné, G. Gaulier a S. Zignago (2008) „Specialization Across Varieties and Northsouth Competition“, Economic Policy, ročník 23, číslo 53, s. 51 – 91.

VPLYV HMÚ NA PRIAME ZAHRAŇIČNÉ INVESTÍCIE A NA FÚZIE A AKVIZÍCIE

Firmy môžu zahraničnú expanziu realizovať hmotnými investíciami v inej krajine alebo tým, že sa zlúčia s existujúcou zahraničnou firmou alebo ju prevezmú. PZI preto poskytujú firmám prístup k novým trhom a marketingovým kanálom, ako aj prístup k novým technológiám, produktom a schopnostiam. Pre hostiteľskú krajinu alebo zahraničnú firmu prijímajúcu investície môžu byť tieto investície zdrojom nových technológií, kapitálu, procesov, produktov, organizačných technológií a manažérskych schopností a môžu tak byť významným impulzom pre hospodársky rozvoj. Celkovo môžu PZI zvýšiť efektivitu tak v domovskej, ako aj v hostiteľskej krajine.

Zdá sa, že európska hospodárska a finančná integrácia sa stala magnetom pre aktivity v oblasti PZI, osobitne vo výrobnom sektore, pričom rastúci podiel tokov PZI sa realizuje medzi krajinami eurozóny. Napríklad toky PZI v rámci eurozóny vyjadrené ich podielom na celkových PZI eurozóny sa zvýšili z 35 % v roku 1999 na 45 % v roku 2006 (graf 3). Pozitívny trend tiež možno pozorovať pri sledovaní stavu PZI, keďže stav PZI v rámci eurozóny v pomere k celkovému stavu PZI eurozóny sa zvýšil z takmer 43 % v roku 1999 na 45 % v roku 2006.

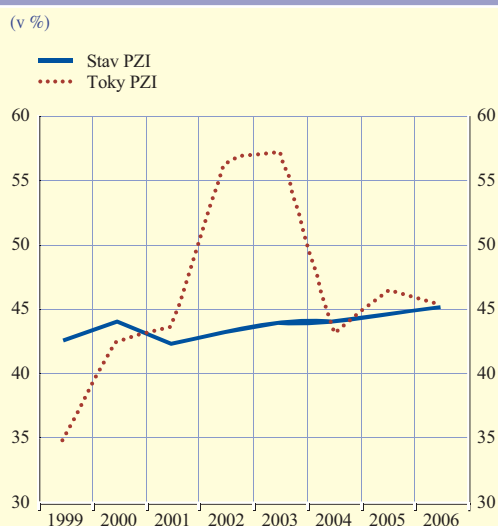
Keďže prevažná časť aktivít v oblasti PZI sa realizuje prostredníctvom fúzií a akvizícií, kde sú najdôležitejšími hráčmi krajiny EÚ15 a Spojené štáty, analýza cezhraničných fúzií a akvizícií poskytuje dodatočné informácie o vplyve eura na aktivitu v oblasti PZI.

Podiel cezhraničných fúzií a akvizícií realizovaných v rámci eurozóny vo výrobnom sektore na celkových cezhraničných fúziách a akvizíciách eurozóny sa zvýšil z 20 % počas šiestich rokov pred vznikom HMÚ (1993 až 1998) na 35 % počas šesťročného obdobia po vzniku HMÚ (1999 až 2004). Výrobné firmy z Kanady, Japonska, Nórska a Spojených štátov tiež zvýšili svoj podiel fúzií s firmami z eurozóny (graf 4). Naopak, pri pohľade na sektor služieb sa podiel fúzií a akvizícií v rámci eurozóny za rovnaké obdobie znížil z 37 % na 27 %, pričom ostatné krajiny svoj podiel fúzií a akvizícií realizovaných v eurozóne zvýšili (graf 4).

Kľúčovou otázkou je, či HMÚ hrala nejakú úlohu v tomto vývoji. Okrem odstránenia kurzového rizika medzi faktory podporujúce PZI vďaka zavedeniu eura patrí: (i) zníženie transakčných a fixných nákladov, (ii) zníženie nákladov akciového kapitálu, ako aj dlhopisového a bankového financovania a (iii) vplyv obchodu na PZI, keďže vnútorné i vonkajšie toky PZI navzájom súvisia s obchodom. Všetky uvedené faktory mohli uľahčovať realokáciu kapitálu medzi krajinami eurozóny.

Vplyv eura na PZI skúmali viaceré empirické štúdie.⁹ Ich výsledky naznačujú, že euro zvýšilo PZI v krajinách eurozóny viac, než by vytvorili iba pozitívne efekty jednotného trhu EÚ. Celko-

Graf 3 Podiel PZI v rámci eurozóny na celkových PZI eurozóny, 1999 až 2006



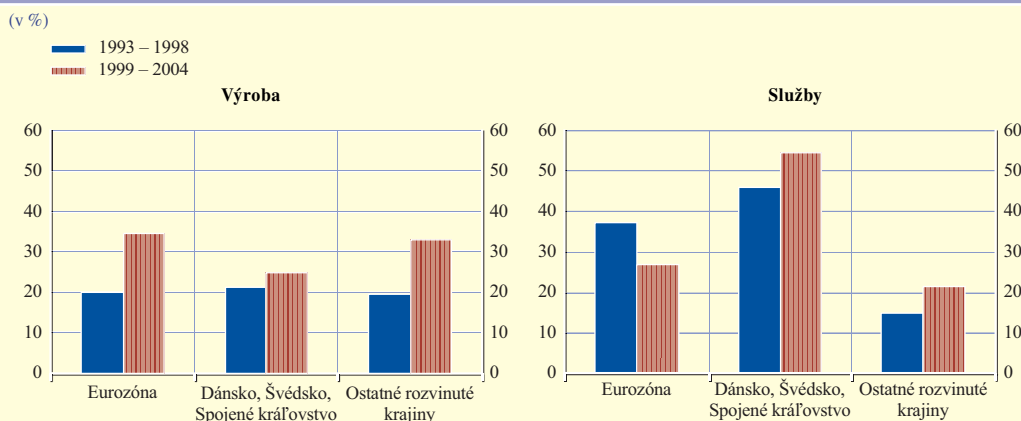
Zdroj: ECB.
Poznámka: Prílev (stav) PZI v rámci eurozóny plus odlev (stav) PZI v rámci eurozóny v percentách na dvojnásobku celkových tokov (stavov) PZI eurozóny.

Silný nárast tokov PZI medzi krajinami eurozóny po roku 1999 ...

... osobitne v oblasti fúzií a akvizícií v oblasti výroby

Odhaduje sa, že toky PZI v rámci eurozóny sa vďaka euru zvýšili o 15 %

Graf 4 Cezhraničné fúzie a akvizície vo výrobe a v službách v nákupoch aktív eurozóny (1993 až 2004)



Zdroj: Thomson Financial.

Poznámka: Údaj v položke „eurozóna“ je pomer medzi cezhraničnými fúziami a akvizíciami v rámci eurozóny a celkovou sumou cezhraničných fúzií a akvizícií eurozóny. Údaj v položke „Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo“ je pomer medzi fúziami a akvizíciami firiem z Dánska, Švédska a Spojeného kráľovstva s firmami eurozóny a ich celkovými cezhraničnými fúziami a akvizíciami. Údaj v položke „Ostatné rozvinuté krajiny“ je pomer medzi fúziami a akvizíciami Kanady, Japonska, Nórska a USA s firmami eurozóny a ich celkovými cezhraničnými fúziami a akvizíciami.

vo sa zdá, že priemerný pozitívny efekt eura na celkové toky PZI v rámci eurozóny predstavuje približne 15 %, zatiaľ čo vplyv eura na toky PZI do eurozóny z krajín nepatriacich do eurozóny predstavuje približne 7 %. Tieto výsledky sa javia konzistentné s výsledkami uvedenými v grafe 3.

Zdá sa, že euro malo najväčší efekt vo výrobnom sektore. Odhady naznačujú, že v rámci eurozóny euro vo výrobnom sektore zvýšilo aktivitu v oblasti fúzií a akvizícií v priemere o približne 160 %.¹⁰ Okrem toho odhadovaný efekt eura na fúzie a akvizície eurozóny z krajín nepatriacich do eurozóny do krajín eurozóny zodpovedá zvýšeniu o približne 80 %. Najväčšiu expanziu v krajinách eurozóny v porovnaní s vonkajšími PZI v eurozóne zaznamenali chemický a petrochemický priemysel, ťažba uhlia, výroba kaučuku a plastov a dopravných zariadení. Naopak vo výrobe strojov a zariadení sa podiel fúzií v krajinách eurozóny v skutočnosti znížil.

Čo sa týka služieb, odhadovaný vplyv eura na cezhraničné fúzie a akvizície sa javí zanedbateľný, čo naznačuje, že tieto aktivity môžu byť negatívne ovplyvňované bariérami pre cezhraničný obchod so službami a predpismi platnými pre produktové trhy v cieľovej krajine.¹¹ Tieto výsledky sú v súlade s grafom 4, rovnako ako slabý rast pozorovaný v obchode so službami v rámci eurozóny v porovnaní s obchodom mimo eurozóny.

9 Pozri napríklad Petroulas, P., 2007, „The effect of the euro on foreign direct investment“, *European Economic Review*, 51: 1468-1491; Schiavo S., 2007, „Common currencies and FDI flows“, *Oxford Economic Papers*, 59: s. 536-560; De Sousa, J. a J. Lochard, 2006, „Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach“, University of Paris I, mimeo; Flam, H. a H. Nordström, 2007, „The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI“, 2007, Inštitút pre medzinárodné ekonomické štúdie, Univerzita Štokholm, mimeo.

10 Pozri Coeurdacier, N., De Santis, R.A. a A. Aviat: „Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces“ (materiál prezentovaný na 47. stretnutí o ekonomickej politike v Lublane, apríl 2008). Tieto odhady sú konzistentné s ostatnými štúdiami, ktoré sa týkajú celkových PZI, keďže cezhraničné fúzie a akvizície vo výrobnom sektore medzi rozvinutými krajinami predstavujú iba asi 30 % ich celkovej cezhraničnej aktivity a nie sú do nich zahrnuté niektoré kategórie celkových PZI, ako napríklad investície na zelenej lúke, reinvestované zisky a vnútropodnikové pôžičky.

11 Keďže predpisy upravujúce služby stále patria do kompetencie jednotlivých členských štátov EÚ, vnútorný trh EÚ v oblasti služieb zostáva doteraz veľmi fragmentovaný. Reštrikcie v oblasti služieb preto mohli obmedzovať investičné rozhodnutia podnikateľov, a tým ovplyvňovať efektívnu medzinárodnú alokáciu kapitálu v rámci eurozóny.

VPLYV HMŮ NA CEZHRANIČNÉ PORTFÓLIOVÉ INVESTÍCIE

Blahobyt jednotlivca je často realizovaný vo forme portfóliových investícií do akcií, ktoré predstavujú investície do jednotlivých firiem, do dlhopisov, ktoré predstavujú investície do dlhových nástrojov s cieľom získať úrokové výnosy, a do podielových fondov, ktoré predstavujú združené finančné prostriedky riadené profesionálmi v mene investorov. Ak sú tieto nástroje vydané v krajine, ktorá nie je trvalým bydliskom investora, potom má takáto investícia cezhraničný charakter a okrem iného podlieha riziku zahraničnej meny.

Euro podporilo aktivitu v oblasti cezhraničných portfóliových investícií medzi krajinami eurozóny tým, že eliminovalo kurzové riziko a podporilo vytvorenie spoločných obchodných platforiem (napríklad vytvorenie Euronext-u prostredníctvom cezhraničnej fúzie amsterdamskej, bruselskej, lisabonskej a parížskej burzy) a integráciu trhovej infraštruktúry po zrealizovaní obchodu, pričom všetko uvedené prispelo k zníženiu obchodných bariér pre portfóliové investície.

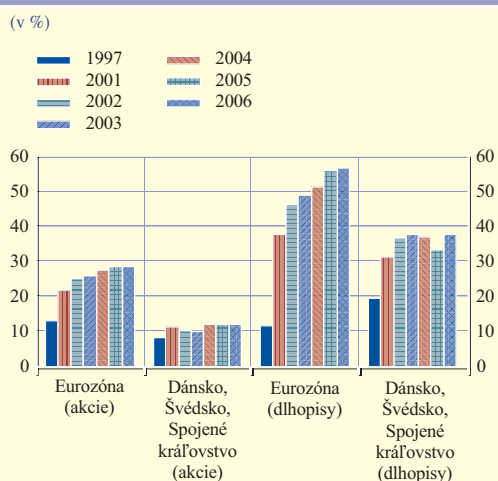
Vo väčšine krajín portfóliové fondy často podliehajú určitej forme obmedzení ohľadne úrovne ich zahraničných investícií. Na portfóliové fondy sa napríklad vzťahujú pravidlá pre rozloženie menového rizika, ktorých cieľom je znížiť kurzové riziko. Od zavedenia eura v januári 1999 sa pravidlo rozloženia menového rizika v rámci eurozóny presunulo z národných mien na euro. Z toho vyplývajúca vyššia flexibilita umožnila portfóliám jednotlivých krajín eurozóny zabezpečiť si lepšiu diverzifikáciu investičného rizika prostredníctvom nákupu väčšieho množstva zahraničných aktív.

Portfóliové aktíva eurozóny investované v eurozóne vyjadrené ich podielom na celkových medzinárodných aktívach v držbe rezidentov eurozóny v období rokov 1997 až 2006 výrazne vzrástli: nárast predstavoval 16 percentuálnych bodov v prípade akcií a 46 percentuálnych bodov v prípade cenných papierov s fixným výnosom (graf 5). Okrem toho všetky hlavné regióny sveta, ako aj Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo zvýšili v tomto období stav aktív investovaných v eurozóne (vyjadrený podielom na ich medzinárodnom portfóliu), pričom však tento nárast bol menší. To naznačuje, že euro mohlo silne stimulovať portfóliové transakcie medzi krajinami eurozóny.

Môže existovať viacero dôvodov, prečo od zavedenia eura došlo k presmerovaniu portfóliových investícií do eurozóny, ako napr. eliminácia kurzového rizika medzi krajinami eurozóny, eliminácia technických bariér obchodu, výhody vyplývajúce z diverzifikácie rizika vzhľadom na držbu rôznych zahraničných aktív a skutočnosť, že medzinárodný stav investícií do aktív eurozóny v roku 1998 už mohol byť podľa ekonomických princípov pod optimálnou úrovňou.¹² Empirické odhady

12 Ďalšie faktory, ktoré mohli ovplyvniť realokáciu portfólií vo svete, sú: očakávané výnosy a volatilita aktív v jednotlivých ekonomikách, tendencia investovať do domácich aktív (konkrétne stupeň preferencie domácich aktív), očakávaný hospodársky rast, inštitucionálny rámec, profil starostlivosti obyvateľstva v danej krajine, intenzita dvojstranného obchodu, kultúrne prepojenia atď.

Graf 5 Držba aktív v portfóliu eurozóny v pomere k celkovej medzinárodnej držbe portfólií, 1997 až 2006



Zdroj: BIS, MMF, Thomson DataStream, výpočty ECB.
Poznámka: Údaj v položke „eurozóna“ predstavuje cezhraničné aktíva (akcie alebo dlhopisy) v rámci eurozóny, vydelené súčtom cezhraničných aktív (akcií alebo dlhopisov) v rámci a mimo eurozóny. Údaj v položke „Dánsko, Švédsko, Spojené kráľovstvo“ predstavuje aktíva eurozóny (akcie alebo dlhopisy) v držbe Dánska, Švédska a Spojeného kráľovstva, vydelené celkovými cezhraničnými aktívami (akcií alebo dlhopisov) v držbe týchto krajín.

Cezhraničné portfóliové investície v eurozóne sa od roku 1999 výrazne zvýšili ...

... aj vďaka zrušeniu obmedzení vzťahujúcich sa na zahraničné investície

Euro zvýšilo portfóliové toky medzi jednotlivými krajinami eurozóny

podporujú hypotézu, že prijatie eura hralo významnú úlohu v realokácii portfólií medzi jednotlivými krajinami vo svete, ako aj medzi členmi eurozóny. Po preskúmaní uvedených premenných sa celkový efekt eura na dvojstranné transakcie medzi jednotlivými krajinami eurozóny odhaduje ako zvýšenie o 3,5 % v prípade majetkových cenných papierov a o 4,2 % v prípade dlhopisov a obligácií z celkového stavu medzinárodných investícií do uvedených nástrojov.¹³ Väčšina krajín nepatriacich do eurozóny pritom v priemere zvýšila svoje relatívne investície do dlhopisov a obligácií eurozóny. Tieto výsledky sú konzistentné s vývojom prezentovaným v grafe 5.

Celkovo možno povedať, že euro podporilo tok kapitálu medzi členskými krajinami eurozóny, a tým umožnilo lepšiu diverzifikáciu investičného a spotrebného rizika.

5.3 MEDZINÁRODNÁ ÚLOHA EURA

Rozsiahle používanie eura mimo eurozóny

Tretia medzinárodná dimenzia eura súvisí s jeho používaním aj mimo eurozóny. Aj keď euro bolo zavedené v záujme obyvateľov eurozóny, samozrejme, má vplyv aj na ľudí a firmy mimo eurozóny. Domácnosti, podniky a vlády mimo eurozóny sa teraz môžu rozhodnúť používať euro pri mnohých svojich každodenných hospodárskych a finančných transakciách. Môžu vlastniť eurové bankovky a mince. Môžu si otvoriť bankové účty v eurách alebo čerpať úver v eurách. Rovnako môžu emitovať finančné nástroje v eurách, ako napríklad dlhopisy a obligácie. Môžu vystavovať faktúry a platiť v eurách v medzinárodnom styku. Centrálné orgány z tretích krajín si môžu tiež euro zvoliť ako referenčnú menu pre ich režim výmenného kurzu alebo sa rozhodnúť, že časť svojich devízových rezerv budú investovať do eura.

Používanie eura nerezidentmi nie je politickým cieľom Eurosystému

Z pohľadu menovej politiky Eurosystém zaujal neutrálny postoj k medzinárodnému používaniu svojej meny. Nesnaží sa o internacionalizáciu eura ako o svoj politický cieľ a nepodporuje, ale ani nebráni, aby sa euro používalo mimo eurozóny. Používanie eura za hranicami eurozóny je a malo by zostať výsledkom hospodárskeho a finančného vývoja, založeného na slobodných súkromných (a niekedy verejných) rozhodnutiach. V každom prípade, v globalizovanom svete s integrovanými a trhovo založenými finančnými systémami majú zodpovedné hospodárskopolitické orgány iba obmedzené možnosti ovplyvňovania internacionalizácie meny a to aj vtedy, ak by to chceli robiť. Prehľbovanie finančných trhov, podpora integrácie finančných trhov a podpora cenovej stability sú príklady politik, ktoré môžu nepriamo podporovať používanie meny v zahraničí. Napríklad sa zdá, že používanie niektorej meny ako rezervnej meny súvisí s týmito politikami.¹⁴ Zároveň je však jasné, že tieto politiky majú skôr domáce než medzinárodné ciele.

ECB pozorne sleduje medzinárodnú úlohu eura

Neutrálna politika vo vzťahu k medzinárodnej úlohe eura neznamena, že táto téma Eurosystém nezaujíma. ECB monitoruje a analyzuje medzinárodnú úlohu eura a od roku 2001 uverejňuje svoje hlavné zistenia v ročných hodnotiacich správach. Prečo sa venuje tejto otázke taký záujem? Jedným z dôvodov je, že používanie jednotnej meny mimo eurozóny môže vplývať na transmisiiu menovej politiky a na informačný obsah indikátorov používaných v rámci stratégie menovej politiky. Ďalším dôvodom je, že medzinárodná úloha eura by mohla ovplyvňovať transmisiiu globálnych finančných a kurzových šokov do eurozóny. A nakoniec, monitorovanie medzinárodnej

13 De Santis, R. a B. Gerard (2006): „Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union“, ECB Working Paper Series, č. 626. De Santis, R. (2006): „The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks“, ECB Working Paper Series, č. 678.

14 Pozri Chinn, M. a J. Frankel (2006), „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?“, v publikácii „G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment“, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Chicago, a Chinn, M. a J. Frankel: „The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency“, NBER Working Paper č. 13909, apríl 2008.

úlohy eura zo strany ECB poskytuje širokej verejnosti a akademickej obci zaujímajúcej sa o medzinárodné meny jedinečný a neustále sa rozširujúci súbor údajov o používaní eura ne-rezidentmi.

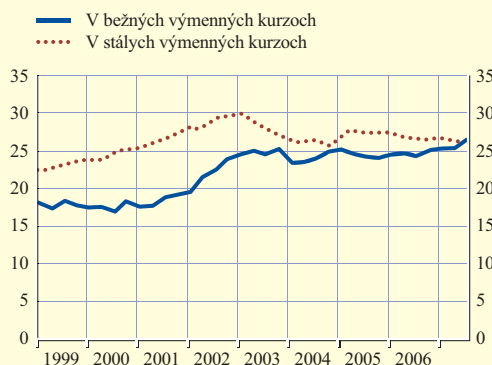
V rámci každoročného hodnotenia medzinárodnej úlohy eura sa vyseletovali tri hlavné témy. Po prvé možno konštatovať, že v priebehu posledných rokov sa úloha eura na medzinárodných trhoch o niečo zvýšila, avšak tempo zmien bolo postupné a zdá sa, že v niektorých trhových segmentoch opadlo. Po druhé, medzinárodnú dimenziu čiastočne podporuje aj samotná eurozóna. Po tretie, táto úloha sa geograficky koncentruje do regiónov v blízkosti eurozóny.

Od svojho zavedenia v roku 1999 bolo euro „medzinárodné“ jednoducho z toho dôvodu, že nahradilo 11 existujúcich mien. Ako nástupca nemeckej marky a francúzskeho franku začali centrálné banky okamžite používať euro ako rezervnú menu a ako referenčnú menu pre politiku výmenných kurzov niektorých krajín. Medzinárodná úloha eura však prerástla toto historické dedičstvo. Napríklad súčasný podiel eura na globálnych oficiálnych rezervách je vyšší než celkový podiel všetkých bývalých mien – osobitne nemeckej marky – na celosvetových oficiálnych rezervách na konci roku 1998, ktorý predstavoval približne 18 %. Podľa MMF sa podiel eura na celosvetových devízových rezervách so známym zložením mien zvýšil počas prvých piatich rokov existencie hospodárskej a menovej únie na približne 25 %. Odvtedy zostával podiel eura relatívne stabilný (graf 6). V reakcii na používanie eura ako medzinárodnej rezervnej meny Eurosystém v januári 2005 zaviedol pre centrálné banky a menové orgány mimo eurozóny, ako aj pre medzinárodné organizácie rámec pre služby riadenia devízových rezerv.

Druhým znakom medzinárodného postavenia eura je skutočnosť, že čiastočne ho podporuje samotná eurozóna. Inými slovami, domáci používatelia eura, teda občania eurozóny tiež ovplyvňujú medzinárodné postavenie svojej meny. Napríklad dlžníci mimo eurozóny v rastúcej miere emitujú dlhopisy v eurách. Podiel eura na „úzkom ukazovateli“ medzinárodných dlhových cenných papierov, t. j. bez emisií v domácej mene, sa zvýšil na približne 31 % v júni 2007 (graf 7). Tieto dlhopisy však

Graf 6 Podiel eura na globálnych devízových rezervách

(v % alokovaných rezerv)



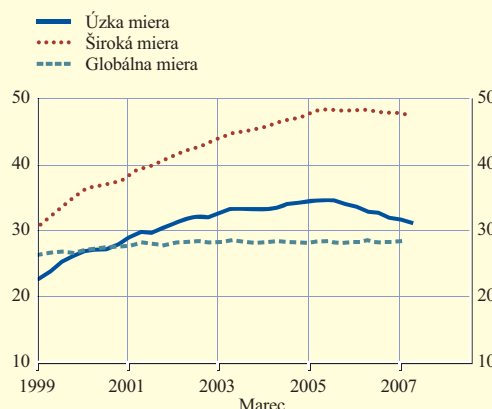
Zdroj: Databáza IMF/COFER a výpočty ECB.

Poznámka: Podiely na stálych výmenných kurzoch sa vzťahujú na výmenné kurzy v 3. štvrtroku 2007.

Úloha eura v zahraničí sa zvýšila, avšak tempo zmien bolo iba postupné.

Graf 7 Podiel eura na zásobe nesplatených dlhových cenných papierov

(v %, v stálom výmennom kurze)



Zdroj: BIS a výpočty ECB.

Poznámka: Podiely v stálych výmenných kurzoch sa vzťahujú na výmenné kurzy v 3. štvrtroku 2007. Úzka miera medzinárodných dlhových cenných papierov sa definuje ako emitované dlhopisy a zmenky, ako aj nástroje peňažného trhu v inej ako domácej mene dlžníka. Široká miera zvyšuje úzkú mieru o emitované dlhové cenné papiere denominované v domácej mene dlžníka, pokiaľ sú tieto emisie určené na medzinárodný finančný trh. Globálna miera dlhových cenných papierov pridáva k širokej miere všetky domáce emisie zacielené na domáci trh. Podrobnejšia diskusia o týchto mierach je uvedená v publikácii ECB pod názvom „Review of the International Role of the Euro“ z júna 2007.

Rezidenti eurozóny tiež ovplyvňujú medzinárodné postavenie eura

Objem nesplatených medzinárodných dlhopisov a zmeniek podľa regiónov

(v percentách, 2. štvrťrok 2007)

	Euro- zóna	Dánsko, Švédsko, Spojené Kráľovstvo	Nové členské štáty	Európske krajiny mimo EÚ	Severná Amerika	Ázia a Ticho- more	Latinská Amerika	Offshore centrá	Medzi- národné organizácie	Iné
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

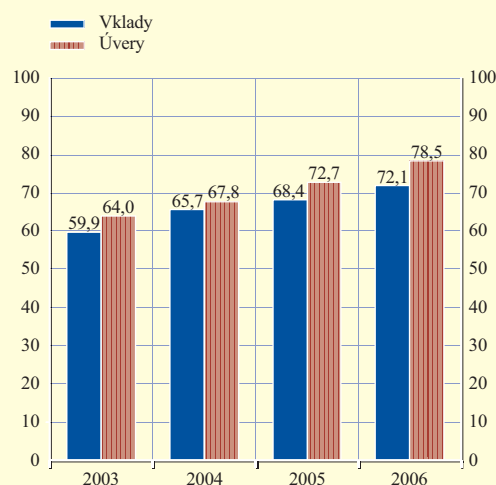
Zdroj: BIS a výpočty ECB.

nekupovali hlavne investori z krajín nepatriacich do eurozóny. Viac než polovicu týchto cenných papierov denominovaných v eurách a emitovaných nerezidentmi nakupujú investori z eurozóny.

Posledným a možno najvýraznejším znakom medzinárodnej úlohy eura je jeho regionálny charakter. Napríklad na medzinárodných finančných trhoch je normálne, ak si krajiny nachádzajúce sa v blízkosti eurozóny vyberú na financovanie práve euro. Napríklad emitenti so sídlom v Dánsku, Švédsku a Spojenom kráľovstve sa významným spôsobom podieľajú na emisiách dlhových nástrojov denominovaných v eurách nerezidentmi (pozri tabuľku) a mesto Londýn ako dôležité medzinárodné finančné centrum rozvíja svoje transakcie v eurách spolu s transakciami v amerických dolároch.¹⁵ Podobne všetky krajiny, ktoré uskutočňujú politiku výmenných kurzov naviazanú na euro sa nachádzajú v blízkosti eurozóny. A nakoniec, stupeň nahrádzania meny je najvyšší v nových členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny, ako aj v kandidátskych a potenciálnych kandidátskych krajinách EÚ na juhovýchode Európy (graf 8). V tejto súvislosti Eurosystém neustále zdôrazňuje, že jednostranné prijatie jednotnej meny prostredníctvom „euroizácie“ mimo rámca zmluvy by bolo v rozpore s ekonomickými princípmi hospodárskej a menovej únie, podľa ktorých prijatie eura je konečným bodom štruktúrovania, v mnohostrannom rámci prebiehajúceho konvergenčného procesu.¹⁶ ECB tiež starostlivo skúma determinanty rastu pôžičiek v cudzích menách v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe¹⁷ a Eurosystém neustále monitoruje rozsah, v akom by tieto pôžičky mohli mať dopad na finančnú stabilitu v týchto krajinách.¹⁸

Graf 8 Vklady/úvery denominované v eurách
v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe

(v % z celkových vkladov/úverov)



Zdroj: Národné centrálné banky a výpočty pracovníkov ECB.
Poznámky: Nevážený priemer za Albánsko, Bosnu a Hercegovinu, Chorvátsko, Českú republiku, Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko, Bývalú juhoslovanskú republiku Macedónsko, Srbsko, Slovensko a Turecko. Údaje za Bosnu a Hercegovinu do konca roka 2004 nezahŕňajú úvery indexované k euru.

15 Úloha eura v Londýne je analyzovaná v dokumente ECB s názvom Review of the International Role of the Euro, december 2003.

16 Pozri „Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Accessing Countries“, ECB december 2003.

17 Podrobná analýza substitúcie meny v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe je v dokumente s názvom Review of the International Role of the Euro, ECB jún 2007.

18 Pozri napríklad „Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Accessing and Candidate Countries“, Occasional Paper Series ECB č. 48, júl 2006.

Regionálny charakter medzinárodného používania eura je odzrkadlením kombinácie historických, inštitucionálnych a ekonomických faktorov. Historicky sa euro opiera o dlhú tradíciu nahradených mien, osobitne nemeckej marky ako meny, ktorá sa v širokom rozsahu používala v určitých častiach európskeho kontinentu a jeho okolí. Inštitucionálne sa mnoho krajín v okolí eurozóny snaží o prijatie eura. To platí pre členské štáty nepatriace do eurozóny, ktoré nemajú osobitný status a od ktorých sa očakáva, že v určitom časovom okamihu vstúpia do eurozóny. To platí aj pre kandidátske krajiny, ktoré by v strednodobom až dlhodobom výhľade mali vstúpiť do Európskej únie a v konečnom dôsledku prijať euro. Ekonomicky je eurozóna dôležitým obchodným a finančným partnerom príslušných krajín. Bude však veľmi závisieť od situácie v danej konkrétnej krajine, či pre ňu bude prospešné, aby sledovala politiku zameranú na dosiahnutie fixného výmenného kurzu voči euru už v skorej fáze konvergenčného procesu. Keďže konvergenčný proces predpokladá trend smerom k reálnemu zhodnocovaniu výmenného kurzu, viaceré krajiny sa rozhodli zamerať svoju menovú politiku na domácu cenovú stabilitu, a tým umožnili, aby sa ich nominálny výmenný kurz voči euru zhodnocoval.

5.4 MEDZINÁRODNÁ SPOLUPRÁCA

ECB nadviazala úzku spoluprácu s centrálnymi bankami a organizáciami mimo eurozóny. Táto medzinárodná spolupráca sa realizuje jednak v rámci mnohostranných inštitúcií, jednak na základe dvojstranných kontaktov. Aktivita v oblasti medzinárodnej spolupráce pomáhajú ECB pri sledovaní hospodárskeho a finančného vývoja mimo eurozóny. Medzinárodné stretnutia poskytujú platformu na výmenu informácií o najnovšom vývoji, ekonomických vyhliadkach a otvorených otázkach hospodárskej politiky v krajinách nepatriacich do eurozóny.

Mnohostranná a dvojstranná
spolupráca

Eurosystém vytvoril rad nástrojov na zintenzívnenie spolupráce s najdôležitejšími centrálnymi bankami vo svete. Usporiadal napríklad sériu seminárov na vysokej úrovni pre centrálny banky zo špecifických regiónov, ako sú napríklad Banka Ruska, centrálny banky Stredomoria zúčastňujúce sa na Barcelonskom procese EÚ, centrálny banky a menové inštitúcie Rady pre spoluprácu v golfskom zálive (GCC) a centrálny banky z Latinskej Ameriky a východoázijsko-tichomorského regiónu. ECB tiež poskytuje na požiadanie technickú pomoc a poradenstvo v oblasti hospodárskych politík a je ochotná deliť sa o svoje skúsenosti v rôznych oblastiach hospodárskych politík, vrátane realizácie menovej politiky, bankového dohľadu a platobných systémov. V tejto súvislosti európska cesta k hospodárskej a menovej únii, osobitne vytvorenie nadnárodného systému centrálnych bánk, často slúži ako vzor alebo zdroj inšpirácie pre ostatné regióny.

ECB hrá kľúčovú úlohu v rôznych multilaterálnych organizáciách a fórach. V Medzinárodnom menovom fonde (MMF), inštitúcii, ktorej členmi sú jednotlivé krajiny, má ECB postavenie pozorovateľa, čo znamená, že sa môže zúčastňovať na zasadnutiach rady MMF v prípadoch, keď sa diskutuje o záležitostiach relevantných pre Eurosystém. Prezident ECB je okrem toho pozývaný – ako pozorovateľ – na zasadnutia Medzinárodného menového a finančného výboru, ktoré sa konajú každé dva roky a ktoré poskytujú politické usmernenia pre prácu MMF. Prezident ECB sa spolu s predsedom Euroskupiny zúčastňujú na zasadnutiach ministrov a guvernérov krajín G7. ECB sa tiež zúčastňuje na stretnutiach dvoch fór, ktoré boli vytvorené skupinou G7 v roku 1999: skupiny 20 ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk (G20) predstavujúcej fórum pre zástupcov najdôležitejších vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, na ktorom môžu diskutovať o otázkach medzinárodnej hospodárskej a finančnej politiky, a Fóra finančnej stability (FSF), ktoré hodnotí potenciálne zraniteľné miesta medzinárodného finančného systému. Okrem toho sa ECB ako súčasť delegácie EÚ zúčastňuje na relevantných zasadaniach Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD), ktorej členmi sú tiež jednotlivé krajiny.

MMF, G7, G20, FSF a BIS

Mimoriadny význam má Banka pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) ako „banka centrálnych bankárov“, ktorá pôsobí ako sekretariát a hostiteľská organizácia pre rôzne stretnutia centrálnych bánk, vrátane guvernérov Skupiny desiatich. ECB sa stala členom príslušných výborov BIS v novembri 1999 a od roku 2005 je akcionárom BIS. Prezident ECB sa zúčastňuje na stretnutiach guvernérov G10 a od konca roku 2003 osobne predsedá týmto stretnutiam. G10 má ďalej množstvo trvalých výborov a ad hoc pracovných skupín, do ktorých patrí aj ECB.¹⁹

5.5 POUČENIA A VÝHLAD DO BUDÚCNOSTI

Od roku 1998 sa stupeň otvorenosti eurozóny voči globálnym obchodným a finančným trhom neustále zvyšuje, pričom sa výrazne zvýšil aj obchod a investície v rámci eurozóny. Euro malo pozitívny vplyv na obchod v eurozóne, keďže stimulovalo vývoz nových produktov a o niečo znížilo náklady na vývoz. Tieto výsledky sú v súlade s dôkazmi o zmenách spôsobených eutom v správaní firiem pri určovaní obchodných cien a zdá sa, že tento vývoj podporil cenovú konvergenciu v eurozóne a následne vyvinul tlak na znižovanie vývozných cien v rámci eurozóny. A nakoniec, euro zvýšilo domácu konkurenciu v krajinách, ktoré prijali jednotnú menu, čo viedlo k celkovému zvýšeniu konkurencieschopnosti ich firiem a čo naznačuje, že silnejšia konkurencia mohla byť tiež spúšťačím mechanizmom pre pozorované zrýchlenie konvergence obchodných cien.

Čo sa týka kapitálových tokov, vznik HMÚ predstavoval zásadnú inštitucionálnu zmenu, ktorá môže byť nápomocná pri vysvetlení uskutočnenej rozsiahlej realokácie kapitálu. Čo sa týka priamych investícií, empirické výsledky naznačujú, že euro podporilo toky PZI vo všetkých krajinách eurozóny a stalo sa katalyzátorom vzniku vln cezhraničných fúzií a akvizícií vo výrobnom sektore. Krajiny eurozóny zaznamenali mimoriadny nárast fúzií a akvizícií v rámci eurozóny vo výrobnom sektore, kým sektor služieb zatiaľ naplno nevyužil výhody európskej finančnej integrácie. Pre budúcnosť to naznačuje, že po zrušení cezhraničných bariér v odvetví služieb pravdepodobne dôjde aj k ďalším fúziám a akvizíciám. Čo sa týka portfóliových investícií, prijatie eura okrem eliminovania kurzového rizika podporilo cezhraničné toky portfóliových investícií medzi členmi eurozóny na akciových i dlhopisových trhoch, k čomu prispeli aj ďalšie faktory, ako napríklad zníženie nákladov akciového kapitálu i dlhopisového a bankového financovania, používanie spoločných obchodných platforiem, ako aj cezhraničná fúzia amsterdamskej, bruselskej a parížskej burzy (čím sa vytvoril Euronext).

Zavedenie eura malo tiež dopad na medzinárodný finančný systém, keďže vznikla nová mena, ktorú možno používať na medzinárodných trhoch. Od svojho zavedenia v roku 1999 si euro okamžite vydobylo medzinárodné postavenie a prevzalo medzinárodnú úlohu mien, ktoré nahradilo. Odvtedy sa úloha eura na medzinárodných trhoch o niečo zvýšila, avšak tempo zmien bolo iba veľmi postupné. Potvrďuje to aj ekonomická literatúra: medzinárodné postavenie mien má tendenciu meniť sa iba pomaly, odráža historické a inštitucionálne faktory a je charakterizované sieťovými efektmi.

Tieto medzinárodné dimenzie eurozóny podčiarkujú potrebu medzinárodnej spolupráce s centrálnymi bankami na celom svete. V priebehu posledných desiatich rokov preto Eurosystem nadviazal intenzívny dialóg s centrálnymi bankami v rôznych regiónoch, napríklad prostredníctvom seminárov Eurosystemu na vysokej úrovni alebo rozvíjaním úzkych dvojstranných vzťahov s hlavnými centrálnymi bankami, ako sú napríklad Federálny rezervný systém v USA alebo centrálna banka Japonska. Podobne sa ECB zúčastňuje na stretnutiach rôznych medzinárodných organizácií a fór, vrátane MMF, G7, G20 a BIS.

¹⁹ Z nich štyri najvýznamnejšie sú: Bazilejský výbor bankového dohľadu, Výbor pre platobné a zúčtovacie systémy, Výbor pre globálny finančný systém a Výbor pre trh so zlatom a pre devízový trh.



6 FINANČNÁ INTEGRÁCIA

Existuje viacero dôvodov, prečo sa Eurosystém intenzívne zaujíma o finančnú integráciu. Prvým a najdôležitejším dôvodom je, že dobre integrovaný finančný systém prispieva k hladkému a efektívnemu prenosu menovej politiky do praxe v celej eurozóne. Po druhé, finančná integrácia má veľký význam pre úlohu Eurosystému prispievať k finančnej stabilite, keďže zlepšuje možnosti rozdeliť a diverzifikovať riziko a zvyšuje likviditu finančných trhov. Integrovanější finančný systém zároveň zvyšuje rozsah prenosu pozitívnych efektov cez národné hranice. Po tretie, cieľ finančnej integrácie úzko súvisí s úlohou Eurosystému zabezpečiť hladké fungovanie platobných systémov, čo tiež súvisí so systémami zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi. Integrovanější platobné a zúčtovacie systémy fungujú efektívnejšie a účinnejšie a zároveň sú vzhľadom na ústrednú úlohu platobných systémov pri prevode finančných tokov kľúčovým prvkom procesu finančnej integrácie. A nakoniec, finančná integrácia hrá významnú úlohu pri zabezpečovaní toho, že finančný systém bude efektívne rozdeľovať zdroje v čase a priestore a presúvať ich od účastníkov trhu s prebytkom prostriedkov tým, ktorí ich majú nedostatok, čo v konečnom dôsledku povedie k vyššiemu a trvalo udržateľnému hospodárskemu rastu.

Eurosystém preto intenzívne podporuje ďalšiu finančnú integráciu v Európe a osobitne v eurozóne. Konkrétnejšie sa Eurosystém v súlade s definíciou finančnej integrácie podľa ECB usiluje dosiahnuť ďalší pokrok pri vytváraní jednotného finančného trhu v eurozóne, v ktorom všetci potenciálni trhoví účastníci (i) dodržiavajú jeden súbor pravidiel, ak sa rozhodnú kúpiť alebo predáť príslušné finančné nástroje alebo služby, (ii) majú rovnaký prístup k rovnakým finančným nástrojom a službám a (iii) s ktorými sa pri ich pôsobení na trhu zaobchádza rovnakým spôsobom.

Táto kapitola hodnotí pokrok dosiahnutý v oblasti finančnej integrácie v eurozóne, a to, ako k nemu prispel Eurosystém. Má nasledujúcu štruktúru. Časť 6.1 opisuje aktivity Eurosystému pri podpore finančnej integrácie. Časť 6.2 hodnotí stav finančnej integrácie v Európe desať rokov od zavedenia eura. Časť 6.3 hodnotí hlavné hybné sily a bariéry integračného procesu, so zameraním na úlohu Eurosystému. Časť 6.4 obsahuje záver.

6.1 ČINNOSTI EUROSYSTÉMU V OBLASTI FINANČNEJ INTEGRÁCIE

Podľa názoru Eurosystému je finančná integrácia predovšetkým procesom, ktorý je poháňaný trhom. Podľa všeobecného ustanovenia uvedeného v článku 105 ods. 1 Zmluvy o Európskej únii by Eurosystém mal konať „v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva so slobodnou hospodárskou súťažou podporujúcou efektívne rozdeľovanie zdrojov“. Vzhľadom na úlohy týkajúce sa centrálného bankovníctva a postavenie ako aktívneho účastníka trhu s mnohými vzťahmi s ostatnými trhovými aktérmi môže Eurosystém vykonávať činnosť zameranú na podporu finančnej integrácie.

V súlade s názorom, že proces finančnej integrácie by mal byť poháňaný trhom, sa Eurosystém domnieva, že úloha verejnej politiky pri podpore finančnej integrácie by mala byť obmedzená. Politické opatrenia by konkrétne nemali podporovať žiadnu špecifickú úroveň alebo druh cezhraničnej aktivity, keďže iba samotní účastníci trhu sú v pozícii vyvinúť príslušné podnikateľské stratégie, prijať príslušné investičné rozhodnutia a prebrať zodpovednosť za hospodárske dôsledky. Proces finančnej integrácie je okrem toho ovplyvnený množstvom faktorov, ktoré presahujú oblasť verejnej politiky, ako sú napríklad geografické vzdialenosti (a s tým súvisiace informačné bariéry), kultúrne a jazykové rozdiely a preferencie spotrebiteľov. Napriek tomu má verejný sektor dôležitú úlohu, ktorou musí prispieť k finančnej integrácii, a to prostredníctvom obmedzenia prekážok súvisiacich s politikou. Verejný sektor by mal vytvoriť právny, regulačný, dohľadný

Finančná integrácia je proces poháňaný trhom ...

... pokrok však môže podporiť aj verejná politika

Eurosystém podporuje
finančnú integráciu ...

... zvyšovaním
znalostí a povedomia
a monitorovaním
dosiahnutého pokroku

... poskytovaním
poradenstva o legislatívnom
a regulačnom rámci

a fiškálny rámec, ktorý bude podporovať rovnaké zaobchádzanie s účastníkmi trhu vo všetkých krajinách EÚ a ich rovnaký prístup na trh.

Eurosystém podporuje proces finančnej integrácie štyrmi hlavnými spôsobmi, konkrétne (i) zvyšovaním znalostí a povedomia a monitorovaním pokroku finančnej integrácie v eurozóne, (ii) poskytovaním poradenstva o legislatívnom a právnom rámci pre finančný systém, (iii) pôsobením ako katalyzátor pri aktivitách súkromného sektora podporou kolektívnych opatrení a (iv) poskytovaním služieb centrálnej banky, ktoré budú tiež podporovať finančnú integráciu.

Predpokladmi pre opatrenia zamerané na podporu finančnej integrácie sú presná analýza stavu finančnej integrácie v Európe a podrobné monitorovanie dosiahnutého pokroku. ECB sa preto snaží merať dosiahnutý stav finančnej integrácie v eurozóne prostredníctvom indikátorov na báze cien a množstiev. Cenové indikátory merajú rozdiely v cenách aktív na základe ich geografického pôvodu. V dokonale integrovanom trhu by mali byť ceny aktív s podobnými charakteristikami ovplyvnené primárne spoločnými faktormi. Množstevné indikátory sa používajú na skúmanie rozsahu, v akom investori internacionalizovali svoje portfóliá s cieľom plne využiť výhody možností diverzifikácie, ktoré ponúka vyššia miera finančnej integrácie.¹

V septembri 2005 ECB uverejnila prvotný súbor 20 indikátorov, ktorý sa odvtedy postupne rozširuje. V marci 2007 boli tieto indikátory prezentované v prvej publikácii výročnej správy ECB s názvom Finančná integrácia v Európe², tieto indikátory sú aktualizované dvakrát ročne na webovej stránke ECB. Práce na ďalšom rozširovaní tohto zoznamu – v súlade s pokrokom v oblasti výskumu a ekonomickej analýzy, za podmienok zlepšenej dostupnosti štatistických údajov – neustále pokračujú, osobitne vo vzťahu k investičným fondom, prostriedkom sekuritizácie, poisťovním spoločnostiam a dôchodkovým fondom.

Okrem výročnej správy ECB o finančnej integrácii sú informácie o vývoji v tejto oblasti obsiahnuté vo viacerých iných pravidelných i nepravidelných publikáciách. Napríklad výročná správa ECB o štruktúrnom vývoji v bankovom sektore EÚ, ktorú pripravuje výbor pre dohľad nad bankovníctvom ESCB, poskytuje podrobnú analýzu štruktúrneho vývoja cezhraničného bankovníctva. Na základe svojich skúseností a znalostí ako aktívny účastník na trhu ECB tiež sponzoruje koordinovaný výskum s ostatnými členmi Eurosystému a zástupcami akademickej obce. Dôležitým príkladom toho je spoločná sieť výskumu kapitálových trhov a finančnej integrácie v Európe sponzorovaná ECB a Centrom pre finančné štúdie so sídlom vo Frankfurtu.³

S cieľom zaručiť, aby legislatívny a regulačný rámec pre finančné služby znížil prekážky pre cezhraničné financovanie a aby vytváral rovnaké pravidlá hry pre všetkých trhových účastníkov, Eurosystém aktívne prispieva k vytváraniu pravidiel EÚ pre finančné služby tým, že poskytuje poradenstvo k hlavným politickým úvahám a iniciatívam. Táto práca sa zameriava na otázky súvisiace so štatutárnymi úlohami Eurosystému uvedenými v článku 105 zmluvy, konkrétne podporovať všeobecné hospodárske politiky Európskej únie bez ohrozenia cieľa cenovej stability, podporovať bezproblémové fungovanie platobných systémov a prispievať k bezproblémovému výkonu politik súvisiacich s rozumným dohľadom nad úverovými inštitúciami a k stabilite finančného systému.

1 L. Baele: Measuring financial integration in the euro area, ECB Occasional Paper č. 14, máj 2004.

2 V minulosti ECB vysvetľovala svoje pôsobenie v oblasti finančnej integrácie v dvoch článkoch Mesačného bulletinu s názvom The integration of Europe's financial markets (október 2003) a The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration (máj 2006).

3 <http://www.eu-financial-system.org>.

Aj keď rámec vytvorený verejným sektorom by mal napomáhať finančnú integráciu, pokrok v oblasti integrácie v konečnom dôsledku závisí od opatrení súkromného sektora, ktorých cieľom je plné využitie existujúcich cezhraničných obchodných príležitostí. Najdôležitejšou hybnou silou v tejto súvislosti je hospodárska súťaž medzi trhovými hráčmi. Efektívne kolektívne opatrenia tiež môžu byť dôležité, osobitne vtedy, ak heterogénne trhové štandardy a postupy bránia procesu finančnej integrácie. Eurosystem môže pomôcť trhovým účastníkom prekonať problémy s koordináciou.

Poskytovanie služieb centrálnej banky je ďalším spôsobom, ktorým sa Eurosystem snaží o podporu finančnej integrácie. Aj keď hlavným účelom takýchto služieb je umožniť Eurosystemu, aby vykonával svoje hlavné úlohy v oblasti centrálneho bankovníctva, Eurosystem tiež venuje značnú pozornosť tomu, aby zabezpečil, že tieto služby budú podľa možností špecifikované takým spôsobom, ktorý je nápomocný pre finančnú integráciu.

Tabuľka 1 obsahuje prehľad niektorých hlavných príkladov činností Eurosystemu v oblasti finančnej integrácie.⁴

Tabuľka 1 Hlavné činnosti Eurosystemu vo finančnej integrácii

Činnosť	Hlavné ciele a súčasný stav
Obohacovanie vedomostí, zvyšovanie povedomia a monitorovanie pokroku	
Ročná správa ECB: Finančná integrácia v Európe	Prvýkrát vyšla v roku 2007 s úmyslom informovať o stave finančnej integrácie v Európe, propagovať jej progres a rozširovať povedomie verejnosti o úlohách Eurosystemu pri podporovaní integračného procesu.
Vývoj ukazovateľov finančnej integrácie v eurozóne	Prvý súbor ukazovateľov bol publikovaný v roku 2005 s cieľom hodnotiť a monitorovať stav finančnej integrácie v eurozóne. Odvtedy boli vykonané polročné aktualizácie a rozšírenia súboru ukazovateľov. V súčasnosti sa pripravujú ďalšie zdokonalenia.
Poskytovanie poradenstva v otázkach legislatívneho a regulačného rámca	
Celková stratégia EÚ v oblasti politiky finančných služieb	Išlo najmä o rozvoj a aplikácie (i) Akčného plánu pre finančné služby z roku 1999 na aktualizáciu a zdokonalenie regulačného rámca EÚ, a (ii) príslušnej kontrolnej stratégie pre obdobie 2005–2010. Kontrolná stratégia sa v súčasnosti stále implementuje. Zabezpečí bezproblémové fungovanie Lamfalussyho rámca. Prvá úplná revízia Lamfalussyho rámca sa uskutočnila v roku 2007; v súčasnosti sa tvoria kontrolné opatrenia.
Inštitucionálne prostredie pre finančnú reguláciu a dohľad v EÚ	Dosiahnuť integrovanú, bezpečnú a efektívnu trhovú infraštruktúru na vyrovnanie pohľadávok a odstránenie cezhraničných prekážok. V súčasnosti sa hodnotia rôzne iniciatívy, ktorých cieľom je napr. vyvinúť spoločný rámec na reguláciu, dozor a dohľad nad zúčtovaním a vyrovnaním obchodov s cennými papiermi (ESCB-CESR).
Infraštruktúra na zúčtovanie a vyrovnanie obchodov s cennými papiermi v EÚ	
Systém ako katalyzátor pre aktivity súkromného sektora	
Jednotná oblasť platieb v eurách (SEPA)	Vytvorí plne integrovaný trh pre retailový platobný styk v eurozóne, bez rozlišovania medzi cezhraničnými a vnútroštátnymi platbami, do roku 2010. Oficiálny začiatok SEPA bol v januári 2008.
Iniciatíva: Európske krátkodobé cenné papiere“(STEP)	Vytvorí celoeurópsky trh s krátkodobými cennými papiermi, založený na dobrovoľnom dodržiavaní základného súboru spoločných noriem účastníkmi trhu. STEP začal činnosť v júni 2006.
Referenčná úroková sadzba meny EURO na jednotňové peniaze (EONIA)	Zostavenie referenčnej úrokovej sadzby na nezabezpečené jednotňové medzibankové vklady. Priebežne sa vypočítava od roku 1999.
Poskytovanie služieb centrálnej banky, ktoré tiež napomáhajú finančnej integrácii	
TARGET a TARGET 2	Zavedenie automatizovaného expresného systému Eurosystemu na účel zúčtovania platieb v reálnom čase v eurozóne s TARGET v roku 1999. Neskôr sa zjednotila základná jednotná technická platforma a v roku 2007 začal činnosť TARGET 2.
TARGET 2- cenné papiere	Iniciatíva Eurosystemu, začala činnosť v roku 2006, s cieľom poskytnúť jednotnú platformu umožňujúcu vyrovnanie obchodov s cennými papiermi v peniazoch centrálnej banky v Európe. Konečné rozhodnutie o tomto projekte bude prijaté v polovici roka 2008.
Model korešpondenčnej centrálnej banky (CCBM)	Plán pre cezhraničný prevod bankových záruk v rámci Eurosystemu, ktorý bol zavedený v roku 1999, pričom jednotlivé národné centrálné banky pôsobia ako „korešpondenti“ tak pre seba navzájom, ako aj pre ECB. Od roku 2007 sa iniciatíva zdokonaľuje a pripravuje sa jednotná spoločná platforma (CCBM2).

⁴ Podrobnejšie informácie sú uvedené vo výročnej správe ECB, v časti Finančná integrácia v Európe.

... pôsobením ako katalyzátor pre aktivity súkromného sektora...

... a poskytovaním služieb centrálnej banky, ktoré podporujú finančnú integráciu...

Tabuľka 2 Stav finančnej integrácie v eurozóne: prehľad podstatných finančných sektorov

Trh	Stav integrácie	Príbuzné infraštruktúry
Peňažné trhy Nezabezpečený peňažný trh Zabezpečený peňažný trh	„Takmer dokonalý“ Vyspelý	Nezabezpečený peňažný trh: plne integrovaný Zabezpečený peňažný trh: finančná stránka obchodov s cennými papiermi plne integrovaná; zabezpečovaciu stránku obmedzuje členenie (pozri trhy s dlhopismi)
Dlhopisové trhy Trhy so štátnymi dlhopismi Trhy s podnikovými dlhopismi	Mimoriadne vyspelý Priateľný	Fragmentové Fragmentové
Akciové trhy	Nízky	Veľmi fragmentové
Bankové trhy Veľkoobchodné činnosti Činnosti týkajúce sa kapitálového trhu Retailové bankovníctvo	Veľmi vyspelý Vyspelý Veľmi nízky	Plne integrované Fragmentové Veľmi fragmentové

6.2 FINANČNÁ INTEGRÁCIA DESAŤ ROKOV OD ZAVEDENIA EURA

PREHĽAD

Značný pokrok v oblasti
finančnej integrácie

Ukazovatele finančnej integrácie ECB odhaľujú, že pokrok dosiahnutý v eurozóne sa medzi jednotlivými trhovými segmentmi značne líši. Integrácia najviac pokročila najmä v oblastiach, ktoré súvisia s jednotnou menovou politikou. Integrácia však okrem toho závisí aj od stupňa integrácie príslušnej trhovej infraštruktúry. Tabuľka 2 poskytuje prehľad stavu finančnej integrácie v eurozóne v členení podľa hlavných trhových segmentov.

Ďalšie časti obsahujú hlbšiu analýzu stavu finančnej integrácie na peňažných trhoch, dlhopisových a akciových trhoch a bankových trhoch a upozorňujú na hlavné nedostatky.

Box 6

PREDBEŽNÉ ZISTENIA AKTIVÍT ECB V OBLASTI FINANČNÉHO VÝVOJA

Určité trenia na finančných trhoch môžu pretrvávajúť aj po dokončení finančnej integrácie. Finančný vývoj pomáha tieto trenia prekonať. Možno ho chápať ako proces finančných inovácií a inštitucionálneho a organizačného zlepšovania finančného systému, ktorý znižuje asymetrické informácie, zvyšuje kompletnosť trhov, znižuje transakčné náklady a posilňuje konkurenciu.

Aj keď finančný vývoj a finančná integrácia navzájom súvisia a majú priaznivý vplyv na finančnú efektívnosť, sú zároveň aj rôzne, keďže opisujú rôzne ekonomické procesy. Napríklad problémy so zlým výberom medzi investormi, ktoré bránia rozdeľovaniu kapitálu, môžu pretrvávajúť dokonca aj v plne integrovanom trhu. Finančný vývoj preto dopĺňa proces finančnej integrácie pri zvyšovaní efektívnosti finančného trhu.

Vzhľadom na to ECB spustila analytický projekt, ktorého cieľom je špecifikovať koncept finančného vývoja a definovať kvantitatívne ukazovatele umožňujúce merať stav finančného vý-

Komplementárne hodnotenie
stavu finančného vývoja

voja vo finančnom systéme. Prvý súbor týchto ukazovateľov bol prezentovaný v správe ECB Financial Integration in Europe za rok 2008¹.

Finančný vývoj je tiež oblasťou, v ktorej sa neustále koná výskum. Preto nie je možné pomocou kvantitatívnych indikátorov plne zachytiť všetky aspekty finančného systému. Napríklad aj keď meranie formálnych zákonov a pravidiel je jednoduchšie, neformálne pravidlá a postupy sú rovnako dôležité. Okrem toho sú často dostupné iba informácie o veľkoobchodných transakciách založených na trhu, avšak nie o retailových aktivitách na báze vzťahov.

Napriek uvedeným nedokonalostiam dostupné indikátory naznačujú pomerne vysoký stupeň heterogenosti medzi jednotlivými trhami a krajinami eurozóny. Hlavné rozdiely súvisia so stupňom právnej efektívnosti, typom a rozsahom sekuritizácie, úrovňou obchodných aktivít na burze a počtom bezhotovostných transakcií na obyvateľa.

Porovnanie finančného systému eurozóny so skupinou referenčných krajín je v priemere priaznivé, možno s výnimkou porovnania so Spojeným kráľovstvom a Spojenými štátmi, ktoré dosahujú veľmi dobré výsledky vo väčšine ukazovateľov. Tieto výsledky naznačujú, že ešte stále existuje priestor pre štrukturálne reformy finančných sektorov v eurozóne a že je prospešné sledovať finančnú integráciu aj finančný vývoj.

¹ Pozri článok Financial development: concepts and measures vo vydaní správy za rok 2008, ktorý vychádza z predchádzajúcich publikácií ECB v tejto oblasti, ako napr. P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou a M. Lo Duca: The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe, ECB Occasional Paper č. 72, september 2007, a článok Assessing the performance of financial systems v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2005.

PEŇAŽNÉ TRHY

Peňažný trh eurozóny – trhovú segment, ktorý je najbližšie k jednotnej menovej politike – dosiahol stav „takmer dokonalej“ integrácie skoro okamžite po zavedení eura. Štandardná odchýlka referenčných úrokových sadzieb EONIA medzi jednotlivými krajinami eurozóny po zavedení eura prudko klesla na hodnotu blízku nule a odvtedy zostala na stabilnej úrovni (graf 1).

Významnou odchýlkou od celkovo vysokej úrovne integrácie peňažných trhov eurozóny je segment krátkodobých dlhových cenných papierov (t. j. komerčné papiere a vkladové certifikáty), ktorý zostal viac rozdrobený.

Objavenie sa problémov s likviditou na krátkodobých peňažných trhoch v kontexte globálnych turbulencií na finančných trhoch počas druhej polovice roka 2007 malo dosah na volatilitu najkratších úrokových sadzieb peňažného trhu, osobitne jednodňových úrokových sadzieb. Ako možné vysvetlenie sa javí skôr zvýšená variabilita úverového rizika medzi bankami než vyššia miera rozdrobenosti, resp. nižšia miera integrácie na trhu.

DLHOPISOVÉ A AKCIOVÉ TRHY

Pred zavedením eura odrážalo od cezhraničných finančných činností viacero faktorov, osobitne kurzové riziko, rozdielna miera inflácie a rozdielne úrokové sadzby v jednotlivých krajinách, značné transakčné náklady vyvíjania činnosti v rôznych menách a devízové obmedzenia vzťahujúce sa na investorov a sprostredkovateľov. Prijatie eura odstránilo tieto prekážky a dodalo nový

Peňažné trhy takmer plne integrované

... s výnimkou segmentu krátkodobých cenných papierov

Jasné signály integrácie ...

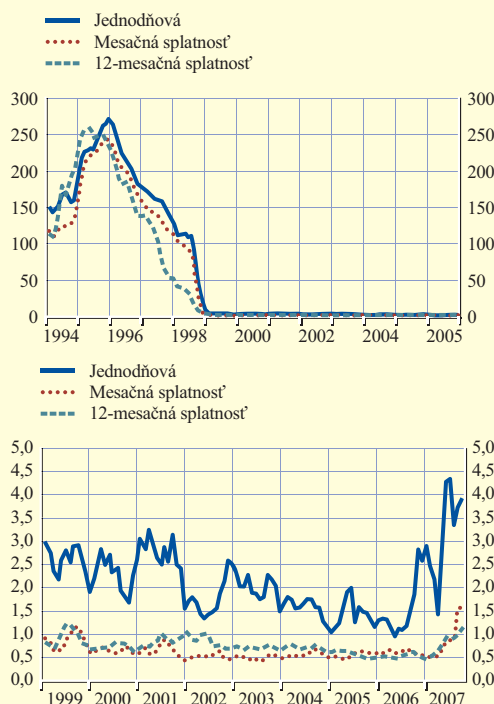
... osobitne na trhoch so štátnymi dlhopismi

Pokrok taktiež na trhoch s podnikovými dlhopismi...

... a v menšej miere na akciových trhoch

Graf 1 Štandardná odchýlka priemerných mier nezabezpečených medzibankových úverov medzi jednotlivými krajinami eurozóny

(61-dňový pohyblivý priemer; bázičné body)



Zdroj: EBF a výpočty ECB.

impulz pre integráciu trhov s cennými papiermi, aj keď táto dosahuje rôzny stupeň v závislosti od trhového segmentu.

Pokrok v oblasti finančnej integrácie bol najrýchlejší na trhu štátnych dlhopisov, kde výnosy dosiahli vzájomnú konvergenciu a sú stále vo väčšej miere ovplyvňované rovnakými faktormi, aj keď určitú úlohu naďalej zohrávajú aj miestne faktory, ako napríklad rozdiely v likvidite a existencia rozvinutých derivátových trhov viazaných na jednotlivé dlhopisové trhy. Zostávajúce rozdiely môžu odzrkadľovať (vnímané) rozdiely v úverovom riziku, avšak nemalo by sa to považovať za ukazovateľ nedostatočnej integrácie.⁵

Vznik menovej únie tiež priniesol pokrok pri integrácii trhov s podnikovými dlhopismi, keďže jednotlivé trhy, ktoré boli predtým segmentované na základe meny, sa spojili do spoločného diverzifikovaného euro trhu. V dôsledku toho sa faktory špecifické pre jednotlivé krajiny stali menej významné pri určovaní cien a spreadov podnikových dlhopisov.

Podiel cezhraničnej aktivity tiež potvrdzuje zistenie, že trhy so štátnymi a podnikovými dlhopismi sú pomerne dobre integrované. Napríklad podiel dlhodobých dlhových cenných papierov, ktoré sú v držbe cezhraničných investorov, sa počas posledných desiatich rokov výrazne zvýšil. V prípade peňažných finančných inštitúcií⁶ sa ich podiel zvýšil z približne 15 % v roku 1999 na takmer 40 % v roku 2007 (graf 2). Okrem toho sa držba dlhových cenných papierov emitovaných nefinančnými spoločnosťami výrazne zvýšila z veľmi nízkej úrovne, čo naznačuje, že investori v rastúcej miere diverzifikujú svoje portfóliá v rámci eurozóny.

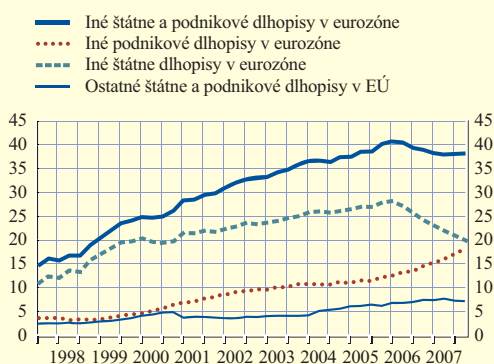
Integrácia na akciových trhoch pokročila menej, avšak sú tu náznaky zlepšenia. Od začiatku 90. tých rokov minulého storočia postupovala integrácia akciových trhov v eurozóne rýchlejšie než celosvetovo, aj keď rozdiely vo výnosnosti majetkových cenných papierov možno stále vysvetliť hlavne lokálnymi šokmi (graf 3). Od roku 1997 do roku 2005 investori eurozóny zdvojnásobili svoje portfólio majetkových cenných papierov v iných krajinách eurozóny na 29 % svojho celkového portfólia majetkových cenných papierov v eurozóne. Na rozdiel od toho podiel majetkových cenných papierov, ktoré sú v držbe investorov z eurozóny, avšak ktoré boli vydané mimo eurozóny, zostal na omnoho nižšej úrovni a zvýšil sa iba mierne.

5 Zdá sa, že výrazné zvýšenie suverénnych spreadov v porovnaní s Nemeckom od júla 2007, bolo spôsobené hlavne obavami z likvidity súvisiacimi s turbulenciami na finančnom trhu než rozdielmi v suverénnom úverovom riziku.

6 Peňažné finančné inštitúcie zahŕňajú finančné inštitúcie, ktoré spolu vytvárajú sektor eurozóny vydávajúcí peniaze. Patria sem Eurosystém, úverové inštitúcie so sídlom v eurozóne a všetky ostatné finančné inštitúcie so sídlom v eurozóne, ktorých predmetom činnosti je príjem vkladov a/alebo blízky náhrad za vklady od subjektov iných než peňažné finančné inštitúcie, a to na vlastný účet (aspoň z ekonomického pohľadu), poskytovať úvery a/alebo investovať do cenných papierov. Posledná skupina je tvorená prevažne fondmi peňažného trhu.

Graf 2 Podiel cezhraničných dlhových cenných papierov vydaných eurozónou, ktoré sú v držbe PFI a nepeňažných finančných inštitúcií v EÚ: nesplatené sumy podľa sídla emitenta

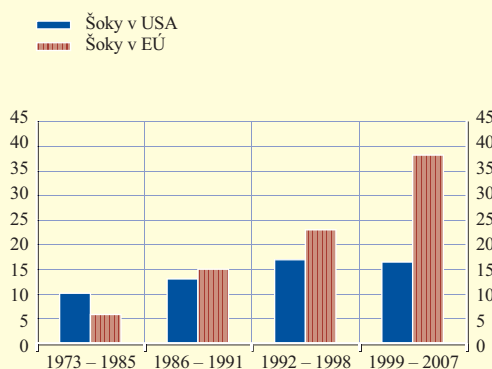
(ako podiel celkových držieb, s výnimkou Eurosystému; percentuálne podiely)



Zdroj: ECB.

Graf 3 Podiel odchýlok v miestnych výnosoch z akcií sa vysvetľuje na základe šokov v eurozóne a USA

(v %)



Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

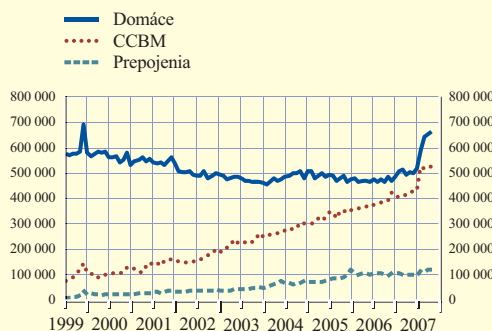
BANKOVÉ TRHY

Kým bankové trhy eurozóny v oblasti veľkoobchodných (wholesale) činností a činností súvisiacich s kapitálovým trhom vykazujú jasné znaky zvyšujúcej sa integrácie, segment retailového bankovníctva zostáva viac fragmentový. Najmä rozptýl bankových úrokových sadzieb medzi jednotlivými krajinami, osobitne úrokových sadzieb zo spotrebiteľských úverov, zostal relatívne vysoký (graf 4).

Rozdielne bankové úrokové sadzby môžu byť odzrkadlením viacerých faktorov, ako napríklad rozdielne podmienky v národnom hospodárstve (t. j. úverové riziko a riziko úverovej miery, veľkosť firiem, priemyselná štruktúra a stupeň rozvoja kapitálového trhu), inštitucionálne faktory (napríklad zdanenie, regulácia, dohľad a ochrana spotrebiteľov) a finančné štruktúry (napr. miera financovania prostredníctvom bankového/kapitálového trhu a konkurencieschopnosť)⁷. Napriek uvedeným výrazným rozdielom existujú náznaky postupného procesu konvergenencie.

Graf 4 Štandardná odchýlka úrokových mier úverov PFI domácnostiam podľa jednotlivých krajín

(bázické body)



Zdroj: ECB.

... a v menšej miere na
akciových trhoch

⁷ Správa ECB, Differences in MFI interest rates across euro area countries, september 2006.

6.3 HYBNÉ SILY A BARIÉRY V OBLASTI FINANČNEJ INTEGRÁCIE

6.3.1 PEŇAŽNÉ TRHY

INTEGRÁCIA TRHOVEJ INFRAŠTRUKTÚRY AKO STIMUL PRE ĎALŠÍ POKROK

Kľúčovým faktorom pri dosahovaní a udržaní integrácie peňažného trhu je vysoký stupeň integrácie platobných systémov pre platby veľkej hodnoty v eurách, čo umožnilo bezpečné a efektívne spracovanie medzibankových platobných transakcií v rámci celej eurozóny.

Služby Eurosystému
s názvom TARGET a CCBM

Pred zavedením eura mala každá krajina pripravujúca sa na jeho zavedenie svoju vlastnú menu, vlastnú menovú politiku, vlastné národné peňažné trhy a vlastnú infraštruktúru platobného styku a zúčtovania. Aj keď tieto národné trhy a národná infraštruktúra dobre slúžili uvedeným krajinám mnoho desaťročí, z pohľadu novej eurozóny už neboli dostatočné. Rozdrobenosť a chýbajúca spoločná infraštruktúra bránili rozvoju cezhraničných aktivít. Bolo evidentné, že takáto fragmentovaná trhová infraštruktúra nebude dostatočne podporovať menovú politiku ECB a peňažný trh s eurom. Preto bolo prijaté rozhodnutie vytvoriť nové schémy pre zúčtovanie platieb v eurách pri peňažných operáciách medzi centrálnymi bankami a pre cezhraničné poskytovanie kolaterálov pri úverových operáciách v Eurosystéme. Táto infraštruktúra Eurosystému sa označuje ako systém TARGET⁸ a Model korešpondenčnej centrálnej banky (CCBM).

TARGET podporuje bezpečné
a efektívne zúčtovanie...

Centrálna banka je „bankou bánk“. Keď banky uskutočňujú medzi sebou veľké platby, preferujú, aby takéto transakcie boli zúčtované v knihách centrálnej banky s cieľom vyhnúť sa medzibankovému úverovému riziku. V systéme hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase sú platby prijaté do peňazí centrálnej banky s jednodňovou splatnosťou a príslušné prostriedky sú okamžite k dispozícii na ich ďalšie použitie. V januári 1999, keď Eurosystém zaviedol systém TARGET, sa táto služba stala dostupnou aj pre euro.

... a implementáciu menovej
politiky

Systém sa od svojho zavedenia stal štandardom spracovania platieb v eurách z pohľadu rýchlosti, spoľahlivosti, prevádzkovej doby a úrovne služieb. Platby priamo súvisiace s operáciami, ktoré sa týkajú Eurosystému, sú zúčtované prostredníctvom systému TARGET. Zúčtovanie menovo-politickej operácie teda ovplyvňuje účty tých protistrán, ktoré sa zúčastňujú na príslušnej operácii. Nie všetky úverové inštitúcie sa zúčastňujú na operáciách s Eurosystémom, a preto sa dosah takýchto operácií na likviditu neskôr prerozdeľuje v rámci bankového systému prostredníctvom peňažného trhu. Transakcie peňažného trhu vedú k platbám, ktoré sú opäť zúčtované prevažne prostredníctvom systému TARGET. Otvorený prístup k systému zaručuje, že všetky úverové inštitúcie môžu mať priamy prístup k spoločnému súboru zúčtovacích prostriedkov centrálnej banky bez toho, aby sa museli spoliehať na komerčných konkurentov. Jednotlivé protistrany v rámci celej eurozóny preto môžu navzájom posilať prostriedky do centrálnej banky s okamžitou splatnosťou v rámci jedného dňa. Táto služba je tiež k dispozícii v niektorých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny, ktorých centrálna banka sa k systému pripojila na dobrovoľnej báze.

Keďže táto infraštruktúra podporuje medzibankové platby veľkých hodnôt, pri ktorých je časový aspekt mimoriadne dôležitý, a tiež s cieľom splniť potreby svojich zákazníkov a finančných trhov vo všeobecnosti, má systém TARGET dlhé otváracie hodiny a je v prevádzke každý deň okrem sobôt a nedeľ a šiestich ďalších dní v roku. Prevádzkové dni sú de facto zúčtovacími dňami pre finančné trhy v eurách, ako aj pre devízové transakcie, v ktorých vystupuje euro.

⁸ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer (Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase).

Pôvodný návrh systému TARGET bol založený na princípe minimálnej harmonizácie a na decentralizovanej architektúre a spájal rôzne systémy, ktoré existovali na národnej úrovni. Ako reakciu na rastúci dopyt zo strany finančných inštitúcií po vyspelejších a lepšie harmonizovaných službách Eurosystem začal v októbri 2002 vyvíjať vylepšenú aplikáciu, ktorá by umožnila premenu zo „systému systémov“ na jednotnú platformu. Tento systém druhej generácie s názvom TARGET2 začal činnosť dňa 19. novembra 2007 a plne nahradil predchádzajúcu verziu systému 19. mája 2008.

Očakáva sa, že nový systém ďalej zlepší integráciu veľkoobchodných platieb tým, že poskytne účastníkom harmonizovanú úroveň služieb, jednotnú štruktúru cien pre domáce i cezhraničné transakcie a harmonizovaný súbor služieb zúčtovania prostredníctvom prostriedkov centrálnej banky, s cieľom umožniť konečné zúčtovanie veľkej väčšiny systémov platobného styku a prevodov cenných papierov, ktoré fungujú v eurách. Nový systém okrem toho umožní bankám ďalej optimalizovať riadenie platieb a likvidity. Kým používatelia pôsobiaci vo viacerých krajinách museli v predchádzajúcom systéme udržiavať veľký počet rozhraní technickej infraštruktúry, v súčasnosti sú schopní sledovať účty svojich pobočiek v rôznych krajinách z jediného centrálného bodu. Okrem toho môžu títo používatelia centralizovať svoje platobné operácie. Tento krok by im mal poskytnúť ďalšie výhody vyplývajúce z úspor z veľkého rozsahu, možného zvýšenia efektívnosti, rýchlosti a kvality a lepšej schopnosti zvládať rýchlo sa vyvíjajúce trhové prostredie v oblasti platieb.

K rýchlej integrácii peňažných trhov eurozóny v januári 1999 pomohli aj zúčtovacie služby ponúkané systémom TARGET a bezproblémové fungovanie uvedeného systému. Okrem toho, kým v roku 1999 existovalo až 21 platobných systémov pre platby veľkej hodnoty v eurách, v roku 2008 už existujú iba tri takéto systémy. Zriadenie, bezproblémová prevádzka a neustále vylepšovanie systému sú príkladom úspešnej úlohy služieb Eurosystemu pri podpore integrácie trhovej infraštruktúry a v dôsledku toho aj príslušných segmentov finančného trhu. Spomedzi súčasných systémov dosahuje systém TARGET2 najvyšší trhový podiel, čo sa týka hodnoty i objemu platieb.⁹ Jeho denný obrat v súčasnosti dosahuje približne 2 400 mld. eur. Obrat za tri a pol pracovného dňa teda zodpovedá celkovému ročnému HDP eurozóny! Najvyšší obrat zaznamenaný v jediný deň dosiahol 3 387 mld. eur.

Ďalšou dôležitou službou Eurosystemu, ktorá prispieva k integrácii peňažného trhu je CCBM pre cezhraničné prevody kolaterálu v rámci eurozóny. Podľa svojho štatútu musia byť všetky úverové operácie Eurosystemu zabezpečené primeraným kolaterálom. Súbor prevádzkových predpisov Eurosystemu okrem toho stanovuje, že všetky podkladové aktíva oprávnené na použitie pri úverových operáciách Eurosystemu môžu byť použité ako zábezpeka všetkými účastníkmi Eurosystemu, bez ohľadu na miesto, kde sa dané aktívum nachádza a bez ohľadu na sídlo príslušného účastníka.

V čase zavedenia eura bola infraštruktúra európskych trhov s cennými papiermi veľmi rozdrobená a najmä sieť prepojení medzi zúčtovacími systémami cenných papierov nebola kompletná. Vzhľadom na chýbajúcu primeranú trhovú úpravu cezhraničnej mobilizácie kolaterálu Eurosystem v roku 1999 zaviedol CCBM ako dočasné riešenie, pričom očakával, že postupom času sa vyvinú aj trhové riešenia. V rámci tohto systému protistrany dostanú úver od svojej „domovskej“ centrálnej banky na základe kolaterálu prevedeného na inú centrálnu banku Eurosystemu (korešpondenčnú centrálnu banku). Táto služba sa medzitým stala hlavným kanálom pre používanie kolaterálu pri cezhraničných úverových operáciách v Eurosysteme.

⁹ Podiel TARGET2 predstavuje 89 % hodnoty a 60 % objemu platobného styku realizovaného všetkými platobnými systémami pre platby vysokej hodnoty, ktoré pracujú v eurách. Priemerne spracuje viac než 360 000 platieb za deň a patrí k najväčším veľkoobchodným platobným systémom na svete, spolu s Fedwire v Spojených štátoch a Continuous Linked Settlement (CLS), medzinárodným systémom pre zúčtovanie devízových transakcií.

Dokončený prechod na
jednotnú platformu

TARGET2 realizuje
veľkoobchodné platby
ešte integrovanejším
a efektívnejším spôsobom

Denná hodnota 2 400 mld. €

CCBM podporil cezhraničné
prevody kolaterálu

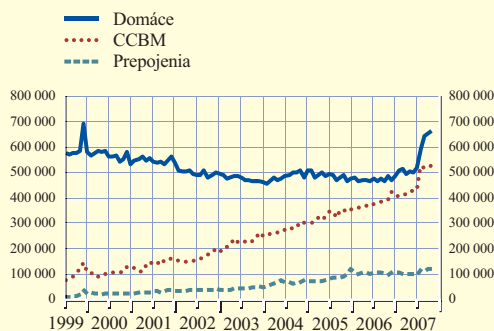
... prispel k širšiemu používaniu cezhraničného kolaterálu

Služba CCBM výrazne prispieva k fungovaniu Eurosystému pre poskytovanie kolaterálu a podporuje používanie kolaterálu na cezhraničnej báze. Protistrany Eurosystému diverzifikovali svoje portfóliá kolaterálu tým, že zvýšili podiel svojich kolaterálových investícií do aktív pochádzajúcich z iných krajín eurozóny. Bankové skupiny pôsobiace v rôznych krajinách okrem toho vo zvýšenej miere centralizovali riadenie likvidity a kolaterálu na úrovni skupiny. Hodnota kolaterálov prevedených prostredníctvom tejto služby sa zvýšila zo 162,7 mld. v roku 1999 na 557,9 mld. decembri 2007, pričom druhá uvedená hodnota zodpovedá podielu 39,6 % na celkovej hodnote kolaterálov prevedených na Eurosystém v danom čase (graf 5).

V roku 2006 predstavovalo cezhraničné používanie kolaterálu 50,2 % všetkých kolaterálov poskytnutých Eurosystému, a tak po prvýkrát predstihlo ich domáce používanie. V roku 2007 bolo 81,5 % cezhraničných dodávok kolaterálu (v relatívnom vyjadrení) smerovaných prostredníctvom CCBM, kým podiel prevedených kolaterálov s využitím iných prepojení predstavoval 18,5 %.

Graf 5 Hodnota zábezpeky (kolaterálu), ktorú zmluvné strany transferujú v úverových operáciách Eurosystému

(v miliardách EUR)



Zdroj: ECB.

Ďalšie zlepšenie služieb dodávania kolaterálu

V súčasnosti sa pracuje na ďalšom vylepšení služieb Eurosystému prostredníctvom vytvorenia jednotnej technickej platformy (CCBM2), s cieľom poskytovať jednotnú službu pre domáce i cezhraničné operácie s kolaterálmi. Táto platforma poskytne Eurosystému predovšetkým vylepšený prostriedok pre riadenie kolaterálov, avšak zároveň otvorí aj významné príležitosti pre protistrany Eurosystému, ako ďalej znížiť zložitost' a náklady na činnosti súvisiace so správou („back office“) a ako optimalizovať riadenie kolaterálov a likvidity. Nový systém okrem toho zvýši synergické efekty zo služieb systému TARGET2 a TARGET2-cenné papiere (viac v pozri ďalšej časti o dlhopisových a akciových trhoch). S cieľom v plnom rozsahu zohľadniť potreby protistrán Eurosystém vyvíja tento nový systém v úzkej spolupráci s účastníkmi trhu.

OPATRENIA NA PREKONANIE FRAGMENTÁCIE TRHU S KRÁTKODOBÝMI CENNÝMI PAPIERMI

Iniciatíva STEP snažiaca sa o vytvorenie spoločných trhových štandardov ...

Trh eurozóny s krátkodobými dlhovými cennými papiermi zostáva aj naďalej pomerne rozdrobený. Rozdiely v trhových štandardoch zohrávajú významnú úlohu ako prekážka na vytvorenie paneurópskeho trhu. Vzhľadom na uvedenú situáciu Euribor ACI10 v roku 2001 spustil iniciatívu s názvom „krátkodobý európsky cenný papier“ (Short-Term European Paper, STEP), ktorej cieľom je (i) identifikovať súbor spoločných trhových štandardov a postupov vhodných na podporu integrácie trhu a (ii) podpora dobrovoľného dodržiavania týchto štandardov trhovými účastníkmi poskytnutím spoločnej značky pre programy emisie spĺňajúce tieto štandardy.

... začiatok v júni 2006

V júni 2006 Euribor ACI a Európska banková federácia Euribor¹¹ podpísali dohovor o trhu STEP, ktorý stanovuje kritériá a postupy na udeľovanie a odoberanie značky STEP emitovaným krátkodobým dlhovým cenným papierom. Nový trh bol rýchlo prijatý. Napríklad v septembri 2007 predstavoval podiel cenných papierov s označením STEP denominovaných v eurách približne 30 % všetkých krátkodobých cenných papierov denominovaných v eurách, ktoré boli umiestnené na trh nevládnymi emitentmi na celom svete. Obdobne v decembri 2007 dosiahol objem príslušných

10 Euribor ACI je jednou z asociácií finančného trhu, ktoré riadia indexy EURIBOR a EONIA.

11 Európska banková federácia Euribor podporuje Euribor ACI pri projekte od mája 2005.

programov 320 mld., čo predstavovalo zvýšenie z hodnoty 60 mld. v júli 2006, jeden mesiac po podpísaní trhového dohovoru.

Aj keď projekt STEP je iniciatívou trhu a jej cieľom je podporiť integráciu v segmente krátkodobých cenných papierov, Eurosystém zohral kľúčovú úlohu pri tom, aby bol projekt naozaj úspešný. Okrem prvotného podnetu na začatie projektu prispela ECB aj na jeho rozvoj a implementáciu. Počas prípravnej fázy ECB podporovala koordináciu medzi zúčastnenými aktérmi trhu, prispela k vývoju trhového dohovoru a poskytovala právnu pomoc. ECB tiež realizovala opatrenia s cieľom lepšie oboznámiť o projekte trh i verejnosť. Od formálneho spustenia nového trhu sa sekretariát STEP môže spoliehať na technickú pomoc zo strany ECB a deviatich národných centrálnych bánk Eurosystému. Okrem toho ECB pripravuje pravidelné štatistiky o výnosoch a objemoch na trhu STEP a uverejňuje príslušné informácie na svojej webovej stránke. Tieto štatistiky, ktoré sa postupne zlepšovali, sú mimoriadne dôležité pre zdokonalenie transparentnosti trhu, keďže hrajú významnú úlohu pri podpore ďalšieho pokroku integrácie európskeho trhu s krátkodobými cennými papiermi počas nasledujúcich rokov.

6.3.2 DLHOPISOVÉ A AKCIOVÉ TRHY

POKROK PRI PRÍPRAVE RÁMCA EÚ PRE FINANČNÚ REGULÁCIU A DOHĽAD

Pokrok pri integrácii dlhopisových a akciových trhov eurozóny je príkladom toho, ako môže verejný sektor riešiť prekážky súvisiace s politikou pre rozvoj cezhraničných finančných trhov. Zavedenie eura odhalilo, že plný potenciál jednotnej meny pri podpore finančnej integrácie bude možné využiť iba vtedy, ak bude doplnený a zdokonalený rámec EÚ, ktorý by odstránil bariéry pre cezhraničné aktivity a zabezpečil stabilitu jednotného trhu. V posledných rokoch sa v tomto ohľade realizujú dve hlavné iniciatívy – Akčný plán pre finančné služby (FSAP) a vytvorenie „Lamfalussyho rámca“ pre finančnú reguláciu a dohľad.

FSAP, ktorý začal činnosť v roku 1999, predstavoval závažnú reštrukturalizáciu legislatívy EÚ v oblasti finančných služieb. Obsahoval 42 kľúčových legislatívnych iniciatív navrhnutých Európskou komisiou aktualizovať existujúce pravidlá EÚ pri zohľadnení vývoja na trhu a rozšíriť úroveň harmonizácie regulácie v EÚ v súlade s cieľom vytvorenia jednotného trhu. Kým FSAP bol zameraný na celý finančný sektor, väčšina iniciatív súvisela s tržmi cenných papierov. Medzi hlavné opatrenia v tomto ohľade patrí Smernica o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID), Smernica o transparentnosti, Smernica o zneužívaní trhu a Smernica o prospektoch¹².

Budujúc na úspechoch FSAP Európska komisia v decembri 2005 prijala tzv. Bielu knihu o politike EÚ v oblasti finančných služieb na roky 2005 až 2010. Biela kniha uvádza, že hlavnou prioritou politiky EÚ v oblasti finančných služieb v nadchádzajúcich rokoch, osobitne v oblasti trhov s cennými papiermi, bude zaručiť efektívnu a konzistentnú implementáciu opatrení FSAP a konsolidáciu a zjednodušenie existujúcej legislatívy EÚ. Ďalšie možné politické iniciatívy sa plánujú iba v obmedzenom počte starostlivo vybraných oblastí, medzi ktoré patria najmä zúčtovanie a vysporiadanie a maloobchodné finančné služby.

Lamfalussyho rámec pre finančnú reguláciu a dohľad bol implementovaný v oblasti cenných papierov v roku 2001 a výrazne zvýšil rýchlosť a flexibilitu procesu regulácie EÚ, pričom tiež podporil konzistentnú implementáciu pravidiel EÚ na národnej úrovni, osobitne vo vzťahu k smerniciam o trhoch s cennými papiermi, ktoré boli prijaté v rámci FSAP. Uvedený rámec je založený na

Úloha katalyzátora
Eurosystému tiež pomohla
k tomuto úspechu

Pokrok podporený
efektívnymi opatreniami
verejného sektora

... vrátane akčného plánu pre
finančné služby ...

... stratégia politiky na roky
2005 až 2010 ...

... a predstavenie
Lamfalussyho rámca

¹² Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability, Mesačný bulletin ECB, november 2004, článok obsahuje prehľad hlavných opatrení FSAP.

inovatívnom štvorúrovňovom prístupe k finančnej legislatíve: základné legislatívne princípy sú stále stanovené prostredníctvom bežného legislatívneho procesu, na základe prijatia Európskym parlamentom a Radou Európy (1. úroveň). Technické detaily legislatívy, ktoré musia byť udržiavané tak, aby zodpovedali vývoju na trhu a vývoju v oblasti regulácie, môžu byť prijaté EK s využitím zjednodušeného a zrýchleného postupu (2. úroveň) so zapojením sektorových regulačných výborov, ktoré pozostávajú z príslušných národných a európskych orgánov a inštitúcií. Tretia úroveň zahŕňa úsilie odvetvových výborov národných dohľadných orgánov s cieľom zaručiť konzistentnú a včasnú implementáciu opatrení prijatých na 1. a 2. úrovni v národnom prostredí. Posledná, štvrtá úroveň pozostáva z opatrení EK, ktorých cieľom je posilniť vymożiteľnosť práva EÚ s podporou lepšej spolupráce medzi členskými štátmi, ich regulačnými orgánmi a súkromným sektorom¹³.

Praktické fungovanie Lamfalussyho rámca – ktorý bol po roku 2003 implementovaný aj v odvetví bankovníctva a poisťovníctva – sa starostlivo monitoruje a zavedených bolo už viacero vylepšení alebo tieto sú vo fáze vývoja. Hlavným cieľom týchto opatrení je plne využiť uvedený rámec na podporu vyššej miery konvergencie v oblasti dohľadu a zlepšenia spolupráce pri implementácii pravidiel EÚ.

ECB a Eurosystém aktívne prispievajú k vytváraniu a implementácii jednak FSAP ako aj Lamfalussyho rámca a príslušných súvisiacich iniciatív, ktoré sú opísané v kapitole 7.

POTREBA ĎALŠIEHO ZLEPŠENIA INTEGRÁCIE INFRAŠTRUKTÚRY TRHU S CENNÝMI PAPIERMI

Integrácia dlhopisových a akciových trhov sa spolieha na integráciu príslušnej infraštruktúry, osobitne systémov pre zúčtovanie obchodov s cennými papiermi a infraštruktúry centrálnych protistrán. Pokrok pri integrácii infraštruktúry trhu s cennými papiermi však zaostáva za pokrokom pri integrácii infraštruktúry pre platby vysokých hodnôt. To je spôsobené prevažne omnoho vyššou mierou zložitosti cenných papierov, ktorá spôsobila rozdiely v postupoch uplatňovaných na národných trhoch, ako aj vytvorenie rôznych právnych, regulačných a fiškálnych režimov. Od spustenia systému TARGET v roku 1999 predstavovali platby prechádzajúce národné hranice približne 20 – 25 % celkového objemu a 35 % celkovej hodnoty. Na druhej strane, aj keď systémy zúčtovania cenných papierov vyvíjali osobitné úsilie o nadviazanie vzájomných prepojení, ich využitie bolo iba veľmi skromné (menej než 1 % celkového objemu a hodnoty).

Kým infraštruktúra pre zúčtovanie obchodov s dlhopismi je fragmentová, uvedené platí ešte viac v prípade cenných papierov. Cezhraničné zúčtovanie dlhopisov sa koncentruje prevažne v dvoch medzinárodných centrálnych depozitároch cenných papierov, kým cezhraničné zúčtovanie obchodov s cennými papiermi sa stále spolieha prevažne na národných centrálnych depozitárov cenných papierov.

Vysoký stupeň fragmentácie prináša vysoké náklady po uzavretí obchodu pre cezhraničné transakcie s cennými papiermi v EÚ, znižuje potenciál využitia ekonomických úspor a bráni vytvoreniu celoeurópskeho trhu, na ktorom by platili rovnaké pravidlá. Aj keď Európa je porovnateľná so Spojenými štátmi, čo sa týka veľkosti hospodárstva, zaostáva jednak z pohľadu objemu i nákladov na transakcie s cennými papiermi. Tento rozdiel v nákladoch je osobitne výrazný v prípade cezhraničného zúčtovania.

Na zlepšenie situácie bolo vytvorených mnoho dôležitých a komplementárnych iniciatív zo strany verejného i súkromného sektora. V prvom rade boli identifikované bariéry integrácie vyplývajúce z rozdielnych trhových postupov a rozdielnych právnych, regulačných a fiškálnych ustanovení a realizujú sa opatrenia na ich odstránenie. S cieľom podporiť integráciu a hospodársku súťaž zúčastnené strany

¹³ Podrobnejší popis Lamfalussyho rámca môžete nájsť v článku uvedenom v odkaze 12.

Eurosystém prispel svojou
poradnou úlohou

Obmedzená integrácia
infraštruktúry trhu s cennými
papiermi...

... spôsobuje vysoké
transakčné poplatky

Viacero iniciatív zameraných
na zlepšenie situácie

z odvetvia podpísali v novembri roku 2006 Kódex správania pri zúčtovaní a vysporiadaní, pričom jeho implementácia sa v súčasnosti pozorne monitoruje. Po tretie, s cieľom podporiť užšiu konvergenciu národných systémov zúčtovania a vysporiadania smerom k najvyšším štandardom bezpečnosti a účinnosti vypracúvajú ESCB a Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere spoločné odporúčania týkajúce sa bezpečnosti a vhodnosti infraštruktúry EÚ pre oblasť zúčtovania obchodov.

Chýbajúcim prvkom v súčasnej stratégii budovania integrovanej infraštruktúry pre obchodovanie s cennými papiermi v rámci jednotného trhu je vytvorenie spoločnej neutrálnej zúčtovacej platformy, ktorá by podporila efektívnu interoperabilitu a konkurenciu medzi poskytovateľmi služieb. Využívajúc svoju schopnosť podporiť finančnú integráciu prostredníctvom poskytovania služieb centrálnej banky Eurosystem prednedávnom navrhol iniciatívu TARGET2-Securities (T2S), ktorá by mala uvedenú medzeru zaplniť.

Táto iniciatíva je založená na skutočnosti, že služby centrálnych depozitárov cenných papierov a centrálnych bánk v oblasti cenných papierov úzko súvisia. Obchod s cennými papiermi obvykle vedie k dodaniu cenných papierov (tok cenných papierov) a prevodu finančných prostriedkov (tok financií). Ak je tok financií zúčtovaný v zúčtovacích prostriedkoch centrálnej banky, označuje sa to ako zúčtovanie do peňazí centrálnej banky. S cieľom predísť úverovému riziku je vykonanie jedného toku podmienené uskutočnením druhého (čo je známe pod názvom „dodanie proti platbe“). Kým táto služba je veľmi efektívna v rámci jednotlivých krajín, zatiaľ je len zriedka dostupná na cezhraničnej úrovni v Európe.

Umiestnenie účtov cenných papierov a účtov peňazí centrálnej banky na rovnakú platformu na účely zúčtovania sa považuje za najefektívnejší spôsob zúčtovania oboch tokov (cenných papierov a peňazí) v rámci obchodu s cennými papiermi. Po spustení systému TARGET2 Eurosystem v súčasnosti ponúka jednotnú platformu pre zúčtovanie platieb (tokov peňazí) do peňazí centrálnej banky. Cenné papiere sú však stále vedené na rôznych platformách (centrálni depozitári cenných papierov). Rozdelenie účtov peňazí centrálnej banky medzi rôzne platformy pre zúčtovanie cenných papierov by v prevažnej miere negovalo výhody dosiahnuté prechodom na jednotnú platformu v oblasti platieb.

Eurosystem iniciatívou T2S navrhuje, aby platformy cenných papierov preniesli svoje účty cenných papierov na jednotnú neutrálnu platformu (jednotnú platformu pre platby), ktorú by prevádzkoval Eurosystem. Každá platforma pre obchodovanie s cennými papiermi bude vyzvaná, aby zúčtovacie funkcie preniesla na T2S tak, aby všetky zúčtovacie činnosti boli plne integrované, čím by sa dosiahlo, že cezhraničné zúčtovanie bude rovnako lacné a efektívne, ako je dnes zúčtovanie domácich obchodov.

T2S by priniesol výhody aj z pohľadu objemu a súfaže. Efekty súvisiace s úsporami z veľkého rozsahu by vyplývali z používania jednotnej platformy na zúčtovanie cenných papierov i finančných prostriedkov centrálnej banky. Tým by sa nielenže znížili poplatky, osobitne za cezhraničné zúčtovanie, ale trhoví účastníci by zároveň mohli zlučovať svoju likviditu a kolaterál, čím by znížili aj svoje náklady súvisiace s alternatívnymi príležitosťami. Čo sa týka konkurencie, platformy pre obchodovanie s cennými papiermi by aj naďalej poskytovali svoje služby s výnimkou zúčtovania. Používanie spoločného režimu zúčtovania by však uľahčilo rozhodovanie účastníkov trhu a investorov o tom, kde chcú držať daný cenný papier. T2S bude podporovať platformy obchodovania s cennými papiermi, aby ponúkali účastníkom príležitosť centralizovať svoje portfólio cenných papierov na jednom mieste. Preto by bolo jednoduchšie vybrať si poskytovateľa služieb na základe nákladov a úrovne služieb a nie na základe umiestnenia cenného papiera. Očakáva sa, že takáto zvýšená konkurencia by znížila náklady.

Zúčtovacia platforma
Eurosystemu (T2S) ako
doplnenie iniciatív

Cieľom T2S je, aby
cezhraničné zúčtovanie bolo
rovnako lacné a efektívne
ako domáce zúčtovanie ...

... umožniť efektívnejšie
používanie likvidity
a kolaterálu

... a stimulovať konkurenciu

Konečné rozhodnutie
o projekte sa očakáva
v polovici roka 2008

Cezhraničné bankovníctvo sa
vyvíja ako trhový proces

Viacero opatrení EÚ, ktorých
cieľom je odstrániť politické
prekážky ...

...aktívne podporované
Eurosystémom

Pri ďalšom rozvíjaní tejto iniciatívy sa Eurosystém snaží o to, aby všetky relevantné zúčastnené strany mohli vyjadriť svoj názor. Doterajšie výstupy projektu predstavujú výsledok mesiacov intenzívnej spolupráce stoviek expertov – zástupcov depozitárov cenných papierov, bánk a centrálnych bánk. Tento spôsob práce finančné odvetvie vysoko oceňuje a práce budú rovnakým spôsobom pokračovať aj v nasledujúcej fáze projektu. Očakáva sa, že Rada guvernérov v lete 2008 rozhodne, či projekt vstúpi do svojej nasledujúcej fázy. Očakávaný dátum začiatku činnosti T2S je rok 2013.

6.3.3 BANKOVÉ TRHY

ZLEPŠENIE REGULAČNÉHO RÁMCA A RÁMCA DOHĽADU PRE CEZHRANIČNÉ BANKY

Cezhraničné bankové skupiny sú mimoriadne dôležité pre proces integrácie, keďže svojou expanziou do rôznych krajín posilňujú hospodársku súťaž a rozširujú inovácie vo finančných produktoch a službách. Odstránenie politických prekážok pre cezhraničné bankovníctvo sa preto v posledných rokoch stalo dôležitou otázkou. Hlavnými prioritami v tomto ohľade je odstránenie prekážok pre cezhraničné fúzie a akvizície (M&A) a neustála podpora efektívneho fungovania cezhraničných bankových skupín.

Prijaté boli viaceré iniciatívy, ktorých cieľom je zlepšiť rámec EÚ pre cezhraničné banky v oblastiach bankovej regulácie a dohľadu, dohľadu nad fungovaním trhu, zdaňovania a práva obchodných spoločností¹⁴. Dôležitá oblasť práce súvisí so zjednodušením dohľadu nad cezhraničnými skupinami a podpora konvergencie medzi národnými požiadavkami. Posilnený rámec na interakciu medzi domovskou a hostiteľskou krajinou prijatý v roku 2006 na základe Smernice o kapitálových požiadavkách (CRD)¹⁵ a vyššie popísané rozšírenie Lamfalussyho rámca aj na bankový sektor predstavujú v tomto ohľade dva dôležité míľniky. Medzitým sa už realizujú iniciatívy zamerané na ďalšie posilnenie dohľadného rámca EÚ (viac v kap. 7).

Stratégia komisie v oblasti finančných služieb na roky 2005 až 2010 okrem toho obsahuje množstvo cielených opatrení zameraných na posilnenie cezhraničných aktivít v segmente retailového bankovníctva, napríklad v oblasti hypotekárnych úverov, mobility zákazníkov pri výbere bankového účtu a cezhraničného prístupu k úverovým údajom.

Okrem poskytovania vstupov pre prácu na zdokonalení rámca EÚ pre cezhraničné banky ECB a Eurosystém tiež zberajú informácie o vývoji bankových skupín s významnými cezhraničnými aktivitami v EÚ. Konkrétne Výbor pre dohľad nad bankovníctvom od roku 2002 realizuje pravidelný dvojročný prieskum takýchto skupín. Tri doterajšie prieskumy upozornili na rastúcu internacionalizáciu v posledných rokoch, ktorá je prevažne výsledkom cezhraničných fúzií a akvizícií. Kým počet skupín, ktoré sú zahrnuté do analýzy, sa v rokoch 2001 až 2006 zvýšil iba veľmi mierne – zo 41 na 46, konsolidované aktíva tejto vzorky sa počas rovnakého obdobia zvýšili o 54 % a ich podiel na konsolidovaných aktívach bankového sektora EÚ vzrástol na 68 %. Banky s významnými cezhraničnými aktivitami teda spravujú vysoký a neustále rastúci podiel celkových aktív bankového sektora EÚ¹⁶.

14 Strengthening the EU framework for cross-border banks, Výročná správa ECB, o finančnej integrácii v Európe za rok 2007, článok obsahuje prehľad príslušných politických iniciatív.

15 CRD implementovala medzinárodnú dohodu Bazilej II o komplexnejších a viac rizikovo orientovaných požiadavkách na kapitálovú primeranosť pre banky na EÚ úrovni. V tejto súvislosti zaviedla viacero ďalších prvkov berúcich do úvahy špecifické charakteristiky prostredia EÚ. Osobitne vzhľadom na dosiahnutý pokročilý stav finančnej integrácie v EÚ a vzhľadom na z toho vyplývajúci vysoký počet systémových väzieb a vzájomných závislostí medzi finančnými orgánmi CRD zaviedla posilnené požiadavky týkajúce sa spolupráce medzi domácimi a hostiteľskými dohľadnými orgánmi.

16 Ďalšie informácie o rozsahu a výsledkoch zisťovaní z roku 2001 a 2003 sú uvedené v článku International activities of large EU banking groups, Správa ECB za rok 2005 o bankových štruktúrach EÚ. Vydanie uvedenej správy z roku 2006 obsahuje hlavné výsledky zisťovania v roku 2005. Zistenia z roku 2005 sú zhodnotené v publikácii Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution, ktorá je k dispozícii na webovej stránke ECB na adrese: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

SMEROM K INTEGROVANEJ INFRAŠTRUKTÚRE EUROZÓNY PRE RETAILOVÉ PLATBY

Rozvoj cezhraničného bankovníctva brzdí relatívne vysoká miera fragmentácie infraštruktúry pre retailové platby. Každá krajina má svoje vlastné národné platobné nástroje a rôzne štandardy pre platby realizované bankovými prevodmi, inkasom z účtu a platobnými kartami. Eurosystem považuje vytvorenie integrovaného trhu s retailovými platbami so spoločným súborom platobných nástrojov pre eurozónu za vysoko žiaduce, keďže tento krok predstavuje logický dôsledok zavedenia eura.

Počas posledných desiatich rokov Eurosystem pôsobil ako katalyzátor reforiem a vypracoval viacero správ o príčinách a možných riešeniach existujúcej fragmentácie a stanovil ciele, ktoré by mali byť dosiahnuté. Ešte v roku 1999 Eurosystem upozornil na skutočnosť, že najmä v prípade cezhraničných bankových prevodov sú poplatky výrazne vyššie a doba realizácie je omnoho dlhšia než v prípade domácich prevodov.¹⁷ Táto neefektívnosť bola spôsobená hlavne dominantným využívaním korešpondenčných bánk a chýbajúcou adekvátnou medzibankovou infraštruktúrou v rámci celej eurozóny. V roku 2000¹⁸ Eurosystem konštatoval, že napriek určitému pokroku v odvetví bankovníctva sa poplatky účtované klientom za cezhraničné platby neznížili. S cieľom usmerniť ďalší vývoj ECB uverejnila konkrétnu „cestovnú mapu“ na tvorbu modernej infraštruktúry retailových platieb pre bankové prevody v eurách.¹⁹

V decembri 2001 Európsky parlament a Rada prijali nariadenie, ktoré obsahovalo aj záväzok účtovania rovnakých cien za cezhraničné i domáce platby v eurách pre spotrebiteľov. Aj keď uvedené nariadenie prinieslo určité zlepšenia z pohľadu zákazníkov, bankový sektor musel ešte vykonať mnoho práce pri budovaní paneurópskej infraštruktúry na poskytovanie týchto služieb. Začiatkom roka 2002 sektor bankovníctva založil Európsku radu pre platby, ktorá následne formulovala stratégiu na tvorbu jednotnej oblasti pre platby v eurách (SEPA)²⁰.

Od roku 2002 Eurosystem intenzívne podporuje bankové odvetvie a poskytuje usmernenia a časové línie pre implementáciu modernej platobnej infraštruktúry, ktorá by reagovala na potreby zákazníkov eurozóny.²¹ Európsky sektor bankovníctva vyvinul množstvo úsilia na zvýšenie efektívnosti cezhraničných retailových platieb. Toto úsilie prinieslo tri hlavné výstupy – jednotný súbor pravidiel pre platby realizované prevodným príkazom, inkasom z účtu a platobnou kartou platné pre všetkých účastníkov na trhu platieb v eurách, rovnaký prístup pre používateľov a poskytovateľov služby v celej Európe a rovnaké zaobchádzanie s trhovými účastníkmi. Celkovo možno povedať, že transparentnosť pravidiel a podmienok sa jednoznačne zvýšila.

Smernica o platobných službách, ktorá bola prijatá na konci roka 2007, vytvára právny rámec na platby v SEPA a musí byť implementovaná všetkými členskými štátmi EÚ v termíne do 1. novembra 2009. Táto smernica si kladie za cieľ posilniť konkurenciu na platobných trhoch odstránením bariér vstupu na trh. Taktiež poskytuje zjednodušený a plne harmonizovaný právny rámec vo vzťahu k informačným požiadavkám a právam a povinnostiam súvisiacim s poskytovaním a využívaním platobných služieb.

Dňa 28. januára 2008 začal činnosť SEPA zavedením spoločného prevodného príkazu pre všetky platby v eurách v Európe. Začali sa takisto používať karty v rámci celého priestoru SEPA. Inkaso

Trh s retailovými platbami zostáva aj naďalej fragmentový

Eurosystem pôsobil ako katalyzátor reforiem

Odvetvie sa dohodlo na vytvorení SEPA

Boli definované výstupy a právny rámec

Začiatok SEPA v januári 2008

17 Publikácia ECB z 13. septembra 1999 Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view.

18 Publikácia ECB zo 14. septembra 2000 Improving cross-border retail payment services – Progress report.

19 Pozri publikáciu ECB z novembra 2001 Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro.

20 Tzv. Biela kniha Európskej rady pre platby: Euroland: Our Single Payment Area!, máj 2002.

21 Eurosystem vydal niekoľko správ o dosiahnutom pokroku s cieľom usmerniť vývoj odvetvia: 26. 6. 2003: Towards a Single Euro Payments Area – progress report; 2. 12. 2004: Towards a Single Euro Payments Area – third progress report; 17. 2. 2006: Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines (štvrtá správa o dosiahnutom pokroku); 20. 7. 2007 Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality (piata správa o dosiahnutom pokroku). Podrobnejšie informácie o dosahu SEPA na finančnú integráciu môžete nájsť v správe ECB Financial Integration in Europe, (rok 2007).

z účtu v rámci SEPA začne činnosť v roku 2009. Desiat rokov od zavedenia eura teda možno povedať, že sa zavádza infraštruktúra pre platby v eurách. Počas niekoľkých nasledujúcich rokov sa postupne ukončí používanie národných platobných nástrojov a budú zavedené inovatívnejšie riešenia. V nasledujúcich rokoch sa očakáva, že SEPA prispeje k ďalšej integrácii a zvýšeniu efektívnosti na trhu retailového bankovníctva.

6.4 POUČENIA A VÝHLAD DO BUDÚCNOSTI

Počas predchádzajúcich desiatich rokov sa podarilo dosiahnuť významný pokrok vo finančnej integrácii v eurozóne. Vyššia miera integrácie finančných trhov pomôže Eurosystému plniť svoj mandát efektívne a dosahovať jeho ciele, konkrétne tým, že prispeje k zachovávaniu cenovej stability, finančnej stability, bezproblémovému fungovaniu platobných systémov a hospodárskemu rastu. Zavedenie eura bolo významnou hybnou silou finančnej integrácie. Eurosystém okrem toho významným spôsobom prispel k finančnej integrácii počas uplynulého desaťročia štyrmi hlavnými spôsobmi.

Po prvé, ECB vyvinula koncepčný rámec pre hodnotenie a monitorovanie stavu finančnej integrácie v eurozóne a pravidelne hodnotí finančnú integráciu vo svojej výročnej správe o finančnej integrácii v Európe. Týmto spôsobom ECB poskytuje solídnu empirickú základňu pre ciele opatrenia zamerané na posilnenie finančnej integrácie, prispieva k príslušným politickým diskusiám a zvyšuje povedomie verejnosti o finančnej integrácii a úlohe, ktorú pri nej zohráva Eurosystém.

Po druhé, Eurosystém úspešne pôsobil ako katalyzátor pre trhové iniciatívy orientované na finančnú integráciu vo viacerých dôležitých oblastiach, ako napríklad podpora užšej integrácie trhov s krátkodobými dlhovými cennými papiermi prostredníctvom projektu STEP alebo pokrok dosiahnutý pri integrácii trhov retailového bankovníctva prostredníctvom vytvorenia SEPA.

Po tretie, Eurosystém prispel k vývoju rôznych opatrení EÚ, ktorých cieľom bolo znížiť prekážky integrácie súvisiacej s politikou. Cieľom takýchto opatrení bolo napríklad podporiť integráciu trhov s cennými papiermi a bankovými službami vytvorením komplexnejšieho a koherentného legislatívneho, regulačného a dohľadného rámca EÚ pre finančné služby a pre zúčtovanie a vysporiadanie obchodov s cennými papiermi.

Po štvrté, Eurosystém efektívne využíval poskytovanie služieb centrálnej banky, ktorých primárnym cieľom bolo podporiť výkon svojich úloh centrálnej banky, ako ďalší kanál podporujúci finančnú integráciu. Najdôležitejšie príklady týchto aktivít súviseli s integráciou trhovej infraštruktúry pre platby vysokej hodnoty (TARGET a TARGET2) a vytvorením spoločného systému pre cezhraničné prevody kolaterálov (CCBM), pričom obe tieto oblasti boli nápomocné pri dosiahnutí a udržaní takmer dokonalej integrácie peňažných trhov.

Eurosystém bude aj naďalej využívať tieto nástroje, osobitne v tých oblastiach, ktorých finančná integrácia stále zaostáva – ide hlavne o trhy s podnikovými dlhopismi a majetkovými cennými papiermi a trhy retailového bankovníctva. Medzi priority v tejto oblasti patria (i) poskytovanie poradenstva o možnom ďalšom rozvíjaní rámca EÚ pre finančné služby, najmä čo sa týka finančného dohľadu, retailového bankovníctva a odstránenia prekážok pre cezhraničné zúčtovanie a vysporiadanie cezhraničných obchodov s cennými papiermi; (ii) plánované vytvorenie služby Eurosystému (TARGET2-Securities) pre zúčtovanie transakcií s cennými papiermi a (iii) podpora plnej implementácie SEPA. ECB bude okrem toho pracovať na ďalšom rozvíjaní svojho koncepčného rámca pre finančnú integráciu a postupne ho rozšíri tak, aby zahŕňal aj hodnotenie pokroku pri finančnom rozvoji.

Finančná integrácia pomáha
Eurosystému dosiahnuť jeho
ciele

Opatrenia Eurosystému
podporili integračný proces

Ďalšie priority



7 FINANČNÁ STABILITA A DOHĽAD

Jednou z kľúčových úloh Eurosystemu je prispievať k finančnej stabilite; je na to viacero dôvodov. Centrálné banky, vzhľadom na svoju funkciu emitentov peňazí, musia monitorovať kvalitu finančných inštitúcií, ktoré sú pri výkone menovej politiky ich zmluvnými partnermi. Ďalším dôvodom je, že na to, aby bol proces transmisie menovej politiky efektívny, musí byť finančný systém stabilný. Centrálné banky okrem toho pôsobia ako koncový poskytovateľ bezpečného média na zúčtovanie finančných transakcií vo finančnom systéme a ako poskytovateľ likvidity. Napokon finančná stabilita podporuje aj výkonnosť ekonomiky. Vzhľadom na výraznú expanziu finančného sektora vo vzťahu k reálnej ekonomike sa v posledných desaťročiach zvýšil význam vzájomného prepojenia medzi hospodárskym rastom a finančnou stabilitou. Vážne narušenie procesu finančného sprostredkovania môže mať totiž závažné makroekonomické dopady.¹

V predchádzajúcich desiatich rokoch Eurosystem významnou mierou prispel k zabezpečeniu finančnej stability v eurozóne, a to svojou činnosťou zameranou na dosahovanie svojho hlavného cieľa, ktorým je udržiavanie cenovej stability. Strednodobá orientácia stratégie menovej politiky ECB umožňuje dosahovať stabilitu cien bez toho, že by sa do ekonomických aktivít a na finančné trhy vnášala zbytočná volatilita. Okrem toho Eurosystem prispieva k finančnej stabilite aj dvoma ďalšími spôsobmi: po prvé vykonáva viacero úloh v oblasti zabezpečenia stability finančného systému v eurozóne, a po druhé podporuje kompetentné orgány jednotlivých štátov i EÚ pri plnení svojich úloh v oblasti finančnej stability. Navyše Eurosystem preberá priamu zodpovednosť za dohľad nad trhovými infraštruktúrami, konkrétne nad platobnými systémami, čím takisto prispieva k stabilite finančného systému.

Táto kapitola prináša prehľad významných úspechov, ktoré Eurosystem dosiahol v tejto oblasti. Časť 7.1 opisuje celkový kontext a prepojenie jednotlivých aktivít spolu so stručným hodnotením koncepcie finančnej stability a úlohu Eurosystemu na tomto poli. Časť 7.2 hodnotí prínos Eurosystemu k finančnej stabilite a časť 7.3 sa zameriava na úlohu Eurosystemu v oblasti dohľadu.

7.1 FINANČNÁ STABILITA A ÚLOHA EUROSYSTEMU

Názory na definíciu finančnej stability zatiaľ nie sú jednotné. Určiť s primeranou presnosťou, kedy konkrétne dochádza k finančnej nestabilite je ťažké, s výnimkou prípadov zjavnej finančnej krízy. Podľa definície používanej v ECB je finančná stabilita stav, v ktorom je finančný systém – kam patria finanční sprostredkovatelia, trhy a trhové infraštruktúry – schopný odolávať šokom a vyrovnávať sa s finančnými nerovnováhami.²

Dosiahnutie a udržiavanie finančnej stability je prvoradou a najdôležitejšou úlohou účastníkov trhu, od ktorých sa očakáva, že budú účinne hodnotiť a riadiť svoje riziká a znášať finančné následky svojich transakcií. Účastníci trhu však nezohľadňujú možné systémové riziká, ktoré ich aktivity môžu spôsobovať. Z toho dôvodu sa zaviedol verejný rámec na prevenciu a riadenie potenciálnych finančných kríz, ktorý má za cieľ zabezpečiť, aby finančné problémy neohrozili celkovú stabilitu finančného a ekonomického systému, pri súčasnej minimalizácii možných deformácií trhového mechanizmu. Tento rámec zahŕňa pravidelné monitorovanie a hodnotenie finančnej stability, finančnú reguláciu a dohľad, dohľad nad trhovými infraštruktúrami a viacero možných opatrení v oblasti krízového manažmentu.

Finančná stabilita je komplexný pojem ...

... a predovšetkým úloha súkromného sektora

1 Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), „Central banks and financial stability: exploring a land in between“. Úvodný príspevok na Druhej konferencii o centrálnych bankách ECB, The transformation of the European financial system, ktorá sa konala v dňoch 24. a 25. októbra 2002.

2 Pozri osobitnú časť publikácie ECB Financial Stability Review z júna 2005, „Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges“.

Úloha Eurosystému

V týchto oblastiach má Eurosystém dve kľúčové funkcie. Prvou je zabezpečovanie určitých úloh v oblasti finančnej stability na úrovni eurozóny, akými sú monitorovanie a hodnotenie finančnej stability v eurozóne, ako aj trhových operácií, so zámerom na väčšie finančné šoky a uvoľňovanie napätia na peňažnom trhu v eurozóne. Po druhé, Eurosystém sa v súvislosti s monitorovaním a hodnotením finančnej stability, finančnou reguláciou a dohľadom a riadením kríz podieľa na tvorbe politiky príslušných orgánov jednotlivých štátov a EÚ uplatňovanej v oblasti finančnej stability. Ďalej Eurosystém, v rámci svojej hlavnej úlohy zabezpečovať plynulé fungovanie platobných systémov, vykonáva dohľad nad trhovými infraštruktúrami. V ďalších častiach sa podrobne hodnotí prínos Eurosystému k finančnej stabilite a jeho úloha v oblasti dohľadu nad trhovými infraštruktúrami.

7.2 PRÍNOS K FINANČNEJ STABILITE

INŠTITUCIONÁLNE PROSTREDIE

Národné kompetencie
v oblasti finančnej stability ...

S vytvorením Hospodárskej a menovej únie (HMÚ) došlo v eurozóne k rôznym inštitucionálnym riešeniam v oblasti menovej politiky a finančnej stability. Zatiaľ čo zodpovednosť za menovú politiku sa preniesla z národnej na nadnárodnú úroveň (kapitola 2), zodpovednosť za opatrenia zabezpečujúce finančnú stabilitu zostala na národnej úrovni. Okrem toho, na rozdiel od situácie v niektorých krajinách Eurosystému, kde dohľad nad obozretným podnikaním bánk vykonávajú centrálné banky,³ resp. sa na ňom významne podieľajú, sú funkcie centrálnych bánk a dohľadu v HMÚ oddelené, pretože v oblasti dohľadu neboli ECB a Eurosystému pridelené nijaké priame kompetencie.

... zvyšujú potrebu
cezhraničnej spolupráce

Tento špecifický inštitucionálny rámec, vo svojej podstate zložitejší než rámec menovej politiky, vytvoril potrebu úzkej spolupráce (i) v rámci Eurosystému, medzi ECB a národnými centrálnymi bankami (NCB) v oblasti účinného sledovania a identifikovania potenciálnych rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu eurozóny, a (ii) medzi Eurosystémom a národnými orgánmi dohľadu, aby sa umožnilo starostlivo koordinovať úlohy centrálnych bánk a dohľadu pri zabezpečovaní finančnej stability.

Mechanizmy spolupráce
vymedzené v zmluve ...

Mechanizmy konkrétnej spolupráce v tejto oblasti ustanovuje Zmluva o Európskej únii (Maastrichtská zmluva). Eurosystém musí v prvom rade „prispievať k hladkému uskutočňovaniu politík prijatých príslušnými orgánmi, ktoré sa týkajú kontrolného dohľadu nad úverovými inštitúciami a stability finančného systému“.⁴ V druhom rade sa všetky navrhované právne akty Európskeho spoločenstva alebo legislatívne návrhy národných orgánov, ktoré súvisia s kompetenciami ECB, musia s ňou konzultovať. Podobne môže ECB poskytovať rady Rade, Komisii a príslušným úradom členských štátov týkajúce sa rozsahu, platnosti a plnenia právnych predpisov Spoločenstva o dohľade nad úverovými inštitúciami a stabilite finančného systému, a tieto orgány a inštitúcie s ňou môžu konzultovať⁵. Napokon zmluva predpokladá možnosť prenesenia

3 Štruktúra orgánov dohľadu v členských štátoch EÚ je rôzna, a to z aspektu podieľania sa centrálnej banky na týchto úlohách a z hľadiska vymedzenia výkonu dohľadu nad časťami finančného sektora. Zatiaľ čo v niektorých krajinách sú úlohy orgánu dohľadu členené podľa jednotlivých sektorov, v iných krajinách je finančný dohľad nad sektormi bankovníctva, poisťovníctva a obchodovania s cennými papiermi centralizovaný a vykonáva ho len jeden orgán. Nedávno (v roku 2006) bol uverejnený prehľad riešení v jednotlivých krajinách EÚ; nachádza sa v publikácii ECB Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries, ktorá je uverejnená na internetovej stránke ECB (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf).

4 Článok 105 (5) Zmluvy o Európskej únii.

5 Článok 25.1 Štatútu ESCB.

niektorých úloh dohľadu na ECB bez nutnosti meniť ustanovenia zmluvy, pričom na takéto prenesenie stačí zjednodušený postup.⁶ Toto ustanovenie, ktoré sa zatiaľ neuplatnilo, by sa mohlo použiť, ak by inštitucionálne mechanizmy nedokázali zabezpečiť plynulú a účinnú spoluprácu jednotlivých orgánov.

Eurosystém plní svoj mandát v oblasti finančnej stability za pomoci Výboru pre bankový dohľad (BSC), ktorý v roku 1998 zriadila Rada guvernérov ECB. BSC je zložený z vysokých predstaviteľov ECB a národných centrálnych bánk Eurosystému, a tiež zo zástupcov štátnych orgánov bankového dohľadu tých krajín Eurosystému, v ktorých bankový dohľad nie je časťou mandátu národnej centrálnej banky. Ďalej sú členmi BSC i zástupcovia centrálnych bánk a orgánov dohľadu tých krajín EÚ, ktoré ešte neprijali jednotnú menu. Táto široká členská škála odzrkadľuje skutočnosť, že úlohy štátov v oblasti finančnej stability a dohľadu sa plnia na základe harmonizovaného regulačného rámca a pravidiel jednotného trhu Európskej únie.⁷

TRHOVÉ PROSTREDIE

Mandát a úlohy ECB a Eurosystému súvisiace s finančnou stabilitou sa vyvíjali v prostredí celkového pokroku v oblasti cezhraničnej finančnej integrácie (kapitola 6) a stále dynamickejšieho charakteru a rastúcej zložitosti finančného systému.

Finančná integrácia zvyšuje možnosti zdieľania rizika a jeho diverzifikácie a zvyšuje likviditu a hĺbku finančných trhov, čím prispieva k schopnosti finančného systému vzdorovať šokom. V jej dôsledku sa však finančný systém stáva náchylnejší na narušenia, ktoré môžu mať cezhraničný pôvod alebo charakter, čo si vyžaduje stále intenzívnejšie zdieľanie informácií medzi jednotlivými krajinami a intenzívnejšiu spoluprácu medzi centrálnymi bankami a orgánmi dohľadu, predovšetkým v súvislosti s rastúcim počtom veľkých medzinárodných bankových skupín v EÚ.

Rýchle tempo finančných inovácií spojené s prehlbovaním finančnej integrácie stiera hranice medzi finančnými sprostredkovateľmi, trhmi a trhovými infraštruktúrami, a tiež medzi rozličnými segmentmi finančného trhu. K dôležitým vývojovým trendom v tejto súvislosti patrí väčšia účasť bánk na kapitálových trhoch (napr. v dôsledku sekuritizácie bankových úverov, využívania nástrojov na prevod úverového rizika a komplexných štruktúrovaných finančných produktov), zvyšujúci sa význam finančných konglomerátov, zvyšujúci sa význam komerčných bánk pri poskytovaní služieb v oblasti infraštruktúry a rastúca účasť neregulovaných subjektov na finančných trhoch a vo finančných infraštruktúrach.

To má za následok stálu potrebu ďalej rozvíjať a aktualizovať rámec monitorovania, analýz a reagovania na potenciálne riziká vo finančnom systéme, berúc pritom do úvahy rôzne vzájomné prepojenia medzi jeho zložkami a príslušné zmeny. Táto úloha sa stáva čoraz náročnejšou.

... sa uskutočňujú s podporou BSC

Finančná integrácia si vyžaduje užšiu cezhraničnú spoluprácu

Dynamický a komplexný finančný systém...

... kladie vyššie nároky na zabezpečovanie finančnej stability

6 Článok 105 (6) zmluvy a článok 25.2 Štatútu ESCB.

7 Podrobnejšie informácie o BSC sú v Papademos, Lucas (2007), „The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU“, Kreditwesen, zväzok 8, str. 28-31.

Budúce vyhladky finančnej stability

Do úvahy sa berú všetky zložky finančného systému

Kombinácia makroekonomických a mikroekonomických hľadísk

Aktivity Eurosystému sú založené na troch pilieroch:

polročné hodnotenia finančnej stability v eurozóne, ...

... ročné analýzy bankového sektora EÚ z makroekonomického a štrukturálneho hľadiska ...

HLAVNÉ ÚSPECHY EUROSYSTÉMU

MONITOROVANIE A POSUDZOVANIE FINANČNEJ STABILITY

ECB považuje zabezpečovanie finančnej stability za mimoriadne dôležité aj z hľadiska ďalšieho vývoja: potenciálne zdroje finančných rizík alebo slabé miesta – napríklad nedostatky v oblasti alokovania finančných zdrojov, nesprávne oceňovanie alebo riadenie finančných rizík – by sa mali v čo najväčšej miere identifikovať ešte pred tým, než by spôsobili neudržateľné a potenciálne deštruktívne nerovnováhy vo finančnom systéme. Ďalej je vhodné pokúsiť sa určiť rozsah takýchto slabých miest a ich možný vplyv na celkovú stabilitu finančného systému. To konkrétne pomôže súkromnému i verejnému sektoru zamerať sa na také riziká, kde pravdepodobnosť, že v prípade ich naplnenia sa finančná stabilita zoslabí, je väčšia.

Z tohto dôvodu Eurosystém pravidelne monitoruje a hodnotí možné zdroje rizík a zraniteľnosti finančného systému, so zámerom identifikovať vynárajúce sa nerovnováhy už v počiatočnom štádiu a pripraviť pôdu pre účelovo zamerané nápravné opatrenia, napríklad na zintenzívnenie finančného dohľadu alebo intenzívnejšieho sledovanie trhu.

V tomto kontexte venuje Eurosystém pozornosť schopnosti bankového sektora vzdorovať šokom, ktorá má kľúčovú úlohu pri výkone a transmisii menovej politiky, v platobnom systéme a v prevádzaní finančných prostriedkov od sporiteľov k investorom. Zároveň je táto analýza doplnená širším hodnotením, ktoré zohľadňuje aj ostatné zložky finančného systému, napríklad trhy, nebankových finančných sprostredkovateľov a infraštruktúry, a to vzhľadom na rastúce postavenie týchto zložiek v rámci systému a ich úzke prepojenia s bankami. Eurosystém kladie okrem toho veľký dôraz na úzku spoluprácu s orgánmi dohľadu v oblasti monitorovania finančnej stability, aby mohol spojiť pohľady z makro- a mikroekonomického aspektu. V tomto ohľade spočíva kľúčová úloha BSC v tom, že vytvára fórum na výmenu skúseností z oblasti zabezpečovania úloh centrálnych bánk a bankového dohľadu.

Aktivity Eurosystému v oblasti monitorovania a posudzovania finančnej stability sa opierajú o tri piliere.

Po prvé, ECB v roku 2000 začala práce na vývoji komplexného rámca posudzovania potenciálnych rizík a zraniteľných miest finančného systému eurozóny ako celku. Toto hodnotenie si kladie za cieľ určiť individuálnu i kolektívnu schopnosť inštitúcií, trhov a infraštruktúr eurozóny vzdorovať šokom, identifikovať hlavné zdroje rizík a zraniteľných miest, ktoré by mohli ohroziť budúcu stabilitu finančného systému, a odhadnúť schopnosť finančného systému vyrovnať sa s týmito rizikami v prípade, ak by sa naplnili. Od decembra 2004 boli v polročne vydávanej Financial Stability Review (FSR) pravidelne prezentované výsledky tohto systematického hodnotenia, ku ktorému prispel i BSC. Hlavnou úlohou FSR, podobne ako podobných publikácií vydávaných inými centrálnymi bankami vo svete, je zvyšovať mieru uvedomovania si vývojových trendov, ktoré sú dôležité z hľadiska stability finančného systému eurozóny, a to vo finančnom sektore a vo verejnosti. Tým, že správa FSR prináša prehľad o zdrojoch rizík a o zraniteľných miestach, ktoré by mohli potenciálne ovplyvniť finančnú stabilitu, sa snaží prispieť k plneniu úloh najmä v oblasti uvoľňovania finančných napätí, a najmä pri predchádzaní ich vzniku.

Po druhé, od roku 1999 BSC pravidelne uskutočňuje analýzy bankového sektora EÚ z hľadiska obozretného podnikania, závery ktorých sú od roku 2003 uverejňované v pravidelnej ročnej správe Stabilita bankového sektora EÚ (EU banking sector stability). BSC pravidelne prehodnocuje štrukturálne vývojové trendy v bankovom sektore v rámci EÚ dotýkajúce sa centrálnych bánk

a orgánov dohľadu. Výsledkom tejto práce je pravidelná ročná správa Bankové štruktúry EÚ (EU banking structures), ktorá bola po prvý raz uverejnená v roku 2002. Štrukturálne analýzy a analýzy makroekonomiky z hľadiska finančnej stability, ktoré vykonáva BSC, sa opierajú o súhrnné štatistické informácie centrálnych bánk a orgánov dohľadu v EÚ; sú doplnené kvalitatívnymi informáciami, a pokiaľ možno, i hodnotením vývoja v dlhodobej perspektíve členmi BSC.

Po tretie, Eurosystem spolu s ostatnými centrálnymi bankami v EÚ sa podieľa na práci iných inštitúcií a orgánov, ktoré monitorujú finančnú stabilitu v Európe a vo svete, a prispieva k nej. Na úrovni EÚ to súvisí predovšetkým s podporou poskytovanou Ekonomickému a finančnému výboru (Economic and Financial Committee – EFC), ktorý od roku 2003 posudzuje finančnú stabilitu v pravidelnej polročnej publikácii Finančná stabilita v tabelárnej forme (Financial Stability Table – FST), a ktorý je zodpovedný za prípravu diskusií o týchto záležitostiach v Rade ECOFIN.⁸ ECB a národné centrálné banky Eurosystemu spolu s ostatnými centrálnymi bankami v EÚ sa na globálnej úrovni aktívne zúčastňujú monitorovacích aktivít Medzinárodného menového fondu, Fóra pre finančnú stabilitu (Financial Stability Forum), Výboru pre globálny finančný systém (Committee on the Global Financial System) a Banky pre medzinárodnú spoluprácu.

Napriek týmto výrazným úspechom si rámec Eurosystemu pre monitorovanie a posudzovanie finančnej stability vyžaduje ďalšie zdokonalenie. V tejto súvislosti významnou výzvou je, nielen pre Eurosystem, ale aj pre centrálné banky a orgány dohľadu vo svete, vývoj zdokonaleného kvantitatívneho prístupu k identifikácii rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu a hodnotenie možných dôsledkov naplnenia týchto rizík. Je to náročná úloha, pretože kvantifikovanie cieľov finančnej stability nie je priamočiarou úlohou a adekvátny analytický rámec zahŕňajúci vhodné indikátory, modely a metodiky je vo svojej podstate nesmierne komplikovaný. Okrem toho neustála a rýchla transformácia finančného systému spolu so zavádzaním inovácií vo finančnom sektore kladie vývoju vhodného analytického rámca ďalšie prekážky. Najmä zložitost' niektorých nových finančných nástrojov, prerozdeľovanie rizík medzi sektormi a neprehľadnosť transakcií vykonávaných stále rastúcim počtom nebankových finančných inštitúcií sťažuje modelovanie finančného systému, ako aj monitorovanie a posudzovanie rizík.⁹ Napriek tomu, že tieto problémy sú obrovské, treba uznať, že v posledných rokoch sa dosiahol významný pokrok.

Analýzy v polročne vydávaných správach FSR sú stále hlbšie a dokonalejšie, najmä analýzy finančných trhov a finančných inštitúcií. Príkladom môžu byť metódy kvantifikácie úverovej angažovanosti veľkých a komplexných bankových skupín vo vzťahu k rizikám podnikového sektora, tvorba ukazovateľov rôznych iných rizík, ktorým čelia banky, investičné fondy a poisťovne, ako aj ukazovateľov aktivít finančného trhu, ktoré slúžia na charakterizovanie potenciálnych finančných nerovnováh. Ďalším dôležitým prvkom tejto snahy je vývoj metodík na uskutočňovanie „stress testov“ finančného systému eurozóny na makroekonomickej úrovni. Hlavným cieľom takýchto testov je posúdiť možné vplyvy mimoriadnych udalostí alebo rozsiahlych šokov na finančný systém z hľadiska ekonomických nákladov. Takýto rámec stress testov pomôže kvantifikovať riziká a zoradiť ich podľa závažnosti, a umožní lepšie sa zamerať na monitorovanie a posudzovanie finančnej stability. Okrem toho by stress testy na makro úrovni, keď už budú implementované, pomohli Eurosystemu zlepšiť svoju vnútornú konzistentnosť, a tým i dlhodobý rozmer monitorovania budúcej vlastnej finančnej stability. V priebehu posledných rokov ECB úzko spolupracovala s BSC pri vypracovávaní metód na zdokonalenie najmä cezhraničného rozmeru stress testov,

... a príspevok
k monitorovaniu finančnej
stability EÚ globálnej
finančnej stability

Kvantitatívne problémy
pri posudzovaní finančnej
stability ...

... si vyžaduje neustále
zdokonaľovanie prístupu
Eurosystemu

⁸ Zatiaľ čo EFC je v bežnom zložení tvorený zástupcami ministerstiev financií krajín EÚ, národných centrálnych bánk, ECB a Komisie, štruktúra FST je rozšírená a podieľajú sa na nej predsedovia BSC a výborov EÚ pre dohľad, ktoré boli nedávno vytvorené na základe Lamfalussyho prístupu (bližšie v nasledujúcej časti venovanej finančnej regulácii a dohľadu).

⁹ V časti publikácie ECB Financial Stability Review z decembra 2005 „Measurement challenges in assessing financial stability“.

Potreba zlepšiť dostupnosť
a kvalitu informácií

ktorého význam sa zvyšuje, pretože miera finančnej integrácie eurozóny stále rastie, a rovnako sa zvyšuje aj význam cezhraničných aktivít finančných inštitúcií.¹⁰

Ďalšou dôležitou úlohou je vývoj adekvátnej informačnej infraštruktúry na podporu monitorovania a posudzovania finančnej stability, najmä na zlepšenie a rozšírenie výmeny informácií medzi BSC a Výborom pre štatistiku, vrátane ročne kompilovaných konsolidovaných údajov za bankový systém EÚ ako celok. Ako hlavná prekážka ďalšieho vývoja kvantitatívneho rámca posudzovania finančnej stability sa identifikovala obmedzená dostupnosť údajov a ich kvalita.

FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD

Cieľom je zaistiť celkovú
bezpečnosť a zdravý stav
finančných inštitúcií

Keďže nie je vylúčené, že kroky súkromného sektora by pri prevencii prípadného výskytu finančnej nerovnováhy nemuseli byť dostatočne účinné, regulačný rámec a rámec dohľadu EÚ sa orientujú na zabezpečenie celkovej bezpečnosti a finančnej sily finančných inštitúcií. V tejto súvislosti sú hlavnými nástrojmi požiadavky obozretného podnikania kladené na kapitálové van-kúše, optimálne postupy riadenia rizík a zverejňovania údajov.

Poradenstvo a prínos ECB/
Eurosystému ...

Eurosystém sa do tejto práce úzko zapája, a jeho analýzy obozretného podnikania a štruktúry finančného systému a hodnotenie práce orgánov dohliadajúcich nad obozretným podnikaním na mikro-úrovni sa vzájomne podporujú. V súlade s tým ECB a Eurosystém poskytujú poradenské služby a prispievajú k vývoju regulačného rámca a rámca dohľadu v EÚ. ECB vykonáva aj úlohu poradcu v súvislosti s navrhovanými legislatívnymi zmenami v oblasti finančnej regulácie a dohľadu na národných úrovniach.

... k regulačnému rámcu
finančných služieb v EÚ

V posledných rokoch sa ECB a Eurosystém významne podieľali na zdokonalení regulačného rámca finančných služieb. Jeden z ich príspevkov súvisí s Akčným plánom pre finančné služby (Financial Services Action Plan – FSAP) z roku 1999, na základe ktorého sa vytvoril zmodernizovaný a komplexnejší regulačný rámec finančných služieb v EÚ (kapitola 6). ECB sa na rozvoji FSAP podieľala formou prijímania stanovísk k rôznym legislatívnym návrhom Európskej komisie a účasťou v technických podvýboroch. Eurosystém v tejto práci pokračoval a prispel k formulácii stratégie politiky EÚ v oblasti finančných služieb na roky 2005 – 2010, ktorá bola uverejnená v decembri 2005 ako White Paper Európskej komisie.¹¹ ECB a Eurosystém sa v rámci svojich odborných kompetencií podieľajú na jeho implementácii.¹²

... a k spôsobu výkonu
finančnej regulácie
a dohľadu v EÚ

Eurosystém sa tiež aktívne zapája do nepretržitého procesu rozvoja inštitucionálneho rámca finančnej regulácie a dohľadu na úrovni EÚ. Významnou mierou podporil Lamfalussyho rámec finančnej regulácie a dohľadu, ktorého cieľom je zefektívnenie a urýchlenie rozhodovacieho procesu v oblasti legislatívy EÚ a vytvorenie koherentnejšieho rámca regulácie a dohľadu v členských štátoch (kapitola 6). V rámci fungovania Lamfalussyho rámca ECB pôsobí ako pozorovateľ vo výboroch Level 2 pre bankový sektor a sektor cenných papierov

10 Fell, John (2007), „Challenges for EU-wide macro stress-testing“, prednesené na konferencii ECB venovanej stress testom a riešeniu simulovaných prípadov finančnej krízy, ktorá sa konala 12. až 13. júla 2007; uverejnené na internetovej stránke ECB: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

11 V publikácii „European Commission’s Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystém contribution to the public consultation“ z 1. augusta 2005, ktorá je uverejnená na internetovej stránke ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaper-financialservicespolicy2005en.pdf>

12 Eurosystém napríklad reagoval na diskusie Komisie o možných krokoch v oblasti investičných fondov a hypotekárnych úverov.

a ako člen výboru Level 3 pre bankový sektor. Eurosystem prispieva i k nepretržitému monitorovaniu fungovania Lamfalussyho rámca.¹³

V decembri 2007 uskutočnila Rada ECOFIN prvú revíziu Lamfalussyho prístupu v rámci finančného sektora. Na tejto revízii sa podieľali jednotlivé výbory a fóra v rámci EÚ, a tiež Eurosystem. Revízia zdôraznila, že Lamfalussyho rámec významne prispieva k rozvoju legislatívneho procesu EÚ z hľadiska jeho efektivity a transparentnosti, a teda k tvorbe dôslednejšieho regulačného rámca a rámca dohľadu. Výsledky práce dohľadu však musia postupne dosiahnuť rovnakú úroveň vo všetkých členských štátoch. Z tohto dôvodu sa považuje za potrebné zintenzívniť využívanie Lamfalussyho prístupu, a to tým, že (i) národným orgánom dohľadu sa poskytne európsky mandát, (ii) zredukujú sa možnosti voľného a alternatívneho prístupu k pravidlám EÚ na národnej úrovni a dosiahne sa užšia konvergencia v oblasti požiadaviek kladených na finančné výkazníctvo, (iii) posilnia sa úlohy Lamfalussyho výborov Level 3 pri konvergencii a spolupráci orgánov dohľadu a rozšíria sa úlohy kolégia supervízorov v oblasti dohľadu nad cezhranične pôsobiacimi bankovými skupinami.¹⁴ Na svojom zasadnutí v júni 2008 ECOFIN rozhodne o konkrétnych opatreniach v oblasti implementácie týchto priorít.

RIADENIE FINANČNÝCH KRÍZ

I napriek významným zlepšeniam v oblasti predchádzania cezhraničným finančným krízam nie je možné vylúčiť, že vo finančnej sfére vzniknú vážne narušenia s možným cezhraničným dosahom na finančnú stabilitu. Hlavnou východiskovou bázou tu sú opäť riešenia príslušných finančných problémov súkromným sektorom. Ak sa pri zvládaní krízy ukážu byť kroky súkromného sektora ako nedostatočné, musia sa zväziť ďalšie opatrenia zo strany verejného sektora. Takáto možná spoluzodpovednosť sa však opiera o vlastné rozhodnutia verejného sektora a je založená na koncepte „konštruktívnej nejednoznačnosti“ pri čelení morálnemu hazardu.

Rozdelenie úloh súvisiacich s riadením kríz medzi Eurosystem, národné centrálné banky, orgány dohľadu a ministerstvá financií bude závisieť od toho, či pôjde o krízu likvidity alebo o krízu platobnej schopnosti.

Počas celkovej krízy likvidity môže ECB prispieť k riadnemu fungovaniu peňažného trhu prostredníctvom operácií na poskytovanie likvidity (kapitola 3), na základe prevádzkových postupov schválených na úrovni Eurosystemu. Okrem toho môžu národné centrálné banky nelikvidným, avšak solventným úverovým inštitúciám poskytnúť – dočasne a proti adekvátnemu kolaterálu – núdzovú likviditnú pomoc (emergency liquidity assistance – ELA). Pomoc ELA možno poskytnúť len vo výnimočných prípadoch. Poskytuje sa na základe vlastného uváženia kompetentných národných centrálnych bánk a je podmienená dodržaním ustanovení zmluvy o zákaze menového financovania. Národné centrálné banky môžu takúto pomoc považovať za opodstatnenú predovšetkým v prípadoch, ak ide o prevenciu alebo zmiernenie možných systémových vplyvov v dô-

Súkromný sektor ako prvá
obránná línia

Úloha Eurosystemu ...

... počas kríz likvidity ...

13 Dôležitá súčasť tohto prínosu bola revízia využívania Lamfalussyho rámca, ktorú Komisia vykonala v roku 2005, a to z hľadiska legislatívy v oblasti trhov s cennými papiermi; tiež v „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation“ zo 17. februára 2005, internetová stránka ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Eurosystem sa podieľal aj na príprave Správy Výboru pre finančné služby o finančnom dohľade (Committee's Report on Financial Supervision), vypracovanej vo februári 2006 a schválenej Radou ECOFIN v máji 2006. Najnovšie sa Eurosystem podieľal na prvom komplexnom prehodnotení Lamfalussyho prístupu v rámci finančných sektorov. Tiež v „Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution“, z 30. novembra 2007, internetová stránka ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

14 Tieto priority boli zdôraznené aj v spomenutom príspevku Eurosystemu k revízii Lamfalussyho rámca. Podrobnejšie informácie sú v článku „Developments in the EU arrangements for financial stability“, uverejnenom v Mesačnom bulletinu ECB z apríla 2008.

sledku šírenia sa nákazy do ostatných finančných inštitúcií alebo trhových infraštruktúr. V roku 1999 sa Eurosystém dohodol na konkrétnych postupoch v oblasti výmeny informácií v prípade, že niektorá národná centrálna banka Eurosystému pomoc ELA poskytne. Cieľom týchto postupov je zabezpečiť, aby dopady intervencie takéhoto charakteru, ktorú vykoná NCB – znášajúca súvisiace náklady a riziká, sa dali vyriešiť spôsobom, ktorý by bol konzistentný so súčasným výkonom jednotnej menovej politiky.

... a počas kríz platobnej schopnosti

Počas krízy platobnej schopnosti majú pri jej zvládaní a riešení hlavnú úlohu ministerstvá financií, ktoré rozhodujú o možnom poskytnutí finančnej podpory, a orgány dohľadu, ktoré môžu prijímať mimoriadne opatrenia, ktorými by buď prispeli k stabilizácii inštitúcií nachádzajúcej sa v ťažkostiach, alebo by rozhodli o ukončení jej činnosti.

Bez ohľadu na to, či je finančná kríza krízou likvidity alebo platobnej schopnosti, Eurosystém môže podporovať úsilie v oblasti vyrovnávania sa s krízou tým, že poskytne možnosť využitia svojich odborných znalostí a skúseností získaných pri monitorovaní finančnej stability, a posúdi možné kanály šírenia sa porúch vo finančnom systéme a ich možných dopadov na jeho stabilitu. V prípade, že by mala kríza likvidity alebo kríza platobnej schopnosti mať vplyv na činnosť trhových infraštruktúr, môže Eurosystém podniknúť kroky smerujúce k zabezpečeniu ich plynulého fungovania.

Efektívna súčinnosť orgánov je rozhodujúcim činiteľom

Vzhľadom na nutnosť podniknúť tieto kroky v prípade finančnej krízy včas a cielene, najdôležitejším je plynulé a efektívne a vzájomne zosúladené konanie všetkých kompetentných orgánov – centrálnych bánk, orgánov dohľadu a ministerstiev financií. Vzhľadom na vysoký počet takýchto orgánov v EÚ sa to javí ako náročná úloha. Na jednej strane tu treba jasne definovať úlohy a štruktúru v oblasti zdieľania informácií a spolupráce, ale na druhej strane treba konštatovať, že univerzálne platný postup pri riadení krízy sa vypracovať nedá, pretože každá takáto kríza je iná. Pri zabráňovaní naplneniu rizika morálneho hazardu je dôležitá pružnosť a kompetentnosť v rozhodovacej oblasti.

Účinnosť riadenia kríz v EÚ sa zvyšuje...

Ale i tak sa na úrovni EÚ v priebehu posledného desaťročia významne posilnili riešenia prijaté v oblasti krízového manažmentu. Eurosystém v tejto súvislosti aktívne prispel k trom hlavným oblastiam: (i) k vyjasneniu legislatívneho rámca riadenia kríz, predovšetkým vo vzťahu k smernici pre kapitálové požiadavky (CRD) z roku 2006 a smernici pre finančné konglomeráty z roku 2002, (ii) k príprave a priebežnému skvalitňovaniu opatrení v oblasti dobrovoľnej spolupráce medzi orgánmi vo forme memoránd o porozumení (MoU) na úrovni EÚ a (iii) k riešeniam simulovaných kríz na oboch úrovniach, na úrovni EÚ i Eurosystému, smerujúcim k posilneniu existujúcich legislatívnych a neformálnych aktov a k zlepšeniu celkovej úrovne pripravenosti na vyrovnávanie sa so skutočnými krízami.¹⁵

... a sú rozpracované ďalšie iniciatívy

Pri ďalšom zdokonaľovaní riešení v oblasti krízového manažmentu na úrovni EÚ sa významný pokrok dosiahol v októbri 2007, keď Rada ECOFIN navrhla strategickú „cestovnú mapu“ vedúcu k riešeniam v oblasti problémov finančnej stability.¹⁶ Jej hlavnými prvkami sú: (i) podpora súboru spoločných zásad riadenia cezhraničných kríz a spoločného analytického rámca BSC a Výboru pre európske orgány bankového dohľadu (CEBS) na posudzovanie finančných kríz; táto podpora

15 Článok „The EU arrangements for financial crisis management“ uverejnený v Mesačnom bulletinu ECB z februára 2007 prináša prehľad o stave prác v týchto troch oblastiach.

16 Táto cestovná mapa sa zakladala na odporúčaniach pracovnej skupiny ad hoc EFC, ktoré sa týkali riešení otázok finančnej stability v EÚ. Táto skupina, zložená z vysokých predstaviteľov ministerstiev financií, národných centrálnych bánk, orgánov dohľadu, ECB a Európskej komisie, sa zriadila v septembri 2006, a jej úlohou bolo zhodnotiť možný priestor na objasňovanie a zdokonaľovanie prijatých riešení v oblasti vyrovnávania sa s cezhraničnými finančnými krízami v EÚ; mala pritom zohľadniť najmä skúsenosti získané pri náviku simulovanej krízy v EÚ, ktorý sa uskutočnil v apríli 2006. Podrobnejšie informácie o cestovnej mape Rady ECOFIN a príslušných doplnujúcich opatreniach sú uverejnené v článku Mesačného bulletinu ECB z apríla 2008: „Developments in the EU arrangements for financial stability“.

Tabuľka 1 Hlavný prínos Eurosystému v oblasti finančnej stability

Oblasť	Úroveň	Hlavné činnosti Eurosystému
Monitorovanie a posudzovanie finančnej stability		
Posudzovanie finančného systému v rámci eurozóny	Eurozóna	Pravidelná polročná publikácia ECB <i>Financial Stability Review</i>
Analýza obozretného podnikania bankového sektora z makroekonomického hľadiska	EÚ	Pravidelná ročná správa ECB <i>EU Banking Sector Stability</i>
Štrukturálna analýza bankového sektora v rámci EÚ	EÚ	Pravidelná ročná správa ECB <i>EU Banking Structures</i>
Monitorovanie finančnej stability EÚ	EÚ	Príspevok do diskusie EFC, FST a ECOFIN
Makroekonomické stress testy	EÚ/eurozóna	Príspevok k príprave makroekonomických stress-testov v rámci eurozóny
Finančná regulácia a dohľad		
Celková stratégia EÚ v oblasti finančných služieb	EÚ	Príspevok k verejnej diskusii (napr. vo vzťahu k stratégii EÚ v oblasti politiky finančných služieb v rokoch 2005 – 2010)
Konkrétne iniciatívy v legislatívnej oblasti	EÚ	Formálne stanoviská ECB a technická podpora (prostredníctvom Lamfalussyho výborov Level 2 v sektore cenných papierov a v bankovom sektore)
Dôsledná implementácia pravidiel EÚ	EÚ	Príspevky k vypracovaniu spoločných štandardov a konkrétnych postupov v oblasti dohľadu nad bankovým sektorom (prostredníctvom Lamfalussyho výboru Level 3, CEBS)
Zdokonalenie rámca dohľadu v rámci EÚ	EÚ	Príspevky k verejnej diskusii k danej problematike (napr. revízia Lamfalussyho rámca v roku 2007)
Riadenie finančných kríz		
Zdokonalenie legislatívneho rámca EÚ	EÚ	Formálne stanoviská ECB a technická podpora (prostredníctvom Lamfalussyho výborov Level 2)
Núdzová likviditná pomoc (ELA)	Eurozóna	Eurosystém posúdi kompatibilitu relevantných operácií ELA vykonávaných NCB s prevažujúcim smerovaním menovej politiky
Systémové posúdenie finančnej krízy	EÚ	Spoločný analytický rámec BSC-CEBS
Spolupráca medzi centrálnymi bankami EÚ, ministerstvami financií a orgánmi dohľadu	EÚ	Príspevok k vypracovaniu memoránd o porozumení (MoU) prijatých v rokoch 2003, 2005 a 2008
		Aktívna účasť na vývoji celkovej stratégie na zlepšenie riešení EÚ v oblasti finančnej stability (napr. vo vzťahu k cestovnej mape Rady ECOFIN z roku 2007)
		Účasť na modelovaní a riešení simulovanej krízy v EÚ
Pripravenosť Eurosystému na finančné krízy	Eurozóna	Riešenia simulovanej finančnej krízy v rámci Eurosystému

sa formálne odsúhlasila podpísaním MoU ministerstvami financií EÚ, guvernérmí centrálnych bank a orgánmi bankového dohľadu v apríli 2008, (ii) ďalšie posilnenie tohto rámca dohodami o konkrétnej spolupráci príslušných orgánov vo vzťahu k cezhranične pôsobiacim inštitúciám a (iii) výzva Európskej komisii, aby v úzkej spolupráci s členskými štátmi ďalej vyjasnila riešenia v oblasti krízového manažmentu týkajúce sa vzťahov hostiteľ-hosť v rámci CRD, a aby príslušné návrhy predložila do konca roka 2008 a (iv) žiadosť Európskej komisii o posúdenie možného skvalitnenia regulácie v súvislosti s prevodmi aktív v rámci bankových skupín, smernice EÚ o likvidácii a úlohy systémov na ochranu vkladov a podpory verejného sektora v prípade krízy.

ZÍSKANÉ POZNATKY A MOŽNÉ BUDÚCE KROKY

Počas posledných desiatich rokov sa prijalo mnoho opatrení na posilnenie finančnej stability v eurozóne a EÚ. V tomto ohľade hrá najvýznamnejšiu úlohu Eurosystém. Po prvé, Eurosystém na úrovni eurozóny uskutočnil viacero krokov na podporu a zabezpečenie stability finančného systému, najmä v súvislosti s monitorovaním a posudzovaním finančnej stability a trhových operácií. Tieto kroky sa zameriavali na celkové vyrovnanie sa s finančnými šokmi a na uvoľňovanie napätia na peňažnom trhu eurozóny. Po druhé Eurosystém podporuje orgány jednotlivých štátov i EÚ v ich politike monitorovania a posudzovania finančnej stability, finančnej regulácie a dohľadu a riadenia kríz. Napriek významným úspechom sa rámec finančnej stability v EÚ ešte stále rozvíja, a aby udržal krok s tempom rozvoja finančnej integrácie a finančných inovácií, musí sa ďalej zdokonaľovať.

Výrazné úspechy
Eurosystému

Po prvé, z aspektu monitorovania a posudzovania finančnej stability je dôležité, aby sa ďalej zvýšila miera nášho chápania zložitého a rýchlo sa meniaceho finančného systému a aby sme aktívne prispievali k vypracovaniu zdokonalených kvantitatívnych prístupov. Táto úloha bude zahŕňať i vývoj opatrení zameraných na komplexnejšie analýzy vzájomných vzťahov v rámci ekonomického a finančného sektora a dosiahnutie ďalšieho pokroku oblasti v makroekonomických stress testov.

Po druhé bude Eurosystem musieť naďalej zohrávať aktívnu úlohu pri poskytovaní expertných poradenských služieb v oblasti pokračujúceho vývoja riešení súvisiacich s finančnou reguláciou a dohľadom na úrovni EÚ. Zabezpečenie účinného a efektívneho fungovania Lamfalussyho rámca bude kľúčovou záležitosťou, a to tak s ohľadom na využívanie celého potenciálu zdokonaleného regulačného rámca EÚ, ktorý bol zavedený v rámci FSAP, ako aj so zámerom zabezpečiť, aby riešenia v oblasti dohľadu na úrovni EÚ dokázali udržať krok s aktivitami finančných skupín operujúcich cezhranične vo veľkom rozsahu, ktorých význam na jednotnom trhu neustále rastie, a s ich požiadavkami na moderný, úsporný a konzistentný výkon dohľadu.

A po tretie, tempo zdokonaľovania riešení EÚ v oblasti riadenia kríz ba sa malo zachovať. Memorandum o porozumení na rok 2008, podpísané ministerstvami financií EÚ, centrálnymi bankami a orgánmi dohľadu, je v tomto ohľade najväčším úspechom. Bude treba snažiť sa o implementáciu a efektívne odskúšanie obsahu tohto memoranda tak, aby sa v čo možno najväčšej miere zabezpečila jeho účinnosť. Eurosystem môže za seba vyhlásiť, že bude v takomto odskúšavaní pokračovať a v prípade potreby svoje vlastné prístupy k riadeniu kríz zdokonalí.

A na záver, úlohou Eurosystemu je prispievať k posilňovaniu ďalšej spolupráce medzi centrálnymi bankami a orgánmi dohľadu v EÚ, najmä vo vzťahu významným cezhranične pôsobiacim finančným skupinám. Intenzívna výmena informácií o hlavnom smere vývoja aktivít týchto skupín a o ich rizikových profiloch musí pokračovať, so zámerom na riešenie krízových situácií.

7.3 DOHĽAD NAD TRHOVÝMI INFRAŠTRUKTÚRAMI

Infraštruktúry finančného trhu urýchľujú toky finančných prostriedkov, cenných papierov a ďalších finančných nástrojov medzi ekonomickými subjektmi, a tým sa stávajú kľúčovou zložkou finančného systému. Do trhovej infraštruktúry patria rôzne platobné systémy a klíringové a zúčtovacie systémy na vysporiadavanie obchodov s cennými papiermi, súbor riešení, právnych inštitútov, pravidiel a postupov upravujúcich ich prevádzku, ako aj platobné nástroje, ktoré spracovávajú. V dôsledku ich významnej úlohy a sieťového charakteru sa platobné infraštruktúry a infraštruktúry obchodovania s cennými papiermi často nazývajú „cievnou sústavou“ finančného systému. K hlavným aktérom, ktorých ovplyvňujú tieto trhové infraštruktúry patria prevádzkovatelia systémov, ich účastníci (finančné inštitúcie), poskytovatelia služieb, centrálné banky, regulačné orgány, a napokon aj všetky ekonomické subjekty a koncoví užívatelia platobných a zúčtovacích služieb.

Vzhľadom k zvyšujúcej sa komplikovanosti infraštruktúr finančného trhu a k rýchle rastúcim hodnotám a objemom finančných transakcií, ktoré sa v nich spracovávajú, centrálné banky už dlhodobo považujú plynulé fungovanie týchto infraštruktúr za mimoriadne dôležité z hľadiska udržiavania finančnej stability. Je zrejmé, že za spoľahlivé fungovanie trhových infraštruktúr a poskytovanie bezpečných a efektívnych platobných a zúčtovacích služieb zodpovedajú predovšetkým ich majitelia a prevádzkovatelia. Eurosystem, podobne ako centrálné banky vo všeobecnosti, vytvoril dohľad nad

trhovou infraštruktúrou a považuje ho za jednu zo svojich základných funkcií, vzhľadom k významu tejto infraštruktúry pri výkone menovej politiky a zabezpečovaní finančnej stability, k úlohám pri zúčtovávaní transakcií účastníkov platobného systému a vzhľadom k záujmu udržať dôveru verejnosti k používaným platobným nástrojom. Základným cieľom jeho politiky je podpora plynulého fungovania infraštruktúr finančného trhu, s cieľom zamedziť akémukoľvek prenosu porúch v týchto infraštruktúrach do finančného systému a do ekonomiky ako celku. K hlavným aktivitám v rámci dohľadu patrí vypracovávanie dohľadových štandardov, nepretržité monitorovanie prevádzky trhových infraštruktúr a pravidelné vyhodnocovanie dodržiavania štandardov podľa definovanej metodiky.

ÚLOHA ECB A EUROSYSTÉMU

Zmluva a štatút považujú dohľad za jednu zo základných úloh Eurosystému. Článok 105 (2) zmluvy a článok 3 štatútu uvádza: „Základnou úlohou ESCB je podporovať plynulé fungovanie platobných systémov.“ Okrem toho článok 22 štatútu uvádza: „ECB a národné centrálné banky môžu poskytnúť zariadenie a ECB môže vydávať nariadenia na zabezpečenie účinnosti a spoľahlivosti zúčtovacích a platobných systémov v rámci Spoločenstva a voči iným krajinám.“

Dohľad ako jedna z hlavných úloh centrálnej banky: jeho úloha a rozsah

Pod dohľad Eurosystému spadajú platobné a zúčtovacie systémy – systémy veľkých platieb a retailové platobné systémy – ktoré spracovávajú platby v eurách. Aby podmienky boli rovnaké pre všetkých, na systémy riadené Eurosystémom (napr. TARGET2) a aj na súkromne prevádzkované platobné systémy sa vzťahujú tie isté minimálne štandardy.

Z dôvodu relevantnosti platobných systémov spracovávajúcich veľké platby v eurách z hľadiska finančnej stability sa funkcia dohľadu pôvodne zameriavala najmä na ne. Orgány dohľadu však postupne rozširujú svoje aktivity aj na retailové platobné systémy, platobné nástroje i na iných poskytovateľov služieb.

PLATOBNÉ SYSTÉMY, PLATOBNÉ NÁSTROJE A POSKYTOVATELIA SLUŽIEB V OBLASTI PLATOBNEJ INFRAŠTRUKTÚRY

V súlade so spoločným rámcom dohľadu sú národné centrálné banky zodpovedné za implementáciu politiky ECB v oblasti dohľadu nad platobnými systémami spadajúcimi pod ich jurisdikciu. Okrem toho Rada guvernérov môže prideliť dohľadu ECB úlohy v oblasti systémov osobitného charakteru.

V tomto kontexte ECB zodpovedá za dohľad nad platobným mechanizmom ECB (EPM) ako zložitou systémom TARGET prevádzkovanou ECB.¹⁷ Integrovaná štruktúra systému TARGET2 ako novej platformy, ktorá v rokoch 2007 až 2008 postupne nahradí systém TARGET, si vyžiada modifikovať aj štruktúru rámca dohľadu. Orgánom majúcim koncovú zodpovednosť za dohľad nad týmto systémom je Rada guvernérov, ktorej asistuje Výbor pre platobné a zúčtovacie systémy. Všetky aktivity dohľadu nad systémom TARGET2 riadi a koordinuje dohľad ECB, pričom do jeho pôsobenia sú úzko zapojené aj národné centrálné banky eurozóny.

ECB ako hlavný dohľadací orgán

Okrem toho ECB vykonáva dohľad nad tromi systémami prevádzkovanými EBA CLEARING COMPANY (EBA CLEARING) Európskej asociácie bánk: EURO1 pre platby veľkých hodnôt, STEP1 pre zákaznícke platby nízkych hodnôt a STEP2, ktorý je novou platformou na dávkové spracovávanie cezhraničných retailových platieb.

¹⁷ V súlade so zásadami odsúhlasenými na úrovni Eurosystému ECB vytvorila na zabezpečenie prevádzky a dohľadu osobitné organizačné štruktúry, aby sa zabránilo prípadným konfliktom záujmov.

Spoločný dohľad nad CLS

Existujú i platobné systémy pre transakcie v eurách, ktoré sú prevádzkované mimo eurozóny (tzv. systémy off-shore). Najvýznamnejším z nich je systém CLS, v ktorom ECB – v rámci pravidiel spoločného dohľadu¹⁸ a v úzkej spolupráci s Federálnym rezervným systémom, vykonávajúcim primárny dohľad – plní úlohu dohľadu nad zúčtovaním v eurách.

Retailové platobné systémy a nástroje

Podľa jednotného rámca dohľadu Eurosystemu je dohľad nad retailovými platobnými systémami vykonávaný hlavne na úrovni národných centrálnych bank. So zámerom zabezpečiť harmonizovaný prístup však Eurosystem definoval vlastnú politiku prístupu k dohľadu nad retailovými platobnými systémami a v roku 2005 vykonal podrobnú dohľadku týchto systémov.

Pokiaľ ide o dohľad nad platobnými nástrojmi, Eurosystem definoval v roku 2007 rámec dohľadu nad systémami platobných kariet v eurách. Tento rámec bol uverejnený v januári 2008, po predchádzajúcej konzultácii s účastníkmi trhu.

Rizikovo orientovaný rámec dohľadu nad systémom SWIFT

Fungovanie infraštruktúry finančného trhu podporuje celý rad externých poskytovateľov služieb. Spomedzi nich je s predstihom najdôležitejším hráčom SWIFT, globálny poskytovateľ služieb bezpečnej výmeny finančných údajov vo finančnom sektore. Napriek tomu, že v skutočnosti nie je platobným systémom, vyžaduje si zo strany dohľadu osobitnú pozornosť. V súlade s dohodou centrálnych bánk krajín G10 sa od konca roka 1997 na SWIFT vzťahuje spoločný dohľad, pričom hlavným orgánom dohľadu je Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. V kontexte svojej účasti na spoločnom rámci SWIFT ECB prispela k vytvoreniu súboru dohľadových predpokladov, ktoré by sa mohli využiť na posudzovanie činnosti tohto systému. Táto iniciatíva sa uzavrela v júni 2007 a začlenila sa do rámca dohľadu nad rizikami v systéme SWIFT.

SYSTÉMY KLÍRINGU A ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV

Vysoký záujem o oblasť vysporiadavania obchodov s cennými papiermi

Systémy zúčtovania cenných papierov (SSS) a klíringové systémy centrálnych zmluvných strán (CCP) sú úzko prepojené s platobnými systémami,¹⁹ takže nutnosť ich bezpečného fungovania je z hľadiska finančnej stability zrejmá. Okrem toho SSS súvisia s menovou politikou, a to prostredníctvom svojej úlohy pri poskytovaní zúčtovacích služieb v oblasti kolaterálu akceptovateľného v úverových operáciách Eurosystemu. V tomto zmysle Eurosystem neuplatnil žiadny jednotný rámec dohľadu nad SSS, avšak centrálné banky eurozóny majú veľký záujem na tom, aby tieto systémy zúčtovania cenných papierov v eurozóne plynulo fungovali.

Posudzovanie z perspektívy užívateľa

Eurosystem prijal v roku 1998 súbor štandardov na posudzovanie akceptovateľnosti SSS poskytovať zúčtovacie služby v rámci úverových operácií Eurosystemu z hľadiska užívateľov (tzv. užívateľské štandardy). Pravidelné hodnotenie SSS, vrátane ich prepojení a dodržiavania užívateľských štandardov, sa uskutočňuje so zámerom zabezpečiť rovnakú úroveň bezpečnosti úverových operácií v celej eurozóne. Pozitívny výsledok týchto hodnotení je nevyhnutnou podmienkou, aby sa tieto SSS a ich prepojenia mohli stať akceptovateľné z aspektu kolateralizácie úverových operácií Eurosystemu.

¹⁸ Vymedzuje ich správa „Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries“ z roku 1990 (tzv. Lamfalussyho správa); aktualizované sú v správe CPSS „Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems“ (máj 2005).

¹⁹ Zúčtovanie obchodov s cennými papiermi sa skladá z dvoch častí, zo zúčtovania hotovosti a zo zúčtovania cenných papierov. Hotovostné zúčtovanie obchodov s cennými papiermi sa vo väčšine prípadov uskutočňuje v systémoch RTGS centrálnych bánk; súčasne s ním sa uskutočňuje zúčtovanie cenných papierov, ktoré spôsobom „dodávka proti platbe“ prebieha v centrálnych depozitároch cenných papierov.

SPOLUPRÁCA S OSTATNÝMI ORGÁNMI

Eurosystém buduje a udržiava vzťahy s ostatnými orgánmi zodpovednými za otázky trhovej infraštruktúry, čím prispieva k plneniu svojich cieľov v oblasti dohľadu.

Rámec spolupráce

Rámec spolupráce medzi orgánmi dohľadu centrálnych bánk EÚ a orgánmi bankového dohľadu je definovaný v memorandách o porozumení, ktoré vymedzujú vzájomnú spoluprácu a výmenu informácií v troch možných prípadoch: (i) zriadenie platobného systému a vytvorenie príslušných prístupových aplikácií, (ii) bežná prevádzka a činnosť a (iii) krízové situácie.

Okrem toho sa v roku 2001 zriadil rámec spolupráce medzi ESCB a Výborom európskych regulačných orgánov pre oblasť cenných papierov (Committee of European Securities Regulators – CESR) v oblasti klíringových a zúčtovacích systémov. Na prispôbovanie tzv. odporúčaní CPSS a IOSCO pre SSS a CCP k prostrediu EÚ začala pracovať pracovná skupina ESCB-CESR.²⁰ Hoci táto skupina dosiahla v uvedenej oblasti významný pokrok, stále pretrvávajú určité problémy, ktoré treba bližšie vymedziť, aby sa mohla dokončiť príprava štandardov dohľadu nad SSS a CCP v EÚ.

VÝVOJ V OBLASTI POLITIKY A HLAVNÉ AKTIVITY

Politika dohľadu a ciele Eurosystému sú definované vo viacerých publikovaných dokumentoch, v štandardoch a v stanoviskách k jednotlivým otázkam, ktoré boli schválené Radou guvernérov. V rámci výkonu úloh dohľadu sa pravidelne hodnotí, ako trhové infraštruktúry dodržiavajú platné štandardy. Cesta, po ktorej sa uberal vývoj v politickej oblasti, a tiež vývoj hlavných aktivít vykonávaných v tejto súvislosti za posledných desať rokov, sú chronologicky opísané v tabuľke 2.

Transparentnosť politiky
a pôsobenia

20 CPSS je skratkou pre výbor krajín G-10 Committee on Payment and Settlement Systems (Výbor pre platobné a zúčtovacie systémy) a IOSCO pre International Organization of Securities Commissions (Medzinárodná organizácia výborov pre cenné papiere). Oznamy k Recommendations for SSSs and for CCP (Odporúčania pre SSS a CCP) sú uverejnené na internetovej stránke BIS.

Tabuľka 2 Výsledky ECB/Eurosystému dosiahnuté v oblasti dohľadu

Vývoj v oblasti politiky

V auguste 1998 ECB uverejnila Správu o elektronických peniazoch (Report on electronic money) založenú na analýze vykonanej pod vedením EMI. Správa sa zameriava na dôvody, prečo by malo byť vydávanie elektronických peňazí regulované, uvádza ciele, ktoré sa majú dosiahnuť, a vymedzuje minimálne požiadavky na emitentov elektronických peňazí.

V novembri 1998 Eurosystém načrtol zásady svojej politiky v oblasti vývoja platobných infraštruktúr a infraštruktúr pre klíring a zúčtovanie cenných papierov, ktoré poskytujú služby v oblasti spracovania transakcií v eurách uskutočňovaných mimo eurozóny.

Vo svojom vyhlásení z júna 2000 Rada guvernérov ECB spresnila úlohu Eurosystému v oblasti dohľadu nad platobnými systémami a vysvetlila jeho ciele a zásady¹.

Rada guvernérov ECB prijala vo februári 2001 Hlavné zásady pre systémovo dôležité platobné systémy² („hlavné zásady“) vo forme súboru minimálnych štandardov používaných Eurosystémom v rámci svojej politiky dohľadu nad platobnými systémami. Tieto zásady podávajú usmernenia k architektúre príslušných platobných systémov a definujú všeobecné požiadavky na najdôležitejšie prvky týchto infraštruktúr, vrátane dôveryhodného zákonného postavenia, adekvátneho riadenia finančných rizík, bezpečnosti a prevádzkovej spoľahlivosti, efektivity, a prístupov súvisiacich s ich riadením. Tieto hlavné zásady sa vzťahujú na všetky druhy systémovo dôležitých platobných systémov³.

V septembri 2001 ECB uverejnila dokument Línia politiky Eurosystému týkajúca sa konsolidácie klíringu medzi centrálnymi zmluvnými stranami (The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing), v ktorej opisuje svoj postoj k možným následkom procesu konsolidácie klíringu medzi centrálnymi zmluvnými stranami.

1) „Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight“, materiál je uverejnený na internetovej stránke ECB.

2) Správa CPSS „Core Principles for Systemically Important Payment Systems“, je uverejnená na internetovej stránke BIS.

3) Platobný systém sa považuje za systémovo dôležitý vtedy, ak by poruchy v rámci systému mohli narušiť širší finančný systém alebo sa doňho preniesť. Eurosystém dospel k záveru, že všetky systémy spracovávajúce platby veľkých hodnôt v eurách sú systémovo dôležité.

Tabuľka 2 Výsledky ECB/Eurosystému dosiahnuté v oblasti dohľadu – pokračovanie

V máji 2003 bola uverejnená správa Ciele v oblasti bezpečnosti systémov elektronických peňazí (Electronic money system security objectives – EMSSO). Táto správa opisuje, čo Eurosystém očakáva v oblasti technického zabezpečenia systémov elektronických peňazí. Správa obsahuje všeobecnú charakteristiku systémov elektronických peňazí, komplexnú analýzu rizík/ohrození a zoznam cieľov v oblasti zabezpečenia, ktoré by sa mali v systémoch elektronických peňazí dosiahnuť, aby sa zabránilo naplneniu týchto rizík/ohrození.

V júni 2003 bol prijatý rámec dohľadu nad retailovými platobnými systémami v eurách. Zámerom tohto rámca je zabezpečiť, aby sa retailové platobné systémy v eurozóne nemohli stať prenášaťmi systémových rizík alebo ekonomických problémov. Rámec obsahuje kritériá klasifikácie retailových platobných systémov podľa ich systémovej dôležitosti.

V máji 2006 bola uverejnená správa Očakávania dohľadu v oblasti nepretržitej prevádzky systémovo dôležitých platobných systémov (Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems – BCOE pre SIPS). V reakcii na nové druhy ohrození, ktoré sa objavili v posledných rokoch sa správa zameriava najmä na vytvorenie rámca dohľadu nad nepretržitou prevádzkou, ktorý by bol zosúladený v celej eurozóne. BCOE pre SIPS prináša usmernenia pre prevádzkovateľov SIPS zamerané na zabezpečenie dostatočnej a zodpovedajúcej úrovne schopnosti zotavenia sa v prípade problémov, s orientáciou na nepretržitú prevádzku systémov, ich architektúru a testovanie, a tiež na riadenie kríz.

V júli 2007 ECB uverejnila Zásady politiky Eurosystému v oblasti umiestňovania a prevádzkovania infraštruktúr vykonávajúcich zúčtovanie transakcií v eurách (Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling eurodenominated payment transactions). Tieto zásady sa vzťahujú na všetky existujúce či možné platobné infraštruktúry umiestnené mimo eurozóny, v ktorých sa zúčtovávajú transakcie v eurách. Ďalej vymedzuje prístup Eurosystému k tejto oblasti, ktorý spočíva v úsilí udržať si za každých okolností koncový dohľad nad vlastnou menou.

V januári 2008 schválila Rada guvernérov ECB správu Rámec dohľadu nad systémami platobných kariet – štandardy (Oversight framework for card payment schemes – Standards), ktorá formuluje všeobecné štandardy dohľadu v oblasti systémov platobných kariet prevádzkovaných v rámci eurozóny. Tieto štandardy sú zamerané na zaistenie bezpečnosti a efektivity systémov platobných kariet.

Posudzovanie kľúčových platobných infraštruktúr

V roku 2001, na základe požiadavky ECB, MMF v súvislosti so svojím Plánom hodnotenia finančného sektora (Financial Sector Assessment Plan – FSAP) vypracoval pre eurozónu Správu o dodržiavaní štandardov a kódexov (Report on the Observance of Standards and Codes – ROSC). V oblasti platobných systémov bol do hodnotenia zahrnutý i systém TARGET a systém EURO1.⁴

Pred začatím činnosti systému CLS ECB v roku 2002, spolu s ostatnými centrálnymi bankami spravujúcimi meny akceptovateľné na zúčtovanie v rámci CLS, vykonala spoločné hodnotenie rizík tohto systému. Keďže výsledky hodnotenia boli priaznivé, ECB súhlasila so zaradením eura do CLS.

V priebehu roka 2003 sa detailne posúdilo 19 systémov zúčtovania veľkých platieb v eurách, vrátane všetkých častí systému TARGET, z hľadiska dodržiavania hlavných zásad (Core Principles). V roku 2004 boli výsledky tohto hodnotenia uverejnené na internetovej stránke ECB.⁵

Začiatkom roka 2005 dohľad nad systémom TARGET vykonal hodnotenie systému SORBNET-EURO, ktorý je systémom RTGS spracovávajúci platby v eurách a prevádzkovaný Narodowy Bank Polski, z hľadiska jeho plánového pripojenia k systému TARGET prostredníctvom systému BIREL Banca d'Italia.

V auguste 2005 boli na internetovej stránke ECB uverejnené výsledky podrobného hodnotenia, ktoré dohľad na základe hlavných zásad vykonal nad 15 retailovými platobnými systémami.

V roku 2006 sa uskutočnilo podrobné hodnotenie dohľadu vo vzťahu k dôsledkom pripojenia systému RTGS spracovávajúceho platby v eurách a prevádzkovaného Eesti Pank k systému TARGET prostredníctvom systému BIREL.

Ešte pred implementáciou systému TARGET2 sa v novembri 2007 uskutočnilo posúdenie stvárnenia tohto systému vychádzajúce z hlavných zásad. Konečná verzia správy s podrobným hodnotením systému TARGET2 by mala byť uverejnená v priebehu roka 2009.

Ostatné dôležité aktivity

V spolupráci s národnými centrálnymi bankami sa pravidelne vypracovávali komplexné charakteristiky rôznych platobných systémov a systémov vysporiadania obchodov s cennými papiermi prevádzkovaných v krajinách EÚ; tieto sú uverejňované v publikácii ECB Platobné systémy v Európskej únii (Payment systems in the European Union), známej ako Blue Book, a spolu s dodatkom k tejto knihe obsahujú podrobné štatistické údaje o týchto systémoch. Posledné (štvrté) vydanie modrej knihy bolo v roku 2007.

Dohľad podrobne monitoruje vývoj, ku ktorému dochádza v oblasti korešpondenčného bankovníctva. Uskutočňujú sa pravidelné prieskumy (naposledy v roku 2005) na vzorkách bánk, ktorých cieľom je posúdiť situáciu v tejto oblasti platobného styku z hľadiska systémových rizík. Vzhľadom na dôveryný charakter údajov poskytnutých jednotlivými bankami možno o výsledkoch prieskumov informovať len ich účastníkov.

V roku 2007 sa zdokonalila staršia metodika posudzovania a vypracovala sa spoločná metodika dohľadu nad systémovo dôležitými platobnými systémami spracovávajúcimi platby v eurách. Po verejnej konzultácii konanej v druhej polovici roka sa v novembri 2007 na internetovej stránke ECB uverejnila konečná verzia tejto novej metodiky.

4) Uverejnené na internetovej stránke MMF v októbri 2001.

5) Správa „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“.

ZÍSKANÉ POZNATKY A MOŽNÉ BUDÚCE KROKY

Funkcia dohľadu centrálnych bánk sa vykonáva v dynamickom prostredí. Zmeny na finančných trhoch na európskej i globálnej úrovni, v právnom prostredí, v jednotlivých trhovách infraštruktúrach, a tiež v ich vzájomných vzťahoch, sa musia odzrkadľovať i v politike dohľadu a v aktivitách centrálnych bánk. Za posledných desať rokov sa ukázalo, že dohľad vykonávaný ECB v spolupráci s národnými centrálnymi bankami v rámci Eurosystému a ESCB, i na medzinárodnej úrovni, je schopný takéto náročné úlohy zvládnuť. Politika dohľadu a štandardy s ňou súvisiace prispievajú k spoľahlivosti a efektívnosti platobných a zúčtovacích systémov. Úzka súčinnosť orgánov dohľadu, prevádzkovateľov dôležitých systémov a ich účastníkov významne prispieva k akceptovaniu politiky a štandardov Eurosystému trhom a k ich plynulej implementácii subjektmi, nad ktorými je vykonávaný dohľad.

Z hľadiska budúceho vývoja vychádza dohľad ECB a Eurosystému z toho, že okrem nepretržitého dohľadu nad trhovými infraštruktúrami používajúcimi euro sa bude zameriavať i na (i) ďalšie zvyšovanie transparentnosti vo vzťahu k cieľom dohľadu a jeho aktivitám, a to aktualizovaním vyhlásenia Eurosystému o svojej politike dohľadu z júna 2000 a uverejňovaním pravidelných správ týkajúcich sa dohľadu, (ii) ďalšiu podporu činnosti pracovnej skupiny ESCB-CESR, (iii) účasť na konzultáciách členov spoločného dohľadu nad CLS a SWIFT, (iv) spoluprácu s ostatnými centrálnymi bankami v rámci EÚ v oblasti zabezpečenia nepretržitej prevádzky a (v) na vývoj rámca dohľadu s orientáciou na riziká. Vzhľadom na neustálu integráciu finančných trhov a trhových infraštruktúr, najmä v rámci eurozóny, ale tiež v globálnom rozsahu, bude ECB naďalej klásť dôraz na úzku spoluprácu medzi orgánmi dohľadu nad platobnými systémami v rámci Eurosystému a ESCB, a tiež medzi orgánmi takéhoto dohľadu a inými relevantnými štátnymi orgánmi, akými sú orgány bankového dohľadu a orgány regulujúce obchodovanie s cennými papiermi.

Dohľad sa vyvíja
v dynamickom prostredí

Niektoré budúce priority

HLAVNÉ CHARAKTERISTIKY EUROZÓNY*

				
Obyvateľstvo (v miliónoch)	319	495	302	128
HDP (PKS, v biliónoch €)	8,9	12,6	12,0	3,7
HDP na obyvateľa (PKS, v tisícoch €)	27,8	25,4	39,6	29,0
Podiel na svetovom HDP (PKS, v %)	16,1	22,7	21,3	6,6
Vývoz (tovary a služby, v % HDP)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu (v % HDP)	21,7	21,2	18,7	23,3
Hrubé úspory (v % HDP)	22,5	20,8	13,4	29,6

*2007 **Údaje za eurozónu bez Cypru a Malty
Zdroj: ECB, Eurostat, národné údaje, MMF a výpočty ECB za eurozónu a EÚ; národné zdroje a MMF za Spojené štáty a Japonsko.



8 ŠTATISTIKA

Kvalitné štatistické údaje sú kľúčovým prvkom pre analýzu hospodárskej politiky, výskum a rozhodovanie ECB. Mnohé z funkcií ECB, ktoré boli opísané v predchádzajúcich kapitáloch, by nebolo možné riadne plniť bez včasných, spoľahlivých a koherentných štatistických informácií. Štatistika ECB je okrem toho určená ďalším používateľom, ako sú napríklad finanční analytici, zástupcovia akademickej obce a verejnosť. Štatistické údaje poskytované ECB pomáhajú pri lepšom pochopení rozhodnutí prijímaných Radou guvernérov a môžu podporovať správne investičné a úverové rozhodnutia verejnosti.

ECB potrebuje na plnenie svojej hlavnej úlohy – udržiavanie cenovej stability v eurozóne – množstvo kvalitných menových, finančných a ekonomických štatistík (vrátane presného celkového ukazovateľa cenového vývoja). Presný obraz o súčasnej hospodárskej situácii a o štruktúre hospodárstva eurozóny je nevyhnutným predpokladom pre dobré analýzy a prípravu politík. Na začiatku boli štatistiky pokrývajúce celú eurozónu pomerne zriedkavé. Za posledných desať rokov sa do vývoja nových štatistík a zlepšovania existujúcich štatistík (z pohľadu harmonizácie konceptov, frekvencie a včasnosti) investovalo mnoho úsilia.

Štatistická práca v Európe profitovala z úzkej spolupráce medzi ECB a Eurostatom. ECB je zodpovedná za menové a finančné štatistiky; Eurostat zasa zodpovedá za všeobecné ekonomické štatistiky, kde patrí aj harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP), ktorý pre ECB predstavuje referenčnú hodnotu na meranie cenovej stability. ECB sa delí spolu s Eurostatom o zodpovednosť za externé štatistiky (platobné bilancie a medzinárodná investičná pozícia) a za účty eurozóny.¹

Európske štatistiky, čiže štatistiky vytvorené ESCB a štatistiky vypracované Eurostatom a národnými štatistickými úradmi, sa v priebehu posledného desaťročia výrazne zlepšili – a to platí pre ich dostupnosť i kvalitu. Široké spektrum štatistických údajov, ktoré sú v súčasnosti k dispozícii od ECB, bolo integrované do jednotného rámca, ktorý poskytuje konzistentný prehľad o vzájomných prepojeniach medzi transakciami a pozíciami jednotlivých aktérov, ktorí sú klasifikovaní podľa ich úlohy v hospodárstve (napr. domácnosti, nefinančné spoločnosti, finančné spoločnosti, verejná správa). Tieto takzvané účty eurozóny poskytujú podrobný štvrtročný prehľad hospodárskeho a finančného vývoja v eurozóne.

Časť 8.1 opisuje spôsob, akým ECB vyvíjala spoľahlivé a včasné menové, finančné a externé štatistiky eurozóny, ktoré potrebuje pre svoje analýzy, výskum, rozhodnutia a komunikáciu. Časť 8.2 prezentuje ekonomické štatistiky poskytované Eurostatom. Časť 8.3 sa zameriava na kvalitatívne štandardy, ktoré ECB uplatňuje pri príprave svojich štatistík. Časť 8.4 načrtáva cestu do budúcnosti.

8.1 ŠTATISTIKY ECB

Príprava štatistík eurozóny v polovici 90-tych rokov minulého storočia bola náročnou úlohou, vzhľadom na významné nedostatky a slabiny v štatistických údajoch, ktoré boli v tom čase k dispozícii.² Dokonca ani koncepcie, definície a klasifikácie potrebné na prípravu štatistík neboli ani zďaleka štandardizované.

1 Podrobnejšie informácie o presnom rozdelení práce pri príprave štatistík na európskej úrovni sú uvedené v „Memorande o porozumení o ekonomických a finančných štatistikách medzi Generálnym riaditeľstvom pre štatistiky ECB (GR Štatistika) a Štatistickým úradom Európskych spoločenstiev (Eurostat)“.
(http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf)

2 Podrobnejšie informácie o vývoji štatistík eurozóny sú uvedené v dokumente „The development of statistics for Economic and Monetary Union“ od Petra Bulla (2004).
(<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>)

Významný pokrok v zlepšení dostupnosti štatistík o eurozóne za posledných desať rokov

Úzka spolupráca medzi ECB a Eurostatom

Spočiatku mnohé nedostatky a chýbajúca štandardizácia

Počiatočný súbor štatistík za eurozónu, ktorý mala ECB v roku 1999 k dispozícii, pozostával naozaj iba zo základných údajov: harmonizované súvahy peňažných finančných inštitúcií (PFI), z ktorých bolo možné vypočítať menové agregáty a hlavné protipoložky peňazí (vrátane úverov PFI), obmedzený súbor neharmonizovaných úrokových mier, určité informácie o finančných trhoch čerpané z komerčných zdrojov a hlavné položky platobnej bilancie, keďže neexistovalo geografické členenie podľa partnerských krajín. Okrem toho boli k dispozícii iba ročné vládne finančné štatistiky a obmedzené údaje o úsporách, investíciách a financovaní v novovytvorenej eurozóne. Vo väčšine prípadov bola dĺžka časových radov veľmi krátka.

V novembri 1999 pribudli štatistické údaje o emisiách cenných papierov vládami eurozóny a finančnými a nefinančnými spoločnosťami. Od začiatku roku 2003 už štatistiky odvodené zo súvah PFI obsahovali podrobnejšie členenie jednotlivých nástrojov, splatností a sektorov. Zároveň boli zavedené harmonizované štatistické údaje o úrokových mierach PFI, ktoré obsahovali členenie vkladov a úverov podľa splatnosti a účelu. V blízkej budúcnosti sa budú harmonizovať štatistiky investičných fondov a tie budú pokrývať celú eurozónu a lepšie plniť potreby používateľov. ECB prevzala od Eurostatu vydanie denných výnosových kriviek dlhopisov ústredných vlád eurozóny.

Čo sa týka externých štatistík, ECB postupne vylepšila údaje z platobnej bilancie za eurozónu, ktoré v súčasnosti ponúkajú podrobnejšie členenie, kreditné a debetné položky sú vykázané samostatne a poskytujú tiež geografické členenie hlavných obchodných partnerov (napr. Spojené štáty, Spojené kráľovstvo, krajiny EÚ nepatriace do eurozóny, Japonsko, Čína). ECB v súčasnosti tiež uverejňuje štvrťročnú medzinárodnú investičnú pozíciu (i. i. p.), ktorú možno považovať za finančnú súvahu eurozóny ako celku, spolu s členením zmien investičnej pozície (okrem transakcií zachytených v platobnej bilancii, ktoré sa týkajú hlavne precenenia finančných aktív a záväzkov z dôvodu cenového vývoja a vývoja výmenných kurzov). Okrem toho boli sprístupnené štatistiky o nominálnom a reálnom efektívnom výmennom kurze a o medzinárodnej úlohe eura, ktoré boli prednedávnom doplnené o mesačné harmonizované národné ukazovatele konkurencieschopnosti založené na indexe spotrebiteľských cien.

Mnohé štatistiky a štatistické ukazovatele sú zostavované s cieľom hodnotiť vývoj na finančných trhoch, finančnú integráciu v Európe, celkovú finančnú stabilitu a stabilitu v bankovom sektore EÚ, ako aj vývoj platieb, platobných infraštruktúr a obchodovania s cennými papiermi a zúčtovania a vysporiadania týchto obchodov.

Dôležitý míľnik sa podarilo dosiahnuť v júni 2007, keď ECB vydala spolu s Eurostatom prvé integrované štvrťročné ekonomické a finančné účty eurozóny v členení podľa inštitucionálneho sektora.³ Tieto účty poskytujú podrobný a koherentný prehľad finančného a hospodárskeho vývoja v eurozóne a vzájomných vzťahov medzi rôznymi sektormi eurozóny (domácnosti, podniky a verejná správa) a medzi týmito sektormi a zvyškom sveta. Účty eurozóny možno považovať za národné účty eurozóny. Plná integrácia a takmer úplná konzistentnosť týchto účtov, ako aj ich spoločné súčasné zostavovanie každý štvrťrok dvoma inštitúciami (ECB a Eurostat) je vskutku jedinečným úspechom.⁴

8.2 OSTATNÉ EKONOMICKÉ ŠTATISTIKY

Pri vzniku hospodárskej a menovej únie Eurostat (v spolupráci s národnými štatistickými úradmi) vyvinul HICP ako harmonizovaný cenový index, ako aj niektoré iné štatistiky venované cenám, ná-

3 Pozri článok v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2007.

4 Kompletný prehľad dostupných štatistík zostavovaných ECB je uvedený v dokumente „ECB statistics: an overview“, ECB 2008.

kladom, pracovným trhom a iným vývojovým trendom v hospodárstve. V tom čase boli k dispozícii iba obmedzené údaje z národných účtov za eurozónu. Na účely menovej politiky však tieto štatistiky neboli pripravované dostatočne včas. Odvtedy sa čas na prípravu príslušných štatistík eurozóny poskytovaných Eurostatom výrazne skrátil, a to najmä po prijatí Akčného plánu pre štatistiky HMÚ (2000) Radou ECOFIN a po zavedení zoznamu mesačných a štvrtročných hlavných európskych ekonomických ukazovateľov (PEEI) v roku 2002. Ako príklad významných dosiahnutých úspechov možno uviesť rýchle odhady HICP a štvrtročnej zmeny objemu HDP, pričom tieto údaje slúžia ako vstup na prípravu menovo-politických a hospodárskych analýz. Okrem toho sa výrazne rozšíril počet dostupných štatistických údajov o financiách verejného sektora, ktoré sú k dispozícii ročne i štvrtročne. Vo všetkých oblastiach došlo k ďalšiemu zlepšeniu metodických štandardov.

Napriek tomu je v oblasti štatistík potrebné ešte mnoho práce (napríklad zavádzanie nových štatistík, frekvencia a/alebo kvalita dostupných štatistík).⁵ Vylepšenia sú neustále potrebné, a to najmä v oblasti služieb, pracovných trhov (integrácia štatistík pracovného trhu do národných účtov na účely analýzy rastu a produktivity) a trhov s nehnuteľnosťami na bývanie. V prípade niektorých ďalších štatistík je potrebné zlepšiť ich včasnosť a kvalitu. Mohlo by to viesť k lepšej koordinácii štatistických procesov medzi európskymi štatistickými úradmi a koordinovanému publikovaniu národných údajov v súlade s požadovanými termínmi a zosúladenými revíznymi politikami. Veľmi dôležitá je aj vhodná komunikácia štatistických údajov. Týka sa to osobitne indexu HICP (pozri box 1).

5 Pozri „EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU“, október 2007. (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>)

Box 7

ÚLOHA HARMONIZOVANÉHO INDEXU SPOTREBITEĽSKÝCH CIEN

Vzhľadom na primárnu zodpovednosť ECB za udržiavanie cenovej stability potrebuje ECB kvalitné štatistické údaje o cenovom vývoji. V tejto súvislosti hrá najdôležitejšiu úlohu harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny, ktorý mesačne zostavuje Eurostat. Index HICP sa tiež používa na hodnotenie stavu pripravenosti ostatných krajín EÚ na prijatie eura ako svojej meny. Harmonizované indexy spotrebiteľských cien sú zostavované za všetky krajiny EÚ.

HICP sleduje zmeny cien súvisiace so spotrebnými výdavkami na tovary a služby všetkých domácností. HICP je dobrým ukazovateľom inflácie meranej spotrebiteľskými cenami, ktorý sa zostavuje v súlade s najlepšimi medzinárodnými štandardmi. HICP eurozóny sa zostavuje na základe viac než 1,7 milióna individuálnych cenových zisťovaní tovarov a služieb každý mesiac v 200 000 predajniach v približne 1500 mestách v celej eurozóne.

Za každý produkt sa ceny zisťujú z rôznych predajní a v rôznych regiónoch. Napríklad podindex cien kníh zohľadňuje rôzne druhy kníh (romány, náučná literatúra, referenčná literatúra atď.), ktoré sa predávajú v kníhkupectvách, supermarketoch a internetových obchodoch. Produktovým skupinám zahrnutým do indexu sa priradia váhy podľa ich relatívnej dôležitosti na celkových spotrebných výdavkoch domácností. Tieto váhy sa pravidelne aktualizujú, aby sa zachytili zmeny v charaktere spotrebných výdavkov a s cieľom zaručiť reprezentatívnosť indexu. Veľké úsilie sa vynaložilo aj na harmonizovaný prístup ku komplexným otázkam, ako sú napríklad ceny poistenia, zdravotníckych a vzdelávacích služieb, ako aj na zahrnutie nových alebo výrazne zmenených produktov.

Potrebné ďalšie zlepšenie
včasnosti a kvality štatistík

HICP ako vysokokvalitný
ukazovateľ cenovej stability

HICP sa zostavuje na základe
1,7 milióna individuálnych
cenových zisťovaní mesačne

Priestor na ďalšiu
harmonizáciu

Vždy existuje priestor na zlepšovanie. Jednou z priorít je harmonizované zaobchádzanie so zmenami kvality produktov. Napríklad výrobca automobilov môže nový model vybaviť dodatočnými bezpečnostnými prvkami, ako sú napríklad airbagy, a zároveň zvýšiť aj cenu. S cieľom korektne merať čistú zmenu ceny je potrebné odhadnúť, aká časť zvýšenia ceny vozidla odzrkadľuje jeho zvýšenú kvalitu z dôvodu inštalácie airbagov. Prebiehajú i práce na ďalšom vývoji a harmonizácii metód upravovania kvality používaných v jednotlivých krajinách eurozóny. Druhou prioritou je riešenie nákladov na bývanie vlastníkov domov. Kým zmeny v nájomnom hradenom nájomcami sú zahrnuté v HICP, väčšina nákladov, ktoré hradia domácnosti v súvislosti s vlastníctvom nehnuteľností v indexe zahrnutá nie je. Keďže podiel domácností, ktoré vlastnia alebo si prenajímajú nehnuteľnosť na bývanie, sa v jednotlivých krajinách eurozóny výrazne líši, zahrnutie nákladov na bývanie vlastníkov domov by zvýšilo porovnateľnosť indexu HICP medzi jednotlivými krajinami eurozóny a tiež pokrytie cenového indexu.

Štatistiky slúžia na mnohé
účely a majú mnoho
používateľov

8.3 RÁMEC PRE KVALITNÉ ŠTATISTIKY

Kvalitné štatistické údaje sú jadrom politických analýz, rozhodovania a komunikácie ECB. V EÚ sú kvalitné, spoľahlivé a nestranné štatistické údaje osobitne dôležité, keďže ich používajú národné orgány. Monitorovanie Paktu stability a rastu, rozhodnutia o rozširovaní eurozóny, určovanie národných príspevkov do rozpočtu EÚ i regionálna politika EÚ, to všetko závisí od kvalitných štatistických údajov.

Kvalita a riadenie sú
hlavnými prioritami v oblasti
štatistík

Štatistiky ECB zodpovedajú všeobecne uznávaným globálnym a európskym štatistickým štandardom. ECB sa okrem toho aktívne podieľa na ďalšom vývoji týchto štandardov (napr. systém národných účtov, európsky systém účtov, manuál na prípravu platobnej bilancie) a vo všeobecnosti úzko spolupracuje s príslušnými medzinárodnými organizáciami (Európska komisia, MMF, BIS, OECD, OSN) s cieľom dosiahnuť celosvetovú harmonizáciu štandardov a definícií ekonomických a finančných štatistík.

V roku 2007 bol uverejnený „Verejný záväzok vo vzťahu k štatistickej funkcii ESCB“, ktorý naznačil dôležitosť kvality, správy a riadenia v oblasti štatistiky. Tento dokument zdôrazňuje úlohu dobrých postupov, etických štandardov a spolupráce v súlade s princípom nestrannosti, vedeckej nezávislosti, nákladovej efektívnosti, štatistickej dôveryhodnosti, eliminácie nadmerného zaťaženia údajových subjektov a vysokej kvality výstupov. Rámec kvality štatistík ECB uverejnený v roku 2008 podrobnejšie rozoberá princíp kvality, ktorý sa uplatňuje pri príprave štatistík ECB.

Pravidelný dialóg medzi používateľmi a tvorcami štatistík, dodržiavanie globálnych štatistických štandardov a jasný záväzok k vysokej kvalite a dobrému systému riadenia a správy sú základom pre prípravu štatistík eurozóny, ktoré budú vhodné pre zástupcov ECB zodpovedných za prípravu menovej politiky. S cieľom nájsť rovnováhu medzi potrebami používateľov a nákladmi na prípravu štatistík sa rozhodnutia o zavedení nových alebo podstatne rozšírených štatistík ECB vždy prijímajú na základe systematického posúdenia dodatočných prínosov a nákladov.

Potreba vytvoriť rovnováhu
medzi požiadavkami
používateľov

V každom prípade, aj keď štatistiky predstavujú menej než 2 % celkového administratívneho zaťaženia, európski štatistickí dbajú na to, aby odpovedanie na ich prieskumy predstavovalo minimálne zaťaženie. Jedným riešením je zbrať údaje iba raz a následne ich zdieľať s ostatnými štatistickými orgánmi, ktoré ich potrebujú, samozrejme, pri dodržaní prísnych štandardov dôveryhodnosti. To si môže vyžadovať právne zmeny, ako aj efektívnu spoluprácu medzi ECB a národnými centrálnymi

... a zaťažením štatistickej
jednotky

bankami, národnými štatistickými úradmi a inštitúciami zodpovednými za finančný dohľad. Zároveň si treba uvedomiť, že kvalitné štatistiky sa budú vždy musieť opierať o pomerne veľký počet štatistických zisťovaní.

Dôležitý kvalitatívny aspekt sa tiež týka prístupnosti štatistík vytvorených a distribuovaných ECB. Za posledné desaťročie došlo v tejto oblasti k výraznému zlepšeniu. Štatistická časť Mesačného bulletinu sa postupom času značne rozrástla. Mesačná štatistická príručka (Statistics Pocketbook) poskytuje najdôležitejšie informácie v príručnom formáte. ECB v súčasnosti vydáva približne 70 štatistických tlačových správ ročne. Najväčší krok vpred v oblasti prístupnosti dát sa udial v roku 2006 spustením Statistical Data Warehouse na internetovej stránke ECB⁶, odkiaľ možno potrebné údaje priamo a bezplatne stiahnuť. V súčasnosti pristupuje do tejto internetovej databázy približne 250 000 rôznych používateľov ročne.

8.4 POUČENIA A VÝHLAD DO BUDÚCNOSTI

Dostupnosť a včasnosť štatistík ECB sa postupom času výrazne zlepšila a v súčasnosti sú obe tieto charakteristiky porovnateľné s inými veľkými menovými oblasťami. Napriek tomuto pokroku sú stále potrebné ďalšie zlepšenia. Súčasný vývoj sa sústreďuje na poskytnutie (i) včasnejších, úplnejších a konzistentnejších ekonomických účtov eurozóny, (ii) harmonizovaných štatistík o poisťovacích spoločnostiach a dôchodkových fondoch a (iii) rozsiahlejšej štatistiky o sekuritizácii aktív. Okrem toho sa musí zlepšiť meranie transferov úverového rizika.

Vo všeobecnosti by štatistiky vytvárané ECB mali aj naďalej naplňovať neustále sa meniace potreby používateľov a mali by odzrkadľovať vývoj hospodárskeho a finančného prostredia. Trendy, ako napríklad globalizácia, finančná integrácia a finančné inovácie, musia byť tiež vyjadrené v súhrnných štatistikách.

Na základe týchto skutočností Rada guvernérov schválila strategickú víziu, ktorá by mala ďalej zvýšiť efektívnosť a efektivitu zberu a zostavovania štatistík eurozóny. To okrem iného zahŕňa intenzívnejšiu spoluprácu medzi štatistickými oddeleniami národných centrálnych bánk a ECB, a medzi nimi a externými partnermi, ako sú napríklad štatistické úrady, orgány dohľadu a zástupcovia finančného sektora. Výsledné zvýšenie efektívnosti by malo prispieť k vyplneniu niektorých stále existujúcich medzier v štatistikách ECB.

Potreba ďalších vylepšení
v zbere a zostavovaní
štatistík

... ako aj v oblasti
spolupráce medzi všetkými
zúčastnenými stranami

6 Ďalšie informácie na adrese <http://sdw.ecb.europa.eu/>

EUROVÉ BANKOVKY



EUROVÉ MINCE



9 EUROVÉ BANKOVKY - SKUTOČNÝ SYMBOL INTEGRÁCIE



Euro začalo oficiálne existovať ako spoločná európska mena na finančných a devízových trhoch v roku 1999. Väčšina ľudí sa však s eurom zoznámila až 1. januára 2002, keď sa zaviedli do obehu eurové bankovky a eurové mince. Počas trojročného prechodného obdobia sa vyrobilo viac ako 15 miliárd eurových bankoviek, (tento počet by pokryl 15 000 futbalových ihrísk) a 52 miliárd eurových mincí. Tento hmatateľný symbol hospodárskej a menovej integrácie sa dnes nachádza najmä v peňaženkách obyvateľov eurozóny. História eura sa však začala desať rokov pred samotnou výmenou hotovosti.¹

Táto kapitola má nasledujúcu štruktúru: časť 9.1 obsahuje stručný prehľad histórie eurových bankoviek. Časť 9.2 opisuje hlavné kroky pri výmene hotovosti. Časť 9.3 uvádza niektoré štatistiky. Časť 9.4 sa zaoberá riadením meny. Časť 9.5 sa venuje druhej sérii bankoviek, ktorá sa v súčasnosti pripravuje.

9.1 EUROVÉ BANKOVKY: STRUČNÁ HISTÓRIA

Európska rada v roku 1995 súhlasila s tým, že spoločná európska mena sa bude volať euro. Mimo pozornosti verejnosti sa prípravy na uvedenie euro bankoviek začali už o tri roky skôr diskusiami o niektorých základných otázkach. V roku 1994 Rada Európskeho menového inštitútu (EMI) rozhodla o postupnosti bankoviek 1 : 2 : 5 (napr. 10 €, 20 € a 50 €), pričom rovnaká postupnosť sa použila aj pri eurových minciach (napr. 1 cent, 2 centy, 5 centov). Pritom sa použil desiatkový systém, ktorý uľahčuje výpočty. Zároveň sa týmto systémom obmedzil počet bankoviek potrebných na zaplatenie akejkoľvek sumy na minimum. Väčšina mien na celom svete používa pre bankovky a mince obdobnú postupnosť nominálnych hodnôt.

Paleta nominálnych hodnôt eurových bankoviek je založená na rozsahu, ktorý existoval v prípade národných mien. Bankovka s hodnotou 500 € bola zvolená za najvyššiu nominálnu hodnotu, pričom sa zohľadnila skutočnosť, že bankovky v hodnote od 200 € do 500 € sa vydávali v Belgicku, Nemecku, Taliansku, Luxembursku, Holandsku a Rakúsku. Najnižšia nominálna hodnota eurovej bankovky bola stanovená na 5 €.

Uvažovalo sa aj o možnosti zaviesť bankovky v hodnote 1 € a 2 €, keďže existovali požiadavky na ich zavedenie. ECB pozorne preskúmala tieto požiadavky a prediskutovala ich s rôznymi zúčastnenými stranami, ako sú napríklad európske bankové asociácie a asociácie maloobchodu, pričom ale dospela k záveru, že bankovky s takýmito nízkymi hodnotami nie sú potrebné. Naopak, bankovky s malou hodnotou, ako napríklad bankovky v hodnote 1 € a 2 €, by sťažili manipuláciu s hotovosťou a spôsobili celkový pokles kvality bankoviek v obehu, keďže by sa používali ako výdavok pri malých nákupoch, pričom mince sú na tento účel vhodnejšie. Verejné prieskumy okrem toho ukázali, že iba jedna tretina obyvateľov eurozóny by rada videla takéto bankovky. V roku 2004 Rada guvernérov ECB rozhodla, že štruktúra nominálnych hodnôt bankoviek zostane nezmenená v súčasnej i druhej sérii eurových bankoviek.

Začiatkom roka 1996 zorganizoval EMI súťaž na spracovanie návrhu eurových bankoviek na základe predbežných špecifikácií. V decembri toho istého roka Rada EMI vybrala víťazný návrh zobrazujúci „epochy a štýly Európy“. Víťazný návrh vybrala zo zúženej skupiny návrhov, ktorú vybrala porota nezávislých odborníkov v oblasti marketingu, dizajnu a histórie, a podrobila ho testu prostredníctvom reprezentatívneho prieskumu uskutočneného v celej Európe. Dizajn eurových bankoviek úmyselne neobsahuje žiadne národné znaky – eurové bankovky sú preto vskutku európske.²

¹ Pozri: How the euro became our money, ECB 2007.

² Pozri: Euro banknote design exhibition, ECB 2003.

Nominálne hodnoty
zjednodušujú manipuláciu

Bankovky nízkej hodnoty by
boli príliš nákladné

Identické bankovky znižujú
náklady a zjednodušujú
riadenie meny

Zakomponovanie národných prvkov, napríklad predstaviteľov štátov alebo monarchov, do eurových bankoviek sa zvažovalo ako jedna z možností, avšak v konečnom dôsledku Rada EMI túto možnosť z rôznych dôvodov zamietla. Bolo jednoduchšie a efektívnejšie vytvoriť identické eurové bankovky a zároveň je pre národné centrálné banky jednoduchšie spravovať zásobu takýchto bankoviek. Bankovky musia byť voľne vymeniteľné v rámci celej eurozóny. Táto vymeniteľnosť umožňuje doplniť nízku zásobu eurových bankoviek v jednej národnej centrálnej banke nadbytočnou zásobou eurových bankoviek z inej NCB a pritom sa nevytvára dojem, že niektorá krajina „zaplavuje“ inú krajinu „svojimi“ bankovkami s národnými symbolmi danej krajiny. Okrem toho bolo dohodnuté, že bankovky, ktoré budú stiahnuté z obehu, nebudú vrátené vydávajúcej centrálnej banke. Ďalším dôvodom na vylúčenie národných prvkov bolo „zlučovanie“ výroby bankoviek od roku 2002, čo v princípe znamená, že určitú nominálnu hodnotu obstarávajú iba dve až štyri národné centrálné banky, čím sa dosahujú úspory z rozsahu. Toto rozdelenie práce by tiež bolo menej efektívne, ak by bankovky neboli voľne vymeniteľné.

Veľkosériová produkcia bankoviek sa začala v polovici 90-tych rokov minulého storočia po viacnásobnej skúšobnej tlači a prispôbení pôvodných špecifikácií. V špičkovom období 15 tlačiarň bankoviek tlačilo 400 bankoviek za sekundu.

9.2 VÝMENA HOTOVOSTI ZA EURO³

Výmena hotovosti bola
rýchla...

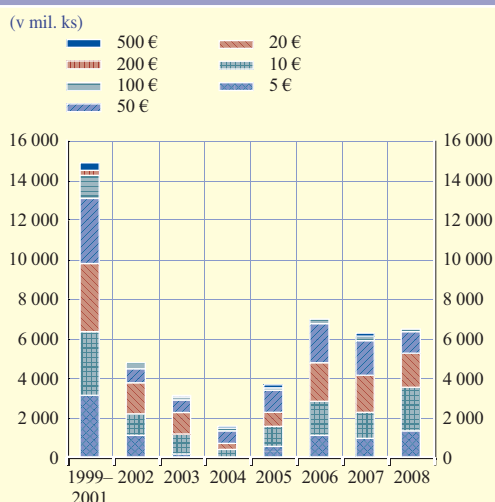
Výmena všetkých bankoviek a mincí, ktoré boli v obehu medzi viac než 300 miliónmi obyvateľov počas veľmi krátkeho časového obdobia, predstavovala bezprecedentnú logistickú operáciu. Úspešnú výmenu hotovosti bolo možné dosiahnuť iba pri intenzívnej koordinácii a spolupráci medzi všetkými zúčastnenými. Inštitúcie EÚ, národné orgány, úverové inštitúcie, bezpečnostné služby, maloobchodníci, spotrebiteľské organizácie a odvetvia pracujúce s hotovosťou boli intenzívne zapojené do príprav od roku 1997. S cieľom koordinovať výmenu hotovosti v jednotlivých krajinách a s cieľom rýchlo reagovať na akýkoľvek incident Eurosystém zriadil výbor pre koordináciu výmeny hotovosti. Začiatkom roku 2002 nahradilo v relatívne krátkom časovom období 8 miliárd eurových bankoviek a približne 38 miliárd eurových mincí 6 miliárd národných bankoviek a 29 miliárd národných mincí. Napriek výmene takéhoto enormného množstva hotovosti sa členovia eurozóny dohodli na veľmi krátkom období duálneho obehu, ktoré trvalo v rozmedzí od štyroch týždňov do dvoch mesiacov, s cieľom čo najviac znížiť náklady. S cieľom ešte viac znížiť nákladnú manipuláciu s dvoma menami sa členovia eurozóny ďalej dohodli, že budú vyvíjať maximálne úsilie, aby bola do polovice januára 2002 väčšina hotovostných transakcií realizovaná v eurách. V skutočnosti až 50 % hotovostných transakcií bolo realizovaných v novej mene už týždeň po jej zavedení.

... vďaka včasnému
predzásobeniu hotovosťou
a informačnej kampani

Včasný predzásobenie bánk, maloobchodníkov a iných podnikov eurovou hotovosťou, ktoré sa začalo v septembri 2001, bolo kľúčové pre rýchlu a bezproblémovú výmenu hotovosti: zabezpečilo, že zdroje národných centrálnych bánk a spoločností zabezpečujúcich prepravu hotovosti boli rovnomerne rozložené a tým sa minimalizovali problémy pri zásobovaní s hotovosťou. Eurosystém motivoval banky, aby sa včas predzásobili bankovkami a pritom čas týchto prostriedkov preniesli na podnikových klientov prostredníctvom zavedenia modelu s odloženým dlhom. Cieľom týchto opatrení bolo neutralizovať nepriame náklady bán súvisiace s držbou neúročenej hotovosti. Tento prístup slávil úspech: v objemovom vyjadrení takmer 80 % prvotného dopytu po bankovkách a 97 % dopytu po minciach bolo distribuovaných pred 1. januárom 2002.

3 Pozri: Evaluation of the 2002 cash changeover, ECB 2002.

Graf 1 Objem produkcie eurových bankoviek



Zdroj: ECB.

Eurosystém pripravil „informačnú kampaň Euro 2002“ v hodnote 80 miliónov €, ktorá bola určená pre verejnosť v rámci i mimo eurozóny. Okrem poskytnutia informácií o samotnom eure, t. j. o vzhľade a ochranných prvkoch bankoviek, sa kampaň venovala aj praktickým otázkam výmeny hotovosti s cieľom povzbudiť ľudí k tomu, aby napríklad minimalizovali hotovosť držanú vo svojich národných menách a aby pri platení používali podľa možností čo najpresnejšie sumy tak, aby maloobchod nepotreboval veľké sumy bankoviek a mincí nízkej hodnoty na vydávanie.

Na rozdiel od prvých členov eurozóny, krajiny, ktoré vstúpili do eurozóny prednedávnom – Slovinsko v januári 2007 a Cyprus a Malta v januári 2008 – zaviedli euro súčasne ako hotovostný a elektronický platobný prostriedok. Príslušné národné centrálné banky teda nemali dostatok času obstaráť si dostatočný počet eu-

rových bankoviek potom, ako bolo schválené, že ich krajiny môžu zaviesť euro. Preto im bolo umožnené, aby si eurové bankovky požičali zo zásob bankoviek Eurosystému s podmienkou, že tieto bankovky „splatia“ v nasledujúcich rokoch. ECB v spolupráci s rôznymi národnými centrálnymi bankami pripravila informačné kampane podobné eurokampani z roku 2002 s cieľom oboznámiť obyvateľov Slovinska, Cypru a Malty s eurovými bankovkami a mincami.

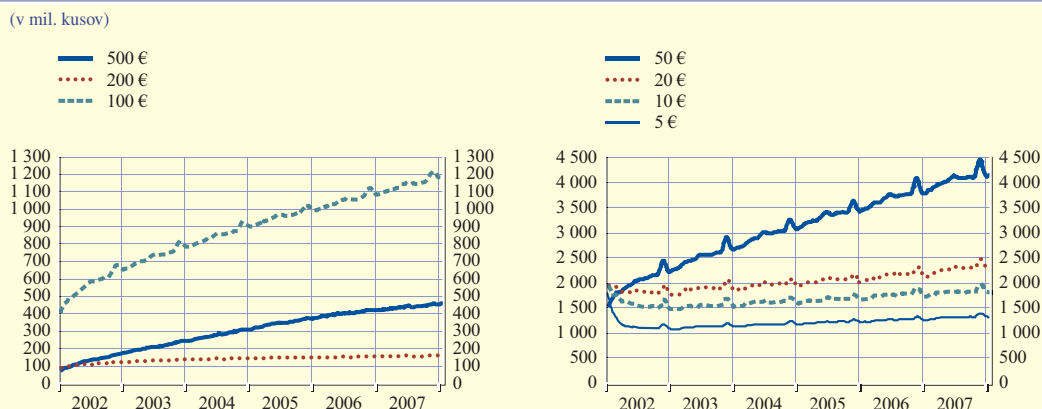
Nové krajiny eurozóny
si na začiatku bankovky
požičiavajú

9.3 BANKOVKY V OBEHU

Po výmene hotovosti sa počet bankoviek v obehu zvýšil výraznejšie, než by to vyplývalo z hodnoty národných mien v obehu. Tento silný rast bol spôsobený najmä rezidentmi a nerezidentmi eurozóny, ktorí upravovali svoj stav hotovosti. Bankovky sa používajú ako platobný prostriedok, ale súčasne

Používanie euro bankoviek
rýchlo rastie

Graf 2 Eurové bankovky v obehu



Zdroj: ECB.

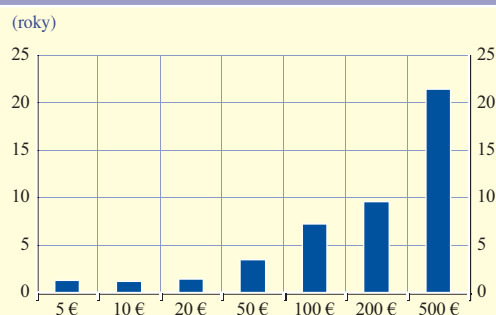
aj na vklady. Je preto pravdepodobné, že občania a subjekty z eurozóny upravili svoju držbu eurových bankoviek vzhľadom na odlišné nominálne hodnoty a preferujú pritom vyššie nominálne hodnoty bankoviek, ktoré majú k dispozícii. Je to odôvodnené najmä v prostredí s nízkymi úrokovými mierami a nízkou očakávanou mierou inflácie. Silný rast hodnoty hotovosti v obehu bol zaznamenaný najmä pri dvoch nominálnych hodnotách – 100 € a 500 €. Postupne klesajúce tempo rastu počtu eurových bankoviek s vyššími nominálnymi hodnotami však naznačuje, že táto zmena dopytu po mene pomaly poľavuje. Na konci roka 2007 bolo v obehu 12 miliárd bankoviek, pričom ich hodnota predstavovala takmer 677 miliárd €. Hodnota eurových bankoviek v obehu bola preto vyššia než hodnota bankoviek amerického dolára v obehu, ktorá na konci roka 2007 predstavovala približne 540 miliárd €, keď platil výmenný kurz 1 € = 1,4721 USD. Používatelia hotovosti mimo eurozóny začali mať v držbe viac eurových bankoviek než predtým národných bankoviek, vzhľadom na to, že držba eurových bankoviek je výhodnejšia. Odhaduje sa, že v hodnotovom vyjadrení je približne 10 až 20 % eurových bankoviek v obehu mimo eurozóny, pričom pravdepodobnejšia je hodnota bližšie k hornému limitu uvedeného intervalu.

9.4 MANAŽMENT MENY

Koordinovaný manažment meny a vývoj bankoviek zaručili, že eurové bankovky boli okamžite akceptované jednak vnútri eurozóny a jednak mimo nej. Pri mnohonárodnej mene vzniká situácia, že hotovosť sa presúva z jednej krajiny do druhej, pričom ju presúvajú hlavne turisti, ale tiež obchodní cestujúci, ako aj ľudia hromadiaci hotovosť, čo vedie k nedostatku i nadbytku určitých nominálnych hodnôt bankoviek. Tieto nerovnováhy sú korigované v rámci eurozóny spoločným systémom riadenia zásoby hotovosti Eurosystému, ktorý stanovuje referenčné hodnoty logistických zásob hotovosti pre jednotlivé národné centrálné banky a povoľuje *ad hoc* presuny z národnej centrálnej banky s prebytkom hotovosti do národnej centrálnej banky, ktorá, naopak, má nedostatok hotovosti. Tento systém rovnováhy umožňuje národným centrálnym bankám, aby udržiavali nižšiu logistickú zásobu hotovosti. Pomocou databázy – menového informačného systému – ECB monitoruje úroveň logistických zásob hotovosti, koordinuje ich cezhraničné používanie a hradí cezhraničné transfery.

Kvalita eurových bankoviek v obehu sa postupom času zhoršuje, počas manipulácie s nimi, keď sa podávajú z ruky do ruky, dochádza často k ich znečisteniu a môže sa stať, že napríklad predajné automaty ich odmietnu. V dôsledku toho by verejnosť mohla stratiť dôveru v eurové bankovky ako všeobecne akceptovaný platobný prostriedok. Z tohto dôvodu musí Eurosystém udržiavať integritu bankoviek a zaručiť, že v obehu sú iba pravé bankovky a v dobrej kvalite. Kontroly pravosti a „vhodnosti“ (kvality) vykonávajú vysokorýchlostné stroje na triedenie bankoviek, ktoré dokážu skontrolovať rôzne ochranné prvky a kritériá kvality, ako napríklad znečistenie, trhliny a iné poškodenia. V závislosti od spôsobu, akým sú hotovostné cykly organizované na národnej úrovni, sú bankovky v niektorých krajinách v obehu dlhšie obdobie. Čím dlhšie je bankovka v obehu, tým viac sa opotrebováva a zvyšuje sa jej znečistenie. Rada guvernérov sa preto v roku 2001 rozhodla stanoviť minimálne kritériá vhodnosti tak, aby národné banky vrátili do obehu iba bankovky určitej kva-

Graf 3 Priemerná životnosť eurových bankoviek



Zdroj: ECB.
1) K 31. decembru 2007.

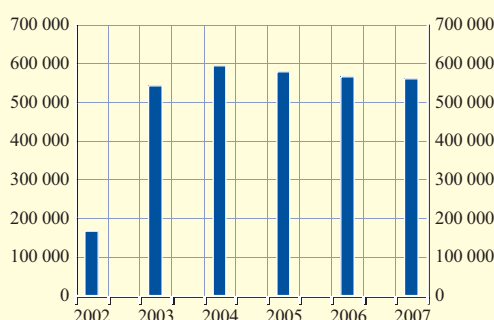
lity a ostatné bankovky zničili. Eurosystém starostlivo monitoruje kvalitu bankoviek v obehu prostredníctvom každoročných náhodných kontrol. V dlhodobejšom výhľade Eurosystém plánuje predĺžiť životnosť euro bankoviek, napríklad použitím odolnejšieho podkladu alebo ochrannej vrstvy osobitne pri bankovkách nižších nominálnych hodnôt, ktoré sa najviac opotrebovávajú.

V roku 2004 Rada guvernérov prijala dokument Recyklácia eurových bankoviek: odhaľovanie falošných bankoviek a triedenie hotovosti úverovými inštitúciami a inými subjektmi profesionálne manipulujúcimi s hotovosťou. Tento dokument predstavuje súbor pravidiel upravujúcich recykláciu alebo vrátenie bankoviek do obehu. Požaduje, aby banky a ostatné subjekty manipulujúce s hotovosťou vykonávali kontroly kvality a pravosti. Zaručuje, že bankovky dostatočnej kvality zostanú v obeh, ak sa banky rozhodnú, že bankovky, ktoré prijali od svojich zákazníkov, vrátia do obehu. Druhou možnosťou je, že banky tieto bankovky uložia a dostanú nové bankovky od svojej centrálnej banky.

Táto možnosť recyklácie umožňuje, aby úverové inštitúcie a iné subjekty profesionálne pracujúce s hotovosťou pracovali efektívnejšie a hospodárnejšie, keďže sa znižuje množstvo peňazí, ktoré je potrebné prepravovať do centrálnej banky – inými slovami, hotovostný cyklus je kratší. Podľa rámca pre recykláciu bankoviek musia byť bankovky, ktoré budú vrátené do obehu prostredníctvom bankomatov a iných zariadení obsluhovaných zákazníkom, skontrolované príslušnými zariadeniami na manipuláciu s bankovkami. Tieto zariadenia musia byť otestované a ich prevádzková spôsobilosť musí byť schválená centrálnou bankou. Tieto testovacie postupy požadujú, aby zariadenie bolo schopné automaticky odhaliť a oddeliť falošné bankovky a bankovky nevhodnej kvality. Zoznam týchto bankových zariadení, ktoré prešli testom a ktoré musia banky používať, je uvedený na internetovej stránke ECB.

Keďže eurové bankovky sa používajú v rôznych krajinách eurozóny, vyššia miera konvergenencie hotovostných služieb NCB pomáha zaručiť spravodlivú súťaž subjektom pracujúcim s hotovosťou, osobitne spoločnostiam prepravujúcim hotovosť a bankám, a umožňuje im plne využiť výhody spoločnej meny pri ich cezhraničnom pôsobení. Významným krokom smerom ku konvergencii bolo definovanie hotovostných služieb NCB, ktoré sú poskytované bezplatne a tých, ktoré sú poskytované za odplatu. Medzi posledné úspechy patria poskytovanie hotovostných služieb NCB pre úverové inštitúcie eurozóny etablované mimo ich jurisdikcie na požiadanie („vzdialený prístup“) a možnosť pre klientov NCB uložiť eurové bankovky vo všetkých centrálnych bankách eurozóny. Eurosystém stále zvažuje viacero ďalších krokov, ako napríklad spoločnú elektronickú výmenu údajov s úverovými inštitúciami o hotovostných vkladoch a výberoch alebo spoločné štandardy pre balenie bankoviek, ktoré by platili pre NCB a ich klientov.

Graf 4 Celkový počet falzifikátov eurových bankoviek (stiahnutých z obehu)



Zdroj: ECB.

9.5 DRUHÁ SÉRIA EURO BANKovieK

Centrálne banky a ostatné menové inštitúcie obvykle po určitom čase modernizujú svoje bankovky s cieľom byť vždy o krok vpred pred falšovateľmi. Eurosystém taktiež vykoná toto preventívne opatrenie a v súčasnosti vyvíja druhú sériu euro bankoviek. Dôvodom však nie je fakt, že by bolo v obehu príliš veľa falošných bankoviek: každoročne sa zachytí menej než 600 000 falzifikátov, čo je len malý zlomok z 12 miliárd bankoviek v obeh, pričom väčšina falzifikátov nemá vysokú kvalitu.

... rovnako, ako to robia úverové inštitúcie a ostatné subjekty manipulujúce s hotovosťou

Jednotný platobný priestor si vyžaduje konvergenciu hotovostných služieb NCB

Druhá séria bankoviek bude vydaná v januári 2011

Prvé bankovky z druhej série by mali byť uvedené do obehu 1. januára 2011. Dizajn bude evolučný – bankovky budú obsahovať súčasnú tému „epochy a štýly Európy“ a zároveň moderné a používateľsky priateľské ochranné prvky. Dizajn a ochranné prvky druhej série sú z pohľadu funkčnosti založené na výsledkoch prieskumu trhu – ktorého sa zúčastnila verejnosť a aj odborníci, pracujúci s hotovosťou profesionálne, ako aj konzultácií s hlavnými zainteresovanými subjektmi. ECB dostatočne včas oznámi, kedy prestane byť súčasná séria zákonným platidlom, t. j. kedy ju už nebude možné používať pri platbách. NCB však budú vymieňať eurové bankovky „starej“ série bez časového obmedzenia.

Dnes je euro globálnou menou. Spolu so svojimi partnerskými centrálnymi bankami v Euro-systéme bude ECB naďalej zabezpečovať, aby eurové bankovky zostali hodnotným a váženým platobným prostriedkom v eurozóne i mimo nej.



10 ZÁVEREČNÉ POZNÁMKY

Vytvorením európskej hospodárskej a menovej únie (HMÚ) sa vytvoril nový inštitucionálny rámec a rámec jednotnej menovej politiky, ktorých cieľom je dosiahnuť cenovú stabilitu. Jadrom tohto rámca je ECB. Toto špeciálne vydanie Mesačného bulletinu pri príležitosti 10. výročia založenia ECB je spätným pohľadom na prácu ECB a Eurosystému a na úspechy za predchádzajúcich desať rokov dynamického vývoja. S cieľom naplňať svoj primárny cieľ cenovej stability musí ECB vykonávať množstvo úloh a činností – niektoré z nich sú uvedené v Zmluve o Európskej únii; iné podporujú rámec pre jednotnú menovú politiku.

Zavedenie eura si vyžadovalo vytvorenie vhodného inštitucionálneho prostredia pre HMÚ. Spojenie centralizovanej menovej politiky a decentralizovaných, i keď zároveň koordinovaných fiškálnych a štrukturálnych politík bolo a je vo všeobecnosti uspokojuv. Koordinačné postupy odzrkadľujú zvýšenú vzájomnú závislosť medzi krajinami eurozóny. Európske inštitúcie a orgány (napríklad Európsky parlament, Rada ECOFIN, Euroskupina a iné) si vo zvýšenej miere vymieňajú informácie a analýzy. Vzhľadom na pokračujúcu integráciu eurozóny však politiky definované na národnej úrovni musia vo zvýšenej miere reagovať na požiadavky Spoločenstva.

Rámec pre menovú politiku eurozóny sa vyznačuje niektorými novými prvkami. V rámci nového inštitucionálneho usporiadania HMÚ bola zodpovednosť za jednotnú menovú politiku prenesená na ECB, ktorej bol daný jasný mandát a poskytnutá nezávislosť od politických tlakov. To zahŕňa inštitucionálnu nezávislosť, ale aj personálnu, finančnú a funkčnú nezávislosť. Rovnako sem patrí aj vysoká miera transparentnosti a zodpovednosti, vrátane povinností predkladania správ Európskemu parlamentu.

Stratégia menovej politiky ECB kladie osobitný dôraz na menovú analýzu. Rozhodnutia menovej politiky sa prijímajú na základe kolektívnych skúseností a znalostí členov Rady guvernérov ECB. Tento kolegiálny prístup fungoval v eurozóne počas predchádzajúcich desiatich rokov veľmi dobre – celý systém fungoval hladko hneď od prvého dňa, vďaka schopnostiam a nasadeniu všetkých zamestnancov Eurosystému. Rovnako úspešne zvládol aj rozširovanie eurozóny. Napriek tomu sa rôzne prvky uvedeného rámca naďalej rozvíjajú ako reakcia na meniace sa potreby, trhové sily, technické a organizačné vylepšenia a legislatívne opatrenia.

Po vytvorení ECB a Eurosystému bolo k dispozícii iba málo informácií o tom, ako bude eurozóna fungovať po integrácii menovej politiky členských krajín. Menová politika v prvých rokoch existencie eurozóny a nové okolnosti predstavovali osobitné výzvy. Hneď na začiatku boli potrebné rozsiahle investície do analytických nástrojov, výskumu a štatistík, ktoré doplnili tie, ktoré už boli vykonávané Európskym menovým inštitútom (predchodcom ECB). V súčasnosti sa používa veľké množstvo harmonizovaných štatistík, modelov a iných analytických nástrojov v rámci celej eurozóny. Väčšina metodologických nástrojov a údajov je k dispozícii verejnosti, keďže pravidelne tvoria obsah článkov Mesačného bulletinu a iných publikácií.

Úspechy Eurosystému po zavedení eura neboli o nič menej dôležité. Stratégia menovej politiky ECB je v súčasnosti dobre chápaná a považuje sa za dôveryhodnú. Za uplynulých desať rokov poskytovala pevný základ pre reakcie na množstvo výziev. Priemerná ročná miera inflácie meraná HICP od uvedenia eura mierne presiahla úroveň 2 %, napriek množstvu šokov pochádzajúcich z vonkajšieho prostredia. Inflácia vo väčšine krajín eurozóny bola výrazne nižšia než úroveň, ktorú tieto krajiny vykazovali v desaťročiach pred zavedením spoločnej meny. Volatilita inflácie bola podobne výrazne nižšia ako v minulosti.

Nové inštitucionálne prostredie pre HMÚ

Nový rámec s novými prvkami...

...funguje bez problémov a je schopný prispôbovať sa

Obmedzené informácie na začiatku...

...a dnes k dispozícii veľké množstvo štatistík, modelov a nástrojov

Nízka inflácia a úrokové miery podporujú...

ECB bola tiež úspešná pri udržiavaní očakávaní dlhodobej miery inflácie (odvodenej z výnosov dlhopisov a prieskumov) na nízkych úrovniach. Udržiavanie očakávanej miery inflácie na nízkej úrovni je odzrkadlením úspechu stratégie menovej politiky ECB a jej schopnosti dôveryhodným spôsobom zaručiť cenovú stabilitu v strednodobom výhľade. Pre mnohé krajiny eurozóny to predstavuje významnú výhodu, ktorú by nebolo možné dosiahnuť bez existencie nezávislej ECB a Eurosystému.

... finančnú integráciu, vytváranie pracovných miest

Celkové efekty eura sú pozitívne. Výhody plynúce z cenovej stability a nízkych úrokových mier podporujú priaznivý hospodársky a finančný vývoj, ktorý sa postupne, avšak trvalo realizuje. Je pravdou, že vývoj hospodárskych a finančných štruktúr si vyžaduje určitý čas. Obchod s tovarmi a službami medzi krajinami eurozóny sa zvýšil, dochádza k vyššej miere finančnej integrácie (ktorá podporuje prehlbovanie a modernizáciu finančných trhov), rastú priame zahraničné investície a cezhraničné portfóliové investície a v eurozóne ako celku dochádza k trvalému zvyšovaniu počtu pracovných miest. Vyšší stupeň finančnej a hospodárskej odolnosti prerástol do komplexného medzinárodného prostredia. Medzinárodná dimenzia eura a jeho používanie ako rezervnej a transakčnej meny sa postupne zvyšuje v súlade s pokračujúcou regionálnou a globálnou integráciou. Euro sa stalo druhou najdôležitejšou medzinárodnou menou po americkom dolári, aj keď má menší globálny dosah.

... a medzinárodnú dimenziu eura

Eurosystém aktívne podporuje finančnú integráciu ...

Za predchádzajúcich desať rokov Eurosystém aktívne prispieval k podpore finančnej integrácie rôznymi spôsobmi, napríklad zvyšovaním znalostí, zvyšovaním povedomia a monitorovaním pokroku v tejto oblasti pomocou súboru ukazovateľov finančnej integrácie vypracovaných ECB. Pôsobí ako katalyzátor trhovo založených iniciatív podporujúcich finančnú integráciu. Eurosystém okrem toho priamo podporuje finančnú integráciu tým, že ponúka centrálné bankové služby dostupné v celej eurozóne.

... a dohody podporujúce finančnú stabilitu

Počas predchádzajúcich desiatich rokov bol Eurosystém veľmi aktívny pri posilňovaní mechanizmov prispievajúcich k finančnej stabilite. Táto úloha sa stala ešte viac potrebná vzhľadom na rastúcu integráciu a rýchly vývoj finančných trhov v Európe. Eurosystém preto priebežne monitoruje a hodnotí stabilitu finančného systému a ECB uverejňuje polročné správy o finančnej stabilite hodnotiace finančný systém ako celok, ako aj ročné monitorovacie správy a štrukturálne hodnotenia bankového sektora EÚ. Eurosystém tiež poskytuje pravidelné poradenstvo a vstupy pri rozvíjaní právneho, regulačného a dozorného rámca pre finančné služby, osobitne na úrovni EÚ. V oblasti finančného krízového manažmentu Eurosystém napríklad podporuje uzatváranie dobrovoľných dohôd o spolupráci medzi jednotlivými orgánmi, zúčastňoval sa na cvičeniach simulujúcich krízy v rámci EÚ a eurozóny a prispel k rozvoju analytického rámca pre hodnotenie finančných kríz a návrhu strategickej cestovnej mapy ECOFIN-u z roku 2007 s cieľom ďalej zlepšiť krízový manažment EÚ v nadchádzajúcich rokoch. Čo sa týka dohľadu nad trhovou infraštruktúrou, Eurosystém úspešne prispel k zabezpečeniu bezpečného a efektívneho toku peňazí, cenných papierov a iných finančných nástrojov prostredníctvom platobných a zúčtovacích systémov.

Napriek tomu zostáva ešte mnoho výziev

Týchto desať rokov tiež ukázalo, že základy pre fungovanie HMÚ boli dostatočne pevné a že krajiny, ktoré prijali euro, dosiahli vysoký stupeň ekonomickej konvergencie. Napriek tomu stále zostáva viacero výziev. Väčšina krajín eurozóny stále musí zvýšiť svoju flexibilitu a prispôbitosť voči šokom. Inými slovami, tieto krajiny musia pokračovať v štrukturálnych reformách svojich produktových a pracovných trhov. Takáto reforma by však v každom prípade bola nemysliteľná bez HMÚ. Národné vlády však musia naďalej priebežne monitorovať vývoj národnej konkurencieschopnosti. Finančná integrácia výrazne pokročila, potrebný je však ďalší pokrok vo viacerých

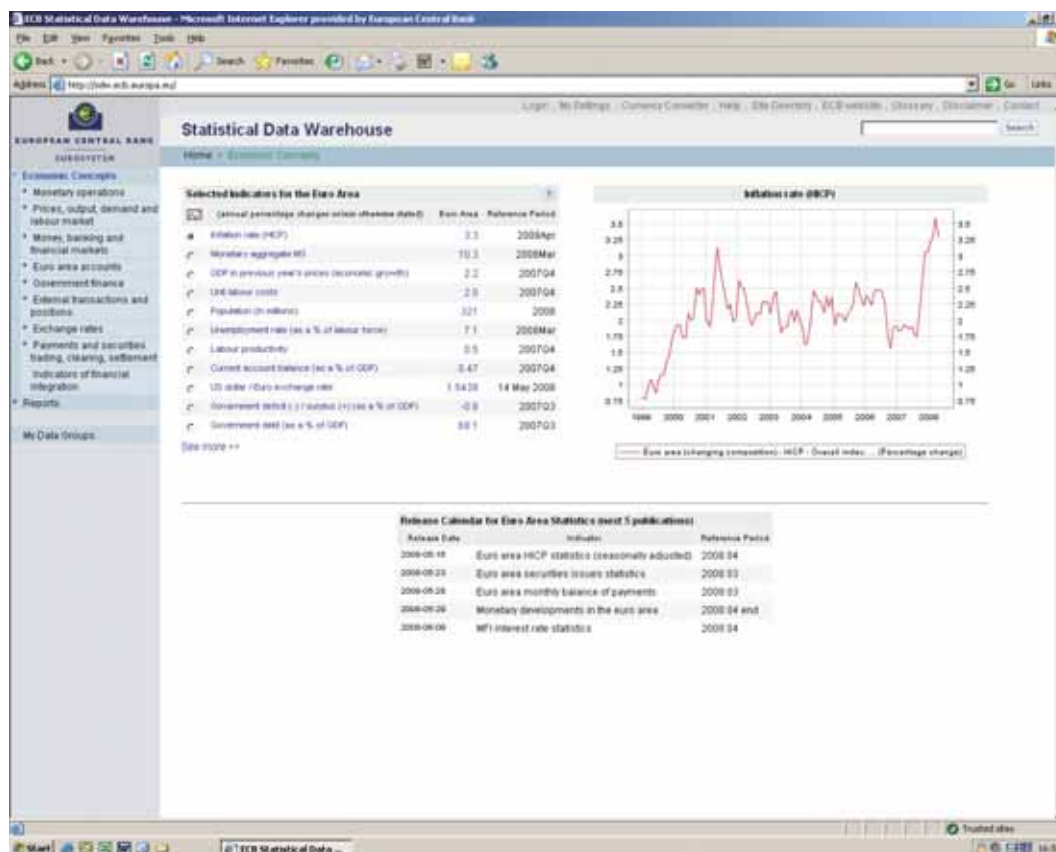
segmentoch (napríklad v cezhraničnom bankovom styku). Rámec EÚ pre finančnú stabilitu zatiaľ nedosiahol stabilný stav. Potrebné sú neustále zlepšenia, aby sa udržal krok s prebiehajúcou finančnou integráciou a inováciami a aby bolo možné reagovať na výzvy vyplývajúce zo zložitosti inštitucionálneho zriadenia EÚ.

Výhody a prínosy eura podporujú prispôsobivosť a liberalizáciu národných ekonomík. Reformy sú podporené cenovou stabilitou, neexistenciou napätí súvisiacich s periodickými krízami výmenných kurzov, ku ktorým dochádzalo pred zavedením eura, a stabilitou a zvýšenou odolnosťou získanou z predchádzajúcich reforiem. Skutočnosť, že „svet“ v Európe sa mení a že miera integrácie v eurozóne sa zvyšuje, tiež ovplyvňuje náš pohľad na to, ktorým smerom sa bude vyvíjať hospodárska a menová únia. Firmy si viac uvedomujú dopad svojich opatrení a rozhodnutí na eurozónu. Domácnosti si vo zvýšenej miere uvedomujú príležitosti, ktoré im ponúka rozšírený hospodársky a finančný priestor. Verejnosť a politickí zástupcovia začínajú myslieť i za hranice národných horizontov a smerom k dimenzii eurozóny. Táto zmena myslenia sa postupne rozvíja.

Dnešné úspechy by ešte pred niekoľkými desaťročiami boli nemysliteľné. Desiate výročie existencie HMÚ je preto ozajstným dôvodom na oslavu. Dôveryhodnosť je však potrebné udržiavať. Naďalej sa budú objavovať nové výzvy, ktoré si budú vyžadovať ostražitosť a pozornosť. Dnes však panuje dôvera v Európu a silu jej jednotnej meny.

Vývoj myslenia zameraného
na eurozónu

STATISTICAL DATA WAREHOUSE



Aplikácia Statistical Data Warehouse je dostupná na internetovej stránke ECB <http://sdw.ecb.europa.eu>. Podrobnejšie informácie o jej funkciách sú na stránke aplikácie v časti Help.

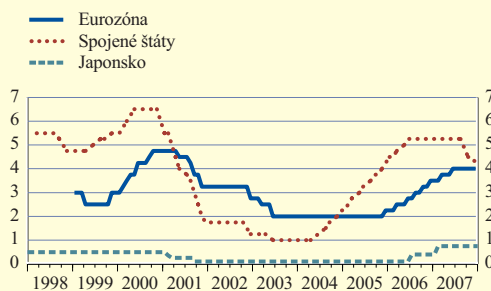
PRÍLOHA

10 ROKOV ŠTATISTIKY EUROZÓNY A JEJ POROVNANIE SO ŠTATISTIKAMI ĎALŠÍCH HLAVNÝCH HOSPODÁRSKÝCH OBLASTÍ

1. Kľúčové úrokové sadzby centrálnych bánk

(koniec obdobia)

	Eurozóna ¹⁾	Európska únia	Spojené štáty	Japonsko
1998	-	-4,75	0,50	
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Rozšírenie eurozóny				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Rozšírenie eurozóny				
2007	4,00	-	4,25	0,75



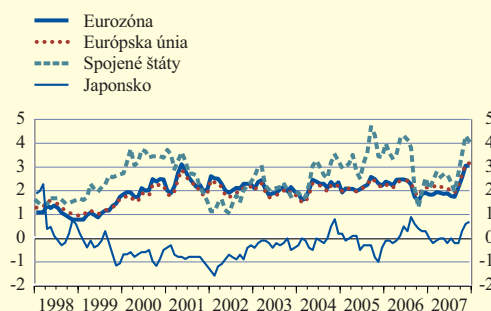
Zdroj: ECB, Federálny rezervný systém a Bank of Japan.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 1, časť 1.2) a v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 8, časť 8.1), dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Miera inflácie (HICP/CPI)

(ročná percentuálna zmena)

	Eurozóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japonsko ³⁾
Priemer 1989 – 1998	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Rozšírenie eurozóny				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Rozšírenie eurozóny				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics a Japanese Statistics Bureau.

1) HICP. Skoršie údaje sú odhadnuté z národných CPI. Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 5, časť 5.1.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

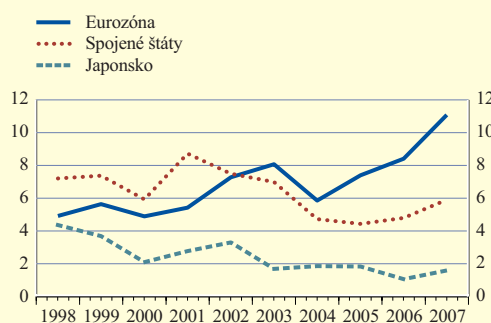
2) HICP. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) Národný CPI. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2).

3. Široký peňažný agregát

(ročná percentuálna zmena)

	Eurozóna ¹⁾	Európska únia	Spojené štáty ²⁾	Japonsko ²⁾
Priemer 1989 – 1998	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Rozšírenie eurozóny				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Rozšírenie eurozóny				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Zdroj: ECB, Federálny rezervný systém a Bank of Japan.

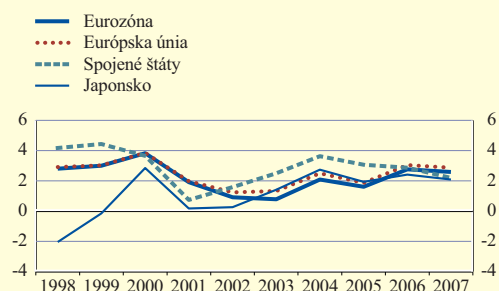
1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 2, časť 2.3) a v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2), dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2) a v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2).

4. HDP¹⁾

(ročná percentuálna zmena objemu)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia ³⁾	Spojené štáty ⁴⁾	Japon- sko ⁵⁾
Priemer 1989 – 1998	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic a Social Research Institute a výpočty ECB.

1) Ročné údaje nie sú očistené o variácie počtu pracovných dní.

2) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 5, časť 5.2.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

3) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

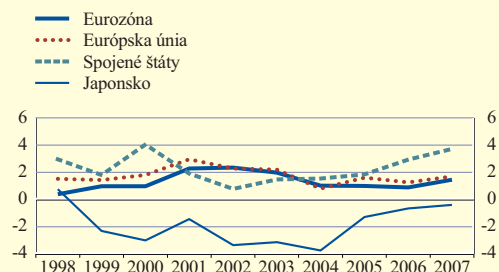
4) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5. Náklady na pracovnú silu

(ročná percentuálna zmena)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ³⁾
Priemer 1989 – 1998	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic a Social Research Institute a výpočty ECB.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 5, časť 5.1.4) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).

2) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.4).

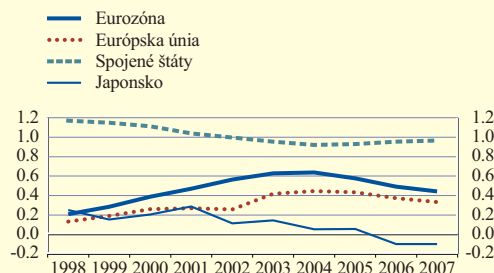
3) Výpočty ECB.

6. Obyvateľstvo

(v miliónoch)

(ročná percentuálna zmena)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ⁴⁾
Priemer 1989–1998 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128



Zdroj: Eurostat, US Census Bureau a Japanese Statistics Bureau.

1) Ročný priemer. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 2, časť 2.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.13.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).

2) Ročný priemer. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.6 a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).

3) Údaje za obyvateľstvo v strednom veku. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

4) Údaje za obyvateľstvo k 1. októbru. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

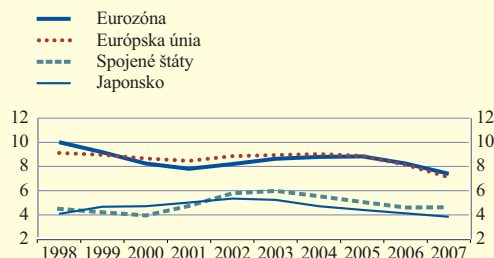
5) Roky 1991 až 1998 v prípade eurozóny; 1993 až 1998 v prípade Európskej únie.

6) Údaje za eurozónu, EÚ a Japonsko sú čiastočne odhadnuté.

7. Nezamestnanosť

(v % z pracovnej sily)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ³⁾
Priemer 1989 – 1998	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics a Japanese Statistics Bureau.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 5, časť 5.3.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000).

2) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.7) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

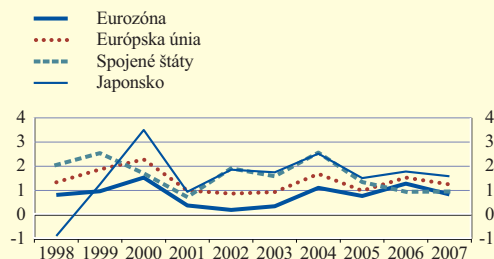
(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).

3) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2).

8. Produktivita práce

(ročná percentuálna zmena)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ³⁾
Priemer 1989 – 1998	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic a Social Research Institute a výpočty ECB.

1) Zmena objemu HDP na jednu zamestnanú osobu. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2).

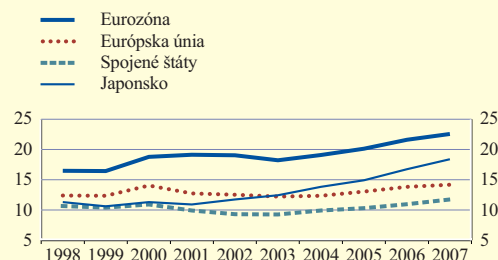
2) Zmena objemu HDP na jednu zamestnanú osobu. Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I).

3) Výpočty ECB.

9. Vývoz tovarov a služieb¹⁾

(v % HDP)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia ³⁾	Spojené štáty	Japonsko
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Zdroj: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan a japonské ministerstvo financií.

1) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

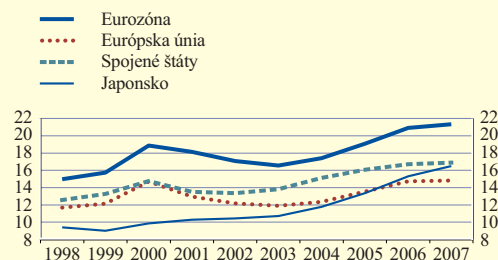
2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N).

3) Údaje do roku 2000 sa vzťahujú na EÚ 15, v rokoch 2001 až 2003 na EÚ 25 a od roku 2004 na EÚ 27.

10. Dovozy tovarov a služieb¹⁾

(v % HDP)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia ³⁾	Spojené štáty	Japonsko
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Zdroj: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan a japonské ministerstvo financií.

1) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

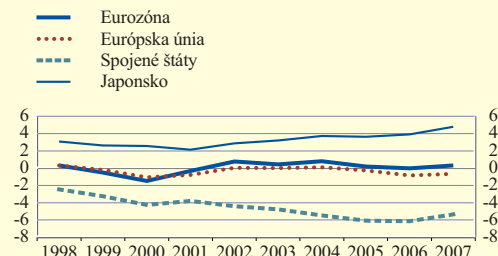
2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N).

3) Údaje do roku 2000 sa vzťahujú na EÚ 15, v rokoch 2001 až 2003 na EÚ 25 a od roku 2004 na EÚ 27.

11. Bežný účet¹⁾

(v % HDP)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia ³⁾	Spojené štáty	Japonsko
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Zdroj: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan a japonské ministerstvo financií.

1) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

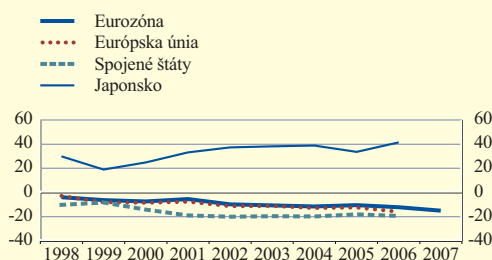
2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) Údaje do roku 2000 sa vzťahujú na EÚ 15, v rokoch 2001 až 2003 na EÚ 25 a od roku 2004 na EÚ 27.

12. Čistá medzinárodná investičná pozícia¹⁾

(v % HDP)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia ³⁾	Spojené štáty	Japonsko
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



Zdroj: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan a japonské ministerstvo financií.

1) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1).

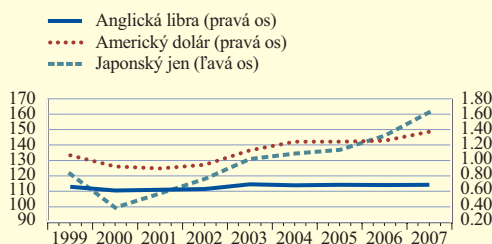
2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).

13. Výmenný kurz eura¹⁾

(národná mena za euro)

	Americký dolár ²⁾	Japonský jen ³⁾	Anglická libra ⁴⁾
Priemer 1989 – 1998 ⁵⁾	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Zdroj: ECB.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 8, časť 8.2) a v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 4, časť 4.10).

2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).

3) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).

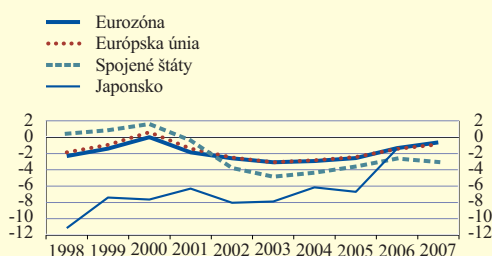
4) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) Kurzy do decembra 1998 (podľa Európskej komisie) sa vzťahujú na ECU.

14. Deficit (-)/prebytok (+) verejnej správy

(v % HDP)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japonsko ⁴⁾
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



Zdroj: ECB, Európska komisia, US Bureau of Economic Analysis a Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 6, časť 6.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

2) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 8) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).

3) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

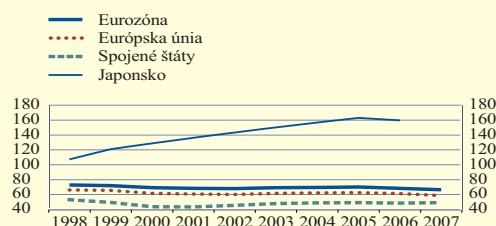
4) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Dlh verejnej správy

(v % HDP)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japonsko ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



Zdroj: ECB, Európska komisia, Federálny rezervný systém a Bank of Japan.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 6, časť 6.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.9) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

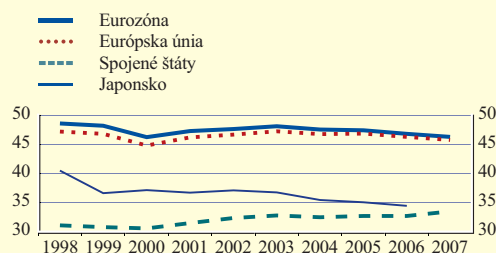
3) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 9, časť 9.2) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Výdavky verejnej správy

(v % HDP)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia ²⁾	Spojené štáty ³⁾	Japonsko ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Zdroj: ECB, Európska komisia, US Bureau of Economic Analysis a Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 6, časť 6.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 11, časť 11.10) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

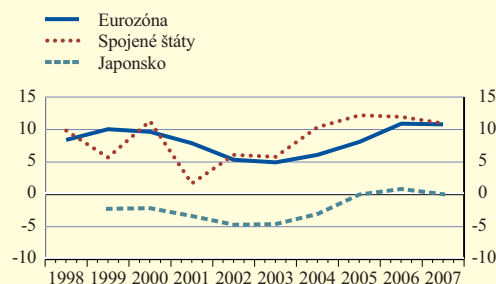
3) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.1) a dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Bankové úvery: Úvery PFI súkromnému sektoru

(ročná percentuálna zmena)

	Euro- zóna ¹⁾	Európska únia	Spojené štáty	Japon- sko
Priemer 1989 – 1998	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Rozšírenie eurozóny				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Rozšírenie eurozóny				
2007	10,8	-	10,9	0,0



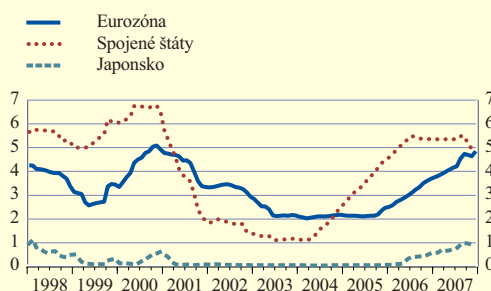
Zdroj: ECB, Federálny rezervný systém a Bank of Japan.

1) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. Trojmesačná medzibanková úroková miera z vkladov¹⁾

(v % p. a.; priemer za obdobie)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Rozšírenie eurozóny				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Rozšírenie eurozóny				
2007	4,28	-	5,30	0,79



Zdroj: European Banking Federation a British Bankers' Association.

1) Uverejnené v Mesačnom bulletin (kapitola 4, časť 4.6) a v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 9, časť 9.5).

2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).

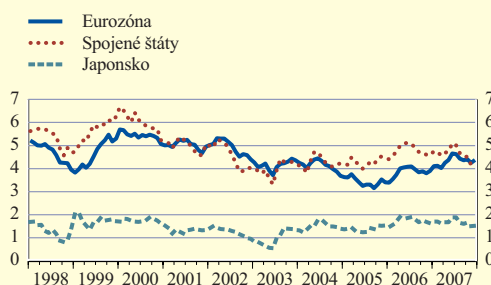
3) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).

4) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).

19. Výnosy z 10-ročných štátnych dlhopisov¹⁾

(v % p. a.; priemer za obdobie)

	Euro- zóna ²⁾	Európska únia	Spojené štáty ³⁾	Japon- sko ⁴⁾
Average 1989–1998	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Euro area enlargement				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Euro area enlargement				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Zdroj: ECB, Reuters a Thomson Financial Datastream.

1) Uverejnené v publikácii Statistics Pocket Book (kapitola 1, časť 1.2).

2) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).

3) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).

4) Dostupné na stránke ECB v časti Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).

VŠEOBECNÉ POZNÁMKY

Príloha poskytuje pohľad na vývoj hlavných štatistických ukazovateľov počas uplynulých desiatich rokov a v prípade, ak je to možné, priemerné hodnoty ukazovateľov za desať rokov pred zavedením eura. Údaje v tabuľkách sú vyjadrené na ročnej báze a ak nie je uvedené inak, znamenajú ročné percentuálne zmeny.

Väčšina časových radov za eurozónu sa týka eurozóny zloženej z 13 krajín – Euro 13 (vrátane Slovinska). Údaje o vládnych financiách sa však týkajú zoskupenia Euro 15 (vrátane Cypru a Maltý), a v prípade úrokových mier, menovej štatistiky a HICP štatistické rady za eurozónu zahŕňajú členské štáty EÚ, ktoré prijali euro v čase, na ktorý sa táto štatistika vzťahuje (podrobnejšie informácie vo Všeobecných poznámkach v časti Štatistika eurozóny Mesačného bulletinu). Meniace sa zloženie eurozóny je znázornené v tabuľkách vodorovnou čiarou.

ISSN 1725-2822



9 771561 013006