

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA MEDZINÁRODNÝCH VZŤAHOV

Evidenčné číslo: 105002/I/2014/1398818011

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA A JEJ ÚLOHA V EMÚ

(Diplomová práca)

2014

Bc. Barbora Švecová

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA MEDZINÁRODNÝCH VZŤAHOV

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA A JEJ ÚLOHA V EMÚ

(Diplomová práca)

Študijný program:	Hospodárska diplomacia
Študijný odbor:	6221 8 00 - Medzinárodné ekonomické vzťahy
Školiace pracovisko:	Katedra medzinárodných ekonomických vzťahov a hospodárskej diplomacie
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Beáta Lipková PhD.

ČESTNÉ VÝHLÁSENIE

Čestne vyhlasujem, že diplomovú prácu som vypracovala samostatne a uviedla som všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

(podpis študenta)

POĎAKOVANIE

Rada by som sa poďakovala vedúcej diplomovej práce Ing. Beáte Lipkovej, PhD. za poskytnuté rady, odporúčania a trpezlivosť pri mojom písaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

ŠVECOVÁ, Barbora: *Európska centrálna banka a jej úloha v EMÚ*. Diplomová práca. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta medzinárodných vzťahov. Katedra medzinárodných ekonomických vzťahov a hospodárskej diplomacie. Vedúci záverečnej práce: Ing. Beáta Lipková, PhD. Bratislava: FMV EU, 2014, 73s.

Cieľom záverečnej práce je analyzovať úlohu a postavenie ECB v rámci Európskej menovej únie. Práca je rozdelená na 3 kapitoly. V prvej kapitole sa autorka venuje historickému vývoju EMÚ až do vzniku Európskej centrálnej banky. Táto časť je rozdelená do 4 podkapitol, ktoré chronologicky analyzujú jednotlivé obdobia vývoja EMÚ. Na záver kapitoly je vypracovaná SWOT analýza, ktorá hodnotí vytvorenie Európskej menovej únie. Druhá časť práce sa zaoberá úlohami ECB, ktoré vyplývajú z legislatívy a právneho rámca ECB. Ďalej opisuje úlohy jednotlivých rozhodovacích orgánov ECB a operácie monetárnej politiky, taktiež rieši otázku nezávislosti ECB. Posledná časť práce je zameraná na analýzu zmeny úlohy ECB počas finančnej krízy v rámci EMÚ, ako aj zavedenie neštandardných programov na nákup dlhopisov. Výsledkom práce je ucelený obraz úlohy ECB, ktorú vo výraznej miere ovplyvnila dlhová kríza v Európe.

Kľúčové slová: ECB, hospodárska a menová únia, Európska únia, úlohy, monetárna politika, dlhová kríza, dlhopisy

ABSTRACT

ŠVECOVÁ, Barbora: *The European central bank and its role in the EMU*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of International Relations; Department of International Economic Relations and Diplomacy – Supervisor: Ing. Beáta Lipková PhD. Bratislava: FMV EU, 2014, 73p.

The objective of the thesis is to analyse the role and status of the ECB within the European Monetary Union. The work is divided into 3 chapters. In the first chapter author focuses on the historical development of the EMU until the establishment of the European Central Bank. This section is divided into four subsections that chronologically analyse periods of the development of EMU. In the end of this chapter is provided SWOT analysis, which assesses the establishment of European monetary union. The second part deals with the tasks of the ECB according to the legislation and legal framework of ECB. Furthermore it describes the roles of the decision-making bodies of the ECB, operations of its monetary policy and the issue of the ECB's independence. The last chapter is devoted to the change in the ECB's role in the financial crisis within the EMU and the introduction of non-standard programs for the purchase of bonds. The result is a comprehensive picture of the role of the ECB, which has been influenced by the debt crisis in Europe.

Key words: ECB, economic and monetary union, European Union, role, monetary policy, debt crisis, bonds

OBSAH

Zoznam grafov a tabuliek	8
Úvod... ..	9
I Ciele práce	10
II Metodika práce	11
III Súčasný stav riešenej problematiky	12
1 Vývoj menovej integrácie v Európe	13
1.1. Wernerov plán.....	14
1.2. Vytvorenie Európskeho menového systému (EMS).....	16
1.2.1. Európska menová jednotka ECU	17
2.1.2. Mechanizmus výmenných kurzov	18
2.1.3. Úverový mechanizmus	20
1.3. Maastrichtská zmluva a 3 etapy HMÚ.....	21
1.4. Zavedenie eura a vytvorenie eurozóny	29
1.5. Hodnotenie vytvorenia menovej únie	29
2 Vznik a kompetencie ECB	31
2.1 Orgány a najdôležitejšie nástroje monetárnej politiky ECB.....	31
2.1.1. Orgány ECB.....	31
2.1.2. Najdôležitejšie nástroje menovej politiky ECB.....	34
2.2. Otázka nezávislosti Európskej centrálnej banky	39
2.3. Štatút a úlohy ECB vyplývajúce z legislatívy	42
2.3.1. Štatút Európskej centrálnej banky	42
2.3.2. Úlohy ECB a ESCB v rámci EMÚ	43
2.3.3. Porovnanie úloh ECB, FED, BOJ, BOE.....	51
3 Modifikácia úloh ECB v období dlhovej krízy.....	53
3.1 Reakcia ECB na dlhovú krízu.....	55
3.1.1 Programy na nákup vládnych dlhopisov CBPP, SMP a OMT	58
3.1.2 Vplyv na financovanie verejných dlhov krajín eurozóny	60
Záver	63
Zoznam použitej literatúry	67
Prílohy	73

ZOZNAM GRAFOV A TABULIEK

Graf 1	Inflácia v eurozóne v období 1991-2014 (v % HICP).....	46
Graf 2	Verejný dlh v eurozóne v rokoch 2005-2012 (v % HDP) a deficit verejných financií v rokoch 2005-2012 (v % HDP).....	54
Graf 3	Miera inflácie (v % HIPC) a výnos 10-ročných vládnych dlhopisov v eurozóne.....	55
Tabuľka 1	Maastrichtské konvergenčné kritéria	24
Tabuľka 2	Fixné kurzy medzi národnými menami a eurom	28
Tabuľka 3	SWOT analýza HMÚ.....	30
Tabuľka 4	Nástroje monetárnej politiky ECB.....	36
Tabuľka 5	Porovnanie úrokových sadzieb CB pred krízou a v súčasnosti	56
Tabuľka 6	Regresná analýza vplyvu nákupov 5-ročných dlhopisov krajín GIIPS počas SMP programu na ich výnosnosť	61

ÚVOD

Európska menová únia (EMÚ) je unikátnym projektom integrácie osemnástich suverénnych štátov európskeho kontinentu v menovej oblasti. Vytvorením EMÚ bolo riadenie monetárnej politiky presunuté z národnej úrovne na centralizovanú úroveň Európskej únie. Z tohto dôvodu bolo potrebné vytvoriť inštitucionálny rámec, ktorý by riadil spoločnú monetárnu politiku na úrovni EÚ. Tento inštitucionálny rámec tvorí Európska centrálna banka, ktorej hlavnou úlohou je riadenie menovej politiky v rámci eurozóny.

Postavenie ECB je špecifické a odlišuje sa od iných národných centrálnych bánk ako je Bank of Japan, Bank of England či FEDu. Špecifickosť postavenia spočíva v riadení monetárnej politiky nielen jednej krajiny, ale osemnástich krajín, ktorých ekonomiky sa vyznačujú rôznymi tempami hospodárskeho rastu, či veľkosťou. Hlavným cieľom ECB stanoveným v Maastrichtskej zmluve je udržanie cenovej stability, čo determinoval monetaristický koncept prístupu ECB v riadení monetárnej politiky. Vplyvom dlhovej krízy však došlo k zmene v postavení Európskej centrálnej banky, ktoré vyústilo do prijímania neštandardných krokov.

V diplomovej práci sa budeme venovať zmene postavenia a úloh ECB v rámci EMÚ, ktoré bolo odpoveďou na pretrvávajúcu dlhovú krízu. Na záver práce budeme analyzovať, či kroky podniknuté ECB boli efektívne v snahe zmierniť dopady dlhovej krízy.

Diplomová práca je rozdelená do troch kapitol. Prvá kapitola prináša historický náhľad budovania Európskej menovej únie, ktorý je rozdelený do štyroch častí, ktoré boli najmarkantnejšie v tomto procese, t.j. Wernerov plán, Európsky menový systém, prijatie Maastrichtskej zmluvy a zavedenie jednotnej meny eura. Záver kapitoly poskytuje SWOT analýzu vytvorenia EMÚ. V druhej kapitole budeme popisovať úlohy a štatút ECB na základe legislatívneho rámca, ako aj úlohy jednotlivých rozhodovacích orgánov ECB. V závere kapitoly je uvedená komparácia postavenia ECB s inými významnými svetovými centrálnymi bankami vo svetovej ekonomike. Tretia kapitola sa venuje analýze modifikácie úloh ECB vplyvom dlhovej krízy. Na záver kapitoly sa autorka snaží na základe regresnej analýzy overiť hypotézu, či zmena úloh ECB bola efektívna v boji proti dlhovej kríze v eurozóne.

I CIELE PRÁCE

Hlavným cieľom diplomovej práce je objasniť a klasifikovať postavenie Európskej centrálnej banky, ako aj analyzovať modifikáciu jej úloh počas dlhovej krízy. V snahe dosiahnuť daný cieľ, sme definovali parciálne ciele, ktoré umožnili podrobnejšie analyzovanie danej problematiky.

Prvým parciálnym cieľom je analyzovanie vývoja EMÚ ako integračného projektu, v ktorom ECB vykonáva svoju funkciu, ako aj ohodnotenie vybudovania Európskej menovej únie a identifikácia silných a slabých stránok, a taktiež možných príležitostí a hrozieb do budúcnosti.

Druhým parciálnym cieľom bola klasifikácia úloh ECB a jej jednotlivých rozhodovacích orgánov na základe legislatívneho rámca, ako aj identifikácia otázky nezávislosti ECB a jej čiastočného narušenia. Parciálnym cieľom v záverečnej podkapitole tejto časti je objasniť postavenie ECB medzi ostatnými dôležitými svetovými centrálnymi bankami. Autorka si vybrala na komparáciu úloh centrálnu banku USA, Japonska a Veľkej Británie. Štatistickou analýzou v závere práce sa snažíme naplniť cieľ identifikácie reakcie Európskej centrálnej banky na krízu v eurozóne.

Záver práce je zameraný na definovanie vplyvu modifikácie úloh ECB pomocou regresnej analýzy. Cieľom je overenie hypotézy, či nákupom dlhopisov krajín GIIPS dokáže Európska centrálna banka znižovať ich výnosnosť, a tým zabezpečovať krajinám lacnejšie financovanie svojich deficitov verejných financií. Túto hypotézu sa pokúsime overiť na základe regresnej analýzy.

II METODIKA PRÁCE

V záverečnej práci boli využité viaceré teoretické všeobecné a špeciálne metódy v snahe naplnenia parciálnych cieľov, a tým splnenia hlavného cieľa práce. Zo všeobecných teoretických metód bola pri vypracovaní danej témy využitá metóda abstrakcie, analýzy, syntézy, ako aj dedukcie a indukcie. S cieľom získania relevantných údajov na analýzu postavenia ECB bolo potrebné v práci abstrahovať od nepodstatných informácií a zamerať sa na jej dôležité využiteľné charakteristiky. Táto metóda bola veľmi dôležitou z dôvodu veľkého množstva informácií o danej problematike. Metóda analyzovania bola využitá na základe údajov *štatistickej databázy ECB*, vďaka ktorým autorka mohla analyzovať plnenie hlavného cieľa monetárnej politiky Európskou centrálnou bankou. Zo získaných údajov na základe danej metódy bolo možné sledovať úroveň inflácie v jednotlivých rokoch a identifikovať dôvody neplnenia cieľa ECB. Hlbším poznaním dôvodov zvýšenia, respektíve zníženia úrovne inflácie, bolo zabezpečené získanie uceleného obrazu vývoja inflácie v eurozóne, čím došlo k využitiu metódy syntézy. Metóda indukcie bola využitá v snahe identifikácie makroekonomických ukazovateľov krajín eurozóny v období, kde na základe zovšeobecňovania údajov jednotlivých členských štátov dospela k všeobecnému tvrdeniu, že prejavy krízy sa začali v EMÚ už v roku 2007.

Z kategórie špecifických teoretických metód bola využitá komparatívna metóda s cieľom porovnania úloh ECB s ostatnými centrálnymi bankami. V závere práce je stanovená hypotéza, ktorá má za cieľ overiť, či nákup dlhopisov ECB mal vplyv na znižovanie ich výnosov v Grécku, Taliansku, Írsku, Portugalsku a Španielsku. Táto hypotéza je overovaná na základe regresnej analýzy. Údaje na vypracovanie regresnej analýzy boli získané na základe rešerše v Národnej banke Slovenska. Analýza je vypracovaná v časovom období od 14. mája 2010 do 12. marca 2012, s určitými medzerami, ktoré predstavujú obdobia, keď ECB nenakupovala vôbec dlhopisy. Z dôvodov reštrukturalizácie gréckeho dlhu v marci 2012, po tomto období už neboli dostupné údaje pre 5-ročné dlhopisy Grécka. Celkovo bol model aplikovaný v období 434 dní, počas ktorých bol vykonávaný nákup vládnych dlhopisov Európskou centrálnou bankou.

III SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY

Vývoju Európskej menovej únie, ktorá vo svojej záverečnej fáze zaviedla spoločnú menu, ako aj založeniu Európskej centrálnej banky, sa venujú viacerí slovenskí autori, spomedzi ktorých možno spomenúť publikáciu *Ludmily Lipkovej a kol. Európska únia*, dielo *Európska menová únia a euro* autora *Juraja Sipka*, publikácia *Európska menová únia: štúdie a texty* autoriek *Zlaticy Ivanovičovej* a *Vlasty Kunovej* z Právnickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici, ako aj dielo *Konvergencia v procese európskej menovej integrácie* od autorky *Ivany Šikulovej*. Významné sú aj publikácie zahraničných autorov, ktoré sa venujú procesu európskej integrácie, *Oldřich Dědek* s publikáciou *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*, nemožno nespomenúť taktiež dielo *Učebnice evropské integrace* autorov *Petra Königa*, *Lubora Lacinu* a *Jana Přenosila*.

Na problematiku Európskej centrálnej banky, históriu jej vzniku, úlohy, ciele a nástroje monetárnej politiky je zamerané dielo *Európsky systém centrálnych bánk - inštitúcie, ciele, nástroje* od slovenskej autorky *Emílie Zimkovej*. Medzi zahraničných autorov venujúcich sa tejto téme patrí *Karel Rais* a *Miloš Drdla* s publikáciou *Evropská integrace a bankovníctví*, ale aj *Paul Mercier* a *Francesco Papadia* v diele *The Concrete Euro* z univerzity Oxford. Bankovníctvu vo všeobecnosti sa venujú autori *Jozef Medved'* v publikácii z roku 2013, *Banky: história, teória a prax*, *Stanislav Polouček* v diele *Peniaze, banky, finančné trhy*, *Jana Marková* s publikáciou *Mezinárodní měnové instituce*, ale aj *Jana Kotlebová* vo svojom diele s viacerými vydaniaми *Mezinárodní finančné centrá: zmeny v globálnej finančnej architektúre* a taktiež v publikácií *Menová politika: stratégie, inštitúcie a nástroje*.

Téma Európskej centrálnej banky a jej reakcie na dlhovú krízu je často spomínaná aj v odborných časopisoch ako je slovenský odborný bankový časopis BIATEC, ekonomický časopis TREND, Hospodárske noviny, ale aj výročné a konvergenčné správy samotnej Európskej centrálnej banky a Národnej banky Slovenska.

1 VÝVOJ MENOVEJ INTEGRÁCIE V EURÓPE

Najvyšším stupňom hospodárskej integrácie je realizácia hospodárskej a menovej únie. Vytvorením hospodárskej a menovej únie sa členské štáty stávajú odolnejšími voči externým javom, taktiež efektívnejšie v oblasti spoločnej ekonomiky, z čoho vyplýva aj veľa výhod. V rámci hospodárskej integrácie existuje šesť stupňov jej vývoja. Prvým krokom je realizácia preferenčnej oblasti medzi krajinami, ktoré majú medzi sebou znížené colné sadzby.¹ Druhým stupňom je zóna voľného obchodu, ktorá je charakterizovaná tým, že colné sadzby medzi členskými krajinami sú zrušené alebo do značnej miery obmedzené. Cieľom voľného obchodu je vytvorenie úspor z rozsahu, ako aj komparatívnych výhod, ktoré podporujú efektívnosť ekonomík členských štátov (ČŠ). Stanovením spoločných vonkajších colných sadzieb medzi členskými štátmi dochádza k vytvoreniu colnej únie, ktorá je tretím stupňom hospodárskej integrácie. Colné únie sú užitočné na zvyšovanie konkurencieschopnosti používaním zvýhodnených colných sadzieb v jednej krajine na vstup do inej krajiny. Vytvorením spoločného trhu ako ďalšieho kroku dochádza k voľnému pohybu výrobných faktorov: práce a kapitálu v rámci členských krajín, čím sa zväčšuje možnosť dosahovania úspor z rozsahu, ako aj komparatívnych výhod. Hospodárska únia znamená pre krajiny, ktoré sú jej členmi, harmonizáciu monetárnej a fiškálnej politiky a táto skutočnosť si vyžaduje aj určitý stupeň politickej integrácie. V rámci menovej únie je ako jednotná mena používané euro, tak ako je to aj v prípade Európskej únie. Posledným krokom v rámci hospodárskej integrácie je politická únia. Predstavuje najrozvinutejšiu formu hospodárskej integrácie, v rámci ktorej je vytvorený spoločný parlament a suverenita jednotlivých členských štátov je významne zredukovaná.² V tomto stupni integrácie prechádzajú politické právomoci na vytvorené orgány v rámci politickej únie.

Hlavné ciele v rámci Európskej menovej únie boli zamerané: na dokončenie vnútorného trhu zrušením kolísavých výmenných kurzov a odstránením nákladov, súvisiacich s devízovými operáciami. Ďalším z cieľov bolo zosúladiť náklady a ceny

¹EUROPSKÁ KOMISIA: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

²RODRIGUE, J.-P.: *The Geography of Transport Systems*. [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <<http://people.hofstra.edu/geotrans/eng/ch5en/conc5en/economicintegration.html>>

členských krajinách so zámerom zjednodušenia možností podnikania, ako aj stimulácie obchodu v rámci Spoločenstva.³

Intenzívnejší integračný proces v Európe sa začal v 50-tych rokoch dvadsiateho storočia. Vývoj, ktorý v rámci Európy nasledoval bezprostredne po 2. svetovej vojne, znepokojoval mnohých ekonómov. Do vojnou zdevastovanej Európy začali vo veľkom množstve investovať Spojené štáty americké. Znepokojenie Európy spočívalo hlavne v možnosti, že USA by sa mohli ekonomicky zmocniť Európy. V roku 1965 USA investovali do Európy 11 miliárd dolárov a predpokladalo sa, že investície sa v budúcnosti ešte znásobia.⁴ Západná Európa by sa stala takzvaným investičným satelitom USA a tým aj bezprostredne závislá na príleve kapitálu zo Spojených štátoch amerických.

Vytvorenie hospodárskej a menovej únie v EÚ bol jeden zo základných prostriedkov dosahovania vyššieho rastu a zamestnanosti, čím by mohlo dôjsť k odstráneniu závislosti na USA. Tento cieľ však nebol dosiahnutý až do prijatia Maastrichtskej zmluvy. Vo vývoji HMÚ v rámci Spoločenstva bránili hlavne rôzne politické a hospodárske obmedzenia. Medzi tieto prekážky patrilo napríklad porušovanie politických záväzkov, nezhody týkajúce sa priorít v hospodárskej oblasti, ako aj vývoj na devízovom trhu mimo Európskej únie. Samotné vytváranie HMÚ možno rozdeliť do štyroch fáz:

- 1.fáza – Od Rímskych zmlúv po Wernerov plán
- 2.fáza – Od Wernerovho plánu po vytvorenie Európskeho menového systému
- 3.fáza – Od EMS po prijatie Maastrichtskej zmluvy
- 4.fáza – Od Maastrichtskej zmluvy po vytvorenie eurozóny a prijatie eura⁵

1.1. Wernerov plán

Rímske zmluvy boli podpísané v roku 1957 a ich cieľom bolo prehlbovanie integrácie v rámci členských štátov (Nemecka, Francúzska, Talianska a Beneluxu) prostredníctvom trhu, ako aj ekonomickej expanzie. Prijatím týchto zmlúv však nedošlo budovaniu menovej únie.⁶ Ich vstupom do platnosti vzniklo Európske hospodárske spoločenstvo (EHS)

³EURÓPSKY PARLAMENT: *Inštitúcie hospodárskej a menovej únie*. [online]. [cit.12.08.2013]. Dostupné na: <http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/institutions/article_7228_sk.htm>

⁴BENNS, F.-L. SELDON, M.- E.: *Europe 1939 to the Present*. 1971,152-160s.

⁵EUROPSKÁ KOMISIA.: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

⁶TREATY ESTABLISHING THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY, *EEC Treaty - original text (non-consolidated version)*. [online]. [cit.14.08.2013]. Dostupné na:<http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_eec_en.htm>

a Európske spoločenstvo pre atómovú energiu. Cieľom EHS bolo vytvorenie horizontálnej integrácie, ktorá predstavovala budovanie spoločného trhu s voľným pohybom kapitálu, práce a osôb. So vznikom EHS sa členské krajiny dohodli na zavedení spoločného colného sadzobníka, odstránení colných poplatkov a kvantitatívnych obmedzení ako aj spoločnej obchodnej politiky voči tretím štátom.⁷ Rímskymi zmluvami sa síce krajiny v danom období rozhodli vytvoriť colnú úniu, avšak k ich úplnému naplneniu neprišlo, no aj napriek tomu to možno pokladať za prvotný impulz v rámci Európy k tvorbe HMÚ.

Povojnové usporiadanie sveta v menovej oblasti pre ekonomiky Severnej Ameriky, Európy a Japonska určoval Bretton-Woodský menový systém. Jeho cieľom bolo zabezpečenie menovej stability, pričom hlavnú úlohu hral americký dolár a menové zlato. Menová stabilita mala dynamizovať rozvoj medzinárodného obchodu, platobného styku, ako aj svetovej ekonomiky.⁸ Predstavitelia členských štátov predpokladali, že práve stabilná mena môže zabezpečiť ďalší vývoj Európy. Menové výkyvy a turbulencie na trhoch v polovici 60. rokov 20. storočia naznačili slabosť Bretton-Woodského menového systému, čoho následkom bola aj revalvácia nemeckej marky a devalvácia francúzskeho franku. Dôsledkom nestability Bretton-Woodského menového systému došlo k ohrozeniu cenového systému v rámci Spoločnej poľnohospodárskej politiky, ktorý predstavoval hnaciu silu Európskeho hospodárskeho spoločenstva. Rozpad Bretton-Woodského menového systému bol zapríčinený nestabilitou americkej ekonomiky a neudržateľnosťou ceny menového zlata.⁹ Napriek tomuto nepriaznivému vývoju sa podarilo v roku 1968 vytvoriť colnú úniu medzi členskými štátmi ES. V roku 1969 Európska komisia predstavila tzv. Barreho plán, so zámerom zavedenia jednotnej meny, z dôvodu nestability vtedajšieho Bretton-Woodského systému. Prostredníctvom Barreho plánu apelovali hlavy členských štátov a predsedovia vlád na Radu ministrov k vytvoreniu jednotnej stratégie zavedeniu spoločnej meny.¹⁰ Výsledkom sa stala Wernerová správa, respektíve Wernerov plán.

Wernerov plán bol predložený v roku 1970 a predstavoval akúsi záverečnú správu stratégie zavedenia jednotnej meny a vytvorenia hospodárskej a menovej únie. HMÚ mala byť na základe tohto plánu vytvorená v troch etapách v rozmedzí nasledujúcich 10-tich rokov. Wernerov plán sa považoval za prvý ucelený podklad na vytvorenie hospodárskej

⁷LIPKOVÁ, Ľ. et al: Európska únia, 2011, s. 34-36

⁸SIPKO, Juraj: *Prečo existuje menová nestabilita?*. In BIATEC.s. 13-14

⁹EUROPSKÁ KOMISIA: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.26.08.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

¹⁰EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA: *Evropská integrace*. [online]. [cit.27.08.2013]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/euint/html/ei_003.cs.html>

a menovej únie.¹¹ Napriek neúspešnej implementácii tohto plánu z dôvodu rozpadu Bretton-Woodského menového systému a ropných šokov bol tento plán kľúčovým bodom v procese európskej integrácie aostal inšpiráciou pre ďalšie rozvíjanie myšlienky menovej integrácie. Navyše predstavoval stimul pre politické a vedecké iniciatívy, ktoré boli neskôr predstavené v Delorsovom pláne.

V rokoch 1970-1971 vznikla iniciatíva na implementáciu prvých štruktúr pre finančnú a menovú podporu v Európskom spoločenstve. Následne sa v marci roku 1971 členské štáty ES zhodli na realizácii hospodárskej a menovej únie, pričom v prvom štádiu jej tvorby došlo k implementácii „*systému postupného zužovania fluktuálneho pásma*“ medzi jednotlivými menami členských štátov. Rok po uvedení tohto systému, nazývaného menový had, vznikol v roku 1973 Európsky fond pre menovú spoluprácu, ktorý mal za úlohu zabezpečiť budúcu spoluprácu centrálnych bánk členských štátov ES. Už v druhej polovici 70. rokov sa začal integračný proces spomaľovať a funkcia Európskeho fondu pre menovú spoluprácu začala strácať význam.¹² Príčinou tejto situácie boli hlavne rozdielne politické reakcie na vtedajšiu hospodársku krízu zapríčinenú rozpadom Bretton-Woodského menového systému ako aj ropnými šokmi.

1.2. Vytvorenie Európskeho menového systému (EMS)

Koncom sedemdesiatych rokov integračný proces v menovej oblasti Európskeho spoločenstva opäť nabral na intenzite. Na zasadnutí Rady ministrov v Brémach v roku 1978 bol predložený návrh vytvorenia *Európskeho menového systému* na základe iniciatívy nemeckého kancelára Helmuta Schmidta a francúzskeho prezidenta Valéry Giscard d'Estainga.¹³ Vývoj Európskeho menového systému možno rozdeliť do 3 období:

- o Počiatočná fáza EMS v období od 1979 - 1987
- o Fáza nového EMS v období 1987 - 1992
- o Pokrízová fáza EMS v období 1992 - 1999¹⁴

V *úvodnej fáze* svojej existencie bolo EMS vystavené vysokej miere nestability, zapríčinennej turbulenciami vo svetovej ekonomike, ktoré boli spôsobené druhým ropným šokom a extrémnou volatilitou výmenných kurzov v Spojených štátoch amerických.¹⁵

¹¹LIPKOVÁ, L. et al: 2011 *Európska Únia*, 2011, s.149

¹²SHELLER, H.-K: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s. 18-19

¹³MARKOVÁ, Jana. *Mezinárodní měnové instituce*. 2002, s.213-220

¹⁴CIURIAK, D.: *Is the European Exchange Rate Mechanism a Model for East Asia?* In ASIAN AFFAIRS: AN AMERICAN REVIEW. 2003.s.15-16

Navzdory nepriaznivému vývoju svetovej ekonomiky v 70. rokoch, ktorý spôsobil aj rozpad Bretton-Woodského menového systému, sa rozhodlo Európske Spoločenstvo vytvoriť osobitný menový priestor, už spomínaný *Európsky menový systém*, ktorý začal fungovať 13. marca 1979. Európsky menový systém bol vytvorený so zámerom stabilizácie výmenných kurzov, a tým aj cenovej hladiny, prijatím jednotnej spoločnej politiky zameranej na reguláciu inflácie a stabilizáciu devízových kurzov. Tieto ciele mali viesť k dosiahnutiu vyššieho stupňa konvertibility mien členských štátov a k posilneniu hospodárskej a ekonomickej výkonnosti v rámci Európskeho spoločenstva.¹⁶ Plán vytvorenia tohto systému, ako už bolo spomenuté, vznikol na základe iniciatívy nemeckého kancelára Helmuta Schmidta a francúzskeho prezidenta Valéryho Giscarda d'Estaing. Ich iniciatíva bola prezentovaná už v apríli roku 1978 na zasadnutí Európskej rady v Kodani.

Táto iniciatíva bola predstavená v júli toho istého roku v Brémach, už ako ucelený plán Európskeho menového systému.¹⁷ Prípravné práce založenia EMS trvali takmer do samého konca roku 1978. V tom istom roku bol predložený finálny text na zasadnutí Rady ministrov v Bruseli. Z dôvodu pretrvávajúcich rozporov v poľnohospodárskej politike medzi Francúzskom a SRN, EMS začal fungovať až koncom marca roku 1979.¹⁸ EMS predstavoval akúsi strednú cestu medzi pevnými a pružnými menovými kurzami.¹⁹ Možno konštatovať, že z politického hľadiska bol viacej akceptovateľným, nakoľko ani jedna národná mena z členských štátov nehrala centrálnu úlohu, ako to bolo v prípade dolára v Bretton-Woodskom menovom systéme. EMS sa skladal z troch základných zložiek:

1. ECU – European Currency Unit,
2. Mechanizmus výmenných kurzov (ERM),
3. Úverový mechanizmus.

1.2.1. Európska menová jednotka ECU

ECU predstavovala európsku zúčtovaciu jednotku, ktorá pozostávala z koša mien členských štátov ES. Hodnota jednotlivých mien v tomto koši odrážala ekonomickú silu

¹⁵CIURIÁK, D.: *Is the European Exchange Rate Mechanism a Model for East Asia?* In *ASIAN AFFAIRS: AN AMERICAN REVIEW*. 2003.s.15-16

¹⁶SIPKO, J.: *Európska menová únia a euro*. 1999.s. 11

¹⁷DĚDEK, O.: *Historie evropské měnové integrace : od národních měnkeuru*. 2008. s. 150-153

¹⁸MARKOVÁ, J.: *Mezinárodníměnovéinstitute*.2002 s.147-160

¹⁹KOMÍNKOVÁ, Z.: *Európsky systém centrálných bánk- Inštitucionálny základ menovej politiky Európskej menovej menovej únie*. 2010. [online]. [cit.01.09.2013]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/2000_Europsky%20system%20centralnych%20bank.pdf>

danej krajiny. Európska menová jednotka ECU bola založená v roku 1979 a považuje sa za predchodcu súčasnej meny EURO. Jej úloha pozostávala v stanovení výmenných kurzov medzi národnými menami členských štátov ES. Pomer jednotlivých mien v ECU závisel od troch indikátorov hospodárskej sily krajín: 1. podiel danej krajiny na celkovom HDP Spoločenstva, 2. podiel štátu na celkovom vnútornom obchode Spoločenstva, 3. podiel krajiny na celkových finančných zdrojoch Európskeho menového systému. Z uvedených ukazovateľov bol vypočítaný jednoduchý priemer, avšak v praxi sa rozdelenie pomeru jednotlivých mien na ECU stanovoval viac na základe sily meny danej krajiny.²⁰ ECU predstavovala akúsi fiktívnu menu, nakoľko členské štáty ES nedisponovali ani mincami ani bankovkami. Dôvodom bola skutočnosť, že ECU nebola stanovená ako legálne platidlo, slúžila len na vyrovňovanie platieb medzi jednotlivými centrálnymi bankami členských štátov.

Z dôvodu zmeny podielu národných mien v menovom koši sa vykonávali revízie jednotlivých pomerov každých 5 rokov, v prípade vyžiadania sa mohli vykonať aj skôr. Do prijatia Maastrichtskej zmluvy boli vykonané len 2 revízie, a to v roku 1984, kedy došlo k zapojeniu ďalšej meny do koša, a to gréckej drachmy, a v roku 1989, kedy bola zapojená španielska peseta a portugalské escudo.²¹ Každá z členských krajín mala nárok byť súčasťou koša mien, bez ohľadu na to, či sa chcela viac zapojiť do EMS.

Zúčtovacia jednotka ECU mala viacero funkcií. Hlavnou úlohou bolo stanovenie centrálnych parít národných mien v rámci kurzového mechanizmu, čím vytvárala kurzový a intervenčný mechanizmus. Ďalej predstavovala rezervnú menu, ako zdroj na vyrovňovanie pohľadávok a záväzkov, vzniknutých na základe intervencií centrálnych bánk členských štátov. Používala sa ako mena jednotlivých európskych inštitúcií, napríklad v európskej investičnej banke a tiež sa používala v rámci jednotlivých internacionálnych transakcií na medzinárodných kapitálových trhoch.²² Možno konštatovať, že mena ECU na jednej strane tvorila základ systému EMS, avšak v praxi zohrávala len obmedzenú funkciu, nakoľko sa nestala zákonným platidlom medzi členskými štátmi.

2.1.2. Mechanizmus výmenných kurzov

Mechanizmus výmenných kurzov vznikol po troch desaťročiach európskej hospodárskej a politickej integrácie, ktorej výsledkom bola štrukturálna racionalizácia

²⁰DĚDEK, O.: *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*, 2008,s.57-69

²¹LACINA L. et al: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*, 2007,s.337-341

²²IVANIČOVÁ, Z. - KUNOVÁ, V.: *Európska menová únia: štúdie a texty*, 2006,s.71-73

poľnohospodárstva a ťažkého priemyslu, ako aj rozšírenie vnútorného obchodu a investícií.²³ Nadviazal na mechanizmus hada v tuneli a predstavoval akýsi kompromis medzi predstavami Francúzska a Nemecka.

ERM mal za úlohu stanoviť centrálny kurz, takzvanú paritu každej meny z ERM vo vzťahu k ECU a regulovať výkyvy hodnôt mien v rámci EMS. Mechanizmus výmenných kurzov fungoval na základe štyroch zásad:

1. intervencie národných centrálnych bánk,
2. paritnej mriežky,
3. jednotnom stanovení nových menových kurzov,
4. ECU.²⁴

EMR redukoval jednotlivé výkyvy na základe *intervenčných nákupov a predajov* centrálnych bánk členských štátov, ktoré vykonávali tieto operácie na devízových trhoch. V prípade vzrastu alebo poklesu hodnoty meny nad alebo pod stanovenú úroveň musela národná centrálna banka zasiahnuť, s cieľom dosiahnuť stanovenú úroveň národnej meny.²⁵ *Paritná mriežka* predstavovala najdôležitejšiu súčasť systému. Jednotlivé národné meny členských štátov boli pevne viazané v dvojiciach a tvorili už spomínanú paritnú mriežku, ktorá stanovovala určité pásmo, v ktorom sa mohli pohybovať. Povolené oscilačné pásmo voči ECU bolo determinované na +/- 2,25% na oboch stranách dvojstranných sadzieb, vo výnimočných prípadoch, akým bola talianska líra bolo pásmo povolené až na +/- 6%.²⁶ *Jednotné stanovenie nových menových kurzov* spočívalo v súhlase členských štátov ERM v zmene bilaterálnych výmenných kurzov.²⁷ Ani jedna krajina nemala možnosť absolútnej kontroly nad svojím menovým kurzom.

Členstvo v ERM nebolo povinné ako v EMS, jednotlivé členské krajiny postupne vstupovali do tohto mechanizmu. Od samého začiatku ERM tvorili krajiny: Belgicko, Dánsko, Francúzsko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Nemecko, Holandsko. V roku 1989 sa pridalo Španielsko, v roku 1990 Veľká Británia, ktorá následne v roku 1992 vystúpila. V roku 1992 sa pridalo aj Portugalsko a v 1995 Rakúsko.²⁸

²³MARKOVÁ, J.: *Mezinárodní měnové instituce*, 2002,s.150-156

²⁴KOSÍR, I. et al.: *Politiky Európskej únie : teória, história, prax a perspektíva*, 2008, s. 115-120

²⁵IVANIČOVÁ, Z. - KUNOVÁ, V.: *Európska menová únia : štúdie a texty*, 2006,s.75-78

²⁶CIURIK, D.: *Is the European Exchange Rate Mechanism a Model for East Asia?*In ASIAN AFFAIRS: AN AMERICAN REVIEW,2003,s.15-16

²⁷KOSÍR, I. et al.: *Politiky Európskej únie: teória, história, prax a perspektíva*, 2008, s. 115-120

²⁸MARKOVÁ, J.: *Mezinárodní měnové instituce*, 2002,s. 150-156

2.1.3. Úverový mechanizmus

Tretiu zložku Európskeho menového mechanizmu predstavoval *úverový mechanizmus*, ktorý slúžil ako možnosť na získanie úverov z prostriedkov EMS. Tieto úvery slúžili hlavne na financovanie výdavkov spojených s deficitmi platobnej bilancie, či devízovými intervenciami, ktoré vykonávali národné centrálné banky s cieľom udržania stability meny.²⁹ Úverový mechanizmus existoval ešte pred vybudovaním EMS v rokoch 1970-1972, avšak o konečnom dobudovaní možno hovoriť až v roku 1979. Bol zložený z troch mechanizmov:

- mechanizmu veľmi krátkodobého financovania,
- mechanizmu krátkodobej finančnej pomoci,
- mechanizmu strednodobej finančnej pomoci.

Mechanizmus určený na krátkodobé financovanie bol založený v roku 1979 a spočíval v poskytovaní úverov medzi jednotlivými národnými centrálnymi bankami, so zámerom intervencií na devízových trhoch. Mechanizmus krátkodobej finančnej pomoci bol zavedený už v roku 1970 a plnil úlohu financovania schodkov platobných bilancií, ktoré boli spôsobené dôsledkom neočakávaných udalostí. O rok neskôr, v roku 1971 vznikol mechanizmus strednodobej finančnej výpomoci, ktorý slúžil na financovanie závažnejších porúch platobných bilancií. Získanie prostriedkov z tohto mechanizmu bolo však podmienené splnením politických a ekonomických kritérií, ktoré boli každoročne upravované. Úvery boli poskytované na časové obdobie 2-5 rokov, a to do výšky 15,9 mld. ECU.³⁰

Vo fáze *nového EMS* v období 1987 až 1992 došlo k posilneniu intervenčnej schopnosti EMS na základe Bazilejskej dohody, ako aj predĺženiu dĺžky čerpania úverov, z ktorých členské štáty financovali udržanie intervenčného pásma. Členské štáty si museli byť vedomé nekonzistentného trojuholníka v rámci EMS. Nekonzistentný trojuholník predstavoval nesúlad medzi fixnými výmennými kurzami, voľným pohybom kapitálu a nezávislou monetárnou politikou.³¹ Až do obdobia krízy ERM tento spôsob fungoval, nebolo potrebné meniť výmenné parity, došlo iba k menším úpravám v prípade Talianska.

²⁹LIPKOVÁ, E. et al: 2011 *Európska Únia*, 2011, s.150

³⁰IVANIČOVÁ, Z. - KUNOVÁ, V.: *Európska menová únia: štúdie a texty*, 2006, s.70-80

³¹CIURIK, D.: *Is the European Exchange Rate Mechanism a Model for East Asia?* In ASIAN AFFAIRS: AN AMERICAN REVIEW, 2003, s.15-16

Tretie obdobie EMS bolo poznačené krízou mechanizmu výmenných kurzov. Táto kríza sa začala v roku 1992 a bola označovaná ako najkritickejšie obdobie pre celkový medzinárodný menový systém v post Bretton-Woodskej histórii. Z dôvodu veľkej predvídateľnosti zmien v rámci EMS bol vytvorený priestor pre špekulatívne operácie na devízových trhoch, v dôsledku, ktorých došlo k narušeniu európskej integrácie a procesu tvorby menovej únie.³² Výsledkom krízy mechanizmu výmenných kurzov bolo vystúpenie talianskej líry a aj libry šterlingov a rozšírenie fluktuačného pásma na +/- 15%. Podľa mnohých ekonómov a predstaviteľov členských štátov, autonómia národnej meny bola v rozpore s cieľmi Spoločenstva, t.j. slobodou pohybu kapitálu, voľným obchodom či pevnými výmennými kurzami.³³ Napriek niekoľkonásobnej reorganizácii EMS sa tento systém ukázal ako úspešný. Centrálné banky jednotlivých členských štátov nadobudli skúsenosti so spoločnou reguláciou výmenných kurzov, ktorá predstavovala základ pre ďalšie rokovania o vytvorení HMÚ. S cieľom vytvoriť spoločnú hospodársku a menovú úniu, bolo potrebné dokončiť budovanie jednotného trhu, a s ním spojenú slobodu pohybu kapitálu, osôb, tovaru a služieb.³⁴ Dokončenie jednotného trhu sa stalo primárnym bodom Jednotného európskeho aktu, ako prvého dokumentu, ktorý znamenal revíziu primárneho práva.

Začiatok menovej integrácie v rámci európskeho kontinentu nebol jednoduchý, no priniesol mnoho ponaučení do budúcnosti. Jedným z najsignifikatnejších bola skutočnosť, že koordinácia menových politík v kombinácii s politikou fixných kurzov poskytuje možnosť na špekulatívne útoky. Názor mnohých vtedajších odborníkov sa zhodoval v probléme neurčitosti EMS, ktorý ako bolo spomenuté predstavoval strednú cestu medzi pevnými a pružnými kurzami.³⁵ Smerom do budúcnosti bolo presadzované zafixovanie výmenných kurzov a vytvorenie inštitucionálnej štruktúry menovej únie.

1.3. Maastrichtská zmluva a 3 etapy HMÚ

Pomerný úspech Európskeho menového systému vyvolal v polovici 80. rokov potrebu novej aktivity smerujúcej k tvorbe HMÚ so spoločnou menou a centrálnou bankou. K tomuto kroku došlo aj vďaka nástupu nového prezidenta Európskej komisie.

³²KOSÍR, I. et al.: *Politiky Európskej únie : teória, história, prax a perspektíva*. 2008. s. 115-120

³³EUROPSKÁ KOMISIA: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.13.10.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

³⁴*Ibid.*

³⁵DĚDEK, O.: *Historie evropské měnové integrace : od národních měn k euru*. 2008. S.57-69

V roku 1985 sa stal prezidentom Európskej komisie Jacques Delors, ktorému bol pridelený výbor zodpovedajúci za realizáciu projektu Hospodárskej a menovej únie. Tento výbor bol vytvorený na zasadnutí Európskej rady v júni roku 1988, v Hannoveri. Okrem prezidenta Európskej komisie bol výbor tvorený z dvanástich guvernérov centrálnych bánk ČŠ a štyroch ďalších prizvaných odborníkov.³⁶ Európska rada mala za cieľ vytvoriť EMÚ v troch etapách, ktoré by síce boli samostatné, no nadväzovali by na seba. Konkrétna podoba tohto plánu bola predstavená 12. apríla 1989 v podobe poslednej Delorsovej správy. Obsahovala tri stupne vytvorenia HMÚ. Presný názov tejto správy znel „*Správa o hospodárskej a menovej únii v Európskom spoločenstve*“.³⁷ Myšlienka vytvorenia hospodárskej a menovej únie v troch fázach vychádzala z Wernerovho plánu, ktorý predstavoval prvý pokus o zosumarizovanie stratégie vytvorenia menovej únie.

Wernerov plán ako aj Delorsova správa pri tvorbe stratégie vytvorenia menovej únie uvažovali o princípe paralelizmu. V tomto prípade princíp paralelizmu predstavoval myšlienku, že smerovanie k menovej únii musí byť spojené s tvorbou hospodárskej únie. Delorsova správa kládla veľký dôraz aj na inštitucionálnu základňu budúcej menovej únie.³⁸ Ďalej predstavovala zosumarizovanie dovtedajšieho stavu hospodárskej a menovej integrácie v rámci ES a taktiež presné návrhy novej realizácie hospodárskej a menovej únie v Európskom spoločenstve. Na rozdiel od Wernerovho plánu neobsahovala Delorsova správa presné dátumy začatia jednotlivých fáz tvorby menovej únie.³⁹ Dôvodom bola aj skúsenosť z predchádzajúceho neúspechu tvorby HMÚ.

Vyústením Delorsovej správy boli rokovania v rámci dvoch medzinárodných konferencií. Od decembra 1990 mala medzinárodná konferencia rokovať o ďalších možných otázkach a návrhoch v rámci budovania HMÚ. Predpokladaným výsledkom tejto konferencie malo byť zostavenie legislatívnej a inštitucionálnej povahy HMÚ. V rovnakom čase prebiehali aj rokovania na úrovni druhej medzinárodnej konferencie, ktoré boli zamerané na otázky politickej integrácie. Súčasné rokovania týchto dvoch konferencií poukazovali na fakt, že tvorba HMÚ nie je izolovaným a samostatným krokom v rámci európskej integrácie. Európska hospodárska a menová únia bola začlenená do procesu budovania jednotnej Európy.⁴⁰ Je však nutné poznamenať, že jej vplyvom sa zaraďuje ako významný projekt, ktorý výrazne ovplyvnil charakter Európskej únie.

³⁶DĚDEK, O.: *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*, 2008, s.60-70

³⁷SCHELLER, H.-K: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s. 20-22

³⁸DĚDEK, O.: *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*, 2008, s.60-70

³⁹LACINA L. et al: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*, 2007,s.350-353

⁴⁰*Ibid*

Delorsova správa tiež poukazovala na význam konvergenzie makroekonomických ukazovateľov v rámci budovania jednotnej menovej únie. Jednotlivé konvergenčné kritériá s cieľom udržania politickej a ekonomickej celistvosti boli obsiahnuté v Maastrichtskej zmluve, podpísanej v roku 1992 v holandskom meste Maastricht.⁴¹ Maastrichtská zmluva, respektíve zmluva o Európskej únii bola výsledkom súbežných rokovaní medzinárodných konferencií o politickej integrácii a legislatívnom a inštitucionálnom rámci HMÚ. Potreba prijatia tejto zmluvy spočívala aj v samotnej skutočnosti, že prvá fáza HMÚ prebiehala vo vtedajšom inštitucionálnom rámci Spoločenstva, avšak druhá a tretia etapa si vyžadovala inštitucionálnu reformu, respektíve transformáciu. Zmluva o Európskej únii bola doposiaľ najrozšírenejšou revíziou základných zmlúv. Zároveň obsahovala časovú koncepciu jednotlivých fáz budovania EMÚ, ďalej stanovovala konvergenčné kritériá s cieľom udržania ekonomickej súdržnosti členských krajín, ako aj inštitucionálny rámec, ktorý predstavoval založenie Európskeho menového inštitútu ako predchodcu ECB, ako aj systém európskych centrálnych bánk.⁴² Je dôležité poznamenať, že na základe Maastrichtskej zmluvy je Európskej centrálnej banke udelená právna subjektivita, avšak aj napriek tomu nebola zaradená medzi inštitúcie Európskej únie. Medzi inštitúcie EÚ bola zaradená až prijatím Lisabonskej zmluvy.

V článku 109 písmeno j. Maastrichtskej zmluvy sú definované konvergenčné kritériá, podľa zmluvy nazývané aj *Maastrichtské konvergenčné kritériá*, ktorých cieľom bolo zaručiť makroekonomickú stabilitu v rámci ekonomickej integrácie.⁴³ Povinnosťou každého členského štátu, ktorý chcel vstúpiť do hospodárskej a menovej únie a prijať euro ako spoločnú menu, bolo splnenie Maastrichtských kritérií. Bolo stanovených päť podmienok, z ktorých tri predstavovali menové kritériá a dve fiškálne.⁴⁴ Všetky boli zamerané na posilňovanie konvergenzie medzi účastníkmi HMÚ.

Tabuľka číslo 1 znázorňuje päť Maastrichtských konvergenčných kritérií. Medzi menové kritériá patrí cenová stabilita, ktorej cieľom je dosiahnutie *inflácie blízkej priemernej miere inflácie maximálne 3 krajín s najvyššou cenovou stabilitou*. Spomínaná miera je presnejšie stanovená v pomocných protokoloch k Maastrichtskej zmluve ako *“inflácia, ktorá uplynulý rok nepresiahla mieru inflácie v krajinách s jej najnižšou mierou,*

⁴¹ŠIKULOVÁ, I.: *Konvergencia v procese európskej menovej integrácie*, 2006,s.85-90

⁴²MAASTRICHT TREATY.[online]. [cit.23.11.2014]. Dostupné na:<<http://eurlex.europa.eu/sk/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>>

⁴³IVANIČOVÁ, Z. - KUNOVÁ, V.: *Európska menová únia : štúdie a texty*, 2006,s.70-80

⁴⁴EUROPEAN COMMISSION: *Glossary, Convergence criteria*.[online]. [cit.31.10.2013]. Dostupné na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Glossary:Maastricht_criteria>

o viac ako 1,5%.“⁴⁵ Možno konštatovať, že kritérium cenovej stability je v Maastrichtskej zmluve a v protokole relatívne dobre definované, avšak formulácia maximálne troch štátov je nejasná. Poskytuje priestor na vlastné definovanie počtu krajín s najvyššou mierou cenovej stability a to dvoch krajín alebo len jednej krajiny s najnižšou mierou inflácie.

Tabuľka 1 Maastrichtské konvergenčné kritéria

Konvergenčné kritérium	Cieľ - na čo je zamerané	Referenčná hodnota
Cenová stabilita	Dlhodobo udržateľná cenová stabilita, meraná na základe harmonizovanej inflácie spotrebiteľských cien	Povolené prekročenie maximálne o 1,5% nad priemer 3 krajín s najnižšou infláciou
Verejné financie	Deficit verejných financií	Schodok verejných financií nesmie presiahnuť 3% HDP
Verejný dlh	Celkový verejný dlh	Nesmie presiahnuť 60% HDP
Výmenný kurz	Stabilita výmenného kurzu	Účasť v ERM 2 roky bez závažných napätí t. j. devalvácia vnútri bežného fluktuačného pásma
Dlhodobé úrokové miery	Stálosť konvergencie	Dlhodobé úrokové miery nesmú vzrásť o viac ako 2% než je priemer úrokových mier krajín s najnižšou infláciou

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe zdroja:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_6730_sk.pdf

Ďalším menovým Maastrichtským kritériom je *dlhodobá úroková miera*, ktorá je stanovená na základe štátnych dlhopisov respektíve iných cenných papierov. Jej úroveň by nemala vzrásť o viac ako 2% v porovnaní s priemerom najviac troch krajín s najnižšou úrovňou inflácie.⁴⁶ Tak ako v prípade kritéria cenovej stability je toto kritérium pomerne jasne stanovené, ale nedefinuje presne počet krajín s najnižšou úrovňou inflácie. *Stabilita výmenného kurzu* je definovaná dvojročnou účasťou výmenného kurzu ČŠ v ERM, pričom kurz v rámci účasti v ERM si musí udržať fluktuačné pásmo. Práve hranice fluktuačného pásma boli predmetom diskusií. V čase podpisu Maastrichtskej zmluvy predstavovali +/- 2,25%, neskôr v auguste roku 1993 boli pozmenené na +/- 15%.⁴⁷ Zmena fluktuačného pásma bola vyvolaná v dôsledku krízy EMS vyvolanej špekulatívnymi útokmi.

Medzi fiškálne kritériá patrila stav verejných financií a verejného dlhu, pričom *dlh* bol definovaný ako hrubý súhrn dlhov v nominálnych hodnotách na konci roka v rámci

⁴⁵SIPKO, J.: Európska menová únia a euro, 1999, s. 66-70

⁴⁶KÖNIG, P. - LACINA, L. - PŘENOSIL, J.: *Učebnice evropské integrace*, 2006, s. 184-185

⁴⁷SIPKO, J.: Európska menová únia a euro, 1999, s. 66-70

štátneho rozpočtu.⁴⁸ Maastrichtská zmluva určuje stav *verejných financií* na úrovni 3% deficitu verejných financií. Poskytuje taktiež priestor na výnimku, a to v prípade, že schodok verejných financií udržateľne a sústavne klesá, nemusí byť podmienka 3% dodržaná. V rámci *kritéria verejného dlhu* bola stanovená miera 60% k HDP. V rámci tohto kritéria taktiež existovala výnimka v prípade udržateľného a sústavného poklesu verejného dlhu. Podmienky stanovenia udržateľného a sústavného poklesu verejného dlhu ako aj schodku verejných financií neboli presne definované.⁴⁹ Z tohto hľadiska možno konštatovať, že bol opäť vytvorený priestor pre krajiny s vyššími deficitmi a dlhmi, nakoľko neboli presne stanovené podmienky nedodržania týchto kritérií.

Maastrichtské kritériá boli stanovené s cieľom zabezpečenia ekonomickej stability a ich splnenie umožňovalo vstup krajiny EÚ do hospodárskej a menovej únie. So zámerom zavedenia stabilnej a silnej meny v rámci EÚ bolo potrebné, aby boli dodržiavané ČŠ.

So zámerom zabezpečenia plnenia Maastrichtských kritérií a motivácie členských krajín k tvorbe prebytkov v čase dobrej ekonomickej výkonnosti vznikol v roku 1997 na zasadnutí Európskej rady v Amsterdame *Pakt stability a rastu*. Hlavným cieľom paktu stability a rastu bolo zabezpečiť rozpočtovú disciplínu v rámci novovznikajúcej hospodárskej a menovej únie.⁵⁰ Orgánom zodpovedajúcim za dodržiavanie tohto paktu bola Európska komisia.

Hospodárska a menová únia sa začala vytvárať na základe Delorsovej správy v troch fázach. *Prvá fáza* tvorby HMÚ začala so šesť mesačným omeškaním než bolo naplánované, a to až 1. júla 1990. Táto fáza dostala prívlastok prípravná, respektíve štartovacia etapa. Nejednotné názory v budovaní HMÚ pretrvávali aj v prvej fáze. Nemecká Bundesbank prezentovala potrebu hospodárskej a finančnej konvergenzie medzi všetkými členskými štátmi ES. Španielska predstava budovania HMÚ pozostávala v zosilnení postavenia ECU, ktoré by existovalo ako alternatívna mena namiesto 13 mien členských štátov.⁵¹ V rámci prvej fázy v období 1990 až do roku 1993 došlo k dobudovaniu jednotného vnútorného trhu, odstráneniu prekážok vo voľnom pohybe kapitálu, tovaru, osôb a služieb medzi členskými štátmi.⁵² Ďalším bodom prvej etapy tvorby HMÚ bolo posilnenie hospodárskej politiky ako aj sociálnej súdržnosti, s cieľom zníženia regionálnych rozdielov v rámci členských štátov. Kompetencie Výboru

⁴⁸KOTLEBOVÁ, J.: *Medzinárodné finančné centrá*, 2006, s.164-165

⁴⁹SIPKO, J.: *Európska menová únia a euro*. 1999. S.66-70

⁵⁰THE GUARDIAN: *What is the stability and growth pact?* [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.theguardian.com/world/2003/nov/27/qanda.business> >

⁵¹CHOWN, J.: *A History of monetary unions*, 2003, s.166-170

⁵²HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*. Frankfurt nad Mohanom, 2006, s.21-24

guvernérov centrálnych bánk boli taktiež posilnené. Rozšírili sa im právomoci o konzultácie menovej či rozpočtovej politiky jednotlivých členských krajín, ako aj ich následná koordinácia, s cieľom dosiahnutia konvergencie základných makroekonomických ukazovateľov.⁵³ Najdôležitejším ukazovateľom pri podpore menovej a rozpočtovej politiky bolo udržanie cenovej stability.

Druhá etapa budovania HMÚ sa začala 1. januára 1994 a trvala do konca roku 1998. Hlavnou úlohou tejto fázy bolo prehĺbovanie finančnej spolupráce medzi členskými krajinami. Druhá fáza slúžila ako tranzitórne obdobie medzi prvou a konečnou etapou, napriek tomu sa stala významnou najmä z dôvodu tvorby inštitucionálneho rámca HMÚ.⁵⁴ Na začiatku druhej fázy bol založený *Európsky menový inštitút* (EMI) ako predchodca Európskej centrálnej banky, ktorý predstavoval dočasnú inštitúciu. Hlavným poslaním EMI bolo zosilnenie kooperácie medzi centrálnymi bankami členských štátov a zosúladenie ich monetárnych politík, ktoré bolo nevyhnutné v súlade s podmienkami na zriadenie Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB). Úloha EMI skončila vytvorením Európskej centrálnej banky v 1. júna 1998.⁵⁵ ECB prevzala úlohy EMI a začala svoju funkciu 1.1.1999.

Názov novej európskej meny „euro“ bolo schválené Európskou radou v roku 1995 na zasadnutí v Madride a jeho zavedenie bolo naplánované na začiatok 3. etapy HMÚ v januári roku 1999, ktorý bol taktiež stanovený na tomto zasadnutí. EMI boli priradené ďalšie úlohy v oblasti organizačných prác v rámci budúcich menových a kurzových väzieb medzi eurozónou a ďalšími členskými krajinami EÚ. Správa, ktorá bola predložená Európskym menovým inštitútom v decembri 1996 sa stala hlavným bodom uznesenia Európskej rady, o základných princípoch a pravidlách nového mechanizmu výmenných kurzov (ERM).⁵⁶ Okrem týchto úloh sa EMI venoval aj finančným štatistikám, prípravným prácam v oblasti devízových rezerv členských štátov ako aj ich správe a operáciám s nimi, vypracovaniu návrhu dizajnu nových eurových bankoviek aj mincí a iným záležitostiam.⁵⁷ V období druhej fázy, teda od roku 1994 do 1998 možno pozorovať výrazný pokrok členských štátov v oblasti plnenia konvergenčných kritérií. Konvergenčné kritéria sa podarilo splniť jedenástim štátom, ktoré v máji 1998 prijali euro ako svoju národnú menu.

⁵³LACINA L. et al: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*, 2007,s.350-353

⁵⁴HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*. Frankfurt nad Mohanom,2006,s.21-24

⁵⁵OECD, *European Monetary Institute (EMI)*, [online]. [cit.02.11.2013]. Dostupné na: <<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3057>>

⁵⁶NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Hospodárska a menová únia*, [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/historia-hospodarskej-a-menovej-unie>>

⁵⁷HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*. Frankfurt nad Mohanom,2006,s.21-24

Medzi tieto krajiny nepatrila Veľká Británia a Dánsko, ktorým boli udelené výnimky (opt-out) neúčasti v tretej fáze HMÚ. Krajiny Švédsko a Grécko nesplnili podmienky prijatia eura ako národnej meny.⁵⁸ Na konci tejto etapy ako už bolo spomenuté došlo k významnej udalosti v rámci budovania HMÚ a to k založeniu Európskej centrálnej banky v júni roku 1998, ktorá mala k dispozícii polrok na implementáciu prípravných prác jej predchodcu EMI.

Tretia záverečná fáza HMÚ začala 1. januára 1999 a tento dátum znamenal aj oficiálne začatie činnosti Hospodárskej a menovej únie, ako aj Európskej centrálnej banky. Zahájením tejto etapy museli byť pevne fixované výmenne kurzy medzi jednotlivými menami členských krajín, ktoré tvorili súčasť HMÚ. Jednotlivé fixné konverzné kurzy 12-tich krajín, ktoré sa stali súčasťou HMÚ možno vidieť v tabuľke č. 2. Od začiatku tretej fázy bolo euro zavedené len v bezhotovostnom platobnom styku, ktorý predstavoval akési trojročné prípravné medziobdobie, na konci ktorého došlo k ukončeniu platnosti národných mien.⁵⁹ Od januára 1999, kedy bola zavedené euro v bezhotovostnom styku, prebrala Rada guvernérov, ako rozhodovací orgán ECB, významnú úlohu, a to vedenie monetárnej politiky členských štátov eurozóny.⁶⁰ Január 1999 bol významným dátumom aj z dôvodu zavedenia nového mechanizmu výmenných kurzov (ERM II.), v ktorom bola povinná dvojročná účasť pred vstupom do eurozóny. ERM II mal zabezpečovať, aby fluktuácia výmenných kurzov medzi eurom a menami iných krajín EÚ nenarušila ekonomickú stabilitu v rámci jednotného trhu.⁶¹ Fluktuačné pásmo v ERM II zostalo stanovené $\pm 15\%$ a jediný rozdiel s ERM tvorila mena, ktorá bola v ERMII zmenená z ECU na euro

Tabuľka 2 interpretuje fixné neodvolateľné výmenné kurzy stanovené k stavu na devízovom trhu zo dňa 31. decembra 1998. Jednotlivé kurzy boli determinované na 6 desatinných čísel v pomere 1:1, pričom EURO vymenilo predchádzajúcu menu ECU.⁶² Z uvedenej tabuľky možno konštatovať, že najsilnejšiu menu spomedzi krajín zúčastnených v HMÚ malo práve Írsko, ktorého írsky libra bola silnejšia než euro, nasledovala nemecká marka, ktorej fixný kurz bol ale dvojnásobne vyšší. Dôvodom silnej

⁵⁸EUROPSKÁ KOMISIA: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

⁵⁹ĎURIŠOVÁ,V.:*Euro sa začne používať v bezhotovostných platbách už o päť mesiacov*. [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-/cislo-August/euro-sa-zacne-pouzivat-v-bezhotovostnych-platbach-uz-o-pat-mesiacov.html>>

⁶⁰EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Európska integrácia*. [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/euint/html/ei_004.sk.html>

⁶¹EUROPEAN COMMISSION: *What is ERM II?* [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm>

⁶²KOSÍR, I. et al.: *Politiky Európskej únie : teória, história, prax a perspektíva*, 2008, s. 123-130

írskej libry bola aj jedna z najnižších mier inflácie v Únii, ktorá bola na úrovni 1,2%, čo bolo za referenčnou hodnotou. Navyše írska libra bola súčasťou ERM dlhšie ako potrebné dva roky a počas tohto obdobia vykazovala stabilitu voči ostatným menám. Na druhej strane najslabšiu menu spomedzi členských krajín HMÚ malo Taliansko, kde konverzný kurz líry predstavoval 1936,57 lír rovnajúcim sa 1 euru. Príčinou mohla byť vyššia miera inflácie, ktorá bola na úrovni 2% ako aj skutočnosť, že talianska líra bola súčasťou ERM len 15 mesiacov a nie požadované 2 roky. Vládny dlh Talianska, ktorý bol jedným z konvergenčných kritérií ešte v roku 1998 dosahoval hodnotu 118,1% HDP.⁶³ Z tabuľky číslo 2 možno taktiež vidieť prepojenie medzi krajinami, ktoré mali v roku 1998 najslabšiu menu a tým aj najhorší konverzný kurz voči euru a krajinám súčasnej skupiny PIGS, ktoré zápasia s vysokou nezamestnanosťou a verejnými dlhmi.

Tabuľka 2 Fixné kurzy medzi národnými menami a eurom

Krajina	Mena	Ekvivalent rovný 1 EUR
Írsko	írska libra (IEP)	0,787564
Nemecko	nemecká marka (DEM)	1,95583
Holandsko	holandský gulden(NLG)	2,20371
Fínsko	fínska marka (FIM)	5,94573
Francúzsko	francúzsky frank (FRF)	6,55957
Rakúsko	rakúsky šiling (ATS)	13,7603
Belgicko	belgický frank (BEF)	40,3399
Luxemburg	luxemburský frank (LUF)	40,3399
Španielsko	španielske peseto (ESP)	166,386
Portugalsko	portugalské escudo (PTE)	200,482
Grécko	grécka drachma (GRD)	340,75
Taliansko	talianska líra (ITL)	1936,57

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe zdrojov z ECB

Z dôvodu nesplnenia konvergenčných kritérií načas sa nemohlo k Hospodárskej a menovej únii pripojiť Grécko v čase, keď tak urobilo 11 krajín, avšak v roku 2000 Rada rozhodla, že Grécko splnilo všetky potrebné podmienky na vstup do eurozóny a už v roku 2001 sa stalo členom HMÚ. Od 1.januára 2002 bolo zavedené euro aj pre hotovostný styk a v rovnakom čase nastala aj zámena národných bankoviek a mincí za eurobankovky a euromince, avšak počas obdobia dvoch mesiacov ostali v obehú ešte aj národné meny.⁶⁴

⁶³EUROPEAN CENTRAL BANK: *Convergence Report*. [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr1998en.pdf>>

⁶⁴HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s.23-27

Koncom februára 2002 ich funkcia zanikla a prestali byť zákonným platidlom v 12-tich krajinách eurozóny.

1.4. Zavedenie eura a vytvorenie eurozóny

Ako už bolo spomenuté, k zavedeniu eura v hotovostnom styku ako národnej meny v 12-tich štátoch došlo v januári 2002 a táto výmena hotovosti sa považuje za najväčšiu v dejinách. Prechod na túto menu bezprostredne ovplyvňoval všetky hospodárske odvetvia ako aj verejnosť. S touto skutočnosťou súvisela aj pripravenosť a dostatočné predzásobenie eurobankovkami a euromincami, o čom svedčí aj fakt, že týždeň po zavedení eura už viac ako polovica hotovostných transakcií prebiehala v tejto novej európskej mene.⁶⁵

Prechodom na spoločnú menu euro došlo k prirodzenému dobudovaniu jednotného trhu a dokončeniu Hospodárskej a menovej únie, ktorú nemožno považovať za finálne štádium v rámci európskej integrácie. HMÚ možno pokladať za asymetrický model. Fiškálna politika zostala v kompetencii jednotlivých členských štátoch, zatiaľ čo v menovej oblasti sa ČŠ vzdali svojej menovej politiky, za ktorú prevzala zodpovednosť Európska centrálna banka. ECB sa tak stala ústredným orgánom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) ako aj Eurosystemu.

1.5. Hodnotenie vytvorenia menovej únie

Vytvorenie Hospodárskej a menovej únie predstavuje unikátny stupeň integrácie. Túto jedinečnosť možno podporiť aj faktom, že od éry Rímskej ríše až do roku 2002 neexistovala jednotná mena, ktorá by bola používaná v hotovostnom styku v rámci európskeho kontinentu.⁶⁶ Budovanie HMÚ nebolo ľahkou cestou, bola to cesta mnohých kompromisov a zmlúv podporujúcich politické dohody.

Tabuľka 3 znázorňuje SWOT analýzu HMÚ v rámci EÚ. Vytvorenie HMÚ a zavedenie jednotnej meny v rámci EÚ bolo spojené s pozitívnymi očakávaniami ovplyvňujúcimi hospodársky rast, finančnú stabilitu a rast zamestnanosti. Možno povedať, že zavedenie spoločnej meny medzi ČŠ EÚ prinieslo výhody z odstránenia transakčných nákladov, zvýšenia kurzovej transparentnosti či nižšej a stabilnejšej inflácie. Novovytvorená mena euro získala silnú medzinárodnú pozíciu, čo dokazuje aj zvýšený záujem zahraničných investorov.

⁶⁵EUROPSKÁ KOMISIA: *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.05.11.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_sk.pdf>

⁶⁶KOSÍR, I. et al.: *Politiky Európskej únie: teória, história, prax a perspektíva*, 2008, s. 123-130

Tabuľka 3 SWOT analýza HMÚ

Silné stránky	Slabé stránky
• úspory z rozsahu • odstránenie transakčných nákladov • zníženie kurzového rizika • nízka a stabilná inflácia • zvýšenie cenovej transparentnosti	• výrazné rozdiely jednotlivých krajín v miere inflácie • výška verejného deficitu • nízke renomé v krajinách Nemecko, Francúzsko, Taliansko
• krajiny sú atraktívnejšie pre zahraničných investorov • rast obchodnej výmeny • rast PZI	• rozdiely ekonomického rastu medzi krajinami • rozpad EMÚ • narastanie rozdielov
Príležitosti	Ohrozenia

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z KOSÍR, I. et al.: Politiky Európskej únie: teória, história, prax a perspektíva, 2010, s. 450-452

Napriek mnohým silným stránkam vytvorenie EMÚ malo aj tie slabšie, kedy sa pozitívne výsledky nedostavili. Otázna je spoločná menová politika a jej prípadná nevhodnosť pre všetky krajiny eurozóny. Samotná Európska komisia sa vyjadrila, že nie všetky stanovené ciele boli naplnené a taktiež definovala problematické oblasti EMÚ. Sú nimi výrazné rozdiely krajín EMÚ v miere inflácie, ako aj náklady na prácu, nízka produktivita a rast HDP, nejasná stratégia a nízka reputácia eura medzi občanmi krajín EÚ (Nemecko, Francúzsko, Taliansko).⁶⁷ Možno konštatovať, že vytvorenie EMÚ má veľa pozitívnych stránok, ktoré vyplývajú zo zavedenia jednotnej meny, avšak EMÚ je tvorená z heterogénnych suverénnych štátov s odlišnou výkonnosťou a veľkosťou ekonomiky, to môže spôsobovať problémy v nastavení jednotnej monetárnej politiky Európskou centrálnou bankou. Táto skutočnosť zdôrazňuje jednu z jej najzložitejších úloh v rámci EMÚ.

⁶⁷POLOUČEK, S. et al.: Peniaze, banky, finančné trhy, 2010, s. 450-452

2 VZNIK A KOMPETENCIE ECB

Právnym rámcom jednotnej menovej politiky je Zmluva o založení Európskeho Spoločenstva a štatút Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky. Európska centrálna banka bola založená v poslednej etape HMÚ ako nástupca Európskeho menového inštitútu 1. júna 1998 a podľa medzinárodného verejného práva jej bola priznaná právna subjektivita.⁶⁸ Hoci vznikla už v júni 1998 jej činnosť začala až 1. 1. 1999. V prvej fáze výkonu svojej funkcie ECB preberala úlohy EMI, spolu s jeho aktívami a pasívami.⁶⁹ Maastrichtská zmluva z roku 1993 sa venuje detailnému opisu ECB, avšak nezaobrá sa praktickým vykonávaním monetárnej politiky ani rozdelením úloh medzi jednotlivé štátne banky členských štátov. Z tohto dôvodu bolo do roku 1999 prioritou definovať základné politické nástroje a finančné úlohy.⁷⁰ Dôležité je poznamenať, že ECB v Maastrichtskej zmluve nebola definovaná ako inštitúcia EÚ.

ECB je najvyšším orgánom menovej politiky EÚ a stojí na čele Eurosystému, ako aj Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB). ESCB je tvorený z ECB a národných centrálnych bánk všetkých 28 štátov EÚ. ESCB nemá priznanú právnu subjektivitu a z tohto dôvodu sa integrácia v rámci EMÚ vykonáva na viacerých úrovniach, pričom hlavnými subjektmi sú Európska centrálna banka a centrálné banky štátov eurozóny. Spolu tvoria tzv. Eurosystém. ECB možno definovať ako jedinečnú menovú inštitúciu, ktorá z ekonomického hľadiska združuje štáty, ktorými sú samostatné a suverénne krajiny.⁷¹ Prijatím eura v týchto krajinách prešla zodpovednosť za vedenie menovej politiky na ECB.

2.1 Orgány a najdôležitejšie nástroje monetárnej politiky ECB

2.1.1. Orgány ECB

Medzi najdôležitejšie rozhodovacie a riadiace orgány Európskej centrálnej banky patrí: Rada guvernérov, Výkonná rada a Generálna rada. Ich úlohou je prijímať rozhodnutia a následne ich plniť, čo v konečnom dôsledku zahŕňa uplatňovanie

⁶⁸EURÓPSKA CENTRALNA BANKA: *ECB,ESCB a Eurosystém* [online]. [cit.05.12.2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.sk.html>>

⁶⁹KOTLEBOVÁ, J. - SOBEK, O. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*, 2007. s.121-122

⁷⁰RAIS, K. - DRDLA, M. *Evropská integrace a bankovníctví*. Praha : Computer Press, 1999, s.88-89

⁷¹KOTLEBOVÁ, J - SOBEK, O. *Menová politika : strategie, instituce a nástroje*, 2007,s.182-185

a prijímanie jednotlivých postupov vedúcich k ich dodržiavaniu, ako aj zavedenie operácií menovej politiky ECB. Európska centrálna banka je definovaná ako centrum rozhodovania ESCB a Eurosystému. Jej rozhodovacie orgány prijímajú rozhodnutia v oblasti menovej politiky a taktiež samotného fungovania ECB.⁷²

Rada guvernérov ECB je jej najvyšším rozhodovacím orgánom. Skladá sa zo šiestich príslušníkov výkonnej rady a osemnástich guvernérov centrálnych bánk členských krajín eurozóny. Medzi základné úlohy Rady guvernérov patrí: určovanie smerovania menovej politiky v oblasti úrokových sadzieb a vytvárania menových rezerv v Eurosystéme. Rozhodnutia prijaté týmto orgánom sa musia zhodovať s cieľmi menovej politiky Eurosystému. Rada guvernérov zároveň prijíma rozhodnutia smerujúce k naplneniu úloh určených Eurosystémom.⁷³ Stretnutia Rady guvernérov sa konajú spravidla dvakrát mesačne. Na prvom stretnutí sa hodnotí aktuálny stav menového a ekonomického vývoja, prijímajú sa rozhodnutia spojené s realizáciou monetárnej politiky v danom mesiaci. Na druhom stretnutí v mesiaci dochádza k prijímaniu, rozhodnutí týkajúcich sa iných úloh ECB medzi ktoré patrí: finančná stabilita, súvislé fungovanie platobných systémov, štatistika, emisia bankoviek, vydávanie smerníc pre národné centrálné banky, rozhodnutia na zabezpečenie súladu usmernení a nariadení ECB, určenie determinácie údajov, potrebných od národných centrálnych bánk ako aj otázky legislatívnych úloh.⁷⁴ Rada guvernérov ECB okrem prijímania rozhodnutí v oblasti monetárnej politiky taktiež schvaľuje rozhodnutia potrebné na jej samotné fungovanie, čo sa vzťahuje na rokovací poriadok, rozpočet ECB a ratifikácie výsledkov finančného hospodárenia za jednotlivé roky. Je potrebné poznamenať, že Zmluva o založení Európskeho spoločenstva a Štatút Európskeho systému centrálnych bánk pripísali právo Rade guvernérov schvaľovať najvýznamnejšie strategické rozhodnutia v Eurosystéme, pričom guverneri jednotlivých centrálnych bánk eurozóny nereprezentujú záujmy svojich krajín, ale vystupujú ako nezávislí členovia.⁷⁵

Výkonná rada ECB pozostáva zo šiestich členov: prezidenta, viceprezidenta a štyroch ďalších príslušníkov, ktorí sú expertmi v bankovej a finančnej oblasti a ich

⁷²ZIMKOVÁ, E.: *Európsky systém centrálnych bánk – inštitúcie, ciele, nástroje*, 2008, s. 39

⁷³EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Rada guvernérov*. [online]. [cit.20.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.sk.html>>

⁷⁴NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Rozhodnutia Rady guvernérov*. [online]. [cit.20.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/rozhodnutia-rady-guvernerov>>

⁷⁵ZIMKOVÁ, E.: *Európsky systém centrálnych bánk – inštitúcie, ciele, nástroje*, 2008, s. 40

funkčné obdobie trvá 8 rokov a nemôžu byť znovuzvolení.⁷⁶ Ako nástupca Jeana-Clauda Tricheta sa stal od roku 2011 prezidentom ECB Mario Draghi. Funkciu viceprezidenta zastáva Portugaliec Vítor Manuel Ribeiro Constâncio.⁷⁷ Úlohou výkonnej rady ECB je spravovať bežný chod Európskej centrálnej banky a riadenie menovej politiky. Táto úloha zahŕňa vydávanie nariadení národným centrálnym bankám.⁷⁸ Výkonná rada ECB sa zhromažďuje raz týždenne a jej kľúčovou funkciou je organizovanie zasadnutí Rady guvernérov. Okrem už spomínaných úloh prináležia Výkonnej rade aj iné právomoci delegované Radou guvernérov.⁷⁹

Tretím rozhodovacím a riadiacim orgánom ECB je *Generálna rada*. Je tvorená tridsiatimi členmi, ktorými sú prezident, viceprezident ECB a 28 guvernérov národných centrálnych bánk členských štátov EÚ. Členovia sa stretávajú na zasadnutiach Generálnej rady spravidla raz za 3 mesiace.⁸⁰ Podľa Štatútu ESCB je Generálna rada považovaná za dočasný orgán do momentu, kým sa všetky členské štáty EÚ nestanú súčasťou eurozóny.⁸¹ Jej hlavné úlohy súvisia s činnosťou krajín, ktoré nie sú členmi eurozóny. Generálna rada slúži ako poradný orgán pre prístupujúce krajiny ohľadom konvergenzie a stanovenia neodvolateľných výmenných kurzov mien voči euru. Ďalej podáva správy o stave konvergenzie jednotlivých krajín pred vstupom do eurozóny, dodržiavania menovej a kurzovej politiky stanovenej ECB, sleduje a zhodnocuje fungovanie systému výmenných kurzov (ERMII) ako aj jeho mechanizmus financovania.⁸² Každé rozširovanie EÚ znamená zvýšenie počtu členov Generálnej rady ECB. Nakoľko nové ČŠ EÚ nie sú členmi eurozóny, členstvo ich guvernérov v tejto rade má význam najmä z hľadiska nabierania nových skúseností v oblasti spoločnej menovej politiky.

Úlohy rozhodovacích orgánov ECB dopĺňujú výbory Európskeho systému centrálnych bánk. Členmi sú spravidla odborníci centrálnych bánk eurosystému, ale zasadnutí sa môžu zúčastňovať aj predstavitelia národných centrálnych bánk krajín, v ktorých ešte nedošlo k prijatiu eura za svoju národnú menu.⁸³ Medzi výbory ESCB

⁷⁶S.n. *Rozhodovacie a riadiace orgány ECB*. [online]. [cit.21.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.euroinfo.gov.sk/rozhodovacie-a-riadiace-organy-ecb/>>

⁷⁷EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *VÍCEPREZIDENT EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY*. [online]. [cit.21.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/html/cvconstancio.sk.html>>

⁷⁸TÁNCOŠOVÁ, S. - TÁNCOŠOVÁ, J. *Európska centrálna banka - ciele a nástroje menovej politiky*. In BIATEC, 2004, s. 2-5.

⁷⁹KOTLEBOVÁ, J. - SOBEK, O.. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. 2007 s.125

⁸⁰ZIMKOVÁ, E.: *Európsky systém centrálnych bánk – inštitúcie, ciele, nástroje*, 2008, s. 42

⁸¹MEDVEĎ, J. et al. *Banky : história, teória a prax.*, 2013,s.70

⁸²SOBEK, O.- ZIMKOVÁ, E. *Menová teória a politika*, 2011, s. 170

⁸³SOBEK, O. - ZIMKOVÁ, E. *Menová teória a politika*, 2011, s. 170

zaraďujeme: Výbor pre účtovníctvo a menové príjmy (AMICO), Výbor pre bankovky (BANCO), Výbor pre bankový dohľad (BSC), Výbor pre komunikáciu Eurosystemu/ESCB (ECCO), Výbor pre informačné technológie (ITC), Výbor interných audítorov (IAC), Výbor pre medzinárodné vzťahy (IRC), Právny výbor (LEGCO), Výbor pre operácie na trhu (MOC), Výbor pre menovú politiku (MPC), Výbor pre platobné a zúčtovacie systémy (PSSC), Výbor pre štatistiku (STC), Rozpočtový výbor (BUCOM). Tieto výbory majú dôležitú úlohu v oblasti spracovania údajov a vypracovania rôznych štúdií vo svojej oblasti na základe mandátu od Rady guvernérov.⁸⁴ Výhodou týchto výbor je ich úzka špecializácia na danú oblasť, v ktorej vykonávajú svoju činnosť a tým aj zodpovedajúca kvalita ich štatistík a štúdií.

2.1.2. Najdôležitejšie nástroje menovej politiky ECB

So zámerom vymedziť najdôležitejšie nástroje menovej politiky ECB, je potrebné definovať cieľ menovej politiky Európskej centrálnej banky.

Hlavným cieľom menovej politiky ECB, stanoveným v článku 105 Maastrichtskej zmluvy, je dosiahnutie a udržanie cenovej stability. Európska centrálna banka má na rozdiel od amerického FEDu stanovený len jeden primárny cieľ. Úlohou amerického FEDu je nielen udržiavanie cenovej stability, ale aj plná zamestnanosť a nízke dlhodobé úrokové miery. Definovanie cenovej stability ako primárneho cieľa menovej politiky ECB má viacero odôvodnení. *Cenová stabilita* prináša vhodné prostredie pre spotrebiteľov aj pre firmy v podmienkach rozhodovania o investičných zámeroch. Poskytuje im príležitosť efektívne investovať s rastom potenciálneho produktu. Pre zahraničných investorov znamená cenová stabilita zníženie inflačného rizika, čím si nenárokujú na kompenzáciu tohto rizika vyplývajúceho z dlhodobej držby aktív. Touto skutočnosťou dochádza k zvyšovaniu aktivity ekonomiky, t. j. hospodárskemu rastu, ako aj k zvýšeniu investičnej činnosti. Ďalej možno povedať, že dosiahnutie cenovej stability prináša zníženie výdavkov v daňovej a sociálnej štruktúre krajiny, podporuje ich stabilitu a objektívne rozdelenie dôchodkov v krajine. Za pozitívne stránky cenovej stability možno považovať skutočnosť, že prispieva k rastu životnej úrovne obyvateľstva, zvýšeniu ekonomickej aktivity a vyššej zamestnanosti.⁸⁵ Toto sú hlavné dôvody prečo je primárnym cieľom menovej politiky

⁸⁴NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Inštitucionálny rozvoj*, [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/SVK2011/VS11_kap10.pdf>

⁸⁵KOTLEBOVÁ, Jana. Medzinárodné finančné centrá, 2006, s.177-178

Európskej centrálnej banky udržanie cenovej stability. Hoci Maastrichtská zmluva stanovila ako primárny cieľ ECB udržanie cenovej stability, svoj zámer nekvantifikovala. Presnú definíciu cenovej stability uviedla až v roku 1998 Rada guvernérov.⁸⁶ Dosiahnutie cenovej stability bolo určené kvantitatívne, a to na základe „*harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien*“ (HICP). Cieľ cenovej stability definuje medziročnú zmenu HICP pod 2%, ale taktiež z dôvodu zabránenia deflácie uvádza spresnenie hodnoty výrazom *blízko 2%*.⁸⁷ V súčasnosti možno sledovať trend veľmi nízkej inflácie s deflačnými rizikami z čoho možno konštatovať, že dodržanie primárneho cieľa monetárnej politiky je narušené. Vývoj inflácie v EMÚ bude znázornený v grafe 1.

Stratégia monetárnej politiky ECB stojí na systéme dvoch pilierov. Tento prístup bol schválený Radou guvernérov ECB v roku 2003 so zámerom uplatňovania najlepšej monetárnej politiky. Rámec dvoch pilierov je založený na *monetárnej analýze* a *ekonomickej analýze*.⁸⁸ V rámci *ekonomickej analýzy* dochádza k ohodnocovaniu súčasných ekonomických a finančných trendov a ich strednodobého vplyvu na cenovú stabilitu. Zameriava sa na hodnotenie hlavne krátkodobých a strednodobých determinantov cenového vývoja. Tento vývoj je v krátkodobom a strednodobom období ovplyvňovaný hlavne vzájomným pôsobením ponuky a dopytu tovarov, služieb a výrobných faktorov. *Menová analýza* sa venuje determinantom dlhodobého horizontu, pričom sleduje vzájomný vzťah medzi peniazmi a cenami, hlavne vývoj množstva peňazí (peňažného agregátu M3) a jeho vplyv na cenovú hladinu zo strednodobého a dlhodobého hľadiska. Plní funkciu komparatívneho nástroja, ktorého cieľom je porovnať z hľadiska strednodobého a dlhodobého vývoja krátkodobé determinanty menovej politiky, vychádzajúce z ekonomickej analýzy.⁸⁹ Zámerom dvojpilierového prístupu stratégie menovej politiky ECB je spracovanie všetkých relevantných informácií týkajúcich sa rizík, pri dosahovaní cenovej stability ako primárneho cieľa. Veľká pozornosť sa venuje overovaniu informácií s cieľom prijať vhodné rozhodnutia v rámci tvorby monetárnej politiky ECB.⁹⁰ Dvojpilierová stratégia monetárnej politiky ponúka pohľad na problematiku cenovej stability z hľadiska cielenia objemu peňažnej masy a taktiež z hľadiska cielenia inflácie, čím sa zabezpečuje väčšia komplexnosť jej stratégie.

⁸⁶EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Menová politika*. [online]. [cit.03.04.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.sk.html>

⁸⁷NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Menová politika ECB (od roku 2009)*, [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-ecb-od-roku-2009>>

⁸⁸EUROPEAN CENTRAL BANK: *The Monetary Policy of ECB*, 2004, s.55

⁸⁹EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Stratégia menovej politiky ECB*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_004.sk.html>

⁹⁰EUROPEAN CENTRAL BANK: *The Monetary Policy of ECB*, 2004, s.55

V snahe dosiahnuť primárny cieľ cenovej stability, využíva ECB súbor nástrojov a postupov, ktoré tvoria operačný rámec jednotnej monetárnej politiky v rámci EMÚ. Tento súbor nástrojov a procesov možno rozdeliť do 2 kategórií: základné a podporné menové nástroje. Medzi základné menové nástroje zaraďujeme: operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy.⁹¹ Tieto nástroje budú bližšie analyzované v podkapitole 2.1. V tabuľke č. 4 sú znázornené jednotlivé základné operácie a obchody vykonávané v rámci každej kategórie.

Tabuľka 4 Nástroje monetárnej politiky ECB

Obchody na voľnom trhu	Automatické operácie		Povinné minimálne rezervy (PMR)
Hlavné refinančné obchody	Jednodňové refinančné obchody	Jednodňové sterilizačné obchody	Základňa na tvorbu PMR
Dlhodobejšie refinančné obchody			Sadzba PMR
Dolaďovacie obchody			Úročenie
Štrukturálne obchody			

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_009.sk.html

Operácie na voľnom trhu ECB využíva na riadenie likvidity, úrokových sadzieb a určovania zámerov monetárnej politiky. Medzi tieto operácie zaraďujeme: rezervné transakcie, priame obchody, emisiu dlhových certifikátov a tiež inkaso termínovaných depozít. Vzhľadom na pravidelnosť, zámer a proces operácií ich možno v rámci voľného trhu zaradiť do štyroch skupín:⁹²

- **Hlavné refinančné operácie** sú najpoužívanejšími operáciami vykonávanými sa vo forme reverzných obchodov raz týždenne. Ich splatnosť je 1 týždeň. Považujú sa za hlavný nástroj v napĺňaní cieľov Eurosystému.⁹³
- **Dlhodobejšie refinančné operácie** poskytujú mesačne dlhodobejšiu likviditu bankovému systému prostredníctvom repo obchodov so splatnosťou spravidla troch mesiacov. V prípade tejto skupiny operácií ECB nevystupuje v úlohe determinanta

⁹¹KOTLEBOVÁ, J.: *Medzinárodné finančné centrá*, 2006, s.180-184

⁹²NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Operácie na voľnom trhu*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/operacie-na-volnom-trhu>>

⁹³*Ibid.*

zámerov monetárnej politiky na trhu, ale v úlohe prijímateľa úrokových sadzieb.⁹⁴ Hlavné refinančné operácie a dlhodobé refinančné operácie slúžia ECB predovšetkým na ovplyvňovanie objemu peňazí v obeh, a tým na dodržiavanie cenovej stability v EMÚ. Rozdiel medzi týmito dvoma operáciami sa nachádza len v dobe splatnosti jednotlivých obchodov. Sú vykonávané decentralizovane národnými centrálnymi bankami eurosystému.

- **Dolaďovacie operácie** sú vykonávané hlavne vo forme reverzných obchodov, ale aj v podobe priamych obchodov, devízových swapov či inkasa termínovaných vkladov. Ich splatnosť ako aj pravidelnosť nie je bližšie stanovená ani špecifikovaná.⁹⁵ Dolaďovacie operácie sa vykonávajú so zámerom ovplyvňovania kurzu eura a zmiernenia akéhosi náhleho výkyvu v likvidite.
- **Štrukturálne operácie** sa realizujú prostredníctvom emisií dlhových certifikátov, reverzných aj priamych obchodov. Ich realizátormi sú národné centrálné banky. Uskutočňujú sa v prípade ak ECB má zámer pozmeniť štruktúru likvidného postavenia Eurosystému voči bankovému systému.⁹⁶ ECB prostredníctvom štrukturálnych operácií ovplyvňuje peňažné agregáty v rámci EMÚ.

Automatické operácie ako druhý nástroj monetárnej politiky ECB sa zameriavajú na poskytovanie a odoberanie jednodňovej likvidity, s cieľom naznačenia monetárnej politiky a vytvárania priestoru pre jednodňové sadzby finančného trhu. Tento nástroj monetárnej politiky je uskutočňovaný národnými centrálnymi bankami. Automatické operácie možno rozdeliť na dva druhy: jednodňové refinančné operácie a jednodňové sterilizačné operácie. Prvá skupina operácií je vykonávaná s cieľom nadobudnutia jednodňovej likvidity od národných centrálnych bánk pre komerčné banky. Naopak druhá skupina automatických operácií slúži na uschovávanie nadmernej likvidity. Úroková sadzba pri týchto operáciách je tvorená na základe dolnej hranice úrokovej miery v danom dni na peňažnom trhu.⁹⁷ Automatické operácie sa pokladajú za dôležitý nástroj monetárnej politiky ECB. Tieto operácie napomáhajú komerčným bankám k spravovaniu ich buď nedostatočnej alebo nadmernej likvidity a stanovením úrokových sadzieb naznačujú zámery monetárnej politiky ECB.

⁹⁴POLOUČEK, S. et al. *Peniaze, banky, finančné trhy*, 2010. S.106-107

⁹⁵KOTLEBOVÁ, Jana. *Medzinárodné finančné centrá*, 2006, s.180-184

⁹⁶EUROPEAN CENTRAL BANK: *The Monetary Policy of ECB*, 2004, s.71-86

⁹⁷NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Automatické operácie*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/automaticke-operacie>>

Nástroj *povinných minimálnych rezerv (PMR)* slúži na konsolidáciu krátkodobých úrokových sadzieb, harmonizovanie dočasnej divergencie likvidity na peňažnom trhu a kontrolu menovej expanzie. Všetky úverové inštitúcie, založené v rámci EMÚ, musia viesť svoje minimálne rezervy na účtoch národných centrálnych bánk, pričom ich minimálna sadzba je stanovená Radou guvernérov ECB.⁹⁸ Cieľom PMR je, aby každá finančná inštitúcia mala v rámci EMÚ počas mesačnej tržby minimálnych rezerv uložené určité percento vkladov svojich klientov a iných záväzkov na účtoch národnej centrálnej banky. Jednotlivé zostatky na týchto účtoch sú úročené krátkodobou úrokovou sadzbou.⁹⁹ Medzi záväzky s 2% sadzbou patria: jednoduché sterilizačné obchody, vklady a dlhové cenné papiere so splatnosťou a výpovednou lehotou do 2 rokov. Do skupiny záväzkov so sadzbou 0% zaradujeme repo obchody, vklady a dlhové cenné papiere so splatnosťou a výpovednou lehotou nad 2 roky. Záväzky, ktoré nemožno zaradiť do tvorby minimálnych rezerv sú tie, ktoré sú iným finančným inštitúciám zaradené do mechanizmu povinných minimálnych rezerv. Zo základu minimálnych rezerv sú ďalej vyňaté aj záväzky voči Európskej centrálnej banke ako aj národným centrálnym bankám.¹⁰⁰ Od roku 1999 boli sadzby minimálnych rezerv na úrovni 1,5– 2,5% z rezervnej bázy, ktorá obsahovala vklady so splatnosťou do 2 rokov. O rok neskôr už bola sadzba PMR stanovená na 0 - 2% rezervnej bázy.¹⁰¹ Na druhej strane je potrebné spomenúť skutočnosť z praxe, že zmena sadzieb PMR nenapomáha k dosahovaniu cieľa monetárnej politiky ECB. Tento nástroj monetárnej politiky ECB slúži skôr na zabezpečenie správneho fungovania úverových inštitúcií v rámci EMÚ.

V rámci monetárnej politiky ECB sú zo skupiny operácií na voľnom trhu najviac využívané: hlavné refinančné operácie, dlhodobé refinančné operácie a dolad'ovacie operácie, ako aj skupina automatických operácií, ktorá zahŕňa jednoduché sterilizačné a refinančné operácie.

Z dôvodu vypuknutia krízy došlo k jednotlivým zmenám v oblasti výkonu operácií monetárnej politiky ECB. Modifikácia sa týkala hlavne rozšírenia splatnosti, implementácie postupu tendrov s pevnou sadzbou a plným pridel'ovaním požadovaných zdrojov. Refinančné opatrenia boli zavedené okrem eura aj vo švajčiarskych frankoch

⁹⁸KOTLEBOVÁ, J. - CHOVANCOVÁ, B.: *Medzinárodné finančné centrá: zmeny v globálnej finančnej architektúre*, 2010, s.174-176

⁹⁹EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Eurosystém, Európsky systém centrálnych bánk*, 2006.s.22

¹⁰⁰KOTLEBOVÁ, J. - SOBEK, O.: *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*, 2007.s.182-185

¹⁰¹KOTLEBOVÁ, J. - CHOVANCOVÁ, B.: *Medzinárodné finančné centrá: zmeny v globálnej finančnej architektúre*, 2010. s.174-176

a amerických dolároch.¹⁰² Od roku 2009 začala ECB vykonávať ďalšie neštandardné kroky, akými bol nákup krytých dlhopisov v rámci jednotlivých programov.

2.2. Otázka nezávislosti Európskej centrálnej banky

Mnohé štúdie venované nezávislosti centrálnych bánk sa zhodli v názore, že čím viac je centrálna banka nezávislá, tým je pre ňu jednoduchšie dodržiavať ciele, ktoré si stanovila.¹⁰³ V podmienkach dlhovej krízy je však úplná nezávislosť ECB spochybňovaná.

Európskej centrálnej banke bola z hľadiska vzťahu s členskými štátmi, ostatnými orgánmi EÚ ako aj bankami nariadená úplná nezávislosť. Nezávislosť ECB a národných bánk Eurosystemu dostala legislatívny „ústavný“ charakter vyplývajúci zo Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva ako aj zo Štatútu Európskeho systému centrálnych bánk.¹⁰⁴ Nezávislosť ECB je akousi odpoveďou na negatívne skúsenosti z minulosti, ktoré sa týkali vedenia menovej politiky práve vládou. Príkladom je hyperinflácia v medzivojnovom období v Nemecku. Vládou vedená menová politika podliehala politickému cyklu, a práve z tohto dôvodu preferovali politici v období pred voľbami riešenie otázok nezamestnanosti a vyššej spotreby pred cenou, stabilitou a zodpovedajúcou úrokovou mierou. Cieľom nezávislosti ECB je práve odstránenie vplyvu volebného cyklu na výkon jej monetárnej politiky, a takýmto spôsobom zabezpečenie dlhodobej cenovej stability.¹⁰⁵ Koncepcia nezávislosti ECB pozostáva z inštitucionálnej, osobnej, funkčnej a tiež aj finančnej nezávislosti.

Inštitucionálnu nezávislosť možno chápať ako zákaz prijímania akýchkoľvek pokynov ECB a národných centrálnych bánk od orgánov jednotlivých vlád, inštitúcií a orgánov EÚ či záujmových skupín. V článku 108 Maastrichtskej zmluvy je ďalej uvedené, že tieto orgány rešpektujú nezávislosť ECB a nebudú ju ovplyvňovať vo svojom výkone. V rámci tohto článku však nie je vylúčené žiadať o informácie či komunikáciu ECB s uvedenými subjektmi.¹⁰⁶

Personálna nezávislosť spočíva v dĺžke funkčného obdobia jednotlivých členov rozhodovacích orgánov, ktorých funkcia je nezlučiteľná s výkonom inej činnosti.

¹⁰²NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Výročná správa. Implementácia menovej politiky Eurosystemu devízové operácie a investičné aktivity pri správe devízových rezerv*. [online]. [cit.22.03.2014]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnnaSprava/SVK2010/VS10_kap02.pdf>

¹⁰³MEDVEĎ, J. et.al.: *Banky história teória a prax*, 2013, s. 59

¹⁰⁴ZIMKOVÁ, E.: *Bankovníctvo*, 2009, s.125-126

¹⁰⁵LACINA L. a kol.: *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*, 2007, s.336- 337

¹⁰⁶HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s.125-128

Guvernéri národných bánk zotrúvajú vo svojej funkcii minimálne 5 rokov s možnosťou znovuzvolenia a guvernéri Výkonnej rady ECB majú stanovené funkčné obdobie 8 rokov, avšak nemôžu byť znovuzvolení.¹⁰⁷ Dĺžkou trvania funkčného obdobia členov sa zabezpečuje kontinuita vedenia ECB.

Funkčná nezávislosť pozostáva v reálne stanovených cieľoch ECB, ktoré odrážajú ekonomické podmienky a tiež zodpovednosť za dosiahnutie daných cieľov. Tieto ciele sú spravidla stanovované zákonmi o ECB. V nich sa odporúča stanoviť si jeden cieľ, v prípade viacerých zámerov musí ísť o ciele, ktoré sú navzájom zlučiteľné.¹⁰⁸ Ako už bolo spomenuté, hlavným cieľom ECB a ESCB je udržanie cenovej stability a na základe prostriedkov a nástrojov, ktoré má ECB k dispozícii sa snaží tento cieľ naplňať.

Finančná nezávislosť znamená možnosť ECB a národných centrálnych bánk nezávisle nadobúdať potrebné finančné prostriedky nevyhnutné na výkon svojich funkcií. ECB má vlastný rozpočet nezávislý od ostatných inštitúcií EÚ.¹⁰⁹ V zmysle nezávislosti ECB nesmie prijímať žiadne dary, dotácie či iné príspevky, aby nebola ovplyvňovaná záujmami darcov. Národné centrálné banky by nemali byť zástancami deficitného hospodárenia a s cieľom udržania cenovej stability nesmú poskytovať priame úvery štátom.¹¹⁰

Determinované sú aj iné typy nezávislosti ako napríklad *nezávislosť cieľov a nástrojov*, ktorá predstavuje voľnosť pri výbere cieľov a nástrojov menovej politiky, ktorými sa snaží centrálna banka dosiahnuť vytýčené ciele. Ďalej je definovaná *politická nezávislosť*, ktorá znamená rozhodovanie centrálnej banky bez vplyvu politických autorít. *Ekonomickú nezávislosť* predstavuje samostatnosť vo výbere menovo-politických operácií vedúcich k zmenám cieľov.¹¹¹

Nezávislosť ECB je daná legislatívne, avšak v súčasnosti o jej skutočnej nezávislosti možno pochybovať z dôvodu aktivít ECB počas dlhovej krízy v eurozóne. Následkom globálnej krízy z roku 2008 začali mať jednotlivé európske vlády problémy s obmedzeným prístupom k úverom, a tým aj financovaním vládnych aktivít. Eurozóna sa začala zmietat' v dlhovej kríze. Z reakcií na túto krízu začala ECB obchádzať svoj

¹⁰⁷EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Eurosystém, Európsky systém centrálnych bánk*, 2006, S.14

¹⁰⁸KOTLEBOVÁ, J. - SOBEK, O.: *Menová politika : stratégia, inštitúcie a nástroje*, 2007, S.122-125

¹⁰⁹ZIMKOVÁ, E.: *Európsky systém centrálnych bánk – inštitúcie, ciele, nástroje*, 2008, s. 30-32

¹¹⁰KOTLEBOVÁ, J. - SOBEK, O. *Menová politika : stratégia, inštitúcie a nástroje*, 2007, S.122-125

¹¹¹MEDVEĎ, J. et.al.: *Banky história teória a prax*, 2013, s. 60-61

legislatívny štatút a začala nakupovať európske štátne dlhopisy.¹¹² V roku 2010 ECB začala odkupovať nekryté grécke dlhopisy na sekundárnom trhu. Po prvýkrát tiež došlo k nejednotnému rozhodnutiu Riadiacej rady. Guvernér nemeckej centrálnej banky vyzval vtedajšieho guvernéra ECB Tricheta, aby sa odkupovanie dlhopisov zastavilo. Nákupom dlhopisov Grécka pritom dochádza k monetizácii dlhu, ktorá sa spravidla prejavuje zvýšenou infláciou.¹¹³ Zvyšovanie inflácie je navyše nežiaducim stavom v rámci monetárnej politiky ECB, ktorej primárnym cieľom je práve cenová stabilita.

V tomto prípade je konanie ECB často spochybňované nielen z pohľadu nezávislosti, ale aj z legislatívneho rámca samotnej banky. V článku 123 Lisabonskej zmluvy sa poskytovanie akýchkoľvek úverov vládny alebo úniovým inštitúciám ECB alebo národným centrálnym bankám zakazuje:

„Prečerpávanie účtov či získavanie iného druhu úveru v Európskej centrálnej banke alebo v centrálnych bankách členských štátov (ďalej len "národné centrálné banky") v prospech inštitúcií orgánov, úradov alebo agentúr Únie, ústredných vlád, regionálnych, miestnych alebo iných verejných orgánov, iných subjektov spravovaných verejným právom, alebo verejnoprávnym podnikom členských štátov je rovnako zakázané ako priame odkúpenie ich pohľadávok alebo dlhov národnými centrálnymi bankami alebo Európskou centrálnou bankou.“¹¹⁴

Z uvedeného možno konštatovať, že financovanie úverov ČŠ prostredníctvom ECB či NCB je vyslovene zakázané. V článku 123 je však dôležité si všimnúť slovné spojenie „priame odkúpenie“, za ktoré nie je považované súčasné odkupovanie dlhopisov krízou postihnutých krajín na sekundárnom trhu, pretože ide o ich nepriame odkupovanie prostredníctvom investorov. Problém by mohol nastať v prípade nákupov na primárnom trhu, čo by znamenalo priame odkupovanie dlhopisov od krajín periférie. Zákaz financovania vládnych dlhov krajín eurozóny je v zmluve uvedený z dôvodu udržania politickej nezávislosti ECB. Na základe tejto skutočnosti možno konštatovať, že vytvorením programu pre trhy s cennými papiermi (Securities Markets Programme, SMP) a programu priamych monetárnych transakcií (Outright Monetary Transactions, OMT) na nákup vládnych dlhopisov bola politická nezávislosť ECB narušená.

¹¹²DUCAN, E.: *Legalizing European Central Bank Bond Purchases: how the ECB can Protect Its Own Legitimacy and the Future of the Euro*. [online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.questia.com/library/journal/1P3-3048672291/legalizing-european-central-bank-bond-purchases-how>>

¹¹³SOBEK, O. - ZIMKOVÁ, E. *Menová teória a politika*, 2011, s.164-165

¹¹⁴LISBON TREATY *Treaty*[online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206655%202008%20REV%207>>

Príčiny častých diskusií týkajúcich sa rozporu konania ECB s Lisabonskou zmluvou môžu byť spôsobené neaktuálnosťou Lisabonskej zmluvy, respektíve jej nepripravenosťou na dlhovú krízu v eurozóne.¹¹⁵ Lisabonská zmluva bola podpísaná v decembri roku 2007 a v tomto období ešte nemožno hovoriť o dopadoch dlhovej krízy v eurozóne.

ECB bola založená podľa vzoru nemeckej Bundesbanky, ktorej hlavnými princípmi sú udržanie menovej stability a politickej nezávislosti. Pod tlakom dlhovej krízy ECB neostala úplne politicky nezávislá, čo bolo spôsobené nátlakom politických elít konať, a to vyústilo do prijatia programov na nákup vládnych dlhopisov.

Navyše názory jednotlivých politikov sa po prepuknutí dlhovej krízy v oblasti úloh ECB začali líšiť. Veľká Británia a Francúzsko chceli, aby ECB konala ako tzv. *back-stop*, veriteľ poslednej inštalácie, ktorý stojí za problémovými krajinami eurozóny. Na druhej strane Nemecko bolo toho názoru, že takáto nová funkcia ECB by bola v rozpore so zmluvami EÚ a mohlo by to viesť k zvýšenej inflácii.¹¹⁶ Samotné rozhodovanie politikov o spôsobe výkonu ECB ponúka myšlienku narušenia úplnej nezávislosti tejto banky.

2.3. Štatút a úlohy ECB vyplývajúce z legislatívy

Európska centrálna banka tvorí súčasť špecifického legislatívneho a inštitucionálneho rámca. ECB aj euro sa od bežných národných mien líšia ich nadnárodnou povahou. V súčasnosti tvorí euro národnú menu v osemnástich krajinách Európy. Postavenie ECB sa odlišuje od postavenia napríklad japonskej *Bank of Japan* či amerického *FEDu*, ktoré sú centrálnymi bankami na národnej úrovni.¹¹⁷ Špecifickosť jej postavenia spočíva v skutočnosti, že riadi menovú politiku 18-tich suverénnych štátov s jednotnou menou. Tieto štáty sú pritom do značnej miery heterogénne čo sa týka veľkosti ekonomiky či jej výkonnosti, pričom táto skutočnosť sťažuje úlohu ECB.

2.3.1. Štatút Európskej centrálnej banky

Ako už bolo spomenuté na začiatku kapitoly, legislatívny základ ECB položila Zmluva o založení ES a protokol o štatúte Európskeho systému centrálnych bánk

¹¹⁵ŠTEFÁNEK, D. *Európska únia po Lisabonskej zmluve. Národný konvent o Európskej únii*. [online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.sfpa.sk/dokumenty/publikacie/358>>

¹¹⁶HEWITT, G.: *Merkel and Sarkozy agree to disagree*. [online]. [cit.22.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-15875968>>

¹¹⁷HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s.29-31

a Európskej centrálnej banky, ktorý je súčasťou Lisabonskej zmluvy. Z uvedeného vyplýva, že štatút ECB je vymedzený primárnym právom, čo znamená, že zmena štatútu by bola možná len jednomyselným súhlasom všetkých členských krajín Európskej únie.

O štatúte ECB sa dlho polemizovalo, nakoľko Zmluva o ES nezaradila ECB medzi inštitúcie ES, pritom týmto inštitúciám boli pridelené najdôležitejšie úlohy, s cieľom napĺňania zámerov ES. Z dôvodu existencie tejto skutočnosti vznikli mnohé diskusie ohľadom skutočného postavenia ECB v inštitucionálnom rámci Spoločenstva. Jej vtedajší status bol najčastejšie vnímaný ako špecializovaná organizácia s pevným miestom v Spoločenstve, no nie medzi jeho inštitúciami.¹¹⁸ Najväčšia zmena týkajúca sa postavenia ECB nastala prijatím Zmluvy o fungovaní EÚ v roku 2007. V článku 13 ZFEÚ časti 1 bola ECB zaradená do inštitucionálneho rámca EÚ medzi ostatné orgány Únie.¹¹⁹

2.3.2. Úlohy ECB a ESCB v rámci EMÚ

Poslednou revíziou primárneho práva bola spomínaná Lisabonská zmluva podpísaná v roku 2007 s platnosťou od decembra 2009. Úlohy ESCB sú stanovené touto zmluvou ako aj štatútom ESCB a ECB. Je na mieste spomenúť, že v zmluve je spomenutý ESCB, pretože sa predpokladá, že všetky členské štáty EÚ raz príjmu euro a Eurosystem a ESCB bude predstavovať jedno a to isté pomenovanie. V súčasnosti však úlohy ESCB vykonáva Eurosystem, zoskupenie ECB a národných bánk ČŠ eurozóny.¹²⁰ Na základe článku 127 ZFEU ESCB má stanovené nasledujúce úlohy v rámci EMÚ:

- *Definovať a implementovať monetárnu politiku v rámci Únie*

Primárnym cieľom ECB, ako už bolo spomenuté, je dosiahnutie cenovej stability a tento cieľ sa snaží dosahovať monetárnou politikou, čiže riadením krátkodobej úrokovej sadzby, čím ovplyvňuje ekonomický vývoj, aby dosiahla cenovú stabilitu v eurozóne v strednodobom horizonte.¹²¹ V rámci dosahovania tohto cieľa ECB v tejto funkcii pomáhajú národné centrálné banky eurozóny, ktoré sa zúčastňujú na rozhodovaní o monetárnej politike cez orgány ECB.

- *Riadenie devízových operácií podľa ustanovení článku 219*

¹¹⁸PÉNZEŠ, P.: *K pôsobnosti ECB v oblasti regulácie a dohľadu nad obozretným podnikaním finančných inštitúcií pred návrhom na vytvorenie bankovej únie*. In BIATEC, 2012, s.11-12

¹¹⁹LISBON TREATY. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206655%202008%20REV%207>>

¹²⁰NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Úlohy*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/eurosystem/ulohy>>

¹²¹EUROPEAN CENTRAL BANK: *Monetary Policy*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html>>

Výmenné kurzy a podmienky domácej likvidity sú vo veľkej miere ovplyvňované devízovými operáciami.¹²² Z tohto dôvodu bolo riadenie devízových operácií zaradené medzi jednu z úloh ESCB, pretože tým, že devízové operácie bude riadiť CB sa zabezpečí dodržiavanie cieľov menovej politiky. Spoločná mena si navyše vyžaduje jednotnú devízovú politiku.

- *Držba a spravovanie oficiálnych rezerv členských štátov*

Zámer držby devízových rezerv ČŠ je v dôsledku zabezpečenia dostatočnej likvidity ECB potrebná na devízové operácie. Držba a správa sa v súčasnosti vykonáva na základe decentralizovaného modelu.¹²³ Devízové rezervy ČŠ sú spravované národnými centrálnymi bankami, ktoré konajú na základe pokynov a súhlasu ECB.

- *Zabezpečenie plynulého fungovania platobných systémov*

V každej menovej oblasti potrebuje eurozóna takú infraštruktúru finančného trhu, ktorá dokáže zabezpečiť efektívny a bezpečný tok platieb a finančných nástrojov. Úloha ESCB je úzko prepojená s jeho povinnosťami v oblasti menovej politiky a finančnej stability. Zavedenie eura, globalizácia, ako aj väčšia finančná integrácia, spôsobili pretvorenie infraštruktúry euro platieb, smerujúcich k väčšej harmonizácii. Najväčší úspech bol dosiahnutý v oblasti konsolidácie platieb vysokej hodnoty, avšak podstatne nižší pokrok v harmonizácii bol zaznamenaný v oblasti post-tradingových služieb týkajúcich sa finančných nástrojov a taktiež v maloobchodných platobných službách.¹²⁴

Možno povedať, že úlohy ESCB a Eurosystemu sa prelínajú, ale v prípade Eurosystemu ako kolektívneho orgánu EMÚ sú spomenuté ešte ďalšie 2 funkcie:

- *zabezpečovanie konzultačných služieb legislatívnym orgánom v sfére finančného dohľadu,*
- *spracovávanie bankovej a menovej štatistiky.*¹²⁵

V rámci EMÚ sú jednotlivé funkcie rozdelené medzi ECB a národné centrálné banky. Z tohto dôvodu možno hovoriť o princípe centralizácie a decentralizácie. V prípade centralizácie sa jednotlivé úlohy prenechávajú na ECB ako vrcholný orgán Eurosystemu

¹²²EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Základne úlohy Eurosystemu*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: < http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_009.sk.html>

¹²³EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Základne úlohy Eurosystemu*. online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: < http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_009.sk.html>

¹²⁴EUROPEAN CENTRAL BANK. *The Eurosystem and the financial market in frastructure in the euro area*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: < <http://www.ecb.europa.eu/paym/intro/html/index.en.html>>

¹²⁵KOTLEBOVÁ, J. - CHOVANCOVÁ, B. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*, 2010, S.151-164

a ESCB. Na druhej strane na základe princípu decentralizácie sú jednotlivé úlohy prenechané na úroveň národných centrálnych bánk.¹²⁶

ECB vykonáva malý počet operácií v porovnaní s národnými centrálnymi bankami. Jej hlavnou úlohou je formulácia spoločnej monetárnej politiky a jej jednotná realizácia.

ECB je najvyšším orgánom Európskeho systému centrálnych bánk ako aj užšieho zoskupenia Eurosystemu. Riadi Európsku menovú úniu a v rámci tejto komplexnej role jej prináležia viaceré funkcie.

- *Formulácia politiky Eurosystemu*

Definovanie monetárnej politiky Eurosystemu má za úlohu v rámci ECB Rada guvernérov. Táto úloha ECB zahŕňa definíciu cenovej stability ako primárneho cieľa EMÚ a tiež analýzu inflačných rizík.¹²⁷ Hlavný cieľ monetárnej politiky je stanovený v článku 127 zmluvy o fungovaní Európskej únie, kde je ďalej spomenuté, že ESCB musí konať v rámci princípov otvoreného trhu a s voľnou súťažou.¹²⁸ Dosahovanie cenovej stability je kvantifikované ustanovené na úrovni miery inflácie blízkosti 2% v strednodobom horizonte. Rada guvernérov so zámerom splňať tento cieľ tak koná prostredníctvom menovej politiky založenej na princípe dvojpilierovej stratégie spomínanej v kapitole o monetárnej politike ECB a vykonávaním operácií.¹²⁹ Túto úlohu možno pokladať za najdôležitejšiu z celého komplexu funkcií ECB, a to z dôvodu splňania primárneho cieľa ako aj rozsahu nástrojov použitých na jeho dosahovanie.

Graf č.1 znázorňuje vývoj inflácie meranej v HICP indexe v období od roku 1991 do súčasnosti. Červená krivka znázorňuje vymedzenú hodnotu inflačného cieľa, ktorej dosahovanie tvorí primárnu úlohu v rámci monetárnej politiky ECB stanovenú článkom 105 zmluvy o EÚ z roku 1992. V roku 1990 sa začala budovať EMÚ a v tomto období možno na základe grafu sledovať najvyššiu mieru inflácie, ktorá sa pohybovala okolo hodnoty 4 - 4,5%, avšak v tomto období ešte nebol stanovený inflačný cieľ. V priebehu 90. rokov začala miera inflácie postupne klesať.

Od roku 1999 začala vykonávať svoju činnosť ECB, v období keď bola úroveň inflácie pod cieľovou hranicou 2%. Takmer 10 rokov sa úroveň inflácie držala na približne stanovených 2%. Zlom nastal v roku 2008 s príchodom krízy, ktorá vyvolala zvýšenie

¹²⁶KOTLEBOVÁ, J, SOBEK, O. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*, 2007, S.130-135

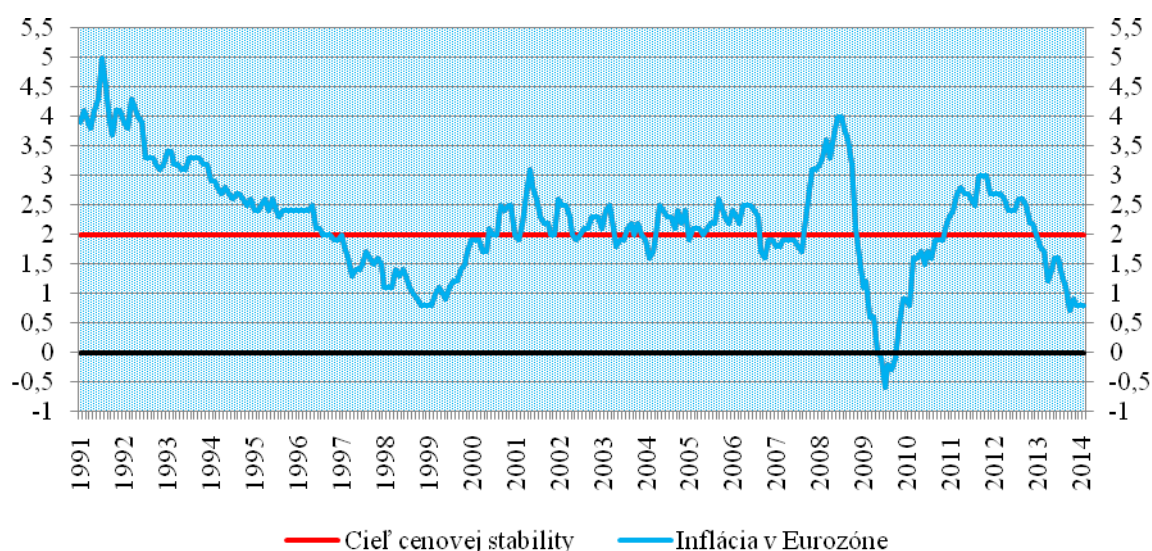
¹²⁷CENTRAL BANK OF IRELAND, *Facts*. [online] . [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.centralbank.ie/about-us/documents/ecb_facts_presentation.pdf>

¹²⁸LISBON TREATY. [online]. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206655%202008%20REV%207>>

¹²⁹EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Menová politika*. [online]. [cit.04.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sk.html>

inflácie na úroveň okolo 4%, reflektujúc výrazne zvýšenie cien energií a potravín.¹³⁰ Rok 2009 priniesol opačný vývoj miery inflácie, ktorej úroveň sa prepadla pod 0% a prvom kvartáli roku 2009 boli vykazované záporné hodnoty v podobe -0.6% v krajinách eurozóny.

Graf 1 Inflácia v eurozóne v období 1991-2014 (v % HICP)



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z
http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR

Prudký pokles inflácie bol zapríčinený prejavmi krízy, ktorá spôsobila napríklad zníženie výroby, prepúšťanie a obmedzenie investícií vo všetkých sektoroch.¹³¹ V súčasnosti možno pozorovať veľmi nízku infláciu na úrovni pod 1%. Začiatkom roku 2014 bola zaznamenaná inflácia 0,8%, čo predstavuje už trinásť mesiac po sebe pod inflačným cieľom ECB, čo naznačuje určité riziko deflácie v eurozóne.

Prognóza ECB ohľadom vývoja inflácie na tento rok predpokladá 1,1% rast cien a 1,1% rast na rok 2015, avšak tieto hodnoty stále predstavujú riziko novej deflácie v eurozóne. V tomto prípade úloha ECB predstavuje zníženie úrokovej miery, ktorú v rámci preventívneho opatrenia pred defláciou znížila ešte v októbri minulého roku na historické minimum 0,25%.¹³² Z uvedeného možno konštatovať, že dodržiavanie inflačného cieľa

¹³⁰EUROPEAN CENTRAL BANK, *Monthly Bulletin*, March 2008. [online].[cit.09.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200803en.pdf>>

¹³¹ING Investičné oddelenie: *Správa z finančných trhov*. [online].[cit.09.03.2014]. Dostupné na: <https://sk.ingfondy.eu/download/9063/2009_02_SKK_Makro.pdf>

¹³²SIELEWICZ, G.: *Čím viac ekonomika oživa, tým sme bližšie k defláci*. [online].[cit.09.03.2014]. Dostupné na: <https://sk.ingfondy.eu/download/9063/2009_02_SKK_Makro.pdf><http://finweb.hnonline.sk/rozhovory-125/cim-viac-ekonomika-oziva-tym-sme-blizsie-k-deflacii-605781>>

ako primárnej úlohy ECB na úrovni 2% bolo úspešné v prvej dekáde existencie ECB. S príchodom dlhovej krízy do eurozóny nastali výrazné výkyvy miery inflácie až k súčasnemu riziku deflácie, ktoré je spojené aj s predražovaním dlhov. Je to spôsobené tým, že relatívna hodnota peňazí rastie, ale tým rastie aj relatívna hodnota dlhu. Možno konštatovať, že splácanie dlhov sa takto stáva problematickejšie pre všetky subjekty, čo v prípade dlhovej krízy zhoršuje situáciu v eurozóne v problémovom období vysokých verejných dlhov. Ako už bolo spomenuté, ECB sa môže v tomto prípade uchýliť k zníženiu úrokových mier, otázne však ostáva, či by zníženie už takmer nulových úrokových mier malo nejaký dopad na ekonomiku eurozóny.

ECB má na riešenie tejto situácie k dispozícii aj netradičnejšie a radikálnejšie nástroje, akými sú zvýšenie nákupu aktív na voľnom trhu či implementácia záporných úrokových mier, alebo tiež devízové intervencie so zámerom devalvácie meny. Problémom v rámci eurozóny je aj heterogenita vo vývoji inflácie v jednotlivých krajinách eurozóny. Krajiny ako Rakúsko a Fínsko dodržiavajú inflačný cieľ na úrovni 2%, avšak krajiny ako Grécko a Cyprus nie.¹³³ Implementáciou spomenutých nástrojov možno konštatovať, že v prípade uplatnenia kvantitatívneho uvoľňovania peňazí by došlo k zvýšeniu peňažnej masy, a tým aj zvýšeniu cien a docieleniu inflácie. Extrémne riešenie v podobe záporných úrokových mier by znamenalo, že požíčať by sa mohlo nielen lacnejšie, ale dokonca dlžník by splácal menej, než by si požičal. Takýto krok ECB sa považuje za nepravdepodobný. Devalváciou meny by došlo k zníženiu cien exportov, a tým aj naštartovaniu ekonomiky v rámci eurozóny. V tejto situácii možno povedať, že ECB má zložitú situáciu vo výbere správnych nástrojov na dosiahnutie cenovej stability, avšak konať musí, lebo riziko deflácie v eurozóne by mohlo dlhovú krízu ešte predĺžiť.

- *Rozhodovanie o operáciách monetárnej politiky, jej monitoring a koordinácia*

Funkcia monitoringu a koordinácie operácií menovej politiky pozostáva vo vydávaní inštrukcií ECB národným centrálnym bankám s cieľom koordinácie operácií, pričom určuje čas, objem a dátum ich vykonania. Ďalej sa ECB sústreďuje na ich správnu realizáciu.¹³⁴ V rámci zasadnutia Rady guvernérov ECB dňa 06. marca 2014 rozhodla, že úrokové miery hlavných refinančných operácií ostanú na nezmenených 0,25%, jednoduchové refinančné operácie na úrovni 0,75% a jednoduchové sterilizačné operácie na úrovni

¹³³SIVÁK, R.: *Riziko deflácie si vyžaduje pozornosť eurobanky*. In *Hospodárske noviny*, 4.3.2014, s. 13

¹³⁴EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Organizácia. Úlohy Európskej centrálnej banky*. [online]. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sk.html>

0,00%.¹³⁵ Úloha monitoringu a koordinácie ECB zabezpečuje integritu Eurosystému akonzistentné rozhodnutia v rámci eurozóny. ECB v tomto prípade slúži ako centrum informácií o operačných postupoch, čím zabezpečuje aj kontrolu správnosti jednotlivých opatrení na decentralizovanej úrovni. ECB vydáva inštrukcie a pokyny národným centrálnym bankám eurozóny v podobe troch právnych predpisov: *usmernenia ECB, pokyny ECB a vnútorné rozhodnutia ECB*. Pokyny ako aj *usmernenia ECB* sú právne záväzné a súdne vynútiteľné, nakoľko ako predstavujúce súčasť práva EÚ sú nadradenými nad vnútroštátnou legislatívou. Ich dodržiavanie kontroluje Rada guvernérov za podpory Výkonnej rady. Rozdielnosť medzi usmerneniami a pokynmi spočíva v ich konkrétnosti. Usmernenia predstavujú len všeobecné pravidla pri výkone decentralizovaných operácií, pričom pokyny predstavujú konkrétne pravidlá a postupy pre národné centrálné banky vydávané Výkonnou radou. *Vnútorné rozhodnutia ECB* sa venujú hlavne organizačným a administratívnym veciam, medzi ktoré patrí emisia eurobankoviek, poskytovanie prístupu verejnosti k informáciám o ECB, či splácanie základného imania ECB.¹³⁶ V tomto prípade možno konštatovať, že úloha monitoringu a kontroly sa považuje za dôležitú úlohu ECB, nakoľko týmto spôsobom zabezpečuje integritu Eurosystému a monitoruje operácie na decentralizovanej úrovni.

- *Emisia bankoviek*

ECB má výlučnú právomoc vydať súhlas na emisiu bankoviek. Samotné národné centrálné banky sú síce legislatívne oprávnené emitovať eurobankovky, avšak až po súhlase ECB.¹³⁷ V tejto súvislosti je však potrebné spomenúť, že ECB nevykonáva úlohu fyzického sťahovania a emisie bankoviek. Túto povinnosť majú národné centrálné banky, nakoľko ECB sa nezapája do takýchto hotovostných transakcií, pretože na dané činnosti, akými sú distribúcia, spracovanie či uschovanie bankoviek nemá relevantné technické vybavenie. Na druhej strane na emisiu mincí sú oprávnené len štáty eurozóny. Ich činnosť a dohľad už nevykonáva ECB ale Európska komisia. V tejto oblasti úloha ECB spočíva v kontrole aktivít národných centrálnych bánk ako aj v podpore ďalšej harmonizácie hotovostných služieb v rámci eurozóny.¹³⁸ Ako sme už spomínali, súhlas na emisiu eurobankoviek vydáva ECB v podobe právneho predpisu, akým je vnútorné rozhodnutie ECB.

¹³⁵EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Tlačová správa*. [online] . [cit.11.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140206.sk.html>>

¹³⁶HANSPETER K. SCHELLER: *Európska Centrálna Banka*, 2006, s. 65-67

¹³⁷KOTLEBOVÁ, J, SOBEK, O.: *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*, 2007, S.130-135

¹³⁸EUROPEAN CENTRAL BANK: *Issuing banknotes*. [online].[cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/euro/html/index.en.html>>

- *Operácie na devízovom trhu*

Európska centrálna banka spolu s ESCB má stanovenú úlohu vykonávania devízových operácií podľa článku 219 ZFEÚ.

ECB môže intervenovať na devízovom trhu bez predchádzajúceho súhlasu eurozóny alebo ministrov financií EÚ. Môže vykonávať predaj aj nákup devíz sama, alebo tým poveriť národné centrálné banky eurozóny, poprípade inú zahraničnú banku, s ktorými má účty. Devízové operácie sú financované z rezerv ECB, ale aj devízovými swapmi či swapmi s inými centrálnymi bankami.¹³⁹ ECB vykonáva devízové intervencie so zámerom dodržania jej primárneho cieľa, ktorým je cenová stabilita. V prípade výkyvov v hodnote eura, ako aj deflačných či inflačných rizík, uplatňuje devízové operácie. Z tohto dôvodu môžeme úlohu devízových intervencií zhodnotiť ako veľmi významnú funkciu ECB.

- *Zabezpečenie fungovania platobných systémov a dohľad nad inštitúciami finančného trhu*

Európska centrálna banka zodpovedá za prevody peňazí v eurách medzi bankami, pričom spravuje systém T2-ECB, ktorý je súčasťou platobného systému TARGET2.¹⁴⁰ Výsledkom činnosti ECB v tejto oblasti je spustenie projektu SEPA (Single European Payment Area) od februára 2014, ktorý harmonizuje bezhotovostné platby v krajinách eurozóny, čím poskytuje rovnaké základné podmienky pre fyzické a právnické osoby bez ohľadu na krajinu, v ktorej je vedený bankový účet. Od februára 2014 sa nástroje SEPA používajú v rámci všetkých inkás a úhrad v rámci krajín eurozóny, ako aj medzi nimi. Od roku 2016 by mali nástroje SEPA prebrať aj iné krajiny, v ktorých nie je euro národnou menou.¹⁴¹ Úloha ECB v tejto oblasti zahŕňa aj dohľad nad inštitúciami finančného trhu. Táto problematika nabrala na význame hlavne z dôvodu dlhovej krízy v eurozóne.

Cieľom vykonávania dohľadu nad finančnými inštitúciami by mala byť kontrola platobných nástrojov a včasná identifikácia rizík a tiež ich prevencia.¹⁴² V súvislosti s touto skupinou úloh prevezme ECB novú úlohu dohľadu nad bankovým systémom

¹³⁹S.N. *How ECB currency intervention works*. [online]. [cit.15.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.dawn.com/news/614197/how-ecb-currency-intervention-works>>

¹⁴⁰EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Organizácia. Úlohy Európskej centrálnej banky*. [online].[cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sk.html>

¹⁴¹NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *SEPA*. [online]. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/platobne-systemy/sepa>>

¹⁴²S.n., *How ECB currency intervention work*. [online]. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.dawn.com/news/614197/how-ecb-currency-intervention-works>>

¹⁴²EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Organizácia. Úlohy Európskej centrálnej banky*. [online].[cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sk.html>

v spoločnom mechanizme dohľadu. V podmienkach dlhovej krízy sa problémy jednotlivých bánk prelievali aj do iných krajín, a tak v snahe zabezpečiť finančnú stabilitu, bezpečnosť a správne fungovanie európskeho bankového systému, bude vytvorená banková únia v rámci eurozóny.

Hlavným cieľom mechanizmu dohľadu je zníženie dopadov rekapitalizácie bánk na štátny rozpočet, inými slovami na daňových poplatníkov. Od vypuknutia krízy v roku 2008 daňoví poplatníci zaplatili na záchranu bánk 477 mld. eur. Zámerom bankovej únie je preniesť zodpovednosť za stav bánk na ich akcionárov, veriteľov a majiteľov nepoistených vkladov. V poslednom kroku by mal nastúpiť spoločný fond, ktorý ma byť vytvorený v rámci bankovej únie do roku 2026. Jeho hodnota by mala byť 55 mld. eur a má pozostávať z vkladov jednotlivých bánk.¹⁴³ Otázne však zostáva, či hodnota 55 mld. bude dostačujúca, keď od roku 2008 bolo vynaložených až 477 mld. na záchranu bánk, čím prichádzame k záveru, že sa záťaž štátnych rozpočtov úplne neodstráni.

Úloha ECB v rámci bankovej únie bude spočívať v priamom dohľade nad významnými bankami v spolupráci s príslušnými vnútroštátnymi orgánmi, ktoré budú dohliadať nad ostatnými úverovými inštitúciami. Súčasťou bankovej únie nebudú len banky eurozóny, ale aj banky krajín, ktoré ešte neprijali euro a rozhodli sa o spoluprácu v tejto oblasti.¹⁴⁴

Otázny ostáva aj začiatok funkcie bankovej únie, ktorý je naplánovaný na jeseň 2014,¹⁴⁵ avšak v podmienkach EÚ, ktoré vyžadujú zhodu názorov viacerých krajín je možné, že vytvorenie bankovej únie bude posunuté na neskorší termín.

Pozitívom bankovej únie by mohlo byť prinavrátenie dôvery na trh dlhopisov tým, že ECB bude vykonávať prísnu kontrolu nad investíciami a poskytovaním úverov jednotlivých bánk. Na druhej strane je možné, že banky pôjdu do morálneho hazardu v domnienke, že v prípade ťažkostí ich niekto zachráni, a tak by mohli nakupovať rizikové aktíva a znižovať podmienky pre poskytovanie úverov.

Úloha Európskej centrálnej banky bola pred vypuknutím finančnej krízy v Európe založená na monetaristickom koncepte centrálného bankovníctva, v rámci ktorého jej funkcia bola vyhradená na tzv. udržiavateľa spotrebiteľských cien. Inými slovami kontrolovala len stav inflácie a nevenovala pozornosť finančnej stabilite, hospodárskemu

¹⁴³DOSPIVA, J.: *Boj o trvalo udržateľný bankový sektor*. In TREND, s.7

¹⁴⁴EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Bankový dohľad*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.sk.html>>

¹⁴⁵LEHUTA, M. : *Banková únia veľmi nepomôže*. In TREND, s.13

rastu či nezamestnanosti.¹⁴⁶ Ako hovorí monetaristická teória, hlavná príčina hospodárskych problémov sú práve zásahy do ekonomiky, ktoré sú opodstatnené len v prípade regulácie množstva peňazí v obehu,¹⁴⁷ v tomto zmysle postupovala aj ECB do roku 2008. Postup ECB pred krízou možno vysvetliť aj na základe jej úzkeho mandátu, respektíve primárneho cieľa, ktorým je udržiavanie cenovej stability. Táto skutočnosť môže vysvetliť pomalšiu reakciu ECB na krízu v porovnaní s inými centrálnymi bankami veľkých ekonomík sveta, ktorých mandát je širší.

2.3.3. Porovnanie úloh ECB, FED, BOJ, BOE

So zámerom porovnania úloh ECB boli vybrané tri centrálné banky dôležitých svetových ekonomík. Tabuľka 5, ktorá sa nachádza v prílohách, porovnáva Európsku centrálnu banku s centrálnou bankou USA (Federal Reserve system, FED), Japonskou centrálnou bankou (Bank of Japan, BOJ) a centrálnou bankou Veľkej Británie (Bank of England, BOE) v troch kategóriách: mandáte, nezávislosti a zodpovednosti banky.

Ako možno vidieť najužší mandát z pomedzi vybraných bánk má práve ECB, ktorej primárnym a jediným cieľom je cenová stabilita. V prípade centrálnej banky USA je okrem cenovej stability monetárna politika zameraná aj na dosahovanie rastu a plnej zamestnanosti. Užší mandát možno pozorovať pri centrálnej banke Japonska, avšak v porovnaní s ECB ide o stále širšie vymedzenie cieľov monetárnej politiky. BOJ sa zameriava okrem cenovej stability aj na rozvoj a rast ekonomiky. Cenová stabilita bola taktiež primárnym cieľom centrálnej banky Veľkej Británie, avšak príchodom finančnej krízy bola zahrnutá aj nová úloha BOE v rámci monetárnej politiky a to udržiavanie finančnej stability.¹⁴⁸ Z uvedeného vyplýva, že Európska centrálna banka spomedzi najvýznamnejších centrálnych bánk má najobmedzenejší mandát, čo možno predpokladať, že bolo aj dôvodom pomalšej reakcie na dlhovú krízu, nakoľko ECB sa hlavne sústreďovala na úroveň inflácie v rámci EMÚ.

Druhá kategória je nezávislosť centrálnych bánk. Z hľadiska menovania do funkcií najvyšších rozhodovacích orgánov bánk v prípade ECB, FED aj BOJ sú členovia výkonnej

¹⁴⁶RICHTER, F.- WAHL, P.:*The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*“ [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf>

¹⁴⁷LISÝ, J.et.al.: *Ekonomía v novej ekonomike*, 2005,s.27

¹⁴⁸BANK OF ENGLAND. *The Bank's Financial Stability Role*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/default.aspx>>

rady, rady guvernérov a guvernéri najprv nominovaní a potom ich nominácia musí byť potvrdená ďalším orgánom štátu, v snahe zachovania personálnej nezávislosti. Dĺžka trvania mandátu členov najvyšších rozhodovacích orgánov je najdlhšia v prípade FED (14 rokov) a ECB (8 rokov). Spoločný znak FED a EBC je možnosť zotrvať vo funkcií najvyšších rozhodovacích orgánov len jedno funkčné obdobie. V prípade BOJ je viacnásobné znovuzvolenie možné a v rámci centrálnej banky Veľkej Británie môžu byť členovia najvyšších orgánov znovuzvolení len raz. Všetky štyri centrálné banky majú vysoký stupeň nezávislosti, avšak najvyššiu formu nezávislosti dosahuje Európska centrálna banka, túto skutočnosť možno potvrdiť zákazom poskytovania pôžičiek vládam.

V rámci kategórie zodpovednosti bánk voči orgánom štátu možno na základe tabuľky konštatovať, že každá centrálna banka musí predkladať ročné či polročné správy o svojej činnosti, taktiež jej členovia môžu byť kedykoľvek predvolaní na vypočúvanie. Z hľadiska stupňa zodpovednosti a transparentnosti činnosti možno považovať FED za centrálnu banku s najvyššími požiadavkami v tejto oblasti. Členovia Rady guvernérov FED ročne ako aj polročne podávajú správy o činnosti, čo v porovnaní s ECB je oveľa častejšie. Na ECB, BOJ a BOE majú vlády len laxné požiadavky čo sa týka zodpovednosti.

Zhrnutím porovnania ECB s ostatnými centrálnymi bankami FED, BOJ a BOE je možné konštatovať, že v dvoch ukazovateľoch sa ECB líši najviac. Prvým je úzky mandát, ktorý je zameraný na cenovú stabilitu a druhým je nezávislosť, ktorá je najprísnejšie z pomedzi centrálnych bánk, z dôvodu zákazu poskytovania pôžičiek vládam.

3 MODIFIKÁCIA ÚLOH ECB V OBDOBÍ DLHOVEJ KRÍZY

Globálna finančná kríza sa preniesla do Európy začiatkom roku 2008, avšak postupné zhoršovanie makroekonomických ukazovateľov bolo možné pozorovať už v roku 2007. Nasledujúce grafy ilustrujú zhoršujúcu sa situáciu v eurozóne od roku 2007 prostredníctvom jednotlivých Maastrichtských kritérií, ktorých referenčné hodnoty neboli dodržiavané. ECB dlho nereagovala na prejavy krízy, dokonca v júli roku 2008 zvýšila úrokové sadzby zo 4% na 4,25% ¹⁴⁹ s cieľom udržania cenovej stability ako primárneho cieľa. Jej monetaristický koncept menovej politiky sa dôsledkom krízy zmenil na keynesianský keď si ECB uvedomila, že predpokladá nesprávne, že finančné trhy sú efektívne a schopné sa regulovať sami.

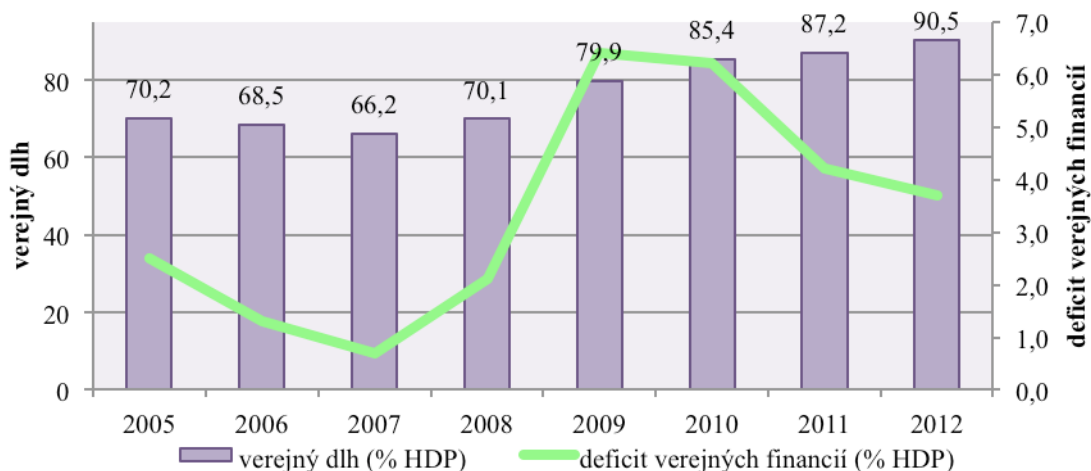
Graf č. 2 znázorňuje deficit verejných financií a verejný dlh meraný v percentách HDP. Ako možno vidieť, už od polovice roku 2007 dochádzalo k postupnému medziročnému zvyšovaniu deficitov verejných financií v krajinách eurozóny. Najvyšší deficit verejných financií z krajín eurozóny v tomto roku malo Grécko (6,5% HDP). Najvyšší deficit verejných financií, ako priemer jednotlivých krajín eurozóny, bol zaznamenaný v roku 2009, kedy dosahoval hodnotu 6,4% HDP, pričom Maastrichtské kritériá stanovujú úroveň deficitu na 3% HDP. V roku 2009 malo Grécko 15,7% deficit, nasledovalo ho Írsko s 13,7%, Španielsko s 11,1%, Portugalsko s 10,2%. Od konca roku 2010 síce medziročný deficit začal v eurozóne klesať, avšak stále nie je na úrovni určenej na základe Maastrichtskej zmluvy. Nielen v krajinách GIIPS (Grécko, Taliansko, Írsko, Portugalsko) došlo k nadmerným deficitom, ale aj vo Veľkej Británii, ktorá dosahovala v roku 2008 schodok verejných financií, ktorý tvoril 5% HDP a v ďalších rokoch sa len zvyšoval.

Akumulovaním jednotlivých medziročných deficitov dochádza k zvyšovaniu verejného dlhu. V grafe 2 možno pozorovať postupné zvyšovanie priemerného verejného dlhu od roku 2007 v krajinách eurozóny. V tom istom roku bolo síce zaznamenané menšie zlepšenie, to však bolo nasledované už len kontinuálnym narastaním verejného dlhu. K jeho rastu prispeli hlavne krajiny GIIPS, z ktorých práve grécky dlh dosahoval v roku 2010 až 120% HDP. Táto hodnota predstavuje dvojnásobok Maastrichtského kritéria verejného dlhu a tiež kritéria Paktu stability a rastu. V tejto fáze začali lídri eurozóny

¹⁴⁹ RICHTER, F.- WAHL, P.: „*The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*“[online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf>

uvažovať o spôsobe pomoci pre postihnuté krajiny, ktorý by bol v súlade s legislatívou, a teda aj Lisabonskou zmluvou. V mnohých prípadoch sú za postihnuté krajiny považované práve štáty GIIPS a je potrebné uviesť, že aj krajiny ako Nemecko, Francúzsko či Belgicko nespĺňali referenčnú hodnotu verejného dlhu 60% HDP.

Graf 2 Verejný dlh v eurozóne v rokoch 2005-2012 (v % HDP) a deficit verejných financií v rokoch 2005-2012 (v % HDP)



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

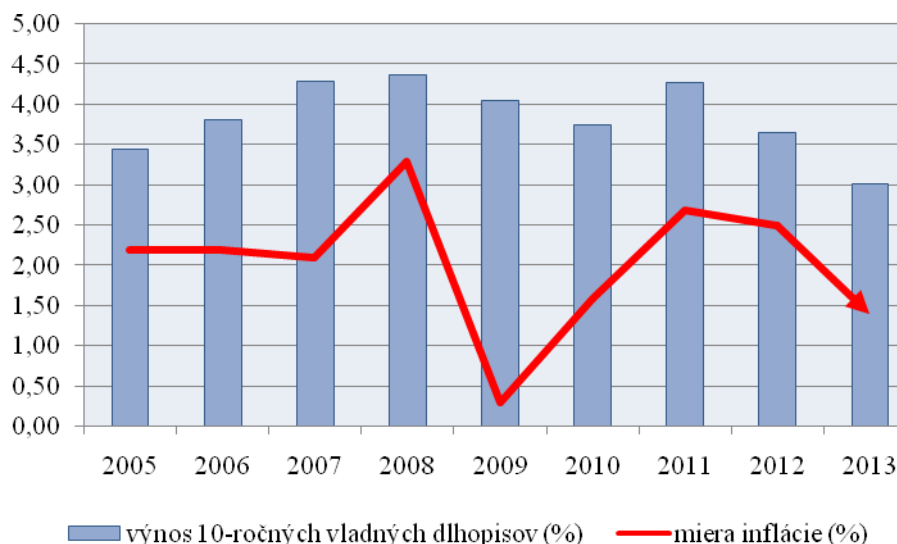
Ďalším maastrichtským kritériom je miera inflácie, ktorej udržiavanie blízko úrovne 2% je definované ako primárny cieľ monetárnej politiky eurozóny. Z tohto dôvodu možno konštatovať, že úroveň inflácie v krajinách eurozóny meraná v HICP bola pomerne konštantná s menším výkyvom v roku 2008 a 2009, ktorý má za následok zvyšovanie cien energií a potravín. Situácia ohľadom miery inflácie sa vyvíjala lepšie v krajinách eurozóny vďaka zásahom ECB, ktorá zvyšovaním úrokových mier prispela k cenovej stabilite. Avšak v súčasnosti, ako bolo spomenuté, musí čeliť deflačným rizikám.

Graf 3 opisuje výnosnosť 10-ročných vládnych dlhopisov. Tento ukazovateľ nám znázorňuje skutočnosť, že krajiny si začiatkom roku 2007 požičiavali drahšie. K predraženiu úverov dochádza znižovaním ratingov jednotlivých agentúr. Príkladom je Grécko, ktorému agentúra Fitch v roku 2009 znížila rating na BBB+, ktorý sa nachádza pod investičným pásmom, tak isto to v tomto roku agentúra Moody's, ktorá znížila rating Grécka na A2.¹⁵⁰ V tomto momente možno konštatovať, že sa krajiny dostávajú do

¹⁵⁰ S.n. Grécko - Grécka kríza a všetko, čo s ním súvisí. [online]. [cit.24.03.2014]. Dostupné na: <http://www.catl.sk/clanky/svet-okolo-nas/grecko---grecka-kriza-a-vsetko_-co-s-nim-suvisi-.html>

začarovaného kruhu, v ktorom sa snažia ich vysoký verejný dlh splácať pôžičkami, ktoré sa však predražujú zvyšujúcimi sa úrokmi na základe zhoršenia ratingov od ratingových agentúr.

Graf 3 Miera inflácie (v % HIPC) a výnos 10-ročných vládnych dlhopisov v eurozóne



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

Problém dlhovej krízy a nedisciplinovanosť v oblasti verejných financií možno hľadať v nejednotnej fiškálnej politike a tiež aj rozdielnosti v štruktúre ekonomík jednotlivých krajín eurozóny.

3.1 Reakcia ECB na dlhovú krízu

Reakcia centrálnych bánk na recesiú má podobu expanzívnej monetárnej politiky, ktorá spočíva vo vtláčaní peňažných zdrojov do ekonomiky, čím sa znižujú úrokové sadzby, ktoré majú zabezpečiť zvýšenie investičnej aktivity a spotreby, čo by malo naštartovať ekonomiku. Takúto podobu monetárnej politiky zaviedli aj významné svetové centrálné banky počas krízy, výnimkou nebola ani Európska centrálna banka.

Úroková sadzba jednotlivých kľúčových centrálnych bánk bola v roku 2007 v priemere na úrovni 5%. V súčasnosti však možno sledovať úroveň úrokových sadzieb jednotlivých významných centrálnych bánk na svojich historických minimách. Tabuľka 5 znázorňuje hodnoty úrokových sadzieb v období pred krízou a súčasné úrokové sadzby

najvýznamnejších centrálnych bánk sveta. Ako prvá banka, ktorá začala politiku nízkych úrokových sadzieb bola FED, ktorá k tomuto kroku pristúpila už v polovici roku 2007. Z tabuľky 5 možno vidieť, že úrokové sadzby FEDu sa už v roku 2008 dostali na úroveň 0,25%. V porovnaní s ECB to bolo významne skôr, nakoľko posledné zníženie úrokových sadzieb hlavných refinančných operácií ECB bolo v novembri minulého roku. ECB bola kritizovaná z dôvodu pomalšej reakcie na finančnú krízu, čo dokazuje aj skutočnosť, že v porovnaní s FEDom začala aplikovať expanzívnu monetárnu politiku až koncom roku 2008, kedy už úrokové sadzby FEDu boli na úrovni historického minima. Dokonca v lete roku 2008 ECB pristúpila k zvyšovaniu úrokových sadzieb, o 25 bázických bodov,¹⁵¹ z dôvodu inflačných tlakov, nakoľko v tomto období inflácia v eurozóne dosahovala úroveň okolo 4% (graf 1). Rovnaký krok vykonala ECB aj v júli roku 2009 a roku 2011, kedy zvýšila úrokové miery taktiež o 25 bázických bodov.¹⁵² Z uvedeného je možné konštatovať, že ECB v politike nízkych úrokových sadzieb nešla takým smerom ako FED, teda smerom kontinuálneho znižovania, ale úrokové sadzby tiež zvyšovala v období, kedy tak iné centrálné banky nerobili.

Tabuľka 5 Porovnanie úrokových sadzieb CB pred krízou a v súčasnosti

Centrálna banka	Úroková sadzba pred krízou v roku 2007	Súčasná úroková sadzba	Posledná zmena
ECB	4,00%	0,25%	07/11/2013 (-25bp)
FED	5,25%	0,25%	16/12/2008 (-75bp)
Bank of England	5,75%	0,50%	05/05/2009 (-50bp)
Bank of Japan	0,50%	0,10%	19/12/2009 (-20bp)
Swiss National Bank	2,75%	0,00%	03/04/2011 (-25bp)
Bank of Canada	4,50%	1,00%	08/09/2010 (+25bp)
Reserve bank of Australia	7,25%	2,50%	06/08/2013 (-25bp)
Reserve bank of New Zeland	8,25%	2,75%	13/03/2014 (-50bp)

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z: <http://www.actionforex.com/central-banks/>

Expanzívna menová politika ECB realizovaná znižovaním úrokových mier nepomohla k naštartovaniu ekonomiky v EMÚ. V tomto prípade možno hovoriť o tzv.

¹⁵¹EUROPEAN CENTRAL BANK, *Key ECB interest rates*. [online]. [cit.24.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>

¹⁵²EUROPEAN CENTRAL BANK, *Key ECB interest rates*. [online]. [cit.24.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>

pasci likvidity, kedy ani veľmi nízke až nulové úrokové sadzby nedokážu zvýšiť dopyt po peniazoch ani investičnú aktivitu v ekonomike.¹⁵³

S príchodom krízy do eurozóny došlo k zmrazeniu medzibankového trhu, pretože kvôli vzájomnej nedôvere si banky prestali požičiavať. Ich nedôvera spočívala v neistote, vyplývajúcej z nevedomosti o tom, ktorá banka vlastní aké množstvo rizikových aktív.

Z dôvodu nízkej likvidity na medzibankovom trhu pristúpila ECB v auguste roku 2007 k dodávaniu jednodňovej likvidity prostredníctvom doľadovacích operácií v rámci svojich štandardných nástrojov monetárnej politiky. V tomto prípade sa ECB snažila o oživenie medzibankového trhu, elimináciu volatility úrokových sadzieb ako aj zabráneniu premietnutia napätia na finančných trhoch do bankového sektora.¹⁵⁴

Ďalší krok, ku ktorému ECB pristúpila v roku 2009, bolo poskytovanie lacnej likvidity bankám eurozóny prostredníctvom ročných refinančných operácií za stabilnú úrokovú mieru 2%. Pre tento postup sa ECB rozhodla z dôvodu medzibankovej nestability, navzdory tomu, že úrokové sadzby ECB klesali a medzibankové sa im nedokázali prispôbiť. To vyústilo do stavu, kedy si banky nedokázali požičiavať navzájom, čo tlmilo možnosť ekonomiky EÚ sa opäť naštartovať. Vďaka tomuto postupu ECB boli banky eurozóny schopné získať neobmedzenú likviditu od Európskej centrálnej banky. V tomto prípade možno konštatovať, že ECB plnila funkciu peňažného trhu, ktorý poskytoval likviditu bankám eurozóny. Tento krok ECB opakovala aj v rokoch 2010, 2011 a 2012, avšak v týchto rokoch zakročila ešte radikálnejšie. Rozšírila portfólio cenných papierov, ktoré slúžili ako kolaterál pre banky v rámci refinančných operácií.¹⁵⁵ Môžeme konštatovať, že tento krok ECB mal aj opačný účinok, ktorým bolo zníženie ratingov jednotlivých krajín eurozóny pod investičné pásmo, čo viedlo k nepoužiteľnosti cenných papierov pri refinančných operáciách.

V decembri roku 2011 ECB ako odpoveď na rastúce napätie na finančných trhoch spustila 36-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO) pri úrokových sadzbách na úrovni priemerných hlavných refinančných operácií. Okrem toho prispela k opätovnému rozšíreniu kolatéralu bánk na základe zníženia požadovaného ratingu cenných papierov. K zvýšeniu množstva prostriedkov použiteľných ako zábezpeku pre banky ich ECB podporila aj znížením miery povinných minimálnych rezerv z 2% na

¹⁵³ LISÝ, J.et.al.: *Ekonomía v novej ekonomike*, 2005,s.517

¹⁵⁴EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Menová politika*. [online]. [cit.03.04.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.sk.html>

¹⁵⁵MEDVEĎ, J. et al. *Banky : história, teória a prax*, 2013.s.86-94

1%.¹⁵⁶ Spomenutými opatreniami ECB spôsobila dodanie neobmedzenej eurolikvidity na trh, ktorá sa vyšplhala až do objemu 1 bilióna eur.¹⁵⁷ Tento postup predstavoval kreditné uvoľňovanie peňazí za pomoci refinančných opatrení operácií ECB, ktorá požičiavala finančným inštitúciám, čím zabezpečovala likviditu na trhu. Pod tlakom krízy ECB pristúpila ku kvantitatívnemu uvoľňovaniu peňazí v podobe jednotlivých programov nákupu vládnych dlhopisov krajín periférie eurozóny, čím sa odklonila od svojho striktného monetaristického konceptu ku keynasianskému, ktorý uprednostňuje zásahy do ekonomiky.

3.1.1 Programy na nákup vládnych dlhopisov CBPP, SMP a OMT

Zhoršujúcou sa situáciou verejných financií v eurozóne Európska centrálna banka pristúpila k ďalším netradičným nástrojom. Príkladom bol *program CBPP (Covered Bonds Purchase Programme)*, ktorý spočíval v nákupe krytých dlhopisov so zámerom oživenia trhu s cennými papiermi. Tento program bol spustený v roku 2009 a ECB ho vykonávala v spolupráci s národnými centrálnymi bankami v stanovenej sume a stanovenom termíne, pričom v priebehu jedného roka ECB nakúpila cenné papiere v hodnote 60 mld. eur v časovom horizonte 12 mesiacov od 6. júla 2009.¹⁵⁸ V rámci programu CBPP sa celkovo nakupovalo 422 rôznych druhov dlhopisov, pričom 27% bolo nakupovaných na primárnom trhu a 73% na sekundárnom trhu so splatnosťou od troch do siedmich rokov. ECB stanovila 4 ciele, ktoré chcela docieľiť programom CBPP: prispieť k pokračujúcemu trendu znižovania úrokových sadzieb na peňažnom trhu, zabezpečiť uvoľnenejšie podmienky pre financovanie úverových inštitúcií a podnikov, podporiť úverové inštitúcie v rozširovaní a poskytovaní úverov klientom, zabezpečiť trhovú likviditu v dôležitých segmentoch súkromného trhu dlhopisov.¹⁵⁹ Napriek miernemu zlepšeniu situácie v eurozóne vďaka programu CBPP sa v eurozóne začal prehľbovať problém zadlženosti krajín periférie, čo viedlo k situácii, že dlhopisy týchto krajín neboli viac pre investorov atraktívne z dôvodu vyššieho rizika veriteľa, čím krajiny neboli schopné financovať svoje dlhy.

¹⁵⁶EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Menová politika*. [online]. [cit.03.04.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_011.sk.html>

¹⁵⁷MEDVEĎ, J. et al. *Banky : história, teória a prax.*, 2013, s.86-94

¹⁵⁸NÁRODNÁ CENTRÁLNA BANKA, *Implementácia menovej politiky eurosystému, devízové operácie a investičné aktivity pri správe devízových rezerv*. [online]. [cit.26.03.2014]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/SVK2010/VS10_kap02.pdf>

¹⁵⁹BEIRNE, J.: *The impact the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>>

Rada guvernérov ECB v roku 2010 rozhodla o začatí programu *SMP (Securities Market Programme)*, *Programu pre trhy s cennými papiermi*. Cieľom tohto programu bola stabilizácia trhu so štátnymi dlhopismi a ozdravenie transmisného mechanizmu ECB, ktorý slúži na ovplyvňovanie cenovej hladiny prostredníctvom úrokových sadzieb, so zámerom udržania cenovej stability ako primárneho cieľa ECB. Program SMP bol vyhlásený Radou guvernérov za dočasný, ale s vopred nestanoveným dátumom ukončenia ani objemom nakúpených dlhopisov. Od programu CBPP sa odlišoval procesom sterilizácie likvidity, ktorý na týždennej báze zabezpečoval, že objem prostriedkov, ktoré ECB použila na nákup vládnych dlhopisov Portugalska, Grécka, Španielska, Írska a Talianska získala späť z bánk v tom istom množstve v podobe úročenia vkladov.¹⁶⁰ ECB prostredníctvom tohto programu začala s masívnym nákupom dlhopisov, ktorého cieľom bolo zníženie ich výnosov. Nákupy prostredníctvom programu SMP začala ECB neskôr realizovať na decentralizovanej úrovni prostredníctvom národných centrálnych bánk. Začiatkom roku 2012 sa účinnosť programu SMP znižovala z dôvodu dlhodobej zadlženosti Grécka, ale aj iných krajín periférie. Táto skutočnosť spôsobovala opätovné zvyšovanie výnosov dlhopisov krajín GIIPS na historické maximá. Program SMP bol oficiálne ukončený v septembri 2012, kedy bol nový program nákupu dlhopisov *OMT (Outright Monetary Transactions)*, *Program priamych menových transakcií* ohlásený Radou guvernérov.¹⁶¹

Program OMT spočíva v priamom nákupe štátnych dlhopisov so splatnosťou od 1 do 3 rokov na sekundárnom trhu. Cieľom programu je zaistiť správne fungovanie transmisného mechanizmu ECB a odstránenie obáv investorov o nezvratnosti eura. Na rozdiel od programu SMP nie je obmedzený časovo ani objemovo. Rozdielnosť v spomenutých programoch je aj v naviazanosti OMT programu na prísne podmienky Európskeho nástroja finančnej stability (European Financial Stability Facility, EFSF) a Európskeho stabilizačného mechanizmu (European Stability Mechanism, ESM). Túto podmienku ECB stanovila s cieľom motivovať krajiny k potrebným rozpočtovým úpravám a štrukturálnym reformám. Tak, ako pri programe pre trhy s cennými papiermi, aj v rámci OMT programu je zavedený program sterilizácie likvidity.¹⁶² Rozhodnutie spustenia programu *Priamych monetárnych transakcií* vyvolalo kritiku a bolo považované za najkontroverzejšie rozhodnutie ECB za 15 rokov svojej existencie. Dôkazom je aj

¹⁶⁰BLACKSTONE, B.: *What does the ECB's 'Sterilization' program Do?*[online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/03/04/what-does-the-ecbs-sterilization-program-do/>>

¹⁶¹KOSTANJEVCOVÁ, L.: *Vývoj na trhoch štátnych dlhopisov a ich reakcia na programy priameho nákupu aktív ECB*. In BIATEC.s. 7-10

¹⁶²EURÓSPKA CENTRÁLNA BANKA, *Priame menové transakcie?*[online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.sk.html>

skutočnosť, že tento program nebol odsúhlasený v Rade guvernérov jednohlasne. Proti návrhu na spustenie OMT programu sa postavil prezident nemeckej Bundesbanky Jens Weidmann. Kritika Nemecka vyústila pred Európskym súdnym dvorom, kam poslal žiadosť Nemecký ústavný súd na preskúmanie, či program OMT spadá do mandátu ECB. V prípade pozitívneho rozsudku ESD v prospech ECB je ešte možné, že Nemecký ústavný súd rozhodne o neúčasti Nemecka na programe OMT.¹⁶³ Dôvodom nemeckej kritiky môže byť aj skutočnosť, že ECB je založená priamo na modely nemeckej Bundesbanky a z tohto dôvodu môže byť porušovanie mandátu citlivou záležitosťou Nemecka. Úsudok kritikov spočíva v skutočnosti, že ECB zašla programom OMT do oblasti fiškálnej politiky, ktorá nie je v jej právomoci. Je pravdepodobné, že neobmedzeným odkupovaním vládnych dlhopisov môže spôsobiť oneskorenie implementácie štrukturálnych reforiem vládami krajín periférie, z dôvodu menšieho tlaku trhu.¹⁶⁴ Inými slovami, krajiny periférie by v dôsledku nákupov dlhopisov prostredníctvom ECB financovali svoje dlhy lacnejšie, a tým by mohli stratiť záujem, respektíve potrebu zavedenia štrukturálnych reforiem.

Kritici ďalej tvrdia, že spustením programov SMP a OMT ECB porušuje článok 123 Lisabonskej zmluvy, ktorý hovorí o zákaze poskytovania úverov vládnym alebo úniovým inštitúciám, avšak ako bolo vysvetlené v kapitole 2, tento článok hovorí o priamom nákupe, teda nákupe na primárnom trhu, ktorý ECB nevykonáva. Možno však oponovať, že ide o financovanie vlád a v konečnom dôsledku ECB financuje vlády krajín periférie nákupom ich dlhopisov.

3.1.2 Vplyv na financovanie verejných dlhov krajín eurozóny

Cieľom spustenia programov na odkupovanie dlhopisov krajín periférie je umožniť refinancovanie pri nižších nákladoch, a tým zníženie zadlženosti krajín, ktoré je najmarkantnejším problémom krízy v eurozóne. Nákup dlhopisov ECB spôsobuje vyšší dopyt, čím sa zabezpečuje zníženie ich výnosov a tak sa uľahčuje financovanie vládnych dlhov krajín GIIPS. Otázne však zostáva, či tieto programy reálne napomohli k zníženiu výnosnosti dlhopisov krajín GIIPS. Danú hypotézu sa budeme snažiť overiť na základe regresnej analýzy. Na preskúmanie sme si vybrali údaje nákupov dlhopisov v rámci

¹⁶³ZÁBORSKÝ, Ján, *ECB pred súdom*. In TREND, s.9

¹⁶⁴SIEKMANN,H.-WIELAND,V. *The European Central Bank's Outright Monetary Transactions and the Federal Constitutional Court of Germany*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/pdf/WP_71.pdf>

programu SMP (Securities Market Programme), ktorý bol spustený v máji 2010 a ukončený v roku 2012. Počas trvania SMP programu boli nakupované dlhopisy s 2, 5, a 10 ročnou splatnosťou. Pre účel danej regresie boli použité dáta päťročných dlhopisov, ako stredná reprezentatívna vzorka. Priemerné výnosy päťročných dlhopisov krajín PIIGS boli identifikované ako závislá premenná Y. Za nezávislú premennú X sme si stanovili priemerné denné nákupy dlhopisov Európskou centrálnou bankou počas programu SMP. V regresnej analýze sú použité údaje za obdobie od 14. mája 2010 do 12. marca 2012, s určitými medzerami, ktoré predstavujú obdobia, keď ECB nenakupovala vôbec dlhopisy. Z dôvodov reštrukturalizácie gréckeho dlhu v marci 2012, po tomto období už neboli dostupné údaje pre 5-ročné dlhopisy Grécka. Celkovo bol model aplikovaný v období 434 dní, počas ktorých bol vykonávaný nákup dlhopisov Európskou centrálnou bankou.

Tabuľka 6 Regresná analýza vplyvu nákupov 5-ročných dlhopisov krajín GIIPS počas SMP programu na ich výnosnosť

Koeficient determinácie	0,043257241	
Významnosť F	1,25264E-05	
Počet pozorovaní	434	
<i>Premenné</i>	<i>koeficienty</i>	<i>P-hodnota</i>
Lokujúca konštanta	1,958663001	6,3083E-227
Priemerné výnosy GIIPS	0,00156248	1,25264E-05

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z NBS

Regresnou analýzou sme dospeli k záveru, že existovala nízka závislosť medzi objemom nákupu 5-ročných dlhopisov a ich výnosnosťou u krajín GIIPS (tabuľka 6). Podľa modelu je závislosť medzi spomínanými dvoma premennými približne 4% (koeficient determinácie), čo predstavuje veľmi nízky stupeň závislosti. Model možno pokladať za štatisticky významný nakoľko koeficient významnosti vyšiel nižší ako 5%. Paradoxom modelu je jeho výsledok. V danej regresnej analýze sme dospeli k záveru, že pri rôznom objeme nákupu dlhopisov sa ich výnosnosť nielen nezníži, ale dokonca dochádza k miernemu nárastu. Z tohto hľadiska musíme hypotézu zníženia výnosnosti na základe nákupu dlhopisov počas programu SMP zamietnuť.

Odborná verejnosť sa v názoroch na efekt programu SMP rozchádza. Mnohí pripisujú programu, ktorý spustila ECB negatíva hlavne v oblasti absencie kvantifikácie hraníc na spustenie intervencií ECB na dlhopisovom trhu. Negatívom je taktiež

nedostatočná transparentnosť programu, čo spôsobu nárast tlaku na dlhopisovom trhu. Taktiež nepresný rámec vytvára priestor na špekulatívne útoky. Ďalšou nevýhodou je skutočnosť, že ECB je jediným subjektom, ktorý mohol stabilizovať situáciu na trhu.¹⁶⁵ Možno však predpokladať, že v prípade nezavedenia SMP programu by mohlo dôjsť ešte k vyšším výnosom vládnych dlhopisov periférnych krajín.

Ako už bolo spomenuté, pomalšiu reakciu ECB na dlhovú krízu možno vysvetliť jej úzkym mandátom a monetaristickým konceptom menovej politiky, ktorá uprednostňuje zásahy len v oblasti cenovej stability. Dlhová kríza ukázala, že tento koncept monetárnej politiky v období finančných problémov nie je vhodný. ECB v snahe pomôcť postihnutým krajinám, sa musela odkloniť od svojho striktného monetaristického konceptu. So zreteľom na spomenuté sa naskytuje otázka rozšírenia mandátu ECB zahrňujúc aj makroekonomickú stabilitu. Makroekonomická regulácia by však znamenala výrazné zvýšenie právomocí ECB, oproti súčasnemu mandátu.

Zvýšenie právomocí ECB by znamenalo taktiež zahrnutie tejto zmeny do legislatívy EÚ. Rozšírená úloha ECB by priniesla flexibilitu a pragmatizmus do reakcií na finančnú krízu, na druhej strane by prispela k väčšej právomoci predstaviteľov ECB, ktorá by mohla byť zneužitá.

V súlade so spomenutým treba mať na zreteli, že EMÚ tvoria štáty heterogénne s odlišnou veľkosťou, ako aj rastom ekonomiky a taktiež vlastnou fiškálnou politikou. Práve nedisciplinovanosť v oblasti fiškálnej politiky je príčinou vysokých vládnych dlhov krajín eurozóny. ECB vplyvom krízy prebrala nový koncept centrálného bankovníctva, ktorý je vedený intervenciami prostredníctvom jednotlivých programov na nákup vládnych dlhopisov, avšak tento postup je zásah už do fiškálnej oblasti, ktorú ECB nemá vo svojej právomoci. Z tohto dôvodu by mohla v budúcnosti menovej únii pomôcť fiškálna únia ako aj už plánovaná banková únia.

¹⁶⁵KOSTANJEVCOVÁ, L. *Vývoj na trhoch štátnych dlhopisov a ich reakcia na programy priameho nákupu aktív ECB*. In BIATEC.s. 7-10

ZÁVER

Primárnym cieľom diplomovej práce bolo klasifikovanie úloh a postavenia Európskej centrálnej banky v Európskej menovej únii. Pre naplnenie tohto cieľa boli stanovené parciálne ciele na úrovniach jednotlivých kapitol.

Budovanie Európskej menovej únie nebolo jednoduchým procesom. Od začiatku integračných iniciatív v 50. rokoch 20. storočia vznikali rôzne plány na realizáciu hospodárskej a menovej únie. Najvýznamnejšie z nich Wernerov a Delorsov plán vytvorili základ pre súčasnú Európsku menovú úniu. Proces budovania menovej únie bol rozdelený do troch etáp. V záverečnej fáze, od 1. januára 2002 bola zavedená spoločná mena euro pre hotovostný styk v dvanástich ČŠ a v rovnakom čase nastala aj zámena národných bankoviek a mincí za eurobankovky a euromince. Prechodom na spoločnú menu euro došlo k vytvoreniu Hospodárskej a menovej únie. Prechodom na spoločnú menu euro došlo k prirodzenému dobudovaniu jednotného trhu a dokončeniu Hospodárskej a menovej únie, ktorú nemožno považovať za finálne štádium v rámci európskej integrácie. HMÚ možno pokladať za asymetrický model. Fiškálna politika zostala v kompetencii jednotlivých členských štátoch, zatiaľ čo v menovej oblasti sa ČŠ vzdali svojej menovej politiky, za ktorú prevzala zodpovednosť Európska centrálna banka. ECB sa tak stala ústredným orgánom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) ako aj Eurosystému.

Európska centrálna banka bola založená v poslednej etape HMÚ ako nástupca Európskeho menového inštitútu 1. júna 1998 a podľa medzinárodného verejného práva jej bola priznaná právna subjektivita. Hoci vznikla už v júni 1998, jej činnosť začala až 1. 1. 1999. V prvej fáze výkonu svojej funkcie ECB preberala úlohy EMI, spolu s jeho aktívami a pasívami. Hoci sa Maastrichtská zmluva zaoberá detailným opisom ECB, nezaoberá sa praktickým vykonávaním monetárnej politiky ani rozdelením úloh medzi jednotlivé štátne banky členských štátov. Z legislatívneho hľadiska ECB nebola Maastrichtskou zmluvou zaradená medzi inštitúcie EÚ.

Postavenie ECB v EÚ možno definovať ako najvyšší orgán monetárnej politiky EÚ, ktorý stojí na čele Eurosystému, ako aj Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB). Medzi najdôležitejšie rozhodovacie a riadiace orgány Európskej centrálnej banky patria: Rada guvernérov, Výkonná rada a Generálna rada. Ich úlohou je prijímať rozhodnutia a následne ich plniť, čo v konečnom dôsledku zahŕňa uplatňovanie a prijímanie jednotlivých postupov vedúcich k ich dodržiavaniu, ako aj zavedenie operácií menovej politiky ECB.

Európska centrálna banka je definovaná ako centrum rozhodovania ESCB a Eurosystému. Jej rozhodovacie orgány primajú rozhodnutia v oblasti menovej politiky a taktiež samotného fungovania ECB.

Hlavným cieľom ECB stanoveným Maastrichtskou zmluvou je udržanie cenovej stability na úrovni 2 % HICP. Rada guvernérov so zámerom spĺňať tento cieľ tak koná prostredníctvom menovej politiky založenej na princípe 2-pilierovej stratégie. V súčasnosti musí Európska centrálna banka bojovať proti deflačným tlakom. K dispozícii má netradičnejšie a radikálnejšie nástroje, akými sú zvýšenie nákupu aktív na voľnom trhu či implementácia záporných úrokových mier, alebo tiež devízové intervencie so zámerom devalvácie meny.

Okrem implementovania monetárnej politiky ECB má v rámci EMÚ aj iné úlohy, akými sú: *riadenie devízových operácií podľa ustanovení článku 219 ZFEU, držba a spravovanie oficiálnych rezerv členských štátov, spracovávanie bankovej a menovej štatistiky, zabezpečovanie plynulého fungovania platobných systémov a dohľad nad inštitúciami finančného trhu*. V súvislosti s úlohou dohľadu nad inštitúciami finančného trhu, prevezme ECB novú úlohu dohľadu nad bankovým systémom v spoločnom mechanizme dohľadu. V podmienkach dlhovej krízy sa problémy jednotlivých bánk prelievali aj do iných krajín, a tak v snahe zabezpečiť finančnú stabilitu, bezpečnosť a správne fungovanie bankového systému v EÚ, bude vytvorená banková únia v rámci eurozóny. Hlavným cieľom mechanizmu dohľadu je zníženie dopadov rekapitalizácie bánk na štátny rozpočet, inými slovami na daňových poplatníkov. Od vypuknutia krízy v roku 2008 daňoví poplatníci zaplatili na záchranu bánk 477 mld. eur. Zámerom bankovej únie je preniesť zodpovednosť za stav bánk na ich akcionárov, veriteľov a majiteľov nepoistených vkladov. Úloha ECB v rámci jednotného mechanizmu dohľadu bude spočívať v priamom dohľade nad významnými bankami v spolupráci s príslušnými vnútroštátnymi orgánmi, ktoré budú vykonávať dohľad nad ostatnými úverovými inštitúciami.

Špecifickosť postavenia ECB odráža aj jej komparácia s ostatnými centrálnymi bankami významných ekonomík sveta. Európska centrálna banka má v porovnaní s BOJ, FED a BOE najužší mandát, ktorý tvorí primárny cieľ cenovej stability. Na druhej strane ECB má stanovený najvyšší stupeň nezávislosti, ktorý je potvrdený zákazom poskytovania pôžičiek vládam ČŠ.

Globálna finančná kríza a reakcia na ňu zo strany ECB, priniesla zmenu v koncepte postavenia Európskej centrálnej banky. Jej monetaristický koncept menovej politiky sa dôsledkom krízy zmenil na keynesiansky, keď si ECB uvedomila, že predpokladá

nesprávne, že finančné trhy sú efektívne a schopné sa regulovať sami. Reakciu ECB na dlhovú krízu v Európe možno považovať za pomalú. V čase keď iné centrálné banky už znižovali úrokové sadzby, ECB pristúpila k zvyšovaniu svojich úrokových sadzieb.

Napriek neskoršej expanzívnej monetárnej politike ECB, vedenej znižovaním úrokových mier nedošlo k naštartovaniu ekonomiky v EMÚ. V tomto prípade možno hovoriť o tzv. pasci likvidity, kedy ani veľmi nízke až nulové úrokové sadzby nedokážu zvýšiť dopyt po peniazoch ani investičnú aktivitu v ekonomike. Nedôvera v medzibankovom sektore, zapríčinila nedostatok likvidity, na ktorý ECB zareagovala dodávaním jednodňovej likvidity prostredníctvom dolad'ovacích operácií v rámci svojich štandardných nástrojov monetárnej politiky. V tomto prípade sa ECB snažila o oživenie medzibankového trhu, elimináciu volatility úrokových sadzieb, ako aj zabrániť premietnutiu napätia na finančných trhoch do bankového sektora. Ďalší krok ECB, ktorý viedol k zvyšovaniu likvidity v bankovom sektore, bolo spustenie ročných refinančných operácií za stabilnú úrokovú mieru 2%. Vďaka tomuto postupu ECB boli banky eurozóny schopné získať neobmedzenú likviditu od Európskej centrálnej banky. V tomto prípade možno konštatovať, že ECB plnila funkciu peňažného trhu, ktorý poskytoval likviditu bankám eurozóny. Tento krok ECB opakovala aj v rokoch 2010, 2011 a 2012, avšak v týchto rokoch zakročila ešte radikálnejšie. Rozšírila portfólio cenných papierov, ktoré slúžili ako kolaterál pre banky v rámci refinančných operácií. Môžeme konštatovať, že tento krok ECB mal aj opačný účinok, ktorým bolo zníženie ratingov jednotlivých krajín eurozóny pod investičné pásma, čo viedlo k nepoužiteľnosti cenných papierov pri refinančných operáciách.

Eskaláciou napätia v eurozóne sa ECB rozhodla pristúpiť k netradičnejším nástrojom prostredníctvom programov na nákup dlhopisov. Európska centrálna banka spustila v roku 2009 *program CBPP (Covered Bonds Purchase Programme)* so zámerom oživenia trhu s cennými papiermi. Program bol vedený ECB v spolupráci s národnými centrálnymi bankami, pričom v priebehu jedného roka ECB nakúpila cenné papiere v hodnote 60 mld. eur. V rámci programu CBPP boli stanovené štyri ciele, ktoré chcela docieľiť programom CBPP: prispieť k pokračujúcemu trendu znižovania úrokových sadzieb na peňažnom trhu, zabezpečiť uvoľnenejšie podmienky pre financovanie úverových inštitúcií a podnikov, podporiť úverové inštitúcie v rozširovaní a poskytovaní úverov klientom, zabezpečiť trhovú likviditu v dôležitých segmentoch súkromného trhu dlhopisov. V roku 2010 bol spustený ďalší program *SMP (Securities Market Programme)*, ktorého cieľom stabilizácia trhu so štátnymi dlhopismi a ozdravenie transmisného

mechanizmu ECB. Od programu CBPP sa odlišoval procesom sterilizácie likvidity, ktorý na týždennej báze zabezpečoval, že objem prostriedkov, ktoré ECB použila na nákup vládnych dlhopisov Portugalska, Grécka, Španielska, Írska a Talianska získala späť z bánk v tom istom množstve v podobe úročenia vkladov. V záverečnej práci sme chceli overiť na základe údajov o nákupe dlhopisov prostredníctvom programu SMP a údajov o výnosnosti dlhopisov krajín PIIGS, efektívnosť tohto programu. Z uvedených údajov na základe regresnej analýzy sme sa dopracovali k výsledku nízkej závislosti medzi objemom nákupov a výnosmi dlhopisov krajín PIIGS, z čoho vyplýva skutočnosť, že program SMP nebol veľmi užitočný v boji proti dlhovej kríze v eurozóne.

Európska centrálna banka sa aj napriek neúspechu SMP programu rozhodla spustiť nový program *OMT (Outright Monetary Transactions)*. Tento program má podobnú úlohu ako predchádzajúci program s tým rozdielom, že nie je časovo, ani objemovo obmedzený a je naviazaný na EFSF/ESM. Rozhodnutie spustenia programu *Priamych monetárnych transakcií* vyvolalo kritiku a bolo považované za najkontroverznejšie rozhodnutie ECB za 15 rokov jej existencie. Dôkazom je aj skutočnosť, že tento program nebol odsúhlasený v Rade guvernérov jednohlasne. Proti návrhu na spustenie OMT programu sa postavil prezident nemeckej Bundesbanky Jens Weidmann. Kritika Nemecka vyústila pred Európskym súdnym dvorom, kam poslal žiadosť Nemecký ústavný súd na preskúmanie, či program OMT spadá do mandátu ECB. V prípade pozitívneho rozsudku ESD v prospech ECB je ešte možné, že Nemecký ústavný súd rozhodne o neúčasti Nemecka na programe OMT.

Pomalšia reakcia ECB na krízu, ako aj zavádzanie programov na nákup vládnych dlhopisov vytvárajú otázku rozšírenia právomoci ECB zahrňujúc aj makroekonomickú stabilitu. Zvýšenie právomoci ECB by však znamenalo taktiež zahrnutie tejto zmeny do legislatívy EÚ a mohlo by narušiť nezávislosť ECB.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Zoznam bibliografických zdrojov

- [1] BENNS, Frank Lee, SELDON, Mary Elisabeth. 1971. *Europe 1939 to the Present*. MEREDITH CORPORATION.USA., 1971, 552s. ISBN: 390-08429-8
- [2] DĚDEK, Oldřich. 2008. *Historie evropské měnové integrace : od národních měn k euru*. Praha : C. H. Beck, 2008. 260 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-076-8
- [3] EUROPEAN CENTRAL BANK. 2004. *The Monetary Policy of ECB*. 2004. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. 126 s. ISBN 92-9181-479-2
- [4] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: 2006. *Eurosystém, Európský Systém Centrálnych Bánk*. Frankfurt am Main: Európska Centrálna Banka, 2006. 34 s. ISBN 92-9181-946-
- [5] CHOWN, John. 2003. *A History of monetary unions*. London : Routledge,. Routledge international studies in money and banking. 2003. 369 s. ISBN 0-415-27737-X.
- [6] IVANIČOVÁ, Zlatica - KUNOVÁ, Vlasta. 2006. *Európska menová únia : štúdie a texty*. Banská Bystrica : Právnická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici, 2006. 348 s. ISBN 80-8083-266-8
- [7] KÖNIG, Petr - LACINA, Lubor - PŘENOSIL, Jan. 2006. *Učebnice evropské integrace*. Brno : Barrister & Principal, 2006. 414 s. Studium. ISBN 80-7364-022-8
- [8] KOSÍR, Igor et al. 2008. *Politiky Európskej únie: teória, história, prax a perspektíva*. Banská Bystrica : Fakulta politických vied a medzinárodných vzťahov UMB, 2008. 245 s. ISBN 978-80-8083-551-4
- [9] KOTLEBOVÁ, Jana - CHOVANCOVÁ, Božena. 2010. *Medzinárodné finančné centrá : zmeny v globálnej finančnej architektúre*. Bratislava : IURA EDITION, 2010. 484 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-299-3
- [10] KOTLEBOVÁ, Jana - SOBEK, Otto. 2007. *Menová politika : stratégie, inštitúcie a nástroje*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 317 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-092-0.
- [11] KOTLEBOVÁ, Jana. 2006. *Medzinárodné finančné centrá*. 2. preprac. a dopln. vyd. Bratislava : IURA EDITION, 2006. 303 s. Ekonómia. ISBN 80-8078-109-5
- [12] LACINA Lubor. et al. :2007, *Měnová integrace. Náklady a přínosy členství v měnové unii*. 1. Vydanie. Praha, EKON. 2007. 538s. ISBN 978-80-7179-560-5
- [13] LIPKOVÁ, Ludmila.et.al : 2011 *Európska Únia*. Bratislava: Sprint dva, 2011, 446s. ISBN: 978-80-89393-33-6
- [14] LISÝ, Ján et al. 2007. *Ekonómia v novej ekonomike*. 2. preprac. a dopln. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2007. 634 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-164-4

- [15] MARKOVÁ, Jana. 2002. *Mezinárodní měnové instituce*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2002. 251 s. ISBN 80-245-0431-6.
- [16] MEDVEĎ, Jozef et al. 2013. *Banky : história, teória a prax*. 2. aktual., obsahovo a vecne preprac. a rozšír. vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. 649 s. ISBN 978-80-89393-84-8
- [17] MERCIER, Paul – PAPADIA, Francesco. 2011. *The Concrete Euro*. Oxford University Press, 2011, 373s. ISBN: 978-0-19-955752-3
- [18] POLOUČEK, Stanislav. 2010. *Peniaze, banky, finančné trhy*. Iura Ed., 2010. ISBN 97880783051
- [19] RAIS, Karel - DRDLA, Miloš. 1999. *Evropská integrace a bankovníctví*. Praha: Computer Press, 1999. 133 s. Business books. ISBN 80-7226-211-4
- [20] SCHELLER, Hanspeter, K. 2006, *Európska Centrálna Banka*. 2.vyd. Frankfurt nad Mohanom, 2006. 229s. ISBN 978-92-899-0357-8
- [21] SIPKO, Juraj. 1999. *Európska menová únia a euro*. Bratislava : Elita, 1999. 427 s. ISBN 80-8044-061-1
- [22] SOBEK, Otto - ZIMKOVÁ, Emília. 2011. *Menová teória a politika*. Banská Bystrica : Univerzita Mateja Bela, Ekonomická fakulta v Banskej Bystrici, 2011. 227 s. ISBN 978-80-557-0137-0
- [23] ŠIKULOVÁ, Ivana. 2006. *Konvergencia v procese európskej menovej integrácie*. Bratislava : Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, 2006. 149 s. ISBN 80-7144-155-4.
- [24] THE MONETARY POLICY OF ECB: 2004. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. 126 s. ISBN 92-9181-479-2
- [25] ZIMKOVÁ, Emília. 2009. *Bankovníctvo*. Banská Bystrica : Univerzita Mateja Bela, Ekonomická fakulta v Banskej Bystrici, 2009. 283 s. ISBN 978-80-8083-801-0
- [26] ZIMKOVÁ, Emília. 2008. *Európsky systém centrálnych bánk - inštitúcie, ciele, nástroje*. Banská Bystrica : Univerzita Mateja Bela, Ekonomická fakulta v Banskej Bystrici : OZ Ekónómia, 2008. 102 s. ISBN 978-80-8083-599-6.

Zoznam zdrojov z vedeckých a odborných časopisov

- [1] CIURIAK, Dan.: *Is the European Exchange Rate Mechanism a Model for East Asia?* In ASIAN AFFAIRS: AN AMERICAN REVIEW. ISSN: 0092-7678, 2003, roč. 30, č.1, s. 32
- [2] DOSPIVA, Ján. *Boj o trvalo udržateľný bankový sektor*. In TREND, ISSN 1335-0684, 2013, č.50-51, roč.23, s.116
- [3] KOSTANJEVCOVÁ, Lucia. *Vývoj na trhoch štátnych dlhopisov a ich reakcia na programy priameho nákupu aktív ECB*. In BIATEC, 2012. ISSN 1335-0900, December 2012, roč. 20, č. 10, s.33
- [4] LEHUTA, Michal. *Banková únia veľmi nepomôže*. In TREND, ISSN 1335-0684, 2014, č.1, roč.24, s.66
- [5] PÉNZEŠ, Peter. *K pôsobnosti ECB v oblasti regulácie a dohľadu nad obozretným podnikaním finančných inštitúcií pred návrhom na vytvorenie bankovej únie*. In BIATEC. ISSN13350900, 2012, roč. 20, č. 8, s.34

- [6] SIPKO, Juraj: *Prečo existuje menová nestabilita?*. In BIATEC. ISSN 1335 – 0900, 2010, roč.18, č.10, s.33
- [7] SIVÁK, Rudolf, *Riziko deflácie si vyžaduje pozornosť eurobanky* .In *Hospodárske noviny*, roč.23, 4.3.2014,č.43, s. 35
- [8] TÁNCOŠOVÁ, Silvia - TÁNCOŠOVÁ, Judita. *Európska centrálna banka - ciele a nástroje menovej politiky*. In BIATEC, ISSN 1335-0900, 2004, roč. 12, č. 5, s. 33

Zoznam internetových zdrojov

- [1] BANK OF ENGLAND. *The Bank's Financial Stability Role*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/default.aspx>>
- [2] BEIRNE, John.: *The impact the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>>
- [3] BLACKSTONE, Brian, *What does the ECB's 'Sterilization' program Do?* [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/03/04/what-does-the-ecbssterilization-program-do/>>
- [4] CENTRAL BANK OF IRELAND, *Facts*. . [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.centralbank.ie/about-us/documents/ecb_facts_presentation.pdf>
- [5] DANESCU, Elena Rodica. *'The Werner Report and the Delors Report', in A rereading of the Werner Report of 8 October 1970 in the light of the Pierre Werner family archives*. Sanem: CVCE, 2012. [online]. [cit.27.08.2013]. Dostupné na: <http://www.cvce.eu/content/publication/2012/4/5/72dae01a-6f2f-4b00-8caa-ba66db14dcac/publishable_en.pdf>
- [6] DUCAN, Eric, *Legalizing European Central Bank Bond Purchases: how the ECB can Protect Its Own Legitimacy and the Future of the Euro*. [online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.questia.com/library/journal/1P3-3048672291/legalizing-european-central-bank-bond-purchases-how>>
- [7] ĎURIŠOVÁ, Viera, *Euro sa začne používať v bezhotovostných platbách už o päť mesiacov*. [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-/cislo-August/euro-sa-zacne-pouzivat-v-bezhotovostnych-platbach-uz-o-paet-mesiacov.html>>
- [8] EUROACTIV, *Pakt stability a rastu* [online]. [cit.21.01.2014]. Dostupné na: <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/zoznam_liniek/pakt-stability-a-rastu>
- [9] EUROINFO, *Rímske zmluvy*: [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <<http://www.euroinfo.gov.sk/rimske-zmluvy/>>
- [10] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Convergence Report*. [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr1998.en.pdf>>
- [11] EUROPEAN CENTRAL BANK, *European Integration*, [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/euint/html/ei_004.en.html>
- [12] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Issuing banknotes*. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/euro/html/index.en.html>>

- [13] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Key ECB interest rates*. [online]. [cit.24.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>
- [14] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Monetary policy Instruments*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/operational/html/index.en.html>>
- [15] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Monthly Bulletin, March 2008*. [cit.09.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200803en.pdf>>
- [16] EUROPEAN CENTRAL BANK. *Monetary Policy*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html>>
- [17] EUROPEAN CENTRAL BANK. *The Eurosystem and the financial market infrastructure in the euro area*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/paym/intro/html/index.en.html>>
- [18] EUROPEAN COMMISSION, Glossary, Convergence criteria. [online]. [cit.31.10.2013]. Dostupné na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Glossary:Maastricht_criteria>
- [19] EUROPEAN COMMISSION, *What is ERM II?* [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm>
- [20] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *ECB, ESCB a Eurosystem* [online]. [cit.05.12.2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.sk.html>>
- [21] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Európska integrácia*. [online]. [cit.04.11.2013]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/euint/html/ei_004.sk.html>
- [22] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Menová politika*. [cit.04.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.sk.html>
- [23] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Organizácia. Úlohy Európskej centrálnej banky*. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sk.html>
- [24] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Rada guvernérov*. [online]. [cit.20.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.sk.html>>
- [25] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Bankový dohľad*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.sk.html>>
- [26] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Tlačová správa*. [cit.11.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140206.sk.html>>
- [27] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Základné úlohy Eurosystemu*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_009.sk.html>
- [28] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA: *Stratégia menovej politiky ECB*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_004.sk.html>

- [29] EUROPSKÁ KOMISIA.2007. *Jedna mena pre Európu: Cesta k Euru*. [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publicatio_n6730_sk.pdf>
- [30] EURÓPSKY PARLAMENT: *Inštitúcie hospodárskej a menovej únie*. [online]. [cit.12.08.2013]. Dostupné na: <http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/institutions/article_7228_sk.htm>
- [31] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA, *Priame menové transakcie?*[online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na:<http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.sk.html>
- [32] EVRÓPSKA CENTRÁLNÍ BANKA: *Evropská integrace*. [online]. [cit.27.08.2013]. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/euint/html/ei_003.cs.html>
- [33] HEWITT, Gavin. *Merkel and Sarkozy agree to disagree*. [online]. [cit.22.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-15875968>>
- [34] ING, Investičné oddelenie, *Správa z finančných trhov*. [cit.09.03.2014]. Dostupné na: <https://sk.ingfondy.eu/download/9063/2009_02_SKK_Makro.pdf>
- [35] KOMÍNKOVÁ, Zora. 2010. *Európsky systém centrálnych bánk - Inštitucionálny základ menovej politiky Európskej menovej menovej únie*. [online]. [cit.01.09.2013]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/2000_Europsky%20system%20centralnych%20bank.pdf>
- [36] LISBON TREATY. [online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206655%202008%20REV%207>>
- [37] MAASTRICHST TREATY.[online]. [cit.23.11.2014]. Dostupné na: <<http://eurlex.europa.eu/sk/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>>
- [38] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA *Menová politika ECB (od roku 2009)*, [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-ecb-od-roku-2009>>
- [39] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Automatické operácie*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/automaticke-operacie>>
- [40] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Hospodárska a menová únia*, [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/historia-hospodarskej-a-menovej-unie>>
- [41] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *SEPA*. [online]. [cit.03.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/platobne-systemy/sepa>>
- [42] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Inštitucionálny rozvoj*, [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnáSpráva/SVK2011/Vs11_kap10.pdf>
- [43] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Operácie na voľnom trhu*. [online]. [cit.04.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/operacie-na-volnom-trhu>>
- [44] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Rozhodnutia Rady guvernérov*. [online]. [cit.20.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/rozhodnutia-rady-guvernerov>>
- [45] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA: *Úlohy*. [online]. [cit.28.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/euro/eurosystem/ulohy>>

- [46] NÁRODNÁ CENTRÁLNA BANKA, *Implementácia menovej politiky eurosystému, devízové operácie a investičné aktivity pri správe devízových rezerv*. [online]. [cit.26.03.2014]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/SVK2010/VS10_kap02.pdf>
- [47] OECD, *European Monetary Institute (EMI)*, [online]. [cit.02.11.2013]. Dostupné na: <<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3057>>
- [48] RICHTER, Franziska, WAHL, Peter, *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone* [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf>
- [49] RODRIGUE, Jean-Paul: *The Geography of Transport Systems*. [online]. [cit.06.08.2013]. Dostupné na: <<http://people.hofstra.edu/geotrans/eng/ch5en/conc5en/economicintegration.html>>
- [50] S.n. *Grécko - Grécka kríza a všetko, čo s ním súvisí*. [online]. [cit.24.03.2014]. Dostupné na: <http://www.catl.sk/clanky/svet-okolo-nas/grecko---grecka-kriza-a-vsetko_-co-s-nim-suvisi-.html>
- [51] S.N. *How ECB currency intervention works*. [online]. [cit.15.03.2014]. Dostupné na: <<http://www.dawn.com/news/614197/how-ecb-currency-intervention-works>>
- [52] S.n. *Rozhodovacie a riadiace orgány ECB*. [online]. [cit.21.01.2014]. Dostupné na: <<http://www.euroinfo.gov.sk/rozhodovacie-a-riadiace-organy-ecb/>>
- [53] SIEKMANN, Helmut.-WIELAND, Volker. *The European Central Bank's Outright Monetary Transactions and the Federal Constitutional Court of Germany*. [online]. [cit.05.04.2014]. Dostupné na: <http://www.imfsfrankfurt.de/fileadmin/user_upload/pdf/WP_71.pdf>
- [54] SIELEWICZ, Grzegorz. *Čím viac ekonomika ožíva, tým sme bližšie k deflácií*. [cit.09.03.2014]. Dostupné na: <https://sk.ingfondy.eu/download/9063/2009_02_SKK_Makro.pdf>
<<http://finweb.hnonline.sk/rozhovor-y-125/cim-viac-ekonomika-oziva-tym-sme-blizsie-k-deflácii-605781>>
- [55] ŠTEFÁNEK, Drahošlav. *Európska únia po Lisabonskej zmluve. Národný konvent o Európskej únii*. [online]. [cit.17.02.2014]. Dostupné na: <<http://www.sfpa.sk/dokumenty/publikacie/358>>
- [56] THE GUARDIAN, *What is the stability and growth pact?*, [online]. [cit.03.11.2013]. Dostupné na: <<http://www.theguardian.com/world/2003/nov/27/qanda.business>>
- [57] TREATY ESTABLISHING THE EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY, *EEC Treaty - original text (non-consolidated version)* [online]. [cit.14.08.2013]. Dostupné na: <http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_eec_en.htm>

PRÍLOHY

Príloha 1	Porovnanie úloh ECB s FED, BOJ, BOE.....	i
-----------	--	---

Príloha 1 - Porovnanie úloh ECB s FED, BoJ, BoE

	ECB	FED	BOJ	BOE
Mandát	cenová stabilita	cenová stabilita, rast, plná zamestnanosť	cenová stabilita (primárny cieľ), rozvoj (sekundárny cieľ)	Monetárna stabilita a finančná stabilita
Nezávislosť	Výkonná rada je nominovaná ministrami financií EÚ a volená Európskou Radou	Rada Guvernérov je nominovaná Prezidentom a potvrdená Senátom	Guvernéri sú volení Kabinetom, obe snemovne musia dosiahnuť konsenzus	Menovaný monarchom na základe odporúčaní premiéra
	8 rokov	14 rokov	5 rokov	5 rokov
	Znovuzvolenie nie je povolené	Znovuzvolenie nie je povolené	Znovuzvolenie je povolené	Znovuzvolenie povolené (max. 1krát)
	Pôžičky vládam zakázané	Získavanie a držba dlhopisov povolené	Pôžičky vláde povolené	Požičiavanie vláde povolené
	Nezávislosť od vzniku v 1998		Nezávislosť od 1998 (veľmi úzky vzťah s vládou na základe ustanovení BOJ Act)	Nezávislosť od 1998
Zodpovednosť	Výročné správy EP	Výročné správy Kongresu	Polročné správy japonskému parlamentu	Ročné správy Parlamentu
		Polročné vypočúvanie pred Kongresom		Pravidelné vypočúvanie v House of Commons
	Účasť v EP výboroch, na základe požiadavky členov EP alebo vlastnej iniciatívy	Ročné vypočúvanie pred House of Representative	Môže byť vyžiadané rokovanie jednej z dvoch komôr	Noví členovia sa musia predstaviť pred House of Commons
		Môže byť vyžiadané dodatočné vypočúvanie		