



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

VÝROČNÍ ZPRÁVA 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

VÝROČNÍ ZPRÁVA  
2008

2008



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM



## VÝROČNÍ ZPRÁVA 2008

V roce 2009  
je na všech  
publikacích ECB  
vyobrazen motiv  
z bankovky  
200 €.

© Evropská centrální banka, 2009

**Adresa**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Německo

**Poštovní adresa**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Německo

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 1334 6000

*Všechna práva vyhrazena. Reprodukce pro vzdělávací a nekomerční účely je povolena za předpokladu, že je uveden zdroj.*

*Fotografie:*

*Claudio Hils*

*Martin Joppen*

*Uzávěrka statistických údajů pro tuto zprávu proběhla 27. února 2009.*

ISSN 1830-2947 (elektronická verze)

# OBSAH

<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>9</b>	4.3 Střednědobý pracovní program pro statistiku v ECB (2009–2012)	<b>125</b>
<b>KAPITOLA I HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ A MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>5</b>	<b>EKONOMICKÝ VÝZKUM</b>	<b>126</b>
<b>1 MĚNOVĚPOLITICKÁ ROZHODNUTÍ</b>	<b>16</b>	5.1 Priority a výsledky výzkumu	<b>126</b>
<b>2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ</b>	<b>22</b>	5.2 Šíření výsledků výzkumu: publikace a konference	<b>127</b>
2.1 Globální makroekonomické prostředí	<b>22</b>	<b>6 JINÉ ÚKOLY A ČINNOSTI</b>	<b>129</b>
2.2 Měnový a finanční vývoj	<b>26</b>	6.1 Dodržování zákazu měnového financování a zvýhodněného přístupu	<b>129</b>
2.3 Vývoj cen a nákladů	<b>52</b>	6.2 Poradní funkce	<b>129</b>
2.4 Nabídka, poptávka a trh práce	<b>61</b>	6.3 Správa výpůjčních a úvěrových operací evropského společenství	<b>133</b>
2.5 Fiskální vývoj	<b>69</b>	6.4 Služby správy rezerv Eurosystemu	<b>133</b>
2.6 Vývoj směnných kurzů a platební bilance	<b>78</b>	<b>KAPITOLA 3 VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY</b>	
<b>3 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ZEMÍCH EU MIMO EUROZÓNU</b>	<b>86</b>	<b>1 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ NA SLOVENSKU</b>	<b>136</b>
<b>KAPITOLA 2 OPERACE A AKTIVITY CENTRÁLNÍ BANKY</b>		<b>2 PRÁVNÍ ASPEKTY INTEGRACE NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA DO EUROSISTÉMU</b>	<b>140</b>
<b>1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY</b>	<b>98</b>	<b>3 OPERAČNÍ ASPEKTY INTEGRACE NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA DO EUROSISTÉMU</b>	<b>141</b>
1.1 Operace měnové politiky	<b>98</b>	3.1 Operace měnové politiky	<b>141</b>
1.2 Devizové operace	<b>109</b>	3.2 Podíl na základním kapitálu, rezervách a devizových rezervách ECB	<b>141</b>
1.3 Investiční aktivity	<b>110</b>	<b>4 PŘECHOD NA HOTOVOSTNÍ EURO NA SLOVENSKU</b>	<b>142</b>
<b>2 PLATEBNÍ SYSTÉMY A SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY</b>	<b>112</b>	<b>KAPITOLA 4 FINANČNÍ STABILITA A INTEGRACE</b>	
2.1 Systém TARGET	<b>112</b>	<b>1 FINANČNÍ STABILITA</b>	<b>146</b>
2.2 TARGET2 – Securities	<b>114</b>	1.1 Monitorování finanční stability	<b>146</b>
2.3 Postupy vypořádání zajištění	<b>115</b>	1.2 Finanční stabilita	<b>148</b>
<b>3 BANKOVKY A MINCE</b>	<b>118</b>	<b>2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED</b>	<b>151</b>
3.1 Peněžní oběh a zpracování oběživa	<b>118</b>	2.1 Obecné otázky	<b>151</b>
3.2 Padělání bankovek a boj proti padělání	<b>119</b>	2.2 Bankovníctví	<b>152</b>
3.3 Výroba a emise bankovek	<b>120</b>	2.3 Cenné papíry	<b>153</b>
<b>4 STATISTIKA</b>	<b>123</b>		
4.1 Nové nebo rozšířené statistiky eurozóny	<b>123</b>		
4.2 Další vývoj v oblasti statistiky	<b>124</b>		

<b>3 FINANČNÍ INTEGRACE</b>	<b>154</b>	<b>KAPITOLA 8</b>	<b>154</b>
<b>4 PLATEBNÍ SYSTÉMY A DOZOR NAD TRŽNÍMI INFRASTRUKTURAMI</b>	<b>159</b>	<b>INSTITUCIONÁLNÍ RÁMEC, ORGANIZACE A ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA</b>	
4.1 Platební systémy pro platby vysokých hodnot a poskytovatelé služeb infrastruktury	159	<b>1 ROZHODOVACÍ ORGÁNY A SPRÁVA A ŘÍZENÍ ECB</b>	<b>192</b>
4.2 Platební systémy a nástroje pro klientské platby	162	1.1 Eurosystem a Evropský systém centrálních bank	192
4.3 Zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a deriváty	162	1.2 Rada guvernérů	193
4.4 Ostatní činnosti	164	1.3 Výkonná rada	196
		1.4 Generální rada	198
		1.5 Výbory Eurosystemu/ESCB, Rozpočtový výbor, Výbor pro lidské zdroje a Řídící výbor Eurosystemu pro IT	199
<b>KAPITOLA 5</b>		1.6 Správa a řízení	200
<b>EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY</b>		<b>2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ</b>	<b>203</b>
<b>1 EVROPSKÉ OTÁZKY</b>	<b>168</b>	2.1 Lidské zdroje	203
1.1 Hospodářskopolitické otázky	168	2.2 Výbor pro lidské zdroje	205
1.2 Institucionální otázky	171	2.3 Nové sídlo ECB	205
1.3 Vývoj v kandidátských zemích EU a vztahy s nimi	171	2.4 Úřad Eurosystemu pro koordinaci zadávání veřejných zakázek	206
<b>2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY</b>	<b>173</b>	<b>3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB</b>	<b>207</b>
2.1 Hlavní aspekty vývoje mezinárodního měnového a finančního systému	173	<b>4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB</b>	<b>208</b>
2.2 Spolupráce se zeměmi mimo EU	176	Zpráva o činnosti za rok končící 31. prosince 2008	209
		Rozvaha k 31. prosinci 2008	212
		Výkaz zisků a ztrát za rok končící 31. prosince 2008	214
<b>KAPITOLA 6</b>		Účetní postupy	215
<b>ODPOVĚDNOST</b>		Komentář k rozvaze	220
<b>1 ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU</b>	<b>180</b>	Komentář k výkazu zisků a ztrát	233
<b>2 VYBRANÁ TÉMATA NASTOLENÁ V PRŮBĚHU JEDNÁNÍ S EVROPSKÝM PARLAMENTEM</b>	<b>181</b>	Zpráva nezávislého auditora	237
		Rozhodnutí o rozdělení zisku / úhradě ztráty	239
<b>KAPITOLA 7</b>		<b>5 KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA EUROSISTÉMU K 31. PROSINCI 2008</b>	<b>240</b>
<b>VNĚJŠÍ KOMUNIKACE</b>		<b>PŘÍLOHY</b>	
<b>1 KOMUNIKAČNÍ POLITIKA</b>	<b>186</b>	<b>PRÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB</b>	<b>244</b>
<b>2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI</b>	<b>187</b>	<b>STANOVISKA PŘIJATÁ ECB</b>	<b>248</b>

<b>CHRONOLOGIE MĚNOVÝCH ROZHODNUTÍ EUROSYSTÉMU</b>	<b>256</b>	Graf B	Korelace mezi týdenními výnosy akcií a dluhopisů	<b>43</b>
<b>PŘEHLED SDĚLENÍ ECB SOUVISEJÍCÍCH S POSKYTOVÁNÍM LIKVIDITY V EURECH</b>	<b>258</b>	Graf C	Objemy obchodování s futures na státní dluhopisy	<b>44</b>
<b>DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU OD ROKU 2008</b>	<b>266</b>	Graf D	Objemy obchodů na akciových trzích	<b>44</b>
<b>GLOSÁŘ</b>	<b>272</b>	4	Ceny komodit a inflace měřená pomocí HICP	<b>54</b>
<b>SEZNAM BOXŮ</b>		Graf A	Ceny komodit	<b>54</b>
1 Dopad napětí na finančních trzích na měnový vývoj	<b>27</b>	Graf B	Inflace měřená HICP	<b>55</b>
Graf A Měsíční přílivy/odlivy investic do akcií a podílových listů fondů peněžního trhu a krátkodobých dluhových nástrojů MFI	<b>27</b>	Graf C	Vybrané podsložky služeb v rámci HICP	<b>55</b>
Graf B Měsíční přílivy/odlivy investic do oběživa a jednodenních vkladů	<b>28</b>	Graf D	Dlouhodobější inflační očekávání podle výběrových šetření a zlomové míry inflace	<b>56</b>
Graf C Měsíční toky úvěrů ostatním finančním zprostředkovatelům, dluhových cenných papírů koupených MFI a úvěrů vyčleněných z rozvah MFI	<b>29</b>	5	Vývoj na trhu práce v eurozóně v roce 2008	<b>66</b>
Graf D Držba aktiv a úvěry poskytnuté soukromému sektoru úvěrovými institucemi	<b>29</b>	Graf A	Růst reálného HDP a celkové zaměstnanosti v eurozóně	<b>66</b>
2 Vývoj na peněžním trhu eurozóny v kontextu finanční krize	<b>31</b>	Graf B	Struktura růstu počtu odpracovaných hodin	<b>67</b>
Graf A Úrokové sazby ECB a jednodenní úroková sazba	<b>32</b>	Graf C	Struktura růstu zaměstnanosti podle typu pracovní smlouvy	<b>67</b>
Graf B Implikovaná volatilita odvozená z opcí na futures na 3měsíční EURIBOR se splatností v březnu 2009	<b>33</b>	Graf D	Částečné pracovní úvazky v eurozóně	<b>68</b>
3 Volatilita a likvidita na akciových trzích a trzích státních dluhopisů	<b>42</b>	6	Vývoj emisí státních dluhopisů a rozpětí jejich výnosů v eurozóně	<b>70</b>
Graf A Historická volatilita týdenních výnosů akcií a dluhopisů	<b>43</b>	Tabulka A	Meziroční tempa růstu emise dluhových cenných papírů státy eurozóny	<b>70</b>
		Graf A	Struktura změn výše úrokových plateb v období 1999-2008	<b>70</b>
		Tabulka B	Struktura zůstatků dluhových cenných papírů emitovaných státy eurozóny	<b>71</b>
		Graf B	Spready mezi výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a Německa	<b>72</b>
		Graf C	Swapy úvěrového selhání pro státní dluh	<b>72</b>
		7	Zachycení dopadů finanční krize na schodek veřejných financí a veřejný dluh ve statistice národních účtů	<b>74</b>

8	Finanční krize a fiskální politika	76	12	Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2008	121
9	Vývoj konkurenceschopnosti eurozóny	80	13	Hlavní ekonomické ukazatele Slovenska	136
	Graf A Nominální a reálný efektivní směnný kurz eura	81	<b>SEZNAM GRAFŮ</b>		
	Graf B Změny harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti v zemích eurozóny	82	1	Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu	17
	Graf C Vývoj harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti v rámci eurozóny a mimo ni	83	2a	Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích	22
10	Operace měnové politiky v průběhu nedávné volatility finančního trhu	99	2b	Hlavní ukazatele vývoje ve významných rozvíjejících se ekonomikách	24
	Graf A Dodávání likvidity prostřednictvím operací na volném trhu a stálých facilit	101	3	Vývoj na komoditních trzích	25
	Graf B Spread mezi sazbou EONIA a sazbou pro hlavní refinanční operace	101	4	Agregát M3 a úvěry soukromému sektoru	26
11	Statistické důsledky rozšíření eurozóny o Slovensko	138	5	Hlavní složky M3	35
12	Deset let HMU	170	6	Úrokové sazby MFI z krátkodobých vkladů a úroková sazba peněžního trhu	35
<b>SEZNAM TABULEK</b>			7	Vklady podle sektoru	36
1	Cenový vývoj	53	8	Úvěry rezidentům eurozóny	37
2	Ukazatele mzdových nákladů	59	9	Úrokové sazby nezajištěného peněžního trhu	39
3	Struktura růstu reálného HDP	62	10	Tříměsíční sazby EUREPO, EURIBOR a jednodenní úrokový swap	39
4	Vývoj trhu práce	65	11	Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů	40
5	Fiskální pozice v eurozóně	69	12	Bezkuponové zlomové míry inflace v eurozóně	42
6	Růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	86	13	Indexy cen akcií na hlavních trzích	45
7	Inflace měřená HICP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	87	14	Implikovaná volatilita akciových trhů	46
8	Fiskální pozice v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	88	15	Úvěry MFI domácnostem	47
9	Platební bilance v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	89	16	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům	47
10	Oficiální měnověpolitické strategie členských států EU mimo eurozónu	93	17	Dluh a úrokové platby domácností	48
11	Platby v systému TARGET	113	18	Reálné náklady externího financování nefinančních podniků v eurozóně	49
			19	Struktura reálného meziročního tempa růstu externího financování nefinančních podniků	50
			20	Ukazatele ziskovosti kotovaných nefinančních podniků v eurozóně	50

21	Mezera financování nefinančních podniků a její hlavní složky	<b>51</b>	46	Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008	<b>118</b>
22	Ukazatele dluhu nefinančních podniků	<b>52</b>	47	Hodnota eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008	<b>118</b>
23	Struktura inflace měřené HICP: hlavní složky	<b>52</b>	48	Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008	<b>119</b>
24	Příspěvky hlavních složek HICP k inflaci	<b>57</b>	49	Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2008	<b>120</b>
25	Struktura cen průmyslových výrobců	<b>58</b>	50	Struktura padělků eurobankovek podle nominální hodnoty v roce 2008	<b>120</b>
26	Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech	<b>59</b>			
27	Vývoj cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně	<b>60</b>			
28	Kvalitativní ukazatele vnímání inflace a inflačních očekávání spotřebitelů v eurozóně	<b>61</b>			
29	Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP	<b>62</b>			
30	Ukazatele důvěry	<b>63</b>			
31	Nezaměstnanost	<b>65</b>			
32	Fiskální vývoj v období 1999–2009	<b>75</b>			
33	Saldo běžného účtu a jeho složky	<b>79</b>			
34	Objem vývozu do zemí vybraných obchodních partnerů	<b>80</b>			
35	Dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu	<b>83</b>			
36	Přímé a portfoliové investice v eurozóně	<b>84</b>			
37	Čistá investiční pozice vůči zahraničí	<b>84</b>			
38	Vývoj v ERM II	<b>90</b>			
39	Vývoj měn členských států EU mimo ERM II	<b>91</b>			
40	Základní úrokové sazby ECB a sazba EONIA	<b>98</b>			
41	Faktory likvidity v eurozóně v roce 2008	<b>104</b>			
42	Bankovky v oběhu	<b>104</b>			
43	Způsobilá zajištění podle typu aktiva	<b>107</b>			
44	Zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu a nesplacené úvěry v operacích měnové politiky	<b>108</b>			
45	Členění aktiv (včetně úvěrových pohledávek) předložených jako zajištění podle typu aktiv	<b>108</b>			



## ZKRATKY

### STÁTY

BE	Belgie
BG	Bulharsko
CZ	Česká republika
DK	Dánsko
DE	Německo
EE	Estonsko
IE	Irsko
GR	Řecko
ES	Španělsko
FR	Francie
IT	Itálie
CY	Kypr
LV	Lotyšsko
LT	Litva
LU	Lucembursko
HU	Maďarsko
MT	Malta
NL	Nizozemsko
AT	Rakousko
PL	Polsko
PT	Portugalsko
RO	Romania
SI	Slovinsko
SK	Slovensko
FI	Finsko
SE	Švédsko
UK	Velká Británie
JP	Japonsko
US	Spojené státy

### OSTATNÍ

BIS	Banka pro mezinárodní platby
CPI	index spotřebitelských cen
ECB	Evropská centrální banka
EER	efektivní směnný kurz
EMI	Evropský měnový institut
ESA 95	Evropský systém účtů 1995
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen
HMU	Hospodářská a měnová unie
HWWI	Hamburský institut mezinárodní ekonomie
ILO	Mezinárodní organizace práce
JMN	jednotkové mzdové náklady
MMF	Mezinárodní měnový fond
MFI	měnová finanční instituce
NCB	národní centrální banka
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
PPI	index cen výrobců

**V souladu se zvyklostmi Společenství jsou v této zprávě členské státy EU uváděny v abecedním pořadí podle názvů zemí v jejich jazycích.**

# PŘEDMLUVA



V roce 2008 oslavila Evropská centrální banka desáté výročí své existence. Prožili jsme desetiletí relativně stabilních cen – roční míra inflace v eurozóně se pohybovala pouze mírně nad 2 % a byla v souladu s pověřením ECB zajistit cenovou stabilitu. Podobně i dlouhodobější inflační očekávání zůstala v této době pevně ukotvena na úrovni, která odpovídá cenové stabilitě, a odrážela tak vysokou důvěryhodnost měnové politiky ECB. Tento úspěch je také hmatatelným důkazem institucionální síly, soudržnosti a jednotnosti Eurosystemu – jeho schopnosti jednat v evropském duchu na základě sdílených hodnot, vysokých standardů a společných zásad. Euro je od svého vzniku stabilní měnou. V současnosti je používá 329 milionů obyvatel v 16 zemích eurozóny a euro je obecně přijímáno také na mezinárodních finančních trzích. Rád bych využil této příležitosti, abych v eurozóně přivítal občany Slovenska. Po zavedení eura na Kypru a Maltě v roce 2008 přistoupilo k eurozóně 1. ledna 2009 také Slovensko a stalo se tak jejím 16. členem.

Rok 2008 byl jedinečný svým mimořádným hospodářským a finančním vývojem. V důsledku

silného růstu cen komodit došlo v prvním pololetí roku 2008 k výraznému zvýšení inflace a proinflační rizika v tomto období vzrostla. Meziroční míra inflace měřená pomocí indexu HICP kulminovala v polovině roku, kdy v červnu i v červenci dosáhla 4,0 %. Ve větší míře se projevíly také známky rostoucích cenových tlaků. Měnová analýza potvrdila hodnocení, že převažovala proinflační rizika pro cenovou stabilitu. S cílem zabránit rozsáhlým sekundárním dopadům a zachovat pevné ukotvení inflačních očekávání zvýšila Rada guvernérů v červenci 2008 základní úrokové sazby ECB. Od poloviny září se napětí na finančních trzích výrazně stupňovalo a stále více se rozšiřovalo do reálné ekonomiky po celém světě. Společně se silným poklesem cen energií a dalších komodit vedl tento vývoj k oslabení inflačních tlaků ve světě i v eurozóně. Současně mimořádně vzrostla nejistota, což postihlo ceny aktiv i rozvahy. Celkově znamenal tento vývoj výrazně vyšší rizika zpomalení hospodářského růstu a značné oslabení inflačních tlaků ve střednědobém horizontu.

ECB a další přední centrální banky dne 8. října 2008 koordinovaně oznámily snížení svých základních úrokových sazeb. V období od října 2008 do března 2009 snížila Rada guvernérů základní úrokové sazby ECB celkem o 275 bazických bodů. Jednodenní úrokové sazby peněžního trhu poklesly v tomto období ještě výrazněji, neboť ECB podstatně rozšířila poskytování likvidity bankám v eurozóně. V situaci, kdy docházelo k poklesu inflačních tlaků a rizik, odpovídala tato nebývalá rozhodnutí plně pověřeni ECB udržovat cenovou stabilitu. Měnová analýza naznačovala, že rizika ohrožující cenovou stabilitu postupně ustupovala, neboť tempo měnové expanze zmiřňovalo, a to zejména ve druhém pololetí 2008. Během roku zpomalil také růst objemu úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru a odpovídal tak přísnějším podmínkám financování a slabší hospodářské aktivitě.

I přes jasné zmírnění inflace od poloviny roku 2008 dosáhla v roce 2008 její průměrná meziroční míra měřená pomocí indexu HICP

úrovně 3,3 %, tedy nejvyšší úrovně zaznamenané od zavedení eura, zatímco v předchozích letech se pohybovala kolem 2 %. Bez ohledu na prudké výkyvy míry celkové inflace se měnové politice ECB podařilo po celý rok 2008 udržet střednědobá a dlouhodobá inflační očekávání pevně ukotvená na úrovni, která celkově odpovídá cenové stabilitě. Současně zpomalilo v roce 2008 tempo růstu reálného HDP v eurozóně na 0,8 %, zatímco v roce 2007 dosáhlo solidních 2,7 % a v roce 2006 úrovně 3,0 %. I když hospodářský růst v eurozóně byl na začátku roku 2008 poměrně stabilní, později během roku rychle poklesl v důsledku výrazného zpomalení hospodářské aktivity ve světě.

Pokud jde o fiskální politiku, zaznamenaly poměrně příznivé fiskální výsledky dosažené v posledních letech v roce 2008 obrat v souvislosti s rozvojem finanční krize a rychlým zhoršením makroekonomického prostředí. Podle předběžné prognózy Evropské komise z ledna 2009 se průměrný schodek veřejných financí v eurozóně zvýšil z 0,6 % HDP v roce 2007 na 1,7 % v roce 2008 a očekává se, že v roce 2009 dále výrazně vzroste na 4,0 % HDP. Země eurozóny se v říjnu 2008 dohodly na koordinovaném opatření ke stabilizaci bankovního systému včetně rekapitalizace finančních institucí a záruk za úvěry a vklady. V prosinci 2008 schválila Evropská rada Plán evropské hospodářské obnovy, jehož cílem je podpořit hospodářské oživení posílením agregátní poptávky a zvýšením úsilí při provádění strukturálních reforem, které předpokládá Lisabonská strategie. Rostoucí fiskální schodek a zadluženost a vysoce nejistá perspektiva staví před fiskální politikou v eurozóně náročné úkoly. K posílení důvěry veřejnosti v udržitelnost veřejných financí je nutné přijmout důvěryhodný závazek, že bude provedena konsolidace, která zajistí návrat ke zdravým fiskálním pozicím a současně bude plně respektovat ustanovení Paktu stability a růstu.

V oblasti strukturální politiky naznačuje probíhající oslabení hospodářské aktivity a vysoká míra nejistoty ohledně hospodářského výhledu, že je potřeba posílit odolnost

hospodářství eurozóny. Za stávající situace je nezbytné provádět hospodářskou politiku v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží a odolávat jakýmkoli protekcionistickým tlakům. Hospodářskou soutěž by měly podpořit také reformy na trhu zboží a služeb a reformy na trhu práce by měly usnadnit odpovídající tvorbu mezd, a chránit tak zaměstnanost a podpořit mobilitu pracovních sil napříč odvětvími a regiony. Tento vývoj bude důležitý především pro oblasti a sektory, které byly silně zasaženy negativním poptávkovým šokem. V několika zemích je také důležité přijmout opatření, která budou reagovat na pokles konkurenceschopnosti za poslední léta.

V roce 2008 se výrazně zkomplikoval vývoj na finančních trzích. Eurové peněžní trhy byly nadále charakterizované vysokými úvěrovými spready a velmi nízkými objemy obchodů, a to bez ohledu na stabilizační vliv zvláštních opatření, která ECB začala zavádět v roce 2007 a v nichž pokračovala i v roce 2008. Tato opatření sestávala především z „předzásobení“ bankovního sektoru likviditou v rámci udržovacích období, ze zvyšování průměrné doby splatnosti refinančních operací Eurosystemu a z poskytování likvidity v amerických dolarech ve spolupráci s Federálním rezervním systémem.

V důsledku velmi výrazně rostoucího napětí ve všech segmentech peněžního trhu v polovině září 2008 přijal Eurosystem další opatření k řízení likvidity, aby zajistil, že banky budou nadále schopny se refinancovat. Pro hlavní refinanční operace a pro veškeré dlouhodobější refinanční operace byla přijata nabídková řízení s pevnou sazbou s plným přidělením a soubor přípustných zajištění přijímaných v refinančních operacích byl přechodně rozšířen. Dále byl dočasně zúžen koridor tvořený sazbami na stálé facility. Díky těmto opatřením měly banky nadále široký přístup k likviditě v eurech, i když napětí přetrvávalo, a to zejména u delších dob splatnosti.

\*\*\*

ECB se aktivně podílela na přípravě hlavních hospodářskopolitických a regulačních opatření přijatých v roce 2008, která byla zaměřena na řešení finanční krize a posílení finančního systému. Na světové úrovni se ECB účastnila jednání, jež vyústila v přijetí doporučení Fóra pro finanční stabilitu ministrům financí a guvernérům centrálních bank skupiny G7 v dubnu 2008. Cílem těchto doporučení je posílit obezřetnostní požadavky a rámec pro transparentnost a oceňování a dále zlepšit využívání úvěrových ratingů, schopnost úřadů reagovat na rizika a také opatření zaměřená na zvládnutí tlaků ve finančním systému. ECB rovněž přispěla k dalším významným hospodářskopolitickým opatřením na světové úrovni, která jsou součástí akčního plánu, na němž se 15. listopadu 2008 shodly země skupiny G20.

Na evropské úrovni poskytovala ECB poradenství veřejným orgánům při tvorbě opatření na podporu fungování bankovního sektoru. V Pařížském prohlášení z 12. října 2008 – jež následně podpořila 16. října Evropská rada – stanovily země eurozóny akční plán koordinovaných opatření na obnovení důvěry a zlepšení podmínek financování v ekonomice. Tato opatření zahrnují udělení vládních záruk za vydané bankovní závazky a rekapitalizaci bank. Rada guvernérů vydala doporučení týkající se hlavních rysů a způsobu oceňování vládních záruk a nástrojů rekapitalizace. Tato doporučení měla za cíl zachovat rovné podmínky pro jednotlivé finanční instituce, posílit stabilitu finančního systému, napomoci obnovení běžných tržních podmínek a zajistit řádné financování ekonomiky. Tato doporučení vzaly členské státy v úvahu při přijímání svých opatření a Evropská komise je promítla do pokynů pro dodržování pravidel státní podpory obsažených ve Smlouvě.

ECB přispěla začátkem roku 2009 k vymezení základních zásad pro podpůrná opatření při nakládání s aktivy, jež jsou zaměřena na odstranění nejistoty při oceňování určitých sekuritizovaných aktiv v rozvaze finančních

institucí. Příspěvek ECB se promítl do pokynů, jež pro tato opatření vydala Evropská komise.

\*\*\*

Během roku 2008 ECB aktivně podporovala proces finanční integrace v Evropě. ECB poskytovala poradenství týkající se zejména regulace finančního sektoru a dohledu nad ním a také systémů zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a platebních systémů. Kromě toho ECB nadále působila jako katalyzátor činnosti soukromého sektoru tím, že vytvářela podmínky pro společný postup. Iniciativa Jednotné oblasti pro platby v eurech (SEPA), kterou ECB od počátku výrazně podporuje, dosáhla prvního významného mezníku, když byly v lednu 2008 zahájeny rámec SEPA pro bezhotovostní platby a rámec SEPA pro platební karty. První přínosy SEPA začaly od té doby pociťovat banky, a co je důležitější, také koncoví uživatelé platebních služeb.

Pokud jde o služby centrálních bank, které rovněž podporují finanční integraci, byl decentralizovaný systém první generace TARGET, tedy platební systém Eurosystemu pro velké platby, v květnu 2008 plně nahrazen systémem druhé generace s jednotnou platformou (TARGET2). TARGET2 je první tržní infrastrukturou, která je zcela integrována a harmonizována na evropské úrovni. Rada guvernérů dále v červenci 2008 rozhodla o vytvoření nové platformy pro vypořádání obchodů s cennými papíry nazvané TARGET2-Securities (T2S). Díky poskytování harmonizovaných, přeshraničních a neutrálních služeb vypořádání obchodů v eurech a dalších měnách bude T2S představovat významný krok k integrovanému trhu s cennými papíry v Evropě. V červenci 2008 Rada guvernérů také rozhodla o vytvoření jednotné sdílené platformy (CCBM2) pro řízení zajištění, v jejímž rámci budou mít protistrany Eurosystemu k dispozici prostředky k řízení likvidity a zajištění.

\*\*\*

Na konci roku 2008 činila horní hranice schváleného počtu zaměstnanců ECB 1 357,5 pracovních míst přepočtených na ekvivalent plného pracovního úvazku, přičemž o rok dříve tento počet dosahoval 1 348. Zaměstnanci ECB pocházejí ze všech 27 zemí EU a jejich nábor probíhá na základě otevřených výběrových řízení na obsazení volných pracovních míst, jež se zveřejňují na internetových stránkách ECB. V roce 2008 v souladu s politikou ECB v oblasti mobility přešlo 165 zaměstnanců interně na jiné pracovní místo, 23 zaměstnanců bylo vysláno do jiných organizací a 30 zaměstnancům byla udělena neplacená dovolená, ve většině případů za tím účelem, aby mohli nastoupit do zaměstnání u jiných organizací. Soustavné osvojování a rozvíjení schopností a znalostí všemi zaměstnanci včetně vedoucích pracovníků je nadále základním prvkem strategie ECB v oblasti lidských zdrojů.

V souvislosti s vývojem průměrné délky života a finanční udržitelnosti zahájila ECB v roce 2008 úpravu penzijního plánu, který svým zaměstnancům nabízí. Očekává se, že výsledky této úpravy budou realizovány na jaře 2009.

\*\*\*

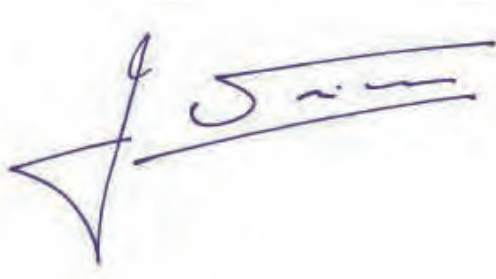
Rok 2008 přinesl nové úkoly týkající se projektu nového sídla ECB, protože výsledek veřejného výběrového řízení na generálního dodavatele nebyl po ekonomické stránce uspokojivý. Během léta byly proto důkladně zváženy všechny možnosti a revidovány kalkulace nákladů a strategie výběrového řízení. Na základě této analýzy Rada guvernérů rozhodla, že veřejná zakázka na stavební práce bude rozdělena na jednotlivé hlavní součásti a obory, a veřejné výběrové řízení bude tedy vypsáno znovu. Na základě dalších průzkumů stavebního trhu je ECB i nadále pevně odhodlána realizovat tento projekt v mezích schváleného rozpočtu.

\*\*\*

ECB dosáhla v roce 2008 zisku 2,66 mld. EUR, přičemž v roce 2007 zaznamenala zisk ve výši 0,29 mld. EUR. Rada guvernérů rozhodla

převést k 31. prosinci 2008 částku 1,34 mld. EUR do rezervy na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata. Výše této rezervy, která po uvedeném převodu v roce 2008 dosahuje 4,01 mld. EUR, je každoročně revidována. Čistý zisk ECB za rok 2008 po tomto převodu prostředků do rezervy činil 1,32 mld. EUR. Tato částka byla rozdělena mezi národní centrální banky zemí eurozóny v poměru k jejich splacenému podílu na základním kapitálu ECB.

Frankfurt nad Mohanem, březen 2009



Jean-Claude-Trichet



První Rada guvernérů Evropské centrální banky v roce 1998



Rada guvernérů Evropské centrální banky v roce 2008

Poznámka: Mario Draghi a Athanasios Orphanides nebyli při společném fotografování přítomni.



KAPITOLA I

**HOSPODÁŘSKÝ  
VÝVOJ A MĚNOVÁ  
POLITIKA**



## I MĚNOVĚPOLITICKÁ ROZHODNUTÍ

V roce 2008 ECB prováděla svou měnovou politiku na pozadí turbulencí na finančních trzích pozorovaných od srpna 2007. Rada guvernérů ponechala základní úrokové sazby ECB v prvním pololetí roku 2008 beze změny, poté je v červenci zvýšila o 25 bazických bodů a následně ve čtvrtém čtvrtletí roku snížila ve třech krocích celkem o 175 bazických bodů. Vývoj základních úrokových sazeb ECB odrážel vývoj rizik ohrožujících cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu, která byla výrazně ovlivněna dvěma globálními fenomény: vývojem cen komodit na světových trzích (zejména cen energií a potravin) a ekonomickými dopady pokračujících turbulencí na finančních trzích, které v polovině září zesílily.

V prvním pololetí roku 2008 se inflační tlaky v eurozóně zvýšily, což bylo do značné míry způsobeno velice rychlým nárůstem cen komodit na světových trzích. Meziroční inflace měřená HICP zůstala v tomto období výrazně nad úrovní 2 %, když se především v důsledku vývoje cen energií a potravin zvýšila z lednových 3,2 % na maximální hodnotu 4,0 % dosaženou v červnu a červenci. Vzhledem k narůstajícím inflačním tlakům v podmínkách relativně napjaté situace na trhu práce se zvýšilo riziko sekundárních efektů. Kromě toho tempo růstu širokých peněz zůstalo i přes postupné zvolňování z maximálních hodnot zaznamenaných ve druhém pololetí roku 2007 vysoké. S cílem zmírnit proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu a zajistit, aby dlouhodobá inflační očekávání zůstala pevně ukotvena v souladu s definicí cenové stability ECB, Rada guvernérů zvýšila v červenci 2008 základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 4,25 %.

Pokud jde o třetí čtvrtletí roku, z údajů dostupných do poloviny září vyplývalo, že rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu zůstávala proinflační. Nejistota ohledně výhledu ekonomické aktivity byla nadále značná, mimo jiné v důsledku velice vysokých a volatilních cen komodit a přetrvávajícího napětí na finančních trzích. Ve výhledu ekonomického vývoje převažovalo riziko zpomalení růstu.

Turbulence na finančních trzích, které od poloviny září významně zesílily, způsobily silné narušení a nedostatek likvidity v mnoha segmentech finančního trhu a vedly k výraznému zhoršení globálního hospodářského výhledu. V posledních několika měsících roku také došlo ke značnému snížení inflace a zmírnění inflačních tlaků. Meziroční inflace měřená HICP se v důsledku poklesu cen komodit, zejména pak cen ropy, ve druhém pololetí roku snížila a v prosinci dosáhla hodnoty 1,6 %. Pokračující trend zmírňování měnového vývoje ve druhém pololetí roku podporoval názor, že dochází k oslabování inflačních tlaků. V této souvislosti ECB společně s dalšími významnými centrálními bankami 8. října koordinovaně snížila hlavní refinanční sazbu o 50 bazických bodů na 3,75 %. Hlavní refinanční sazba byla poté v listopadu dále snížena o 50 bazických bodů, v prosinci o dalších 75 bazických bodů a na konci roku činila 2,50 % (viz graf 1).

Reálný HDP v eurozóně nadále rostl, i když poněkud pomaleji než v prvním pololetí, přestože vliv neobvyklých povětrnostních podmínek na stavební výrobu způsoboval volatilitu čtvrtletních temp růstu. Hospodářské podmínky se ve druhém pololetí roku 2008 zhoršily, zejména poté, co v polovině září zesílilo napětí na finančních trzích. Finanční krize se rozšířila do reálné ekonomiky více, než se původně očekávalo. Ve třetím čtvrtletí reálný HDP v eurozóně mezičtvrtletně poklesl o 0,2 %. Způsobil to zejména velký záporný příspěvek čistého vývozu plynoucí ze slabého růstu vývozu při silném oživení dovozu. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo k rozsáhlému hospodářskému poklesu provázenému zvýšenou nejistotou. Reálný HDP se snížil o dalších 1,5 %. Reálný HDP v eurozóně se v roce 2008 zvýšil celkově o 0,8 %, což je podstatně méně než 2,7 % dosažených v roce 2007.

Průměrná meziroční inflace měřená HICP byla v roce 2008 velice vysoká. Dosáhla úrovně 3,3 %, což je nejvyšší hodnota od zavedení eura. V předchozích letech přitom byla na hodnotách blízkých 2 % (např. 2,1 % v roce 2007). Inflace se zvýšila z lednových 3,2 % na maximální

## Graf I Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu

(v % p.a.; denní údaje)

- základní nabídková sazba / pevná sazba pro hlavní refinanční operace
- ... sazba vkladové facility
- - - sazba mezní záůjční facility
- jednodenní úroková sazba (EONIA)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Poslední údaje jsou z 27. února 2009.

úroveň 4,0 % dosaženou v červnu a červenci, a poté se snížila až na 1,6 % v prosinci. Vývoj inflace byl ovlivněn především globálním vývojem cen komodit, zejména cen energií a potravin. Jednalo se hlavně o ceny ropy, které se v červenci zvýšily z lednových zhruba 100 USD/barel na maximální hodnotu téměř 150 USD, a poté poklesly v prosinci až na přibližně 40 USD/barel. Vývoj cen těchto komodit byl hlavním důvodem, proč byla inflace po většinu roku 2008 výrazně vyšší než definice cenové stability ECB. Růst jednotkových mzdových nákladů byl nadále silný a byl tažen zrychlujícím růstem mezd v prostředí stále napjatější situace na trhu práce, určitými sekundárními efekty, ale také cyklickým zpomalením růstu produktivity práce ke konci roku. Kolem poloviny roku se objevily známky zvyšování dlouhodobých inflačních očekávání odvozené z nástrojů finančního trhu. Ty ale zmizely po zvýšení úrokových sazeb v červenci a po obratu ve vývoji cen komodit, zejména ropy, kdy se snížily obavy ohledně vzniku sekundárních efektů. Úroveň průzkumem zjišťovaných dlouhodobých inflačních očekávání zůstala navzdory prudkým výkyvům inflace způsobeným velkými změnami cen

komodit celkově víceméně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě a byla v souladu se střednědobou orientací měnové politiky ECB.

Tempo měnové expanze se během roku 2008 zmírnilo, ale bylo nadále rychlé. Růst M3 měl sice tendenci nadhodnocovat měnový vývoj kvůli vlivu ploché výnosové křivky a dalších dočasných faktorů, zejména v prvním pololetí, ale detailnější hodnocení složek a protipoložek M3 potvrdilo, že peněžní růst zůstal silný. Růst úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru se také v průběhu roku zmírnil, což bylo v souladu se zpříšňováním finančních podmínek a slabší hospodářskou aktivitou. V měnových údajích ke konci roku bylo patrné zvýšené napětí ve finančním systému v důsledku zářijového zesílení finančních tlaků. Pokud jde o peněžní agregáty, toto zvýšené napětí vyvolalo spíše posuny mezi jednotlivými složkami M3, než aby ovlivnilo samotný agregát M3. Utlumený růst úvěrů na konci roku potvrdil výrazné oslabení podnikových úvěrů po delším období dynamického růstu. Odráželo to zejména zpomalení reálné ekonomické aktivity, přestože svou roli mohly sehrát i nabídkové faktory, jak naznačuje průzkum bankovních úvěrů

provedený Eurosystemem. Měnový vývoj celkově podporoval názor, že ke konci roku 2008 došlo k oslabení inflačních tlaků.

### **INFLAČNÍ TLAKY VEDLY V ČERVENCI 2008 KE ZVÝŠENÍ ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ECB**

Při bližším pohledu na měnověpolitická rozhodnutí v roce 2008 lze rok rozdělit na dvě části: období do léta 2008, kdy v té době dostupné údaje naznačovaly rostoucí proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu, a období od léta, kdy nové informace naznačovaly, že turbulence na finančních trzích a zpomalení světové ekonomiky měly silnější vliv na hospodářskou aktivitu v eurozóně a že inflační tlaky oslabovaly.

V prvním pololetí byly hospodářské podmínky charakterizovány vysokou mírou nejistoty ohledně pokračujícího přehodnocování rizik na finančních trzích a jeho potenciálního dopadu na reálnou ekonomiku. Čtvrtletní růst začal během roku 2007 zmiřňovat. Také ukazatele důvěry podniků a spotřebitelů začaly klesat, ale na začátku roku 2008 byly stále ještě na hodnotách, které naznačovaly pokračující růst. Výhled růstu ekonomiky se mírně snížil, ale na začátku roku 2008 byl nadále relativně příznivý. Očekávalo se, že domácí a zahraniční poptávka zpomalí, ale bude nadále podporovat pokračující růst. Růst spotřeby, ač tlumen vyššími cenami komodit, měl v souladu s růstem zaměstnanosti nadále podporovat hospodářský růst, protože míra nezaměstnanosti se snížila na nejnižší úroveň za posledních 25 let. Jelikož se očekávalo, že silná ekonomická aktivita v rozvíjejících se trzích ekonomikách zmírní dopad zpomalení ekonomiky Spojených států na zahraniční poptávku v eurozóně, měla zahraniční poptávka nadále podporovat vysoké tempo růstu vývozu eurozóny.

Dostupné makroekonomické údaje v prvním pololetí skutečně naznačovaly, že růst reálného HDP sice zpomalí, ale pouze mírně. Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu z června 2008 předpokládaly, že průměrný meziroční růst reálného HDP se bude v roce 2008 pohybovat v rozpětí od 1,5 % do 2,1 % a v roce 2009 mezi 1,0 % a 2,0 %. Zatímco

projekce pro rok 2008 zůstaly ve spodní části rozpětí zveřejněného v prosinci 2007, projekce pro rok 2009 byly revidovány mírně dolů. Nejistota ohledně výhledu růstu ekonomiky byla značná a byla zde rizika zpomalení růstu. Tato rizika souvisela zejména s možností, že vývoj na finančních trzích bude mít na podmínky financování a důvěru ekonomických subjektů silnější vliv, než se očekávalo, a tím i nepříznivý dopad na světový růst i růst v eurozóně. Další rizika zpomalení souvisela s rozsahem pokračujícího růstu cen ropy a jiných komodit, s obavami z protekcionistických tlaků a s možným nesourodým vývojem v důsledku globální nerovnováhy.

Zároveň eurozóna procházela obdobím růstu roční míry inflace, zejména v důsledku prudkého zvýšení cen energií a potravin na globální úrovni. Roční míra inflace měřené HICP se na začátku roku 2008 pohybovala nad úrovní 3 % a v květnu se zvýšila na 3,7 % z lednových 3,2 %. V krátkodobém horizontu přitom působily silné tlaky na zvýšení celkové inflace. Následně v červnu Rada guvernérů konstatovala, že rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu dále vzrostla. Předpokládalo se, že inflace měřená HICP se udrží na vysoké úrovni po delší dobu, než se původně očekávalo. Objevily se také náznaky zvyšování dlouhodobých inflačních očekávání. Makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu v červnu 2008 předpokládaly, že v roce 2008 se bude průměrná roční míra inflace měřené HICP pohybovat v rozpětí od 3,2 % do 3,6 % a v roce 2009 mezi 1,8 % a 3,0 %. Předpokládaná rozpětí inflace v roce 2008 a 2009 byla tedy značně vyšší než rozpětí v předchozích projekcích. Odrážely se v nich zejména vyšší ceny ropy a potravin a rostoucí inflační tlaky v odvětví služeb. Vzhledem k vysokému stupni využití výrobních kapacit, napjaté situaci na trhu práce a riziku sekundárních efektů existovala také obava, že růst mezd může být ve skutečnosti silnější, než se předpokládalo.

Meziroční tempo růstu peněžního agregátu M3 zůstalo i přes zpomalení vysoké. Řada přechodných faktorů, zejména relativně plochá výnosová křivka, naznačovala, že růst peněžního

agregátu M3 nadhodnocoval tempo měnové expanze. Zevrubné hodnocení měnových údajů potvrdilo, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů zůstalo vysoké i po zohlednění těchto vlivů. Růst výpůjček domácností mírně zpomalil. Odrážel se v něm dopad zvýšení základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005 a ochlazení na trhu s bydlením v několika oblastech eurozóny. Velmi silný však zůstal růst úvěrů nefinančním podnikům.

Za této situace se Rada guvernérů domnívala, že rizika ohrožující cenovou stabilitu zůstala jednoznačně proinflační a dále se zvýšila. Tato rizika vyplývala zejména z možných sekundárních dopadů na tvorbu mezd a cen, ale také z možnosti dalšího zvýšení cen ropy a potravin. Možné zvyšování regulovaných cen a nepřímých daní nad rámec toho, s nímž se již počítalo, představovalo rovněž proinflační riziko ohrožující výhled inflace. Toto hodnocení podpořilo také porovnání s údaji o rychlém růstu peněžní zásoby a objemu úvěrů. Vzhledem k pozorovanému silnému růstu peněžních a úvěrových agregátů měnová analýza potvrdila indikace získané z makroekonomické analýzy, že ve střednědobém až dlouhodobém horizontu převládají proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu. Rada guvernérů zdůraznila, že je odhodlána zajistit pevné ukotvení střednědobých a dlouhodobých inflačních očekávání v souladu s cenovou stabilitou.

Ve snaze zabránit výrazným sekundárním efektům a působit proti narůstajícím proinflačním rizikům ohrožujícím cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu Rada guvernérů rozhodla, že 3. července 2008 zvýší o 25 bazických bodů základní úrokové sazby ECB. Ty zůstaly vzhledem ke zvýšené míře nejistoty v souvislosti s pokračujícími turbulencemi na finančních trzích beze změny od června 2007. Rada guvernérů zdůraznila, že je pevně odhodlána zajistit pevné ukotvení střednědobých a dlouhodobých inflačních očekávání v souladu s cenovou stabilitou. Tím se ve střednědobém horizontu zachová kupní síla a podpoří se udržitelný hospodářský růst a zaměstnanost v eurozóně.

Ve třetím čtvrtletí 2008 se očekávalo, že údaje o růstu reálného HDP, které měly být zveřejněny za druhé čtvrtletí 2008, budou podstatně slabší než údaje za první čtvrtletí roku. Přestože se částečně jednalo o technickou reakci na silný růst zaznamenaný v několika prvních měsících roku, odráželo se zde také oslabení růstu HDP v důsledku pomalejší expanze na globální úrovni a tlumícího vlivu vysokých a volatilních cen ropy a potravin. Nejistota týkající se výhledu ekonomické aktivity zůstala značná, mimo jiné v důsledku velice vysokých a volatilních cen komodit a pokračujícího napětí na finančních trzích. Celkově nadále převažovalo riziko zpomalení růstu.

Zároveň informace dostupné v srpnu a září potvrdily, že meziroční inflace zřejmě zůstane po delší dobu výrazně nad úrovní odpovídající cenové stabilitě. Údaje také naznačovaly, že rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu byla nadále proinflační. Poté, co inflace v červnu dosáhla úrovně 4,0 %, zůstala v červenci na stejné hodnotě a v srpnu dosáhla 3,8 %, což bylo do značné míry důsledkem přímých i nepřímých vlivů předchozího výrazného zvýšení cen energií a potravin na globální úrovni. Navíc se potvrdilo, že se výrazně zvýšil růst mezd. Vzhledem ke zpomalení růstu produktivity práce měl tento vývoj za následek prudký nárůst jednotkových mzdových nákladů.

### **SLÁBNOUCÍ INFLAČNÍ TLAKY VEDLY K UVOLNĚNÍ MĚNOVÉ POLITIKY VE DRUHÉM POLOLETÍ ROKU 2008**

Napětí na finančních trzích v září zesílilo. Dominovaly mu události na trzích ve Spojených státech, zejména po bankrotu Lehman Brothers 15. září. To vedlo ke značné volatilitě všech segmentů finančního trhu, nízké úrovni likvidity v řadě tržních segmentů, významné restrukturalizaci několika velkých finančních institucí, finanční krizi na Islandu a efektu nákazy v dalších zemích a nebývalým opatřením ze strany vlád. Turbulence na finančních trzích také vedly k výraznému nárůstu averze k riziku. To je mimo jiné patrné ze značného rozšíření spreadů podnikových a státních dluhopisů,

keré mělo významný vliv na pokles reálné ekonomiky. Na svém zasedání dne 2. října Rada guvernérů obsáhle projednávala nedávné zvýšení turbulencí na finančních trzích a jejich případné dopady na ekonomickou aktivitu a inflaci a připustila existenci mimořádně vysoké míry nejistoty vyvolané nedávným vývojem. Zároveň s tím, jak světová ekonomika jako celek pocítovala nepříznivé účinky tohoto dlouhého a intenzivního období turbulencí na finančních trzích, oslabovala i ekonomická aktivita v eurozóně.

Inflační tlaky se začaly v důsledku výrazného poklesu cen energií a jiných komodit zmírňovat v eurozóně i v řadě dalších zemí významných z hlediska světové ekonomiky. Inflační očekávání se snížila a vrátila se na hodnoty odpovídající definici cenové stability ECB. Zesílení krize na finančních trzích zvýšilo riziko poklesu hospodářského růstu, a tím také snížilo proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu.

Bank of Canada, Bank of England, ECB, Federální rezervní systém, Sveriges Riksbank a Swiss National Bank oznámily 8. října koordinované snížení měnověpolitických úrokových sazeb. V této souvislosti Rada guvernérů snížila základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů. Potvrdila, že proinflační rizika v eurozóně se nedávno snížila a že inflační tlaky začaly slábnout. Rada guvernérů také přijala dvě dočasná opatření na podporu provádění měnové politiky, konkrétně zúžila koridor tvořený úrokovými sazbami stálých facilit a oznámila, že v rámci svých operací nabídkového řízení bude plně uspokojovat poptávku po financování za pevné sazby.

Napětí se stále více přelévalo z finančního sektoru do reálné ekonomiky a z vyspělých ekonomik do rozvíjejících se tržních ekonomik. Výhled globálního růstu se výrazně zhoršil, což naznačovalo, že pokles zahraniční poptávky by mohl mít negativní dopad na aktivitu v eurozóně. Ukazatele podnikatelské důvěry, které začaly klesat v polovině roku 2007, se začaly snižovat rychleji a každý měsíc dosahovaly nových rekordně nízkých hodnot. Čtvrté čtvrtletí

bylo poznamenáno rozsáhlým zpomalením ekonomiky s vysokou mírou nejistoty a vlády oznámily masivní ekonomické stimulační balíčky. Nově dostupné informace o současném hospodářském vývoji potvrzovaly pesimističtější výhled, což bylo zejména důsledkem naplnění dříve zjištěných rizik vyplývajících z napětí na finančních trzích. Globální hospodářské oslabení a velmi nevýrazná domácí poptávka měly dle očekávání v příštích několika čtvrtletích přetrvávat. Makroekonomické projekce z prosince 2008, které pro eurozónu sestavili odborníci Eurosystemu, naznačovaly, že se výhled výrazně zhoršil. Podle těchto projekcí měl meziroční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2009 -1,0 % až 0,0 % a v roce 2010 0,5 % až 1,5 %. Tyto údaje představovaly oproti předešlým projekcím výraznou korekci směrem dolů. Hospodářský výhled byl nadále zatížen mimořádně vysokou mírou nejistoty a rizika nadále indikovala možnost zpomalení růstu ekonomiky.

Pokud jde o cenový vývoj, meziroční inflace měřená HICP v listopadu výrazně poklesla na 2,1 % z 3,2 % v říjnu a 3,6 % v září. Inflace měla podle očekávání v dalších měsících dále klesat. Zesílení a rozšíření turbulencí na finančních trzích mělo zřejmě po delší období utlumovat globální poptávku a poptávku v eurozóně. Za těchto podmínek a s přihlédnutím k výraznému snížení cen komodit v posledních měsících se měly také zmírňovat cenové a mzdové tlaky v eurozóně. Projekce z prosince 2008, které sestavili odborníci Eurosystemu, vycházely z toho, že se meziroční inflace měřená pomocí HICP bude pohybovat mezi 1,1 % a 1,7 % v roce 2009 a mezi 1,5 % a 2,1 % v roce 2010. Tyto projekce inflace pro rok 2009 byly ve srovnání s předchozími projekcemi výrazně sníženy, což odráželo zejména prudký pokles cen komodit a působení slábnoucí poptávky. Rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu relevantním pro měnovou politiku byla vnímána jako vyrovnanější než v předchozím čtvrtletí.

Pokud jde o měnovou analýzu, údaje dostupné ke konci roku 2008 ukázaly, že se meziroční tempo růstu širokého peněžního a úvěrového agregátu

nadále snižovalo, i když zůstávalo stále silné. Potenciální zlomový moment v měnovém vývoji znamenalo zesílení turbulencí na finančním trhu pozorované od poloviny září společně s údaji o vývoji peněžní zásoby a úvěrů za říjen, které indikovalo významný dopad na chování účastníků trhu. V listopadu se ale objevily určité známky návratu k měnovému vývoji v období před pádem Lehman Brothers. Široký agregát M3 a zejména ty jeho složky, které jsou nejvíce ovlivněné pokračujícím napětím na finančních trzích – jako držba podílových listů fondů peněžního trhu – vykazaly v posledních měsících roku 2008 značnou meziměsíční volatilitu. Odhlédneme-li od této volatility, tempo růstu širokých peněz postupně klesalo z maximálních hodnot zaznamenaných v roce 2007. Zesílení napětí na finančních trzích pozorované od září 2008 ale vedlo k významné substituci mezi jednotlivými složkami M3. Měnová analýza také indikovala pokračující zpomalování tempa růstu úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru. Do prosince k tomuto vývoji docházelo převážně v důsledku oslabení úvěrů domácnostem, zejména pak úvěrů na bydlení, ale na konci roku byl tento pokles patrný také v tempu růstu úvěrů nefinančním podnikům. Zdá se, že tento slabý růst úvěrů odrážel zejména zpomalení reálné ekonomiky, i když průzkum bankovních úvěrů provedený Eurosystemem naznačuje, že nabídkové faktory zřejmě také hrály svou roli. V měnových údajích ke konci roku byla nadále patrná zvýšená míra napětí ve finančním systému. Měnový vývoj celkově podporoval názor, že došlo k dalšímu oslabení inflačních tlaků.

Tyto revize výhledu ekonomické aktivity, a tudíž i inflace, potvrzovaly správnost významného uvolnění měnové politiky. Na základě svých pravidelných hospodářských a měnových analýz Rada guvernérů na svém zasedání dne 6. listopadu rozhodla, že dále sníží základní úrokové sazby ECB o 50 bazických bodů. Tento krok byl v souladu se snížením proinflačních rizik ohrožujících cenovou stabilitu plynoucím z naplnění rizika poklesu ekonomického růstu. Na svém zasedání dne 4. prosince pak Rada guvernérů rozhodla, že sníží základní úrokové

sazby ECB o dalších 75 bazických bodů. Informace získané od posledního zasedání ukázaly, že inflační tlaky dále oslabily, a očekává se, že výše inflace bude na měnověpolitickém horizontu v souladu s cenovou stabilitou.

## 2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ

### 2.1 GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

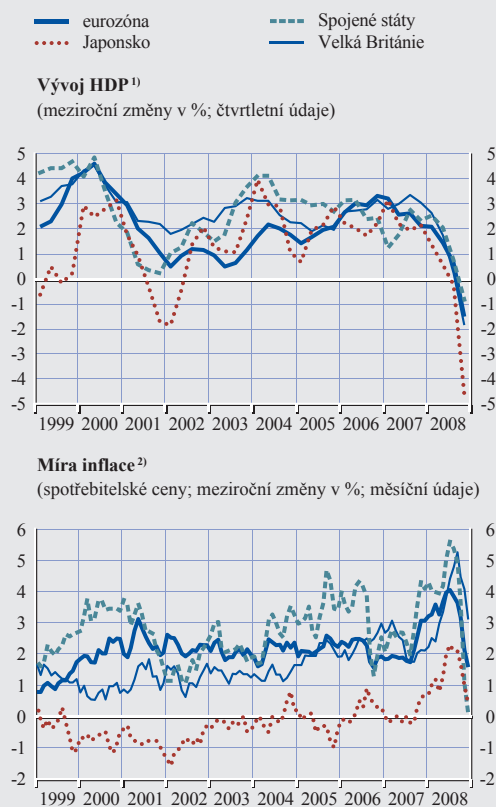
#### DŮSLEDKY TURBULENCÍ NA FINANČNÍCH TRZÍCH PRO GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

V roce 2008 došlo k prohloubení turbulencí na finančních trzích až na úroveň, jaká nebyla zaznamenána po několik desetiletí, s vážnými dopady na reálnou ekonomiku v druhé polovině roku. V první polovině roku se ekonomické oslabení ve Spojených státech rozšířilo mimo sektor bydlení a globální důsledky finančních turbulencí způsobily zpomalení ekonomického růstu v hlavních rozvinutých ekonomikách. Globální ekonomická aktivita měla nadále relativně dobrou podporu díky přetrvávání příznivých ekonomických podmínek na rozvíjejících se trzích. Od poloviny září, kdy finanční krize kulminovala kolapsem jedné z největších amerických investičních bank a rozpadem řady důležitých článků globálního finančního systému, však výzvy, jimž čelil ekonomický vývoj, nabyly na intenzitě. Globální ekonomické podmínky se rychle zhoršily v důsledku slábnoucí důvěry spotřebitelů i podnikatelů, restriktivnějších celosvětových úvěrových podmínek a negativních efektů bohatství plynoucích z klesajících cen domů a akcií. Zatímco vlády a centrální banky po celém světě činily důležitá a bezprecedentní opatření, aby omezily systémová rizika a obnovily finanční stabilitu, vedly finanční turbulence ke stále větší synchronizaci globálního poklesu, což posílilo negativní zpětnou vazbu mezi finanční krizí a reálnou ekonomickou aktivitou. Ke konci roku již většina rozvinutých ekonomik zažívala recesi nebo stála na jejím pokraji. Kromě toho se ekonomické oslabení začalo výrazněji šířit do rozvíjejících se ekonomik. Ekonomické podmínky se rychle zhoršily zejména v zemích s velkou vnější a vnitřní nerovnováhou a tempo ekonomického růstu v malých otevřených ekonomikách orientovaných na export se značně zvolnilo ve velmi krátkém časovém intervalu.

Globální vývoj inflace byl silně ovlivněn prudkými změnami cen komodit a globálních ekonomických podmínek. V první polovině roku vzrostly globální inflační tlaky. V zemích OECD dosáhla celková meziroční inflace

vrcholu v červenci 2008, kdy činila 4,8 %. To bylo způsobeno převážně růstem cen potravin a energií. Dne 11. července 2008 stouply ceny ropy Brent na rekordní úroveň 147,5 USD za barel. Rozvíjející se ekonomiky s větší vahou potravin ve spotřebním koši pocítily ještě silnější inflační tlaky. Ve druhé polovině roku však prudký zvrát v cenách komodit spojený s globálním ekonomickým zpomalením značně snížil globální míru inflace. Ceny ropy ve druhé polovině roku prudce klesly a ke konci roku 2008 se pohybovaly okolo 40 USD za barel. V souladu s tím, poté co v červenci dosáhla vrcholu, zpomalila meziroční inflace v zemích OECD v prosinci na 1,5 %. Při vyloučení

Graf 2a Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích



Zdroje: národní údaje, BIS, Eurostat a výpočty ECB.

1) Pro eurozónu a Velkou Británii jsou použity údaje Eurostatu, pro Spojené státy a Japonsko jsou použity národní údaje. Údaje o HDP jsou sezonně očištěny.

2) HICP pro eurozónu a Velkou Británii, CPI pro Spojené státy a Japonsko.

potravin a energií vzrostly v tomto roce spotřebitelské ceny do prosince o 2,0 %.

### **SPOJENÉ STÁTY AMERICKÉ**

Ve Spojených státech ekonomický růst v roce 2008 značně zpomalil. Za celý rok 2008 se reálný HDP zvýšil o 1,1 %. Zatímco v první polovině roku byl růst částečně díky přechodným fiskálním stimulačním opatřením a podpoře ze strany zahraničního obchodu pozitivní, ve druhé polovině roku 2008 došlo v důsledku zvyšujícího se napětí na finančních trzích, restriktivních úvěrových podmínek a slabší zahraniční poptávky k absolutnímu poklesu produktu. Soukromá spotřeba byla negativně ovlivněna zhoršením důvěry spotřebitelů a situací na trhu práce spolu s poklesem bohatství domácností způsobeným klesajícími cenami domů a akcií. Zároveň došlo k oslabení podnikatelských investic v podmínkách klesajících zisků společností, restriktivnějších úvěrových podmínek a značně oslabujícího výhledu pro poptávku. Probíhající pokles na trhu bytových nemovitostí – prohloubený finančními turbulencemi – byl nadále hlavní brzdou ekonomiky, přičemž investice do bydlení snížily růst HDP v roce 2008 o 0,9 procentního bodu. K růstu po většinu roku 2008 nejvíce přispíval zahraniční obchod díky vysoké vnější poptávce na počátku roku a opožděným účinkům devalvace amerického dolaru. Pozitivní účinek zahraničního obchodu se však ke konci roku vyčerpal spolu s tím, jak prudké ekonomické zpomalení u řady obchodních partnerů USA oslabilo zahraniční poptávku a vývoz. Deficit běžného účtu se nicméně zmenšil z 5,3 % HDP v roce 2007 na průměrných 5,0 % za první tři čtvrtletí roku 2008, i když toto zlepšení bylo poněkud omezeno vyšší cenou ropy a jiných komodit po většinu tohoto období, což zvýšilo průměrnou hodnotu dováženého zboží oproti předchozímu roku.

Pokud jde o vývoj cen ve Spojených státech, průměrné roční tempo růstu spotřebitelských cen se za rok 2008 zvýšilo na 3,8 % ze 2,9 % o rok dříve. Celková inflace se pohybovala v širším intervalu než obvykle v důsledku kolísání cen ropy a jiných komodit. Inflace

se držela na vyšších úrovních během první poloviny roku 2008 a vrcholu 5,6 % dosáhla v červenci při rychle stoupajících nákladech na energie. Ke konci roku se meziroční tempo růstu indexu spotřebitelských cen prudce zpomalilo na 0,1 % v prosinci díky prudkému poklesu cen komodit a zvyšujícím se volným kapacitám v důsledku prohlubující se recese. Po vyloučení cen potravin a energií činila v roce 2008 meziroční inflace 2,3 % (stejně jako v roce 2007). Klesající trend po většinu roku do jisté míry odrážel zpomalení u složky imputovaného nájemného.

Federální výbor pro volný trh (FOMC) Federálního rezervního systému snížil cílovou úroveň pro sazbu z federálních fondů ze 4,25 % na počátku roku 2008 na rozpětí 0,0 % – 0,25 % na konci roku. Na svém jednání v prosinci 2008 Výbor předpokládal, že špatné ekonomické podmínky budou pravděpodobně ospravedlňovat výjimečně nízké úrokové sazby ještě po nějakou dobu. FOMC realizoval celou řadu cílených programů na posílení likvidity a poskytnutí podpory finančním trhům vzhledem ke zhoršujícím se podmínkám.

Pokud jde o fiskální politiku, deficit federálního rozpočtu se ve finančním roce 2008, který začal v říjnu 2007, ve srovnání s předchozím rokem prohloubil. Příčinou byla kombinace nižších daňových příjmů v důsledku zpomalení ekonomiky a zvýšení vládních výdajů částečně odrážejících implementaci fiskálních stimulačních opatření. Podle odhadů Kongresového úřadu pro rozpočet (Congressional Budget Office) činil schodek federálního rozpočtu ve finančním roce 2008 3,2 %.

### **JAPONSKO**

V Japonsku ekonomická expanze v roce 2008 náhle skončila, když byl mírně pozitivní růst v prvním čtvrtletí následován zřetelným snížením celkové produkce. Růst reálného HDP byl v prvním čtvrtletí podporován silnou vnější poptávkou a domácími investicemi. Avšak podstatný pokles čistého vývozu a podnikatelských investic – které byly hnací silou



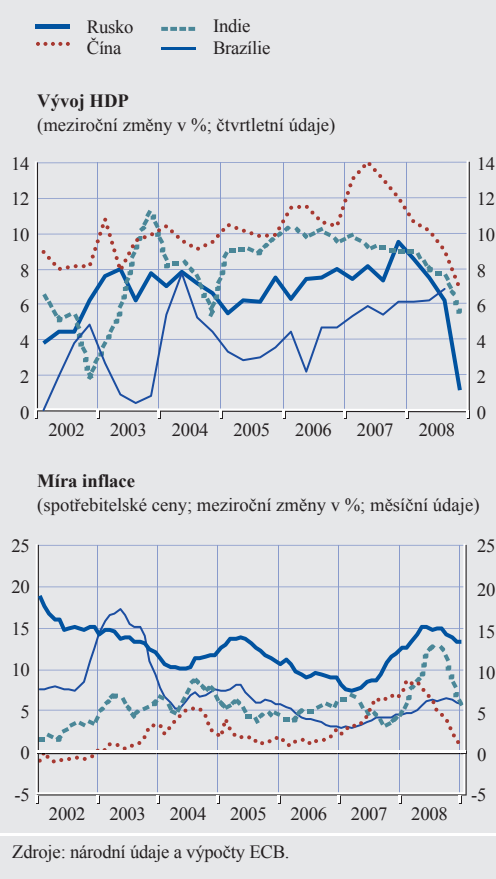
zotavení japonského hospodářství v předchozích letech – spolu s omezenou spotřebou způsobenou zvyšující se nejistotou na trhu práce a snižováním reálných příjmů vykompenzoval kladný růst v prvním čtvrtletí a vyústil v negativní růst HDP po zbývající část roku. Inflace se v prvním pololetí značně zvýšila a dosáhla vrcholu 2,3 % v červenci, ale v prosinci zpomalila na 0,4 %. Japonský bankovní sektor zůstal relativně odolný vůči globálním turbulencím na finančních trzích. Naproti tomu značné ztráty na akciovém trhu a intenzifikace finančních turbulencí v druhé polovině roku měly negativní dopad na podnikové investice a spotřebu. Silná apreciacie efektivního kurzu japonského jenu byla příčinou dalšího tlaku na pokles tvorby zisku a investic v exportně orientovaných odvětvích. Vzhledem k rychlému zhoršení ekonomických podmínek se japonská centrální banka (Bank of Japan) na svých zasedáních, která se konala 31. října a 19. prosince 2008, rozhodla snížit svou cílovou sazbu z nezajištěných jednodenních úvěrů celkem o 40 bazických bodů na 0,1 % poté, co ji od února 2007 ponechala beze změny.

### ROZVÍJEJÍCÍ SE ASIJSKÉ ZEMĚ

V průběhu roku 2008 ekonomický růst v rozvíjejících se asijských zemích postupně zpomaloval. V situaci rozšiřujícího se ekonomického zpomalení a nepříznivých globálních finančních podmínek se v druhé polovině roku růst exportu snížil, zejména v případě malých otevřených ekonomik jako např. Singapuru, Tchaj-wanu a Hongkongu. K celkovému zpomalení ekonomické aktivity došlo rovněž v důsledku slábnoucí domácí poptávky způsobené zhoršující se důvěrou spotřebitelů i podnikatelů a poklesem investic do nemovitostí.

Stoupající ceny komodit a potravin vedly v první polovině roku ke zrychlení inflace spotřebitelských cen v mnoha zemích. V některých zemích díky tomu došlo ke snížení spotřebitelské kupní síly a k oslabení spotřebních výdajů. Inflační tlaky však začaly v druhé polovině roku polevovat díky značnému poklesu cen ropy a potravin. Vzhledem k relativně příznivému makroekonomickému vývoji

**Graf 2b Hlavní ukazatele vývoje ve významných rozvíjejících se ekonomikách**



v těchto zemích a k nízkým přímým investicím do derivátů spojených s rizikovými hypotékami měly finanční turbulence až do poloviny září na ekonomickou aktivitu těchto zemí pouze omezený vliv. Od té doby však v důsledku náhlého růstu averze k riziku a značného snížení finanční páky na globální úrovni došlo k řadě odprodejů na akciových trzích a k prudké depreciaci místních měn ve většině rozvíjejících se asijských zemí. Volatilita finančních trhů byla v jednotlivých zemích odlišná. Její dopad na Čínu byl omezený díky jejímu relativně uzavřenému a méně rozvinutému finančnímu systému, zatímco v Koreji a v Indonésii byla pozorována silnější volatilita finančního trhu spolu s obavami z vysoké hladiny domácího dluhu a klesajících cen komodit.

V Číně růst reálného HDP klesl z 13 % v roce 2007 na 9 % v roce 2008. Na ekonomickém zpomalení se podílely jak vnější, tak domácí faktory. Díky přebytku obchodní bilance a přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu vyvolanému očekáváním pravidelného zhodnocování směnného kurzu a kladným úrokovým diferencíalem se do září 2008 devizové rezervy nadále zvyšovaly a v roce 2008 dosáhly výše 1,9 bil. USD. Inflace spotřebitelských cen dosáhla svého vrcholu 8,7 % v únoru, poté však podstatně klesla v reakci na stabilizaci domácích cen potravin. V září, kdy inflace zaznamenala pokles a kdy docházelo k prohloubení globální finanční krize, se politika čínského vedení zaměřila na opatření směřující k posílení ekonomického růstu. Čínská centrální banka (People's Bank of China) začala uvolňovat svou měnovou politiku: roční referenční úrokové sazby se snížily pro zápůjční sazby pětikrát, celkem o 216 bazických bodů, a pro depozitní sazby čtyřikrát, celkem o 189 bazických bodů. Sazba povinných minimálních rezerv se snížila o 200 - 400 bazických bodů v závislosti na druhu instituce. Navíc se ve čtvrtém čtvrtletí zastavilo neustálé posilování renminbi vůči americkému dolaru.

### LATINSKÁ AMERIKA

V první polovině roku 2008 byl ekonomický růst v Latinské Americe silný (přibližně 5 % v Jižní Americe, avšak pouze 2,1 % v Mexiku). Inflační tlaky byly v průběhu roku vysoké a stále se zvyšovaly. Míra inflace vzrostla v tomto regionu na 8,7 % z 6,1 % v roce 2007. Země s pevnými nebo kvazi-pevnými směnnými kurzy zaznamenaly vyšší růst cen než země s režimem cílování inflace. Zlepšení základních makroekonomických veličin, vysoké ceny komodit a silná domácí poptávka nadále podporovaly ekonomický růst v první polovině roku 2008, avšak v jejich důsledku rovněž došlo ke zvýšení inflačních tlaků. Od poloviny září 2008 se však v důsledku prohloubení globální finanční krize zhoršily vnější finanční podmínky. Zejména se značně rozšířily spready ze swapů s úvěrovým prodlením pro instrumenty latinskoamerického státního dluhu, zejména v Argentině a Venezuele (v Argentině

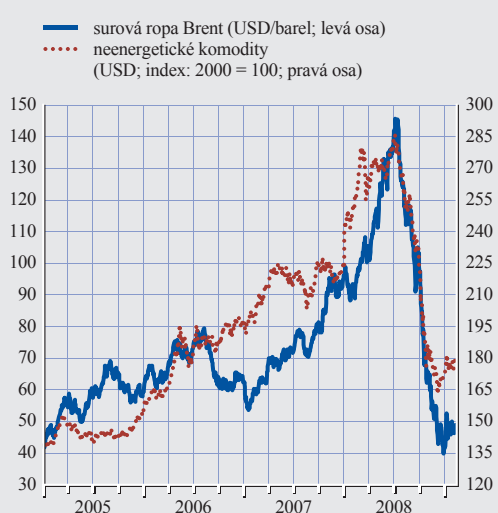
o zhruba 4 000 bazických bodů a ve Venezuele o přibližně 3 000 bazických bodů na konci roku). Kromě toho měny vůči americkému dolaru prudce depreciovaly, v průběhu roku došlo ke značnému poklesu akciových trhů o zhruba 50 % a objevil se problém nedostatku likvidity. Nedostatek likvidity zasáhl především Brazílii a Mexiko s tím, jak byla finanční situace tohoto regionu postižena velkými odlivy kapitálu.

### PRUDKÝ POKLES CEN KOMODIT V DRUHÉ POLOVINĚ ROKU 2008

Vývoj cen komodit budil po celý rok 2008 velkou pozornost. V první polovině roku ceny ropy nadále stoupaly, až dosáhly 11. července nejvyšší hodnoty 147,5 USD za barel ropy Brent (viz graf č. 3). Poté začaly ceny klesat a tento trend byl zvýrazněn finančními turbulencemi. Na konci roku 2008 ceny činily 39,5 USD za barel. Tyto ceny vyjádřené v eurech zhruba odpovídaly úrovni zaznamenané v prosinci 2004. Za rok jako celek činila průměrná cena ropy Brent 98,3 USD, což bylo o 35 % více než průměr z předešlého roku.

První polovina roku byla charakterizována velmi nepříznivými tržními podmínkami. Na straně nabídky úrovně dodávek ze zemí mimo OPEC

Graf 3 Vývoj na komoditních trzích



Zdroje: Bloomberg a HWWI.

opět nesplnily očekávání. Tato situace přinutila OPEC zvýšit produkci, aby odpovídala poptávce. To naopak vedlo k výjimečně nízké rezervní kapacitě u členů OPEC, což zvýšilo obavy ohledně možného přerušení dodávek v důsledku geopolitických událostí. Na druhé straně nadále značně rostla poptávka. Zatímco v zemích OECD se v důsledku stoupajících cen poptávka zmírnila, v rozvíjejících se ekonomikách, kde se dovoz ropy díky silnému ekonomickému růstu a státním dotacím zvyšoval, tomu tak nebylo. Za této situace se zásoby v zemích OECD snížily a ceny mimořádně silně reagovaly na jakékoli zprávy či pověsti naznačující zhoršení podmínek pro zachování rovnováhy nabídky a poptávky.

V polovině července se zásoby ve Spojených státech začaly v rozporu s normálním sezónním vývojem zvyšovat, což vyvolalo následnou korekci cen. Pokles byl zesílen finančními turbulencemi a jejichmi důsledky pro globální ekonomický výhled. To vedlo ke značné revizi prognózy poptávky směrem dolů, a to i v případě rozvíjejících se ekonomik. Na tomto pozadí OPEC začala stabilizovat ceny tím, že značně omezila dodávky.

Ceny neenergetických komodit byly v průběhu roku rovněž mimořádně kolísavé (viz graf 3). V první polovině roku 2008 se index silně zvýšil především díky zemědělským komoditám a poté se stabilizoval. Po poklesu cen energií začaly klesat i ceny neenergetických komodit a následná finanční krize zasáhla zejména ceny kovů. Celkově se ceny neenergetických komodit (vyjádřené v amerických dolarech) v roce 2008 ve srovnání s předchozím rokem zvýšily v průměru o přibližně 14 %.

## 2.2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

### PŘESTOŽE SE TEMPO RŮSTU ŠIROKÝCH PENĚŽ BĚHEM ROKU ZPOMALILO, BYLO I NADÁLE VYSOKÉ

Poté, co tempo růstu širokých peněz a úvěrů v eurozóně dosáhlo ve čtvrtém čtvrtletí 2007 svého maxima, v průběhu roku 2008 zpomalilo. Tento vývoj se odrazil v klesajícím meziročním

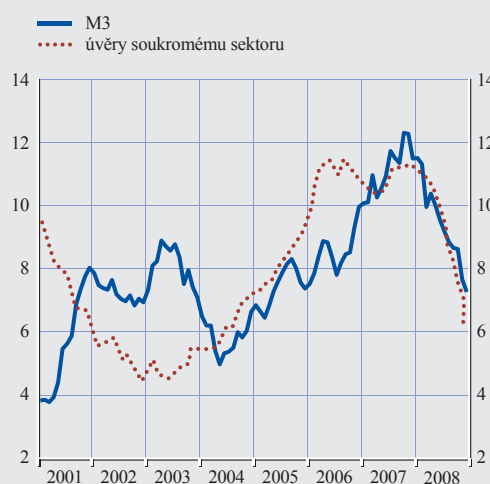
růstu jak širokého peněžního agregátu M3, tak i úvěrů MFI soukromému sektoru. V prosinci 2008 tento růst širokého peněžního agregátu M3 poklesl na 7,3 % a růst úvěrů MFI na 5,8 %, což bylo výrazně méně než 11,5 % a 11,2 % ve stejném období v roce 2007 (viz graf 4).

Přestože růst peněžního agregátu M3 mírně zpomalil, zůstal silný. To částečně odráželo stimulační účinek poměrně ploché výnosové křivky v eurozóně, který podpořil přesuny z dlouhodobějších aktiv do krátkodobějších měnových nástrojů (zejména termínovaných vkladů u MFI), které nabízely podobné zhodnocení, ale byly vystaveny menšímu riziku. Je však nepravděpodobné, že by tyto účinky trvaly i nadále, když se sklon výnosové křivky znormalizuje. Vezmeme-li však tyto a další dočasné účinky v úvahu při širší analýze měnových údajů, trend růstu expanze širokých peněz byl silný i na konci roku, což se odrazilo např. v silném růstu vkladů domácností.

Zmírnění růstu širokých peněz a úvěrů v průběhu 2008 do značné míry odráželo dopad předchozích zvýšení úrokových sazeb, obecně přísnějších podmínek financování a zpomalení hospodářské aktivity. Přestože převažující

**Graf 4 Agregát M3 a úvěry soukromému sektoru**

(meziroční změny v %; očištěno o sezónní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

napětí na finančních trzích významně ovlivnilo zejména ty specifické složky a protipoložky M3, které těsně souvisely s povahou turbulencí (např. držby akcií/podílových listů fondů peněžního trhu), celkově tyto turbulence na finančních trzích nevedly k výraznějšímu narušení zmírňování růstu širokých peněz a

úvěrů. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem dále naznačují postupné zpřísňování úvěrových standard v průběhu roku. Podrobnější analýzu dopadu turbulencí na finančních trzích na analýzu měnového vývoje v eurozóně naleznete v boxu 1.

## Box 1

### DOPAD NAPĚTÍ NA FINANČNÍCH TRZÍCH NA MĚNOVÝ VÝVOJ

Napětí na finančních trzích, které začalo v srpnu 2007, mělo značný dopad na krátkodobější vývoj některých položek rozvahy MFI, což ve velkém počtu případů vedlo k značně vyšší volatilitě a změnám růstu. Tento box se zabývá několika případy takových vlivů v jednotlivých fázích krize. Za referenční body byly zvoleny tři základní fáze: fáze vzniku napětí, což je od srpna 2007 do února 2008 (včetně nejistoty převládající na konci roku 2007), fáze od března 2008 do poloviny září 2008 a fáze od poloviny září 2008, kdy napětí na trzích zesílilo.

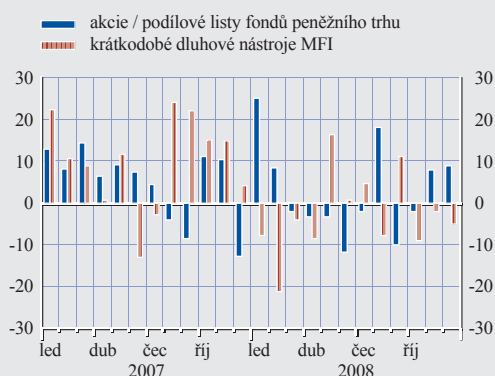
#### Pozorované vlivy na složky M3

Jedním příkladem dopadu napětí na finančních trzích na složky peněžního agregátu M3 je jeho vliv na obchodovatelné nástroje jako jsou akcie/podílové listy peněžního trhu nebo krátkodobé dluhové cenné papíry MFI. Volatilita měsíčních toků do/z těchto nástrojů se zvýšila, přestože období odlivů a přílivů bylo jasně vymezené. (viz graf A). Tato zvýšená volatilita byla zaznamenána v souvislosti se značným poklesem meziročního růstu těchto nástrojů.

Zvýšená nejistota v první fázi napětí se odrazila ve značných odlivech z fondů peněžního trhu v samém počátku vzniku napětí v srpnu 2007 a opět v prosinci 2007, čemuž přispěly také obavy o expozici některých fondů peněžního trhu v eurozóně vůči cenným papírům zajištěným aktivy. Zdá se však, že po těchto odlivech došlo v následujících měsících k obratu, a oživení v lednu 2008 znamenalo největší příliv zaznamenaný od začátku existence měnové unie. Ve druhé fázi byly měsíční toky převážně záporné, ale malé, a kumulativní odlivy byly víceméně vykompenzovány silným přílivem, ke kterému došlo v srpnu, těsně před zesílením napětí. Ve třetí fázi došlo v září a říjnu k odlivům, což na rozdíl od odlivů v první fázi bylo způsobeno značným zvýšením rizikové averze vůči fondům peněžního trhu v důsledku pádu Lehman Brothers a ztrát fondů amerického peněžního trhu investujících do cenných papírů této banky. Bylo to umocněno

**Graf A Měsíční přílivy/odlivy investic do akcií a podílových listů fondů peněžního trhu a krátkodobých dluhových nástrojů MFI**

(v mlrd. EUR; očištěno o sezónní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

skutečností, že banky při financování přeměrovaly finanční prostředky z fondů peněžního trhu do příznivě úročených bankovních vkladů. Přestože systém pojištění vkladů se nevztahuje na fondy peněžního trhu, tak v posledních dvou měsících roku 2008 byly opět zaznamenány kladné toky, což svědčí o tom, že obavy rezidentů eurozóny z možného selhání těchto fondů odeznívaly.

Vývoj krátkodobých dluhových cenných papírů se splatností do dvou let byl do jisté míry zrcadlovým odrazem vývoje fondů peněžního trhu, což svědčí o tom, že se celkový vliv na krátkodobější vývoj širších peněžních agregátů zmenšil. To lze vysvětlit atraktivním úročením krátkodobých cenných papírů, což mohlo vést institucionální investory zejména k tomu, že když se zdálo, že akcie fondů peněžního trhu jsou vystaveny úvěrovému riziku protistrany, držely tyto krátkodobé cenné papíry zpočátku jako substituci za tyto akcie. Vnímání úvěrového rizika protistrany se ve druhé fázi postupně přesunulo na úvěrové instituce, což mělo za následek, že držitelé peněz si pořizovaly mnohem méně krátkodobých dluhových cenných papírů. V třetí fázi došlo v září k velkému přílivu dluhových cenných papírů, avšak měsíční toky se v posledních třech měsících 2008 změnil v záporné a odrážely tak neochotu držitelů peněz pořizovat si tyto nástroje na čisté bázi.

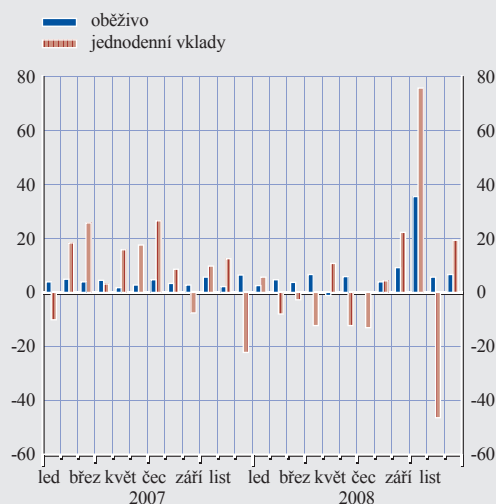
U obchodovatelných nástrojů byl naopak zaznamenán jen malý dopad na ostatní složky peněžního agregátu M3. Dopad na peněžní agregát M1 byl pozorován jenom ve třetí fázi krize, kdy pád Lehman Brothers vedl k značným obavám ohledně stability bankovních systémů a značnému výběru hotovostí z bank eurozóny (viz graf B). Výše oběživa činila v říjnu 2008 okolo 35 miliard EUR, což bylo více než v předchozích měsících. V listopadu a v prosinci došlo opět k normalizaci toků, přestože jejich říjnové zvýšení neodeznělo, což svědčilo o tom, že velký podíl dodatečného oběživa mohl do značné míry odrážet požadavky nerezidentů. Obdobný vývoj byl zaznamenán také u jednodenních vkladů, kdy v říjnu došlo k silným přílivům, neboť vysoká míra nejistoty přiměla držitele peněz držet své finanční zdroje ve vysoce likvidních vkladech. Jednodenní vklady v tomto ohledu sloužily jako dočasná úložiště prostředků převedených z ostatních typů vkladů nebo získaných z prodeje dlouhodobých cenných papírů a akcií. Ke změně v těchto přílivech došlo v listopadu po vyhlášení vládních opatření na podporu bankovního systému a tudíž návratu k úvahám o úročení při alokaci prostředků. K obnovení přílivu došlo v prosinci, což však mohlo pouze naznačovat snahu držitelů peněz, zejména neměnových finančních zprostředkovatelů jiných než pojišťovny a penzijní fondy (OFI), ponechat si likvidní aktiva.

### Pozorované vlivy na protipoložky M3

V rámci ostatních protipoložek peněžního agregátu M3 se celková dynamika růstu úvěrů soukromému sektoru výrazně nezměnila, což souviselo s napětím na finančních trzích. Na jednotlivých úrovních však byly změny viditelnější.

**Graf B Měsíční přílivy/odlivy investic do oběživa a jednodenních vkladů**

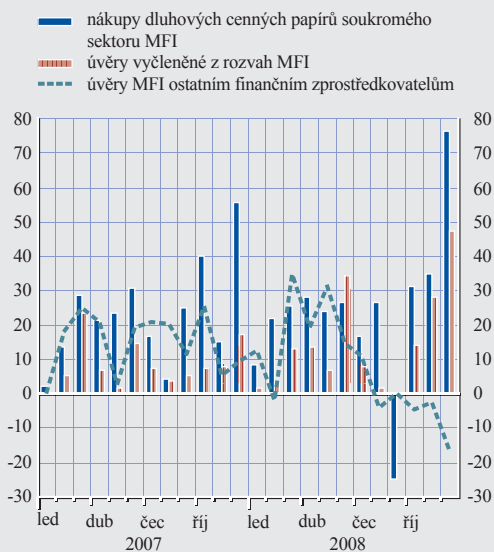
(v mld. EUR; očištěno o sezónní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

**Graf C Měsíční toky úvěrů ostatním finančním zprostředkovatelům, dluhových cenných papírů koupených MFI a úvěrů vyčleněných z rozvah MFI**

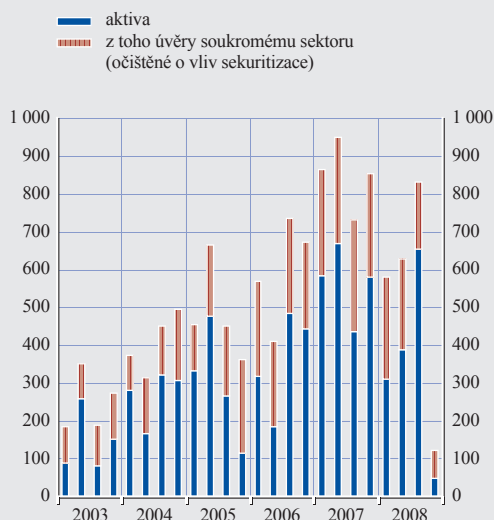
(v mld. EUR; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

**Graf D Držba aktiv a úvěry poskytnuté soukromému sektoru úvěrovými institucemi**

(čtvrtletní toky; v mld. EUR; očištěno o sezonní vlivy)



Zdroj: ECB.

Zejména tok úvěrů OFI byl v první fázi napětí na finančních trzích silný, což odráželo skutečnost, že zprostředkující jednotky vytvořené bankami a klasifikované jako OFI, které musely čelit zvýšené neochotě investorů je financovat, odčerpávaly úvěrové linky, které poskytovaly jejich sponzorující banky (viz graf C). Tok úvěrů zůstal silný i po většinu druhé fáze. Je však pravděpodobné, že to stále více odráželo krátkodobou potřebu financování a tvorbu likviditních „polštářů“ na straně investičních fondů. Zatímco v první fázi MFI financovaly své zprostředkující jednotky v sektoru OFI přímo pomocí úvěrů, ve druhé fázi to bylo nákupem dluhových cenných papírů těchto zprostředkujících jednotek. Stále více to probíhalo formou „nevychleněných sekuritizačních operací“, čímž MFI prodaly část svých úvěrů účelovým zprostředkujícím jednotkám a odkoupily zpět jejich cenné papíry, aby je použily jako zajištění při operacích prováděných v rámci Eurosystemu. To vedlo ke snížení příspěvku úvěrů k expanzi celkových úvěrů MFI a odpovídajícímu zvýšení příspěvku dluhových cenných papírů. Ve třetí fázi napětí na finančních trzích nabyly nevychleněné sekuritizační operace a jejich dopad na rozvahu MFI na důležitosti, neboť MFI stále ve větší míře používaly dluhové cenné papíry k získání likvidity z Eurosystemu. Poskytování úvěrů OFI zároveň zaznamenalo pokles a odráželo tak pokles míry zprostředkování související se zpomalováním reálné hospodářské aktivity.

Velký počet sekuritizačních operací, a to zejména ve druhé a třetí fázi napětí, měl také dopad na dynamiku úvěrů soukromému sektoru (zejména domácnostem), protože vyčlenění sekuritizovaných úvěrů snížilo čisté toky úvěrů až o 35 miliard EUR za měsíc. Celkově to svědčilo o větším poklesu dostupnosti financování nefinančnímu soukromému sektoru, než tomu ve skutečnosti bylo. Přestože růst úvěrů soukromému sektoru zaznamenal pokles, jejich podíl na změnách v tocích do/z celkových aktiv MFI byl zpravidla stabilní. Volatilita toků aktiv MFI hlavně souvisela s aktivy jinými než těmi vzniklými na základě úvěrů soukromému sektoru (viz graf D). V posledních dvou měsících roku se to však změnilo a byl zaznamenán odliv

aktiv úvěrových institucí. Toky úvěrů soukromému sektoru byly v prosinci záporné – i po očištění od účinků sekuritizačních operací. Dalo by se to vysvětlit větším snížením finanční páky na konci roku za účelem zlepšení rozvah.

### **Závěr**

Období napětí na finančních trzích způsobilo značné krátkodobé pohyby ve specifických podsložkách širších peněžních agregátů a úvěrových agregátů. To vedlo k tomu, že určování měnověpolitických trendů v měnovém vývoji bylo náročnější, ale zároveň to umožnilo lépe pochopit situaci ve finančním sektoru a přístup nefinančního sektoru k financování.

### **ZESÍLENÍ FINANČNÍHO NAPĚTÍ, KE KTERÉMU DOŠLO V POLOVINĚ ZÁŘÍ, OVLIVNILO MĚNOVÝ VÝVOJ**

Vývoj na finančních trzích po bankrotu Lehman Brothers, ke kterému došlo v polovině září, vedl ke změnám v chování bankovního sektoru a sektoru držby peněz. Vzhledem k tomu, že zesílení turbulencí na finančních trzích může mít dopad na cenu aktiv, bohatství, finanční instituce a důvěru, je rozvaha MFI pravděpodobně ovlivněna různými faktory s různým stupněm intenzity a s různým časovým zpožděním. Toto zesílení napětí na finančních trzích mohlo vést například k přesunům portfolií jak mezi měnovými a neměnovými aktivy, tak i mezi jednotlivými měnovými nástroji. V důsledku toho je obtížné předvídat celkový dopad.

Údaje, které jsou k dispozici až do prosince 2008, naznačují, že rostoucí napětí na finančních trzích vedlo k významným přesunům mezi jednotlivými složkami širokého peněžního agregátu. Například toky do peněžního agregátu M1 se v září a říjnu značně zvýšily a odrážely tak zvýšenou preferenci likvidních aktiv za přítomnosti finanční nejistoty (včetně nejistoty ohledně zdraví bankovního sektoru), což vedlo k obratu v celkovém zpomalování růstu tohoto agregátu. Celkový dopad na celkový peněžní agregát M3 však byl relativně slabý, zejména pokud odhlédneme od meziměsíční volatility. Navíc i když banky musely sáhnout k různým

způsobům financování (což se odráží v jejich emisi a držbě cenných papírů), existuje jen malý náznak toho, že by od druhé poloviny září došlo k značnému narušení nabídky bankovních úvěrů, což by znamenalo pokles úvěrů nefinančnímu soukromému sektoru, ačkoliv se měsíční vývoj od té doby zpomalil. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem však ukazují na postupné zpříšňování úvěrových standardů pro poskytování úvěrů.

### **SLOŽKY M3 BYLY OVLIVNĚNY HLAVNĚ PLOCHOU VÝNOSOVOU KŘIVKOU**

Pokud jde o vývoj složek peněžních agregátů, meziroční růst M1 se i nadále až do třetího čtvrtletí 2008 zpomaloval a v srpnu činil 0,2 %, což bylo výrazně méně než přibližně 6 % zaznamenaných ve čtvrtém čtvrtletí 2007. K tomuto zpomalení přispěl zejména vývoj jednodenních vkladů, které ve třetím čtvrtletí zaznamenaly negativní meziroční toky. Růst peněžního agregátu M1 byl v roce 2008 i nadále ovlivňován zejména tlumícím účinkem vyplývajícím z rostoucích nákladů příležitosti z držby M1 souvisejících se zvyšováním úrokových sazeb od prosince 2005. Tento účinek byl pravděpodobně částečně vykompenzován snahou držet M1 jako „polštář“ vzhledem k nedávným turbulencím na finančních trzích. Ukázalo se však, že držba M1 od poloviny září posílila v důsledku zvýšení napětí na finančních trzích (viz box 2).

## VÝVOJ NA PENĚŽNÍM TRHU EUROZÓNY V KONTEXTU FINANČNÍ KRIZE

Finanční krize, která začala v srpnu 2007, pokračovala i v roce 2008. Na podzim roku 2008 získala na intenzitě a způsobila značné potíže s fungováním mezibankovního trhu v eurozóně a řízením likvidity Eurosystemu. Tento box popisuje vývoj v hlavních segmentech peněžního trhu v roce 2008, uvádí jej do souvislosti s faktory vývoje na světových finančních trzích a vysvětluje rozhodnutí v oblasti řízení likvidity, kterými Eurosystem reagoval na napětí na trzích.

### Vznik krize

V srpnu 2007 světový finanční systém vstoupil do období značných turbulencí, vyvolaných zejména vlivem rostoucí míry prodlení u rizikových hypoték ve Spojených státech na ocenění rozsáhlé skupiny cenných papírů zajištěných hypotékami. Složitost a neprůhlednost strukturovaných cenných papírů a v mnoha případech absence tržního ocenění těchto nástrojů způsobily, že tyto produkty bylo obtížné ocenit, což mělo nepříznivý dopad na hodnocení rozvah bank jako celku. Přesněji řečeno investoři ztratili zájem o strukturované investiční jednotky (SIV) a zprostředkující jednotky na bázi cenných papírů zajištěných aktivy, které vznikly v důsledku sekuritizace rizikových hypoték ve Spojených státech, a snížila se jejich ochota držet či prolongovat komerční dluhopisy zajištěné aktivy emitované těmito investičními jednotkami. Banky proto čelily riziku, že budou muset strukturované investiční nástroje znovu začlenit do svých rozvah, případně poskytnout prostředky SIV a zprostředkujícím jednotkám, které emitovaly komerční dluhopisy zajištěné aktivy. Banky měly stále větší obavy o svou likviditu a o stav svých rozvah, a proto se snížila jejich ochota půjčovat ostatním bankám. Složitost a neprůhlednost mnoha uvedených produktů posílila neochotu bank účastnit se mezibankovních transakcí, protože banky pochybovaly o úvěruschopnosti svých potenciálních protistran a nebyly si jisty rozsahem vlastních expozičních vůči SIV a zprostředkujícím jednotkám s ohledem na kapitálovou přiměřenost a likviditu. V důsledku toho banky hromadily likvidní prostředky. Nastal nedostatek likvidity na mezibankovním peněžním trhu, který negativně ovlivnil především trhy dlouhodobějších nezajištěných vkladů (v důsledku obav bank ohledně potenciálních rizikových expozičních jejich protistran), trhy jiných než státních repo operací, trhy krátkodobých komerčních dluhopisů a trhy měnových swapů.

Přestože od té doby bylo dosaženo značného pokroku v identifikaci a ocenění expozičních vůči strukturovaným cenným papírům, od nichž se odvíjejí tržní turbulence, stále panuje nejistota ohledně výše ztrát, které nakonec zaznamenají investoři a finanční instituce na celém světě. Situace na peněžních trzích proto v letech 2007 a 2008 byla nadále napjatá.

### Vývoj krize v roce 2008

Při hodnocení vývoje na peněžních trzích v roce 2008 je vhodné rozlišovat čtyři období: od ledna do února, od března do června, od června do září a od září do konce roku. Pro každé z těchto období jsou níže popsány hlavní příčiny vývoje, reakce trhu a opatření přijatá ECB.

#### Období od ledna do února 2008

První období pokrývá úvodní dva měsíce roku 2008, během nichž nedošlo k výraznějšímu narušení fungování peněžního trhu v eurozóně. Nezajištěné peněžní trhy však byly nadále

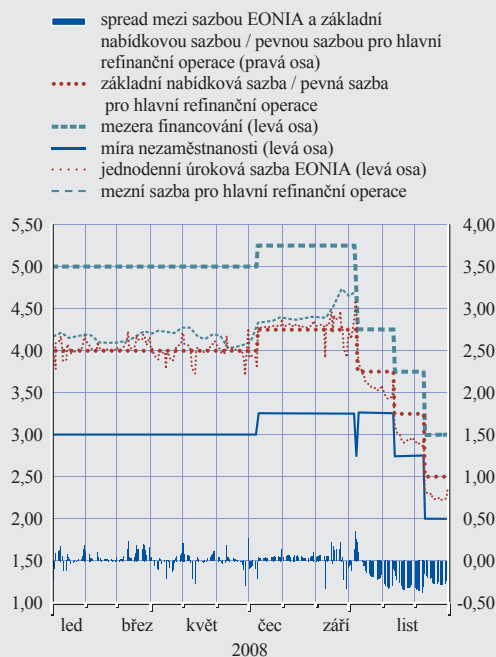


volatilní a s odezníváním vlivu konce roku úrokové sazby klesaly z nejvyšších hodnot dosažených na konci roku 2007 (viz graf 9). Sazby na zajištěném trhu zůstaly poměrně stabilní, neboť nedošlo k žádné změně měnové politiky ECB. V důsledku toho se spread mezi sazbami zajištěného a nezajištěného peněžního trhu převážně snižoval (viz graf 10).

I v roce 2008 ECB zdůrazňovala svůj oddělený přístup k rozhodnutím měnové politiky a řízení likvidity, který je nezbytný k zajištění bezproblémového fungování trhů. ECB pokračovala v politice přidělování likvidity nad srovnávací částku v hlavních refinančních operacích (MRO), přičemž stále usilovala o vyvážené podmínky likvidity na konci udržovacího období. ECB také prodloužila splatnost svých operací tím, že zvýšila částky přidělované v rámci dlouhodobějších refinančních operací (LTRO) na úkor MRO s cílem vyrovnat podmínky na termínových peněžních trzích. Dále na konci udržovacího období prováděla operace jemného doladění, aby odstranila nerovnováhu likvidity. Celkově ECB plně využila flexibility, kterou jí poskytuje prováděcí rámec měnové politiky. Rámec řízení likvidity zůstal beze změny až do září. V důsledku toho sazba EONIA zůstávala poměrně blízko základní nabídkové sazby pro hlavní refinanční operace, ačkoli byla poněkud volatilní (viz graf A).

**Graf A Úrokové sazby ECB a jednodenní úroková sazba**

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroje: ECB a Reuters.

### Období od března do června 2008

V polovině března vyvolal pád Bear Stearns, která patřila mezi největší investiční banky a obchodníky s cennými papíry se sídlem ve Spojených státech, další vlnu napětí na trzích, k níž přispěly obavy z pokračujících ztrát bank, zhoršujícího se makroekonomického prostředí a rostoucích cen ropy. Toto napětí trvalo přibližně do poloviny června. Během tohoto období se výrazně zvýšily sazby nezajištěného peněžního trhu, a to zejména dlouhodobé sazby. Tento vývoj zčásti odrážel zvýšené napětí na peněžním trhu, především v případě delších splatností, ale také růst tržních očekávání ohledně budoucí trajektorie základních sazeb ECB, který byl výraznější pro závěr roku 2008, a tudíž více ovlivnil sazby pro delší splatnosti. Sazby zajištěného trhu byly nadále poměrně stabilní, a tak byl spread mezi nezajištěnými a zajištěnými sazbami opět určován především vývojem nezajištěných sazeb. V tomto období byla zaznamenána vyšší volatilita sazeb EONIA a zvýšená poptávka po poskytování likvidity ze strany Eurosystemu, jak ukazují vyšší mezní sazby pro hlavní refinanční operace (MRO). Pokračující uplatňování opatření Eurosystemu v oblasti likvidity do značné míry pomáhalo tuto poptávku uspokojovat.

### Období od června do září 2008

V období od poloviny června do poloviny září 2008 byly trhy celkově stabilní. Další události související s finanční stabilitou v ostatních významných ekonomikách (jako převzetí agentur Fannie Mae a Freddie Mac vládou Spojených států, k němuž došlo 7. září) nevyvolaly na peněžních trzích žádný rozruch. Nezajištěné trhy sice nadále vykazovaly určité napětí, ale byly již stabilnější. Úrokové sazby na nezajištěných trzích v průměru zaznamenaly mírné zvýšení, což bylo v souladu s rozhodnutím Rady guvernérů z 3. července zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace na 4,25 %. V důsledku toho se spread mezi nezajištěnými a zajištěnými sazbami v tříměsíčním horizontu snížil, ale neklesl až na nízké hodnoty dosažené v lednu a únoru. Sazby EONIA od července do začátku září vykazovaly nízkou volatilitu, poté se však napětí na trzích opět obnovilo v očekávání událostí, které se odehrály v polovině září.

### Období od září 2008

V polovině září začalo problematictější období, které výrazně ovlivňovalo chování peněžních trhů až do konce roku. Došlo k opětovnému nárůstu napětí na mimořádně vysokou úroveň, když během několika dnů v polovině září trhy čelily výprodeji akcií Merrill Lynch a bankrotu Lehman Brothers (tj. dvou ze čtyř zbývajících celosvětově působících investičních bank), nouzovému poskytování likvidity AIG (největší pojišťovně ve Spojených státech) ze strany americké vlády a znárodnění Washington Mutual (největšího spořitelního a úvěrního družstva ve Spojených státech) federálními regulátory. V říjnu se v eurozóně sekundární dopady těchto událostí projeví výrazněji. Peněžní trhy pocítily zvyšující se napětí v důsledku prudkého poklesu akciových trhů a zhoršujícího se makroekonomického prostředí.

Napětí na trhu výrazně zesílilo a premie za úvěrové riziko vzrostla na úroveň, která byla vyšší než v předchozích obdobích finančních turbulencí. Sazby nezajištěného trhu se zejména v případě krátkých splatností prudce zvýšily v důsledku bankrotu Lehman Brothers a jeho rozsáhlého dopadu na bankovní systém v eurozóně. Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční futures EURIBOR, která od března do září klesala, zaznamenala v polovině září dramatický vzestup a v říjnu dosáhla nebývale vysokých hodnot (viz graf B).

Eurosystém na závažné obnovení turbulencí reagoval rychle a rozhodně. Rada guvernérů

**Graf B Implikovaná volatilita odvozená z opcí na futures na 3měsíční EURIBOR se splatností v březnu 2009**

(v % p.a.; v bazických bodech; denní údaje)



Zdroje: Bloomberg, Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Ukazatel v bazických bodech se vypočítá jako součin implikované volatility v % a příslušné úrokové sazby (viz také box s názvem "Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures" v Měsíčním bulletinu ECB z května 2002).

přijala řadu dočasných změn rámce ECB pro poskytování likvidity, jejichž cílem bylo především posílit jeho zprostředkující úlohu a uklidnit trhy ohledně rizik spojených s likviditou. Konkrétně 8. října přijal Eurosystem mimořádné rozhodnutí dočasně provádět hlavní refinanční operace jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením za sazbu pro hlavní refinanční operace a zúžit koridor tvořený sazbami stálých facilit okolo úrokové sazby pro hlavní refinanční operace z 200 na 100 bazických bodů (toto opatření bylo 18. prosince zrušeno s účinností k 21. lednu 2009). Eurosystem 15. října rozhodl poskytovat zvýšené dlouhodobější refinancování až do 1. čtvrtletí 2009 a rozšířit seznam způsobilých zajištění. Vlády zemí eurozóny zároveň přijímaly koordinovaná opatření na podporu solventnosti bank.

V důsledku uvedených opatření se sazby nezajištěného trhu v říjnu 2008 znovu snížily, a to pod hodnoty dosahované během roku. Tomuto poklesu napomohlo také očekávání dalšího snižování základních sazeb ECB v nadcházejících měsících. Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční futures EURIBOR také vykazovala sestupný trend, ačkoli zůstávala na mnohem vyšších hodnotách než v období do září.

Spread mezi tříměsíčními zajištěnými a nezajištěnými sazbami zaznamenal během několika týdnů po bankrotu Lehman Brothers nebývale prudký nárůst. V tomto období se sazby zajištěného a nezajištěného trhu vyvíjely opačným směrem. Zajištěné sazby rychle klesaly v očekávání budoucího snižování základních úrokových sazeb ECB. Jejich rychlý pokles trval od konce října až do konce roku, neboť ke snižování základních sazeb ECB skutečně došlo a trhy očekávaly, že bude dále pokračovat. Souběžný pokles zajištěných i nezajištěných sazeb od konce října měl za následek, že příslušný spread byl nadále poměrně vysoký a volatilní.

Pokud jde o sazby pro velmi krátké splatnosti, turbulence od září do října výrazně zvýšily poptávku bank po likviditě, což bylo patrné ze značného rozdílu, který vznikl mezi mezní sazbou a základní nabídkovou sazbou pro refinanční operace. To vedlo k rozsáhlému poskytování likvidity ze strany Eurosystemu, což mělo tendenci stlačovat sazbu EONIA pod úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace. Před zavedením nového operačního rámce byly tyto poklesy sazby EONIA kompenzovány na konci udržovacího období. Od zavedení změn operačního rámce v polovině října a v listopadu však sazba EONIA zůstávala pod pevnou sazbou pro hlavní refinanční operace, což odpovídalo poskytování značného objemu likvidity na trhu.

Celkově byly peněžní trhy v eurozóně během roku 2008 poměrně volatilní a čelily značným výzvám. Zejména ve čtvrtém čtvrtletí napětí na finančních trzích ve srovnání s rokem 2007 výrazně zesílilo poté, co bankovní a finanční systém zasáhlo několik šoků. Zároveň s tím se postupně zhoršovalo makroekonomické prostředí, které na již nestabilní finanční trhy vytvářelo další silný tlak. Napětí na peněžním trhu bylo proto v posledním čtvrtletí roku 2008 mnohem výraznější a déle ovlivňovalo sazby peněžního trhu. Eurosystem však zintenzivnil své úsilí o zajištění přístupu účastníků trhu k likviditě, které společně s opatřeními jednotlivých vlád pomohlo zabránit dalšímu zhoršování situace v bankovním sektoru. V tomto smyslu ECB během roku plně využila flexibility, kterou jí poskytuje prováděcí rámec měnové politiky a nadále ve své komunikaci zdůrazňovala význam odděleného přístupu k rozhodnutím měnové politiky a řízení likvidity s cílem zajistit bezproblémové fungování trhů. Měnová politika byla zaměřena na plnění cíle cenové stability, zatímco řízení likvidity se zaměřovalo na podporu nepřetržitého a hladkého fungování peněžních trhů.

Krátkodobé vklady jiné než jednodenní (tj. M2-M1) byly i nadále v roce 2008 nejdynamičtější složkou meziročního růstu M3. Po trvalém zesilování v polovině roku 2004, které pokračovalo – i když mírněji – do první poloviny 2008, meziroční tempo růstu krátkodobých vkladů jiných než jednodenních však v druhé polovině roku zpomalilo a v prosinci 2008 činilo 13,3 % (viz graf 5). Příspěvek těchto vkladů k meziročnímu růstu M3 se v průběhu roku 2008 nadále zvyšoval a ve třetím čtvrtletí činil 7,4 procentního bodu, čímž částečně vykompenzoval pokles ostatních složek M3. Ve čtvrtém čtvrtletí však došlo k jeho poklesu v souladu s poklesem tempa růstu. Tento silný růst však zakrýval rozdílný vývoj jednotlivých podsložek, jelikož pokračující silný růst krátkodobých termínovaných vkladů (tj. vkladů s dohodnutou dobou splatnosti do dvou let), jejichž meziroční tempo růstu v roce 2008 činilo 40 %, byl doprovázen pokračujícím poklesem držby vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců, které během roku poklesly v průměru o více než 2 %.

Úročení krátkodobých termínovaných vkladů až do čtvrtého čtvrtletí v zásadě následovalo růst

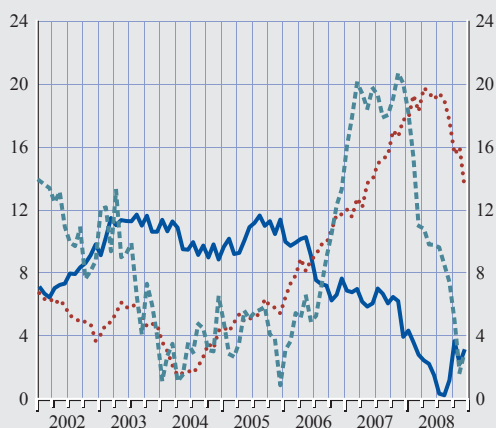
krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu. Rozdíl mezi úročením krátkodobých úsporných vkladů a jednodenních vkladů se tak zvětšil, neboť úročení těchto vkladů se všeobecně zvyšovalo pomaleji a mírněji (viz graf 6). To přispělo k přesunům v rámci M3, zejména z M1 a úsporných vkladů do termínovaných vkladů. Krátkodobé termínované vklady s relativně plochou výnosovou křivkou zároveň nabízejí míru úročení, která je podobná míře úročení dlouhodobějších aktiv. Jelikož dlouhodobější aktiva jsou méně likvidní a jejich držba obvykle znamená větší riziko, plochá výnosová křivka proto obecně zvyšuje relativní atraktivnost přesunů prostředků, které jsou mimo rámec M3, do měnových aktiv. Zesílení napětí na finančních trzích ve čtvrtém čtvrtletí roku dále zvýšilo atraktivitu termínovaných vkladů a banky vyvinuly nesmírné úsilí, aby tyto vklady získaly v době, kdy bylo obtížné získat financování na velkoobchodních peněžních trzích a kdy banky zvýšily pojištění vkladů.

Poté, co se meziroční růst obchodovatelných nástrojů (tj. M3-M2) v roce 2007 trvale zvyšoval, v průběhu roku 2008 značně poklesl a

**Graf 5 Hlavní složky M3**

(meziroční změny v %; očištěno o sezónní a kalendářní vlivy)

- M1
- ostatní krátkodobé vklady (M2-M1)
- - - - - obchodovatelné nástroje (M3-M2)

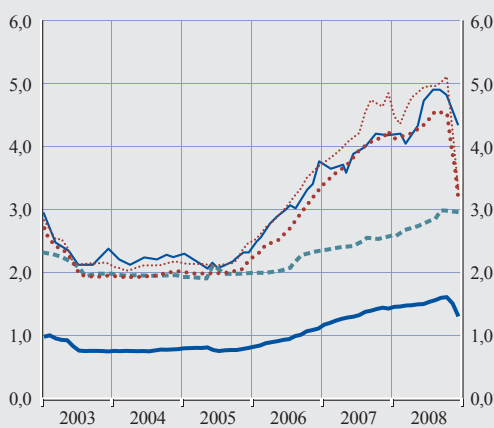


Zdroj: ECB.

**Graf 6 Úrokové sazby MFI z krátkodobých vkladů a úroková sazba peněžního trhu**

(v % p.a.)

- jednodenní vklady
- vklady s dohodnutou splatností do 1 roku
- - - - - vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců
- vklady s dohodnutou splatností od 1 roku do 2 let
- 3měsíční EURIBOR



Zdroj: ECB.

v listopadu dosáhal svého minima 1,7 %. Poté se začal mírně zvyšovat a v prosinci dosáhl 3,0 % oproti 20,0 % v prosinci 2007. Vývoj v těchto nástrojích byl výsledkem zejména výrazného snížení meziročního růstu akcií/podílových listů fondů peněžního trhu a dluhových cenných papírů se splatností do dvou let. Příspěvek obchodovatelných nástrojů k meziročnímu růstu M3 v důsledku toho poklesl a ve čtvrtém čtvrtletí 2008 činil 0,6 procentního bodu oproti 2,7 procentního bodu ve čtvrtém čtvrtletí 2007.

### RŮST DRŽBY PENĚŽ DOMÁCNOSTÍ ZŮSTAL SILNÝ

Nejširší agregace složek M3, pro niž existují spolehlivé informace o sektorovém členění, jsou krátkodobé vklady plus dohody o zpětném odkupu (dále jen vklady M3). Meziroční růst vkladů M3 sektoru domácností činil v prosinci 2008 8,8 % (viz graf 7) a nejvíce tak přispěl k celkovému růstu těchto vkladů. Zvyšování růstu vkladů M3 sektoru domácností pozorovaný od poloviny roku 2004 tak pokračoval až do roku 2008, navzdory signálům stabilizace v souvislosti s poklesem hospodářské aktivity. Tento pokračující silný růst vkladů M3 sektoru domácností – sektorová složka zachycující podstatnou část tradičních bankovních vkladů, které jsou nejméně ovlivňovány finančními inovacemi – svědčí o tom, že růst širokých peněz byl na konci roku 2008 silný.

Naopak meziroční růst vkladů M3 nefinančních podniků, který v polovině roku 2007 zesílil a v druhé polovině roku mírně zpomalil, pokračoval v tomto poklesu i v průběhu roku 2008. V prosinci 2008 činil 0,3 % oproti 11,3 % na konci roku 2007. To může odrážet pokračující výrazné zhoršení hotovostních toků nefinančních podniků vzhledem k cyklickému charakteru poptávky tohoto sektoru po penězích. Může to také naznačovat, že nefinanční podniky hotovostními toky kompenzují zpomalení růstu úvěrů. Podobně i meziroční tempo růstu vkladů M3 ostatních finančních zprostředkovatelů vykazovalo v průběhu roku vysoký stupeň volatility a pokleslo v roce 2008 o více než 5 procentních bodů. V prosinci činilo 17,5 % na roční bázi. Tento růst byl však výrazně silnější než růst vykazovaný ostatními sektory. To pravděpodobně odráželo skutečnost, že vzhledem k současným podmínkám na finančních trzích investiční fondy měly potřebu si ponechat hotovostní „polštáře“ k provedení případných splátek. Tyto „polštáře“ mohou být podpořeny úvěry od mateřských MFI.

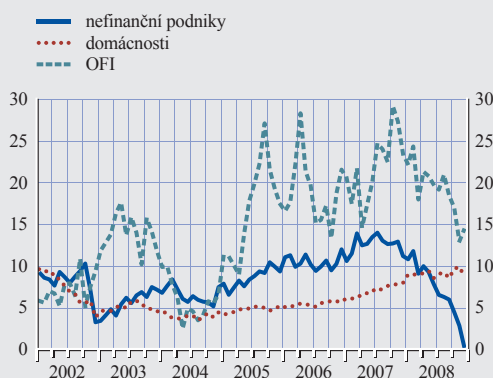
### RŮST ÚVĚRŮ SOUKROMÉMU SEKTORU SE ZPOMALIL

Meziroční růst úvěrů MFI rezidentům eurozóny, který v roce 2007 zesílil, v roce 2008 zpomalil z 10,1 % v prosinci 2007 na 6,5 % v prosinci 2008 (viz graf 8). To odráželo zejména výrazný pokles meziročního růstu úvěrů soukromému sektoru, zatímco meziroční tempo růstu úvěrů vládnímu sektoru se dostalo do kladných čísel. Anualizovaná tříměsíční tempa růstu, ukazatel krátkodobého vývoje, zaznamenala výraznější pokles z 12,0 % v prosinci 2007 na 6,9 % v září 2008 a 3,9 % v prosinci 2008.

Zejména úvěry MFI poskytnuté vládnímu sektoru se především v druhé polovině roku mírně zvýšily, a zatímco čistý objem dluhových cenných papírů vládního sektoru v portfoliích MFI na začátku roku poklesl, v posledním čtvrtletí zaznamenal silný růst. V tomto ohledu je nezbytné také poznamenat, že určitá volatilita byla zaznamenána na konci roku, kdy v září a v říjnu došlo k poklesu držby státních cenných papírů ze strany sektoru MFI.

**Graf 7 Vklady podle sektoru**

(meziroční změny v %; neočištěno o sezonní a kalendářní vlivy)

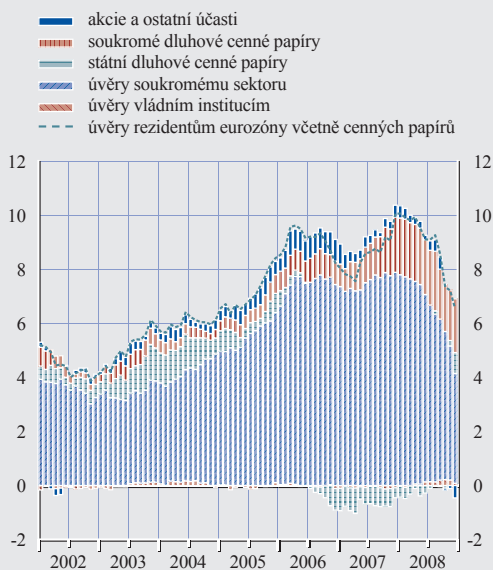


Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Euro systému a ústředních vládních institucí.

**Graf 8 Úvěry rezidentům eurozóny**

(meziroční změny v %; příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Eurosystemu.

Tento pokles souvisí se snížením finanční páky úvěrových institucí vzhledem k likviditě trhů státních dluhopisů a příznivému vývoji cen. Uvedený vývoj naznačuje, že úvěrové instituce používají svá likvidnější aktiva jako polštář absorbující tlaky na jejich kapitálové pozice a financování s ohledem na ochranu své hlavní činnosti, a to zejména podnikání založeného na poskytování úvěrů podnikům a domácnostem. Údaje za listopad a prosinec naopak naznačují značný nárůst v držbě státních cenných papírů.

Meziroční růst úvěrů MFI soukromému sektoru pokračoval na začátku roku 2008 ve vzestupném trendu zaznamenaném v roce 2007, avšak v druhé polovině růst úvěrů zpomalil. Úvěry soukromému sektoru, přestože výrazně zpomalily, byly i v roce 2008 nadále hlavní formou úvěrů poskytovaných ze strany MFI. Mírně se však zvýšil i podíl nákupů MFI cenných papírů jiných než akcií, což do značné míry odráželo nákupy cenných papírů vydaných OFI v kontextu sekuritizace.

Meziroční růst úvěrů MFI soukromému sektoru – největší složky úvěrů soukromému sektoru – poklesl na 7,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a 5,8 % v prosinci poté, co se na začátku roku pohyboval okolo 11 %. Tento pokles byl v souladu s očekávaným dopadem zvýšení sazeb z úvěrů od konce roku 2005, pokračujícím zpomalováním na trhu s bydlením, zpřísněním úvěrových standardů v průběhu roku a obecněji s vývojem hospodářských aktivit. Anualizované tříměsíční tempo růstu na konci roku 2008 prudce zpomalilo z 6,8 % v září na 2,7 % v prosinci při zohlednění účinku sekuritizace.

Celkové zpomalení úvěrů soukromému sektoru se projevilo ve většině sektorů držby peněz, i když vývoj jednotlivých sektorů byl odlišný. Meziroční růst úvěrů domácnostem pokračoval v trendu zaznamenaném v roce 2007 a vykazoval výrazný pokles, zatímco pokles meziročního růstu půjček nefinančním podnikům a neměnovým finančním zprostředkovatelům byl o něco menší. Růst zaznamenaný na konci roku 2007 v úvěrech nefinančním podnikům a neměnovým finančním zprostředkovatelům pokračoval i v prvním čtvrtletí 2008, ale ve druhém čtvrtletí roku meziroční růst úvěrů sektoru nefinančních podniků poklesl.

Ke zpomalení růstu úvěrů domácnostem přispěl zejména klesající meziroční růst úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí, který odrážel pokles aktivit na trhu s bydlením v řadě ekonomik eurozóny, zpřísnění podmínek financování a dopad předchozích zvyšování úrokových sazeb a zhoršeného hospodářského výhledu. Zhoršení růstu úvěrů do jisté míry napomáhala také sekuritizace. Dopad tradiční sekuritizace na meziroční toky snížil meziroční růst úvěrů MFI soukromému sektoru v prosinci přibližně o 1,7 procentního bodu (mírně nad roční průměr). Charakter této sekuritizace byl však odlišný od sekuritizace prováděné před vypuknutím turbulencí na finančních trzích, neboť MFI držely sekuritizovaná aktiva ve svých rozvahách jako zajištění při operacích Eurosystemu. Nicméně i po této úpravě se růst úvěrů v průběhu roku výrazně snížil.

Přestože meziroční dynamika růstu úvěrů MFI nefinančním podnikům v roce 2008 poklesla, zůstala historicky nejsilnější. Silná poptávka těchto podniků po úvěrech pokračovala i v první polovině roku, přestože průzkum bankovních úvěrů provedený Eurosystemem ukazoval na mírný pokles. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI nefinančním podnikům začalo v druhé polovině 2008 zpomalovat, ale přesto bylo i nadále silné. Dynamice růstu těchto úvěrů mohou přispívat nejrůznější faktory. Za prvé skutečnost, že úvěry s delší dobou splatností jsou nejodolnější složkou, může naznačovat, že v očekávání zhoršení dostupnosti úvěrů v budoucnu docházelo k určitému předzásobování se úvěry. Může to také odrážet odklon od dluhových cenných papírů k úvěrům při financování nefinančních podniků ze strany MFI. Údaje za čtvrté čtvrtletí 2008 ukazují na další zmírnění krátkodobé dynamiky růstu úvěrů nefinančním podnikům, což je v souladu s cyklickým vývojem a přísnějšími podmínkami financování, i když nelze vyloučit, že zde také sehrály svou roli nabídkové faktory.

Zdá se, že vývoj úvěrů v roce 2008 odrážel silný, nicméně však klesající tok financování ze strany bank nefinančním podnikům a domácnostem, ale je jen velmi málo důkazů, že by přístup těchto sektorů k bankovním úvěrům byl výrazně omezen v důsledku zesílení napětí na finančních trzích v polovině září. Na konci roku bylo ale zaznamenáno výrazné oslabení růstu podnikových úvěrů. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem navíc ukazují na významné zpřísnění úvěrových standardů.

V rámci ostatních protipoložek peněžního agregátu M3 se meziroční růst dlouhodobějších finančních závazků MFI (bez kapitálu a rezerv) držených sektorem držitelů peněz výrazně snížil a činil ve čtvrtém čtvrtletí 2008 1,0 % a v prosinci -0,1 % oproti 8,5 % na konci roku 2007. Tento vývoj je zvláště důležitý v případě dvou podsložek, a to dlouhodobějších vkladů a dluhových cenných papírů MFI. Pokles tempa růstu dlouhodobějších vkladů může odrážet posun ke kratším splatnostem vzhledem ke sklonu výnosové křivky a zesílení

napětí na finančních trzích, zatímco vývoj dlouhodobějších dluhových cenných papírů MFI ukazuje na obtížnost financování pomocí tohoto zdroje.

Tok čistých zahraničních aktiv MFI se v roce 2008 ubíral dvěma směry. Výrazné kapitálové odlivy byly zaznamenány v první polovině roku, kdy byly v průměru vyšší než 30 miliard EUR měsíčně, a poté následovaly ve druhé polovině roku menší přílivy. Tyto odlivy byly zřejmě do značné míry způsobeny prodeji aktiv eurozóny nerezidenty (tj. přesuny z aktiv eurozóny), kdežto přílivy odrážely skutečnost, že zahraniční pasiva zaznamenala výraznější pokles než zahraniční aktiva. V důsledku toho se meziroční přílivy zaznamenané v čistých zahraničních aktivech MFI v průběhu roku 2007 změnilly na začátku roku 2008 v meziroční odlivy. V červenci tyto meziroční odlivy dosáhly svého maxima téměř 300 miliard EUR, a poté se začaly snižovat. Tyto pokračující odlivy zřejmě odrážejí probíhající změnu struktury mezinárodních portfolií, zejména v souvislosti se zhoršením vyhlídky hospodářského vývoje v eurozóně a potřebou získat likviditu. Dostupné údaje o platební bilanci ukazují, že meziroční odlivy zaznamenané v čistých zahraničních aktivech MFI odrážejí zejména pokles čistých portfoliových investic do majetkových cenných papírů.

#### **NAPĚTÍ NA PENĚŽNÍM TRHU ZESÍLILO V SOUVISLOSTI S TURBULENCEMI NA FINANČNÍCH TRZÍCH**

Peněžní trhy eurozóny i nadále vykazovaly silné napětí v průběhu roku 2008, což bylo pokračováním turbulencí na světových finančních trzích, které začaly v srpnu 2007. Objem mezibankovních transakcí byl stále velmi mírný zejména v delších splatnostech a spready mezi zajištěnými a nezajištěnými sazbami peněžního trhu byly podle historických měřítek nadále vysoké.

Nezajištěné úrokové sazby peněžního trhu v celém spektru splatností se od ledna až do začátku října zvyšovaly a poté výrazně poklesly. Tříměsíční sazba EUREPO se z téměř 4 %

v lednu 2008 zvýšila na přibližně 4,35 % na konci července a začátku srpna. Na této úrovni zůstala až do poloviny září. Poté začala klesat a na konci února 2009 činila přibližně 0,94 %. Odrážela tak vývoj základních úrokových sazeb ECB a očekávání trhu související s těmito sazbami (viz část 1 této kapitoly).

Kromě vývoje měnověpolitických úrokových sazeb hrály při stanovení nezajištěných úrokových sazeb peněžního trhu důležitou roli také změny intenzity napětí na finančních trzích i dopad tohoto napětí na úvěrovou a likviditní prémii (viz box 2). Tříměsíční sazby EURIBOR se zvýšily ze svého minima na úrovni 4,29 % dosaženého 29. ledna až ke svému maximu 5,39 % dosaženému 9. října. K tomuto prudkému zvýšení došlo po pádu Lehman Brothers v polovině září (viz graf 9). Na konci roku 2008 tyto sazby poklesly na

2,89 %, což bylo nejen v důsledku očekávání snížení měnověpolitických sazeb, ale také v důsledku oznámení členských států o vládních balíčcích na podporu finančních institucí. Na konci února 2009 činila tříměsíční sazba EUROBOR 1,83 %.

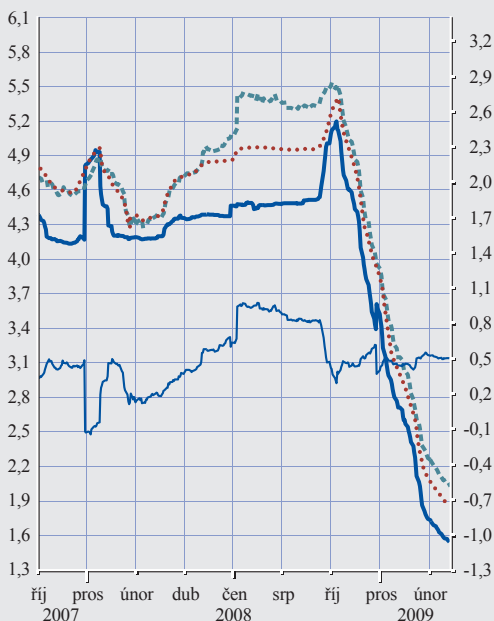
Sklon výnosové křivky peněžního trhu, který se měří spreadem mezi dvanáctiměsíční a jednoměsíční sazbou EURIBOR, vykazoval v průběhu roku 2008 určitou volatilitu a zvýšil se z 12 bazických bodů na konci ledna 2009 na 97 bazických bodů v červnu a poté opět na konci února 2009 poklesl a stabilizoval se na přibližně 50 bazických bodech.

Spread mezi zajištěnými a nezajištěnými úrokovými sazbami peněžního trhu byl v roce 2008 také velmi volatilní, ale podle historických měřítek zůstal i nadále vysoký a byl vyšší

**Graf 9 Úrokové sazby nezajištěného peněžního trhu**

(v % p.a.; denní údaje)

- jednoměsíční EURIBOR (levá osa)
- ... 3měsíční EURIBOR (levá osa)
- - - 12měsíční EURIBOR (levá osa)
- spread mezi 12měsíční a jednoměsíční sazbou EURIBOR (pravá osa)

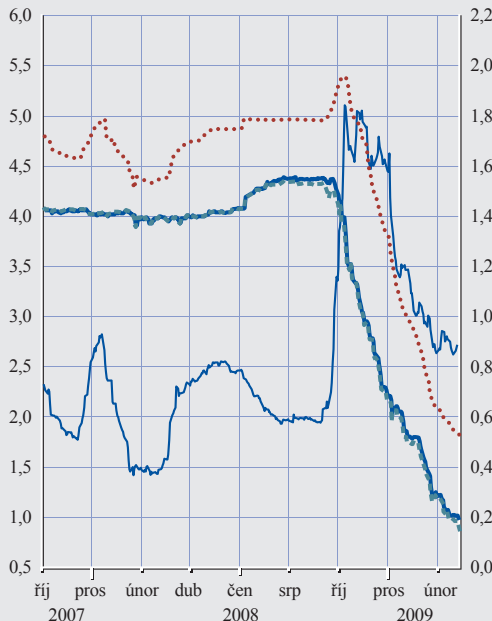


Zdroje: ECB a Reuters.

**Graf 10 Tříměsíční sazby EUREPO, EURIBOR a jednodenní úrokový swap**

(v % p.a.; denní údaje)

- 3měsíční EUREPO (levá osa)
- ... 3měsíční EURIBOR (levá osa)
- - - 3měsíční jednodenní indexový swap (levá osa)
- spread mezi 3měsíční sazbou EURIBOR a EUREPO (pravá osa)



Zdroje: ECB, Bloomberg a Reuters.



než v počáteční fázi turbulencí na finančních trzích ve druhé polovině 2007. Spread mezi tříměsíčními sazbami EURIBOR a EUREPO se zvýšil ze 40 bazických bodů v polovině ledna 2008 na přibližně 70 bazických bodů v březnu poté, co JP Morgan Chase převzal Bear Sterns. Začátkem října tento spread dosáhl maximální hodnoty 184 bazických bodů a poté se na konci února 2009 snížil na přibližně 90 bazických bodů (viz graf 10).

Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční futures EURIBOR také v roce 2008 vykazovala značnou volatilitu a odrážela tak volatilitu na peněžním trhu a nejistotu obklopující výhled hospodářského růstu, a tudíž průběh měnové politiky. V důsledku vysokého stupně nejistoty panujícího po pádu Lehman Brothers tato volatilita úrokových sazeb (tj. implikovaná volatilita odvozená od tříměsíčních futures EURIBOR splatných v březnu 2009) dosáhla 10. října svého maxima.

### VÝNOSY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ SE V ROCE 2008 V PROSTŘEDÍ VYSOKÉ VOLATILITY SNÍŽILY

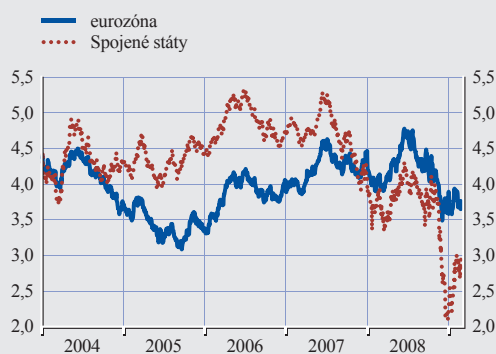
Trhy státních dluhopisů v eurozóně i ve zbytku světa byly v roce 2008 charakterizovány velkými výkyvy ve výnosech způsobenými zejména přímými a nepřímými důsledky zesilující finanční krize. V podmínkách vysoké mezidenní volatility se výnosy státních dluhopisů v eurozóně a ve Spojených státech v roce 2008 celkově značně snížily a odrážely tak především skutečnost, že investoři nadále dávali přednost vysoce likvidním a bezpečným cenným papírům. Dalším důvodem bylo podstatné snížení měnověpolitických sazeb a revize výhledu trhu pro ekonomickou aktivitu a inflaci výrazně směrem dolů. Mimořádná nejistota ohledně konečných dopadů finanční krize na budoucí stav světové ekonomiky a následné reakce měnové politiky se projevila ve zvýšené úrovni skutečné a očekávané volatility trhu dluhopisů, takže nejistota investorů prudce vzrostla zejména ke konci roku v souvislosti se zvýšeným napětím na finančních trzích po bankrotu Lehman Brothers. Spready mezi výnosy dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně a v Německu se navíc v roce 2008

nadále rozšiřovaly v důsledku rozdílů v prémii za úvěrové a likviditní riziko (podrobnosti viz box 6 o vývoji emise státních dluhových cenných papírů a spreadů výnosů z těchto dluhopisů v eurozóně). Výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně a ve Spojených státech činily na konci roku 2008 přibližně 3,6 % a 2,2 %, což bylo asi o 75 a 184 bazických bodů méně než v předchozím roce (viz graf 11).

Vývoj na hlavních trzích dluhopisů alespoň částečně vysvětlují události spojené s pokračujícími finančními turbulencemi, s jejich další eskalací od září 2008 a s jejich dopady na reálnou ekonomiku. Finanční prostředí se v průběhu roku 2008 v důsledku mnoha šokujících událostí dramaticky změnilo. Výsledkem bylo, že Spojené státy i eurozóna vyhlásily řadu opatření zaměřených na podporu finančního systému, posílení důvěry spotřebitelů, podporu ekonomické aktivity a zajištění dostupnosti úvěrů pro domácnosti a podniky. Ve Spojených státech zmizel model samostatného podnikání investičních bank, když společnost JP Morgan v březnu převzala investiční banku Bear Stearns. Koncem léta a na podzim se finanční krize stupňovala, když, mimo jiné, došlo ke znárodnění agentur Fannie Mae a Freddie Mac podporovaných vládou a

**Graf 11 Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů**

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroje: Bloomberg, EuroMTS, Reuters a ECB.

Poznámky: Před lednem 2007 se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně týkaly dluhopisů s desetiletou nebo nejbližší jinou splatností. Od ledna 2007 desetiletý výnos pro eurozónu představuje desetiletý nominální výnos odvozený ze státních dluhopisů v eurozóně s ratingem AAA.

k bankrotu Lehman Brothers a když Fed poskytl mimořádný úvěr pojišťovací skupině AIG výměnou za 80 % podíl. Koncem září se vážné finanční potíže rozšířily také do eurozóny a několik finančních institucí se octlo pod tlakem. V důsledku toho došlo v eurozóně k řadě intervencí, které měly přinést úlevu bankovnímu systému. Jak bylo uvedeno v prohlášení ke společnému evropskému akčnímu plánu zemí eurozóny, které bylo vypracováno na summitu dne 12. října, tyto intervence měly „koordinovat úsilí jednotlivých států zaměřené na podporu bank a ochranu vkladatelů a na zvýšení toku úvěrů. Podle tohoto plánu koupí vlády podíly v bankách, aby podpořily jejich finance a dočasně poskytnou záruku za refinancování bank, aby zmírnily úvěrovou krizi.“ Fed i ECB provedly v této souvislosti a v důsledku zhoršujícího se makroekonomického výhledu řadu kroků na zlepšení likvidity a podporu finančních trhů. Obě centrální banky navíc opakovaně snižovaly své měnověpolitické sazby, čímž ovlivňovaly výnosy dluhopisů. Dne 16. prosince 2008 vyvrcholila opatření Fedu snížením měnověpolitických sazeb na rekordně nízkou úroveň. Cíl pro sazbu z federálních fondů nebyl udržován na určitém bodě, ale v rozmezí od nuly do 0,25 %. Fed navíc mimo jiné oznámil možnost nákupu dlouhodobějších státních dluhopisů, což mohlo rovněž přispět k poklesu výnosů dluhopisů.

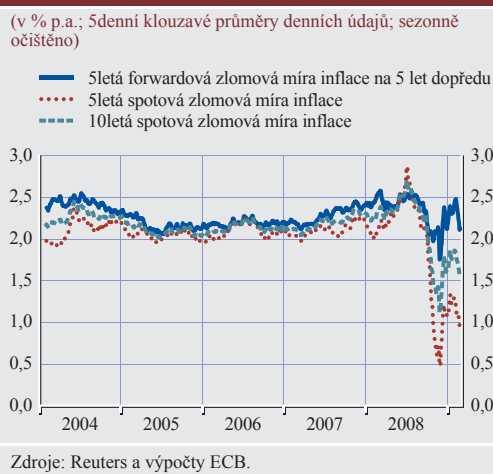
Až do začátku jara 2008 tak výnosy dlouhodobých státních dluhopisů na obou stranách Atlantiku stále zaznamenávaly sestupný trend, který započal v polovině roku 2007, kdy začaly narůstat obavy ohledně situace na trhu nemovitostí ve Spojených státech. To způsobilo výrazné snížení chuti riskovat, což vedlo k posunu portfolií z akcií a dalších rizikových aktiv ke státním dluhopisům a k následnému snížení výnosů. Výnosy desetiletých státních dluhopisů rostly od jara až do konce léta a poté prudce klesly. Růst výnosů lze zdůvodnit vnímáním zvýšených celosvětových inflačních rizik v podmínkách silného tlaku na růst cen komodit a potravin, zatímco jejich následný pokles je možné vysvětlit útekem ke kvalitě a útekem

k likviditě v důsledku obnovených obav ohledně finančního sektoru, konkrétně ohledně dalšího stupňování finančních turbulencí. Ke snížení výnosů dluhopisů navíc jistě přispěly makroekonomické údaje zveřejněné na podzim, které naznačovaly značné zpomalení světového růstu a změnu ve vnímání inflačních rizik, které byly upraveny směrem dolů. Nepřekvapuje, že ve Spojených státech, kde finanční krize byla velmi vážná, byl pokles výnosů dluhopisů výraznější než v eurozóně. Obecněji řečeno byly státní dluhopisy ve Spojených státech považovány v průměru za likvidnější než státní dluhopisy v eurozóně, což také přispělo k dalšímu snižování výnosů státních dluhopisů ve Spojených státech.

V eurozóně se výnosy státních dluhopisů od začátku roku asi do poloviny září pohybovaly kolem 2 % a poté přibližně do konce října rostly. V říjnu dosáhl reálný výnos pětiletého forwardu na pět let dopředu maximální hodnoty 3 %, poté klesal a na konci roku byl těsně pod 2 %. V období od září do října reálné výnosy rostly díky nízké likviditě a technickým faktorům, které způsobily narušení trhu inflačně indexovaných dluhopisů. Následně se trend obrátil v důsledku obav ohledně makroekonomického výhledu.

Pětiletá forwardová zlomová míra inflace na pět let dopředu, kterou se měří dlouhodobá inflační očekávání účastníků trhu a související riziková prémie, byla v průběhu roku 2008 rovněž ovlivněna vývojem na finančních trzích a makroekonomickým výhledem. Tento ukazatel dlouhodobých inflačních očekávání účastníků trhu a související rizikové prémie v eurozóně rostl až do léta a dosahoval hodnoty zhruba 2,5 % díky narůstajícím tlakům v oblasti cen komodit a potravin. Na podzim se však značně snížil (viz graf 12) a na konci roku 2008 činil přibližně 2 %. K tomuto poklesu přispěla jak zmírňující se inflační očekávání v souvislosti se zhoršujícím se výhledem vývoje ekonomiky, tak technické faktory narušující tvorbu relativních cen běžných nominálních dluhopisů ve vztahu k obvykle méně likvidním inflačně indexovaným dluhopisům. Interpretace zlomových měř inflace jako ukazatelů inflačních očekávání účastníků

### Graf 12 Bezkuponové zlomové míry inflace v eurozóně



trhu a související rizikové prémie byla vážně ztížena zvláštními tržními faktory, a to zejména od září, kdy došlo k zesílení finanční krize.

Vnímání nejistoty ohledně státních dluhopisů na straně účastníků trhu v eurozóně a ve Spojených státech, měřené implikovanou volatilitou, v průběhu roku stále zesilovalo. Od září pak rostlo prudkým tempem v důsledku velkého neklidu na světových finančních trzích. V tomto období, po rozpadu řady velkých subjektů

finančního systému a následném útěku do bezpečí a k likviditě, dosahovala volatilita trhu dluhopisů ve Spojených státech zvláště vysoké úrovně. Ke konci září, kdy se finanční nestabilita stala vážnější i v Evropě, došlo ke zvýšení volatility na trhu dluhopisů také na této straně Atlantiku (více podrobností viz box 3).

V prvních dvou měsících roku 2009 výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně vzrostly přibližně o deset bazických bodů, zatímco růst výnosů dluhopisů ve Spojených státech byl mnohem výraznější a činil okolo 80 bazických bodů. 27. února činily výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně přibližně 3,7 % a ve Spojených státech 3,5 %. Výnosy dlouhodobých dluhopisů na obou stranách Atlantiku byly ovlivněny zhoršeným vývojem ekonomiky, zvýšenou averzí k riziku a s tím souvisejícím útekem do bezpečí, stejně jako i zvýšenými obavami ohledně potřeb financování emitentů státních dluhopisů. Zatímco první dva faktory výnosy spíše snižovaly, třetí faktor, který očividně dominoval těmto dvěma faktorům zejména ve Spojených státech, výnosy spíše zvyšoval. Výnosy dlouhodobých inflačně indexovaných státních dluhopisů v eurozóně ve stejném období také vzrostly, což

### Box 3

#### VOLATILITA A LIKVIDITA NA AKCIOVÝCH TRZÍCH A TRZÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

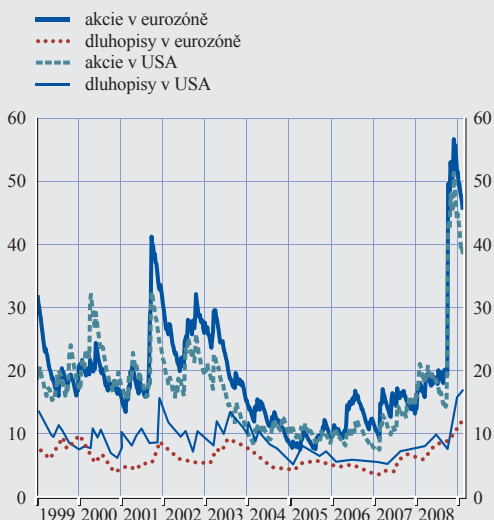
Graf A ukazuje, že volatilita akciových trhů i trhů dluhopisů se v době krize zvýšila.<sup>1</sup> Vysoký stupeň volatility pramení ze souběhu uzavírání dluhově financovaných pozic, velkého počtu informačních šoků, které mají dopad na trhy, značné nejistoty a zvýšené averze k riziku na straně účastníků trhu. Zvýšená averze k riziku pravděpodobně znásobila dopad informačních šoků a nejistoty na vývoj cen. Výsledkem bylo, že cenové výkyvy byly větší, než kdyby averze k riziku byla nižší.

V průběhu krize existovala po dlouhá období silně negativní korelace mezi výnosností akcií a dluhopisů (viz graf B). Tuto negativní korelaci lze interpretovat jako důkaz toků z akciových trhů do bezpečných nejlikvidnějších segmentů trhů státních dluhopisů. Takto výrazná negativní korelace byla naposledy zaznamenána zhruba v době, kdy akciový trh dosáhl svého dna v roce 2003. V posledních měsících roku 2008 byla negativní korelace mezi těmito trhy méně

1 Viz box „Abnormal volatility in global stock markets“ v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu 2008.

**Graf A Historická volatilita týdenních výnosů akcií a dluhopisů**

(v % p.a.; týdenní údaje)



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámky: Výnosy akcií byly vypočteny s použitím indexu Dow Jones EURO STOXX pro eurozónu a indexu Standard & Poor's 500 pro Spojené státy. Výnosy dluhopisů byly vypočteny z údajů o amerických a německých bezkuponových dluhopisech získaných od společnosti Bloomberg. Ukazatele volatility byly vypočteny s použitím exponenciálně vážených klouzavých průměrů.

**Graf B Korelace mezi týdenními výnosy akcií a dluhopisů**

(týdenní údaje)



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámky: Výnosy byly vypočteny metodou popsanou v grafu A. Korelace byla vypočtena s použitím exponenciálně vážených klouzavých průměrů.

výrazná, protože volatilita se zvýšila také na trzích dluhopisů. K tomu došlo v době, kdy bylo stále zřejmější, že vývoj na finančních trzích bude mít významný vliv na reálnou ekonomiku. Je pravděpodobné, že kromě zvýšené kolísavosti inflačních očekávání a rizikové prémie přispěly k vyšší volatilitě výnosů dlouhodobých dluhopisů také značné revize očekávání budoucího vývoje měnověpolitických sazeb na straně účastníků trhu.

Zvýšená volatilita na trhu státních dluhopisů obecně vedla k tomu, že účastníci trhu méně inklinovali k vzájemnému poskytování likvidity přes kotování větších objemů. I když nejlikvidnější státní dluhopisy, např. dluhopisy emitované vládami Německa a Spojených států, působí v době krize jako bezpečný přístav pro investory, likvidita byla pod tlakem i v této kategorii aktiv.<sup>2</sup> Státní dluhopisy se na rozdíl od akcií obchodují převážně mimo burzy, což nutně znamená, že přehled o obchodní aktivitě na těchto trzích je rozříštěnější. Dostupné údaje z elektronických platformů užívaných k obchodování evropských státních dluhopisů naznačují výrazné snížení obchodovaných i kotovaných objemů, a to i u nejlikvidnějších cenných papírů. Zhoršování tržní likvidity naznačují i rozpětí mezi nabízenými a poptávanými cenami, která se značně rozšířila. Stejně jako v předchozích obdobích napětí v oblasti likvidity, např. v případě turbulencí v roce 1998, se likvidita nejvíce zhoršila u cenných papírů, které byly relativně nelikvidní už před vypuknutím finanční krize. Například výnosy inflačně indexovaných dluhopisů jsou patrně na některých trzích silně ovlivňovány likviditní prémie.<sup>3</sup>

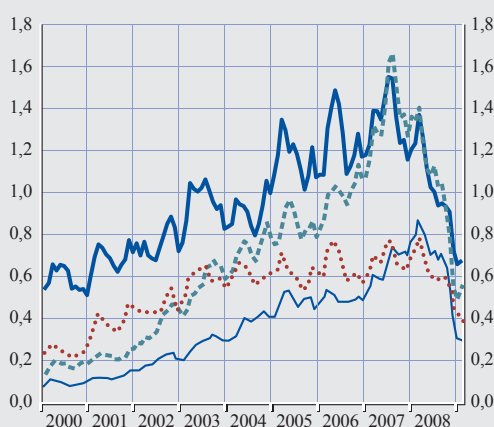
<sup>2</sup> Další analýzu dopadu „úteků do bezpečí“ na trhy státních dluhopisů v eurozóně naleznete v boxu 6.

<sup>3</sup> Viz box „Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations“ v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu 2008.

### Graf C Objemy obchodování s futures na státní dluhopisy

(počet kontraktů v mil.; 3měsíční klouzavé průměry denních údajů)

- futures na 10leté německé dluhopisy typu Euro-Bund
- ... futures na 5leté německé dluhopisy typu Euro-Bobl
- - - futures na 10leté americké státní dluhopisy
- futures na 5leté americké státní dluhopisy



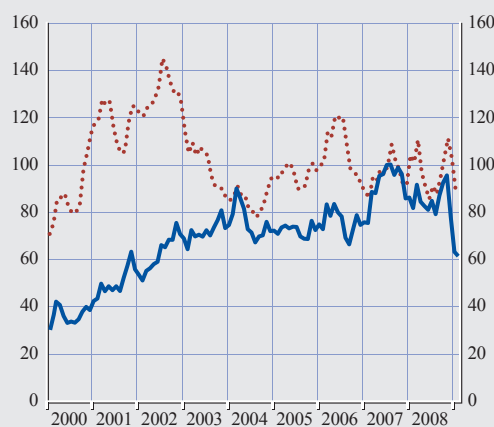
Zdroje: Chicago Mercantile Exchange / Chicago Board of Trade a Eurex Deutschland.

Poznámka: Jmenovitá hodnota každého kontraktu je 100 000 EUR pro futures na Euro-Bobl a Euro-Bund a 100 000 USD pro futures na 5leté a 10leté americké státní dluhopisy.

### Graf D Objemy obchodů na akciových trzích

(index: červenec 2007 = 100; 3měsíční klouzavé průměry měsíčních údajů)

- Dow Jones EURO STOXX
- ... Standard & Poor's 500



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Objemy jsou vypočteny jako celkový počet obchodovaných akcií pro podniky zařazené do uvedených indexů.

Podle účastníků trhu se zejména větší obchody stále více uzavírají prostřednictvím brokerů a výsledkem je, že pokles objemu obchodů na elektronických platformách pravděpodobně zveličuje pokles celkové obchodní aktivity. Úroveň obchodní aktivity na trhu státních dluhopisů v eurozóně lze však posuzovat také podle trhu futures. Futures na státní dluhopisy patří k nejvíce obchodovaným nástrojům na světě a představují jeden z mála trhů, kde je likvidita relativně nedotčená. Z hlediska měření aktivity trhů mají futures jasnou výhodu v tom, že jsou to nástroje, které se obchodují na burze a údaje o obchodování s nimi jsou snadno dostupné.

Dílčí poznatky naznačují, že obchodníci s dluhopisy značně snížili objem svých rozvah v reakci na zvýšenou volatilitu výnosů a vyšší náklady financování. Vzhledem k tomu, že futures jsou velmi často používány k zajištění úrokového rizika u portfolií dluhopisů těchto obchodníků, mohlo dojít ke snížení počtu futures obchodovaných za tímto účelem. Graf C ukazuje, že objem obchodů s futures se od počátku finančních turbulencí v polovině roku 2007 skutečně snížil. Počet obchodů s nejčastěji používaným nástrojem, futures na desetiletý státní dluhopis, se od poloviny roku 2007 snížil ve Spojených státech o více než dvě třetiny a v Německu o více než polovinu. Objemy obchodů s futures na pětileté dluhopisy zaznamenaly mírně nižší pokles.

Graf D naznačuje, že na akciových trzích byly objemy (měřené jako průměrný počet měsíčně obchodovaných akcií) nadále poměrně vysoké jak v eurozóně, tak ve Spojených státech, i když se zejména v eurozóně na začátku roku 2009 mírně snížily. Jak bylo zmíněno výše, poměrně značné objemy obchodování na akciových trzích patrně odrážejí velké množství informačních šoků, které mají vliv na trhy. Za jinak stejných podmínek by se ceny na trhu měly přizpůsobit, jakmile jsou k dispozici nové informace. Jestliže je tedy četnost informačních šoků, které zasáhnou trhy, větší, než je obvyklé, zvýší se i četnost obchodování. V případě akciových

trhů mohou tyto informační šoky odrážet jak revidovaná očekávání budoucích dividend, tak změny diskontního faktoru. Naproti tomu peněžní toky ze standardních státních dluhopisů jsou fixovány v nominálním vyjádření a ceny proto reagují pouze na změny diskontního faktoru.

Značný nárůst makroekonomické nejistoty v průběhu roku 2008 spolu se snižováním rozvah účastníků trhu vedl k prudkému růstu volatility a k vážnému zhoršení tržní likvidity v mnoha segmentech finančního trhu. Zasaženy byly dokonce i trhy, které jsou za normálních okolností považovány za vysoce likvidní a obvykle se vyznačují minimálním rizikem, jako např. trhy státních dluhopisů v eurozóně. Volatilita by se měla zmírnit, jakmile se sníží makroekonomická nejistota a skončí období snižování finanční páky, což povede k určité normalizaci tržní likvidity.

pravděpodobně odráželo pokračující napětí na trhu inflačně indexovaných státních dluhopisů.

#### CENY AKCIÍ V ROCE 2008 PRUDCE KLESLY

Rok 2008 byl charakterizován vysokou volatilitou a prudkými poklesy cen akcií na celém světě v důsledku řady událostí, které změnily finanční prostředí zejména ve Spojených státech, a zhoršujících se celosvětových makroekonomických podmínek. V eurozóně, ve Spojených státech a v Japonsku byly ceny akcií měřené indexem Dow Jones EURO STOXX, indexem Standard & Poor's 500 a indexem Nikkei 225 na konci roku 2008 zhruba o 46 %, 39 % a 42 % nižší než na konci roku 2007 (viz graf 13). Změny cen akcií byly zvláště výrazné v březnu a potom od září v souvislosti s neklidem na světových finančních trzích. Ke špatným výsledkům akciových trhů navíc přispělo také snižování růstu skutečných a očekávaných zisků na obou stranách Atlantiku. K tomuto cenovému vývoji došlo v podmínkách vysoké volatility, která v říjnu a v listopadu dosáhla mimořádné úrovně.

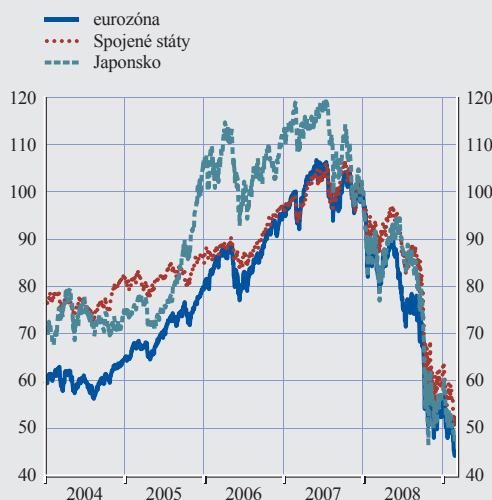
Od začátku roku do poloviny března 2008 měly ceny akcií v eurozóně, Spojených státech i Japonsku sestupný trend. K částečnému obratu došlo, když společnost JP Morgan Chase převzala banku Bear Stearns poté, co obdržela úvěr od Fedu v rámci financování bez postihu. Účastníci trhu vnímali záchranný balíček pro Bear Stearns pozitivně, a došlo ke změně jejich vnímání rizika, což přispělo k posílení akciových trhů. Za této situace se v období od poloviny března do začátku června index Dow

Jones EURO STOXX zvýšil o téměř 10 %, Standard & Poor's 500 zhruba o 8,5 % a Nikkei 225 o 22,5 %.

V průběhu léta se však ceny akcií značně snížily v důsledku obnovených obav ohledně finančního sektoru a výhledu pro světovou ekonomiku. V tomto období zesílil tlak na agentury Fannie Mae a Freddie Mac podporované vládou Spojených států a na pojišťovatele dluhopisů. V první polovině léta navíc rychle rostly ceny komodit, což ještě zhoršovalo výhled pro

Graf 13 Indexy cen akcií na hlavních trzích

(index: 31. prosince 2007 = 100; denní údaje)



Zdroje: Reuters a Thomson Financial Datastream.

Poznámka: Pro eurozónu je použit široký index Dow Jones EURO STOXX, pro Spojené státy index Standard & Poor's 500 a pro Japonsko index Nikkei 225.

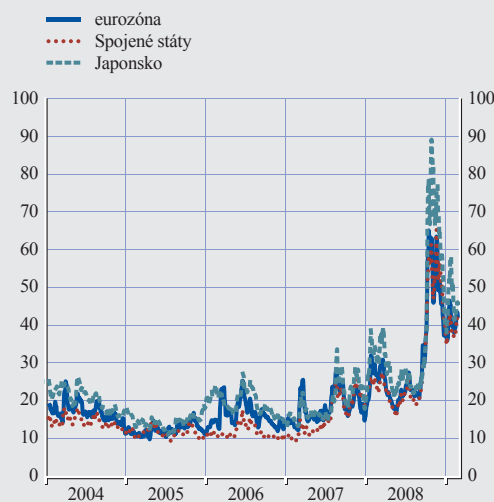
světovou ekonomiku. V září se události na finančních trzích dále vystupňovaly, když byly znárodněny výše zmíněné agentury, když Fed spolu s ministerstvem financí Spojených států zorganizoval záchranu pojišťovací skupiny AIG a když přestal existovat model samostatného podnikání investičních bank po bankrotu Lehman Brothers, převzetí společnosti Merrill Lynch společností Bank of America a přeměně Goldman Sachs a Morgan Stanley na bankovní holdingové společnosti. Po těchto výjimečných událostech a v reakci na šíření turbulencí mimo finanční systém Spojených států byly záchranné projekty podporované vládami zahájeny také pro řadu evropských finančních institucí. Vlády a veřejné instituce na obou stranách Atlantiku přijaly řadu opatření zaměřených na stabilizaci finančního systému. Šlo o pojištění vkladů pro majitele soukromých účtů a opatření zaměřená na rekapitalizaci bank a na posílení likvidity bank. Za situace, kdy zesilovaly finanční turbulence a zhoršoval se makroekonomický výhled, hlavní centrální banky navíc snižovaly své měnověpolitické sazby.

Pokles na akciových trzích byl ještě umocněn snížením růstu skutečných a očekávaných zisků na obou stranách Atlantiku. V období od prosince 2007 do prosince 2008 byl skutečný meziroční růst zisků, vypočtený ze zisku na akcii společností zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX, záporný a činil -16 %. Očekávané zisky byly rovněž upraveny výrazně směrem dolů. Prognóza meziročního tempa růstu zisku na akcii v příštích 12 měsících se snížila z 9 % na konci prosince 2007 na zhruba 1,6 % na konci prosince 2008. Pokles ziskovosti podniků v eurozóně spolu s nepříznivými zprávami plynoucími z makroekonomických ukazatelů měl negativní vliv na ocenění akciového trhu.

Vzhledem k pokračujícímu neklidu na finančních trzích a zhoršujícím se makroekonomickým podmínkám se akciové trhy vyznačovaly vysokým stupněm nejistoty měřené implikovanou volatilitou odvozenou z akciových opcí. Volatilita na akciových trzích byla zvláště vysoká v hlavních obdobích otřesů na finančních

**Graf 14 Implikovaná volatilita akciových trhů**

(v % p.a.; 5denní klouzavé průměry denních údajů)



Zdroj: Bloomberg.

Poznámky: Časové řady pro implikovanou volatilitu odrážejí očekávanou směrodatnou odchylku procentních změn cen akcií za období až tří měsíců, která je implikovaná cenami opcí na akciové indexy. Implikovaná volatilita se týká indexů Dow Jones EURO STOXX 50 pro eurozónu, Standard & Poor's 500 pro Spojené státy a Nikkei 225 pro Japonsko.

trzích, tj. v březnu a od září (viz graf 14). V této souvislosti je pravděpodobné, že se v eurozóně i ve Spojených státech zvýšila prémie za akciové riziko a přispěla tak k poklesu cen akcií.

Pokud jde o jednotlivé sektory, nejtěžší ztráty jak v eurozóně, tak ve Spojených státech utrpěly v období od prosince 2007 do prosince 2008 ceny akcií ve finančním sektoru, které klesly zhruba o 57 % a 51 %. Ceny akcií v nefinančním sektoru se také výrazně snížily, a to přibližně o 41 % v eurozóně a o 36 % ve Spojených státech.

Zhoršující se výhled celosvětového hospodářského vývoje a obnovené obavy ohledně zdraví finančního systému na začátku roku 2009 vedly k dalšímu poklesu cen akcií. Od konce roku 2008 do 27. února 2009 se indexy Dow Jones EURO STOXX a Standard & Poor's 500 snížily přibližně o 17 % a 19 %.

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM SE DÁLE SNÍŽILY

Tempo růstu úvěrů domácnostem se v průběhu roku 2008 dále zpomalovalo v důsledku působení takových faktorů, jako jsou přísnější podmínky financování, zhoršující se ekonomický výhled a pokračující zmírňování dynamiky trhu s bydlením.

Meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných měnovými a finančními institucemi (MFI) domácnostem, které byly v roce 2008 hlavním zdrojem úvěrů domácnostem, se zpomalilo a v prosinci činilo 1,8 % (oproti 6,2 % na konci roku 2007). Tempo růstu úvěrů poskytnutých domácnostem neměnovými finančními institucemi (k nimž patří ostatní finanční zprostředkovatelé (OFI), pojišťovny a penzijní fondy) bylo nadále vyšší než v případě úvěrů poskytnutých MFI a činilo 10,4 %. Tato skutečnost částečně odráží vliv tradiční sekuritizace, při níž jsou úvěry vyčleněny z rozvahy MFI a poté vykazovány jako úvěry poskytnuté OFI.

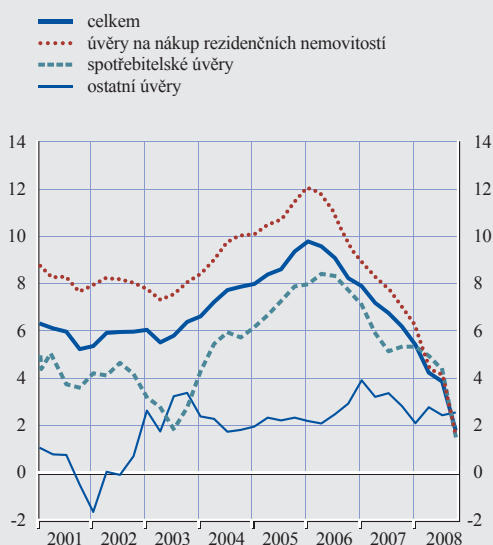
Členění úvěrů MFI domácnostem podle účelu naznačuje, že hlavní příčinou tohoto zmírnění bylo zpomalující tempo růstu výpůjček na nákup

rezidenčních nemovitostí. V prosinci 2008 činilo meziroční tempo růstu úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí 1,7 %, zatímco v prosinci 2007 jejich růst dosáhl 7,1 % (viz graf 15). Tento pokles odpovídal zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí a aktivit na trhu s bydlením v řadě ekonomik eurozóny. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem toto hodnocení podporují. Podle bank bylo v roce 2008 hlavním faktorem přispívajícím k utlumení poptávky domácností po úvěrech na nákup rezidenčních nemovitostí zhoršení vyhlídek na trhu s bydlením a spotřebitelské důvěry. Zhoršující se vyhlídky na trhu s bydlením navíc částečně přispěly ke zpřísnění úvěrových podmínek bank, které hrály významnou úlohu při zmírňování růstu úvěrů.

Zpomalení meziročního tempa růstu úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí bylo také ovlivněno tlumícím vlivem růstu základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005. V období od prosince 2007 do přelomu září a října 2008 vzrostly úrokové sazby z úvěrů MFI na nákup rezidenčních nemovitostí o 31 bazických bodů a pokračovaly tak v tendenci

Graf 15 Úvěry MFI domácnostem

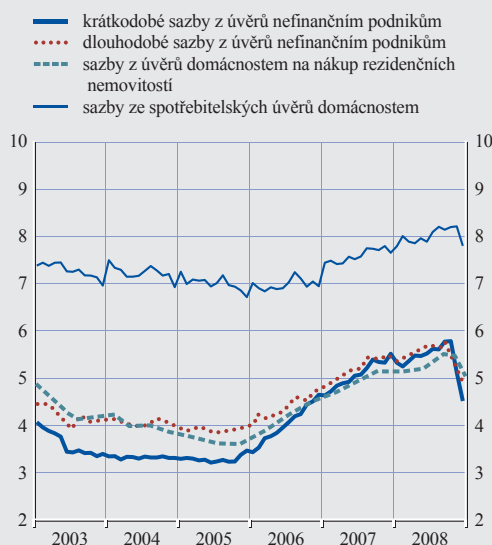
(meziroční změny v %)



Zdroj: ECB.

Graf 16 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům

(v % p.a.; bez poplatků; sazby z nových obchodů)



Zdroj: ECB.



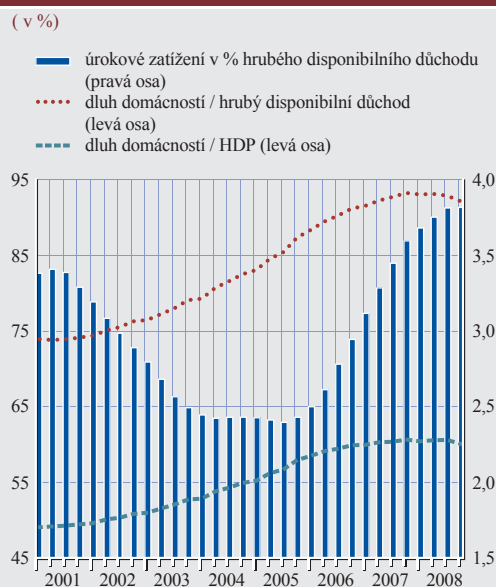
pozorované v letech 2006 a 2007. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 tyto sazby poklesly o 10 bazických bodů (viz graf 16). Ke zvyšování sazeb pozorovanému v prvních třech čtvrtletích roku přispívaly úvěry ve všech pásmech splatnosti, přestože úvěry s počáteční fixací úrokové sazby do jednoho roku a od jednoho roku do pěti let na něm měly poněkud vyšší podíl.

Meziroční tempo růstu spotřebitelských úvěrů se rovněž snížilo. V prosinci 2008 činilo 1,5 %, což bylo asi o 4 procentní body méně než na konci roku 2007. Meziroční růst spotřebitelských úvěrů v posledních čtvrtletích zpomalil v souladu s nižší důvěrou spotřebitelů a postupným snižováním soukromé spotřeby v eurozóně. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem navíc naznačují, že úvěrové podmínky používané pro spotřebitelské úvěry se v roce 2008, stejně jako ve čtvrtém čtvrtletí 2007, dále zpříšňovaly v důsledku zhoršujících se očekávání celkové ekonomické aktivity a poklesu bonity dlužníků. Úrokové sazby MFI ze spotřebitelských úvěrů, které byly nadále značně vyšší než u úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí, se v době od prosince 2007 do listopadu 2008 zvýšily o 56 bazických bodů a tlumily tak poptávku po spotřebitelských úvěrech. Později se snížily a v prosinci 2008 byly o 15 bazických bodů vyšší než v prosinci 2007.

### ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ SE STABILIZOVALA

Pokračující zpomalování tempa růstu úvěrů domácnostem a trvající růst disponibilních příjmů vedly ve druhé polovině roku 2008 k mírnému poklesu poměru dluhu domácností k disponibilnímu příjmu, který byl ve čtvrtém čtvrtletí odhadován na 92 % (viz graf 17). Totéž platí pro poměr dluhu k HDP, který ve čtvrtém čtvrtletí 2008 poklesl podle údajů ze integrovaných účtů eurozóny na úroveň kolem 60 %. Zadluženost domácností v eurozóně je nicméně podle mezinárodních měřítek poměrně mírná, zejména ve srovnání se Spojenými státy nebo Velkou Británií. Zmírnění zadluženosti domácností v eurozóně přispělo ke stabilizaci jejich zranitelnosti vůči změnám úrokových sazeb, příjmů a cen aktiv. Je třeba také poznamenat, že v rámci eurozóny existují značné

**Graf 17 Dluh a úrokové platby domácností**



Zdroje: ECB a Eurostat.

Poznámky: Dluh domácností zahrnuje celkové úvěry domácnostem od všech institucionálních sektorů včetně nerezidentů. Úrokové platby nepředstavují plné náklady financování placené domácnostmi, neboť do nich nejsou zahrnuty poplatky za finanční služby. Údaje za poslední uvedené čtvrtletí jsou zčásti postaveny na odhadech.

rozdíly v zadluženosti domácností. Vyšší míře rizika čelí domácnosti v těch částech eurozóny, kde je hospodářský pokles výraznější, nebo kde jsou na trhu s bydlením stále ještě patrné náznaky nadhodnocení.

Přestože se úroveň zadluženosti domácností v roce 2008 stabilizovala, předchozí růst sazeb z úvěrů domácnostem vedl k dalšímu zvýšení dluhového zatížení domácností (úrokové platby plus splátky jistiny jako procentní podíl na disponibilním příjmu). Ve druhém pololetí roku 2008 se úrokové zatížení odhaduje ve výši 3,8 %, což znamená v porovnání s hodnotou 3,6 % z konce roku 2007 jeho nárůst a překročení dosavadního maxima z roku 2001.

### NÁKLADY NA EXTERNÍ FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ SE V ROCE 2008 ZNAČNĚ ZVÝŠILY

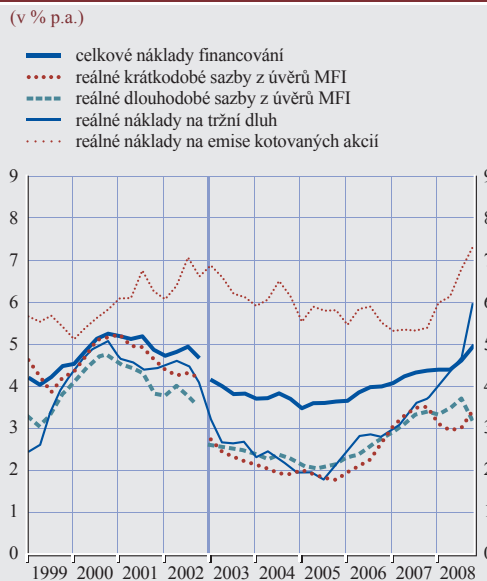
Reálné náklady na externí financování nefinančních podniků v eurozóně se v roce

2008 v důsledku turbulencí na finančních trzích ve srovnání s předchozími roky značně zvýšily. Ačkoliv ziskovost podniků na začátku roku 2008 zůstala vysoká, ve zbývající části roku došlo k jejímu prudkému zhoršení, které bylo nejvýraznější v posledním čtvrtletí. Růst externího financování nefinančních podniků se po prudkém růstu v prvním čtvrtletí, vyvolaném především silným růstem úvěrů MFI, zmínil. Předpokládá se však, že ukazatel finanční páky nefinančních podniků se v roce 2008 dále zvýšil.

V prostředí silícího napětí na finančních a úvěrových trzích se celkové reálné náklady na externí financování nefinančních podniků v eurozóně v roce 2008 výrazně zvýšily (viz graf 18). K jejich nárůstu přispělo zřetelné zhoršení makroekonomických podmínek i makroekonomického výhledu v posledním čtvrtletí 2008, neboť vyhodnocení úvěrového a tržního rizika investorů bylo ovlivněno očekáváním zvýšeného rizika neplnění závazků a revizemi zisků směrem dolů. V průběhu roku byl růst tažen zejména výrazným nárůstem reálných nákladů na tržní dluhové financování a financování prostřednictvím emise akcií.

Pokud jde o jednotlivé složky nákladů na externí financování podniků, ve srovnání s koncem roku 2007 došlo ke snížení úrokových sazeb z úvěrů MFI nefinančním podnikům v reálném vyjádření (viz graf 18). Pouhé porovnání hodnot z konce jednotlivých roků však zakrývá značnou dynamiku během roku 2008. Nominální úrokové sazby po většinu roku rostly a těsně tak sledovaly vzestupný trend tříměsíční sazby EURIBOR. V reálném vyjádření byl však celkový výsledek až do září zmírňován vyššími krátkodobými inflačními očekáváním. V listopadu a v prosinci zaznamenaly krátkodobé sazby v důsledku snižování měnověpolitických sazeb a sazeb peněžního trhu značný pokles. Výsledkem bylo, že se nominální sazby z úvěrů s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do 1 roku snížily o 70 bazických bodů u malých úvěrů a o 106 záporných bodů u velkých úvěrů.

**Graf 18 Reálné náklady externího financování nefinančních podniků v eurozóně**



Zdroje: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch a prognózy Consensus Economics.

Poznámky: Reálné náklady externího financování nefinančních podniků jsou vypočítány jako vážený průměr nákladů na bankovní úvěry, nákladů na dluhové cenné papíry a nákladů na emise akcií, který vychází z jejich zůstatků a je deflovan inflačními očekáváním (viz box 4 v Měsíčním bulletinu ECB z března 2005). Zavedení harmonizované statistiky sazeb z úvěrů MFI na začátku roku 2003 vedlo k přerušení statistické řady.

Dlouhodobé úrokové sazby z úvěrů MFI rostly až do září 2008. V posledním čtvrtletí roku se snížily, přičemž výraznější pokles byl zaznamenán u velkých úvěrů. Dlouhodobé sazby MFI z malých úvěrů se víceméně udržely na úrovni dosažené koncem roku 2007, zatímco sazby z velkých úvěrů se snížily o 72 bazických bodů. Rozdílný vývoj v rámci roku zaznamenaly také výnosy státních dluhopisů se srovnatelnou splatností; jejich růst byl vystřídán prudkým poklesem. V porovnání s koncem roku 2007 byly celkové výnosy pětiletých státních dluhopisů v prosinci 2008 nižší o 85 bazických bodů. V důsledku toho došlo ve druhé polovině roku k rozšiřování spreadů mezi dlouhodobými sazbami z bankovních úvěrů a srovnatelnými tržními sazbami. Zároveň se prudce zvyšovaly náklady na financování bank prostřednictvím kapitálového trhu.

Reálné náklady na tržní dluh nefinančních podniků v průběhu roku 2008 výrazně vzrostly,

takže došlo k posílení trendu započatého na konci roku 2007. V prosinci byly tyto náklady o 200 bazických bodů vyšší než v předchozím roce a o 420 bazických bodů nad historickým minimem z roku 2005. Jejich úroveň dosažená na konci roku 2008 je nejvyšší od počátku HMU a značně převyšuje hodnoty z roku 2000. Výnosy státních dluhopisů se srovnatelnou splatností naopak poklesly. V důsledku toho se spready podnikových dluhopisů ve druhé polovině roku 2008 značně rozšířily. Růst spreadů také odráží zpřísnění úvěrových standardů a vnímání zvýšeného úvěrového rizika na straně investorů.

Reálné náklady na emise kotovaných akcií nefinančních podniků se v průběhu roku značně zvýšily. Ve druhé polovině roku 2008 došlo ke zjevnému zhoršení, když se ceny akciového trhu (měřené např. širokým indexem eurozóny Dow Jones EURO STOXX) prudce snížily a averze k riziku dosáhla výjimečně vysoké úrovně. Růst zisků kotovaných podniků, který se v první polovině roku vyznačoval pozoruhodnou

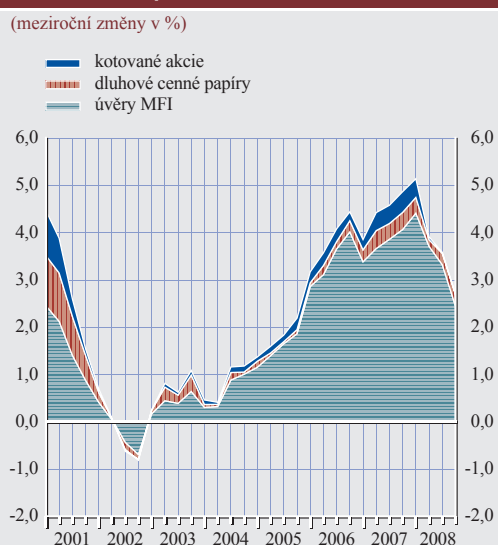
odolností, zaznamenal rovněž výrazné zhoršení a v listopadu se v meziročním srovnání propadl do záporných hodnot.

### TEMPO RŮSTU EXTERNÍHO FINANCOVÁNÍ SE ZMÍRNILO

Externí financování nefinančních podniků se v průběhu roku 2008 postupně snižovalo. Reálné meziroční tempo růstu financování nefinančních podniků se zpomalilo ze 4,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2007 a 5,1 % v prvním čtvrtletí 2008 na 2,7 % ve čtvrtém čtvrtletí. Tento vývoj byl způsoben zejména snížením (i když z vysoké úrovně) příspěvku úvěrů poskytnutých MFI a v menší míře poklesem emise kotovaných akcií, zatímco příspěvek dluhových cenných papírů byl nadále víceméně stabilní (viz graf 19).

Podle souhrnných údajů získaných z účetních závěrek kotovaných podniků byly zisky v první polovině roku 2008 stále na příznivé úrovni (viz graf 20). Ve druhém čtvrtletí 2008 však ukazatele ziskovosti podniků výrazně poklesly.

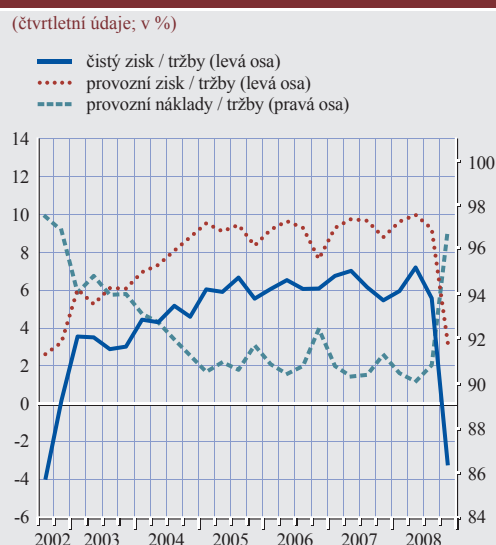
**Graf 19** Struktura reálného meziročního tempa růstu externího financování nefinančních podniků<sup>1)</sup>



Zdroj: ECB.

1) Reálné meziroční tempo růstu je definováno jako rozdíl mezi skutečným meziročním tempem růstu a tempem růstu deflátoru HDP.

**Graf 20** Ukazatele ziskovosti kotovaných nefinančních podniků v eurozóně



Zdroje: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB. Poznámky: Výpočet je založen na agregovaných čtvrtletních finančních výkazech kotovaných nefinančních podniků v eurozóně. Vzorek byl očištěn o extrémní hodnoty. Ve srovnání s provozním ziskem, který je definován jako tržby minus provozní náklady, představuje čistý zisk provozní zisk plus ostatní zisk po zdanění a odečtení mimořádných položek.

Zároveň byly v posledním čtvrtletí roku 2008 výrazně revidovány očekávané zisky v eurozóně směrem dolů. Počet revizí očekávaných zisků u kotovaných podniků v eurozóně směrem dolů dosáhl kolem konce roku nebývale vysoké úrovně.

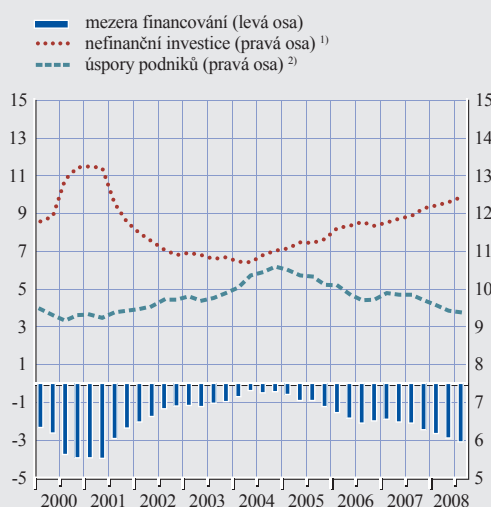
Tempo růstu úvěrů MFI nefinančním podnikům se v roce 2008 zpomalilo. Poté, co v březnu dosáhlo maximální hodnoty (v nominálním vyjádření 15,0 %), se tempo jejich růstu zmírňovalo až na 9,4 % v prosinci. Toto stále vysoké meziroční tempo do určité míry zakrývá zpomalování tempa růstu úvěrů MFI podnikovému sektoru, a to vlivem přenosového efektu silného růstu zaznamenaného v první polovině roku 2008. Jak naznačuje krátkodobé tempo růstu, jeho oslabování se skutečně zrychlilo ke konci roku, zejména v prosinci, v důsledku zhoršení podmínek financování. Toto zpomalení v podstatě odpovídá zpřísnění podmínek financování zmiňovaných v průběhu roku v průzkumech bankovních úvěrů provedených Eurosystemem, omezení aktivit v oblasti fúzí a akvizic a zpomalení ekonomické aktivity. Existuje řada možných vysvětlení, proč byl růst úvěrů MFI (i když zpomaloval) přinejmenším do listopadu stále relativně silný. Vývoj podnikového sektoru v eurozóně byl na počátku roku 2008 nadále poměrně příznivý, což vedlo ke stabilní poptávce po úvěrech na financování jejich činnosti. Dalším faktorem mohlo být čerpání úvěrových facilit, které byly sjednány za příznivějších podmínek. Poptávka po bankovních úvěrech byla patrně podpořena také substitučním efektem vyplývajícím z omezeného financování prostřednictvím kapitálového trhu, nižšími vnitřními zdroji a kontrakcí obchodních úvěrů. Problémy spojené s rychlým přizpůsobováním výrobních kapacit a zavádění programů zaměřených na snižování nákladů navíc často brání tomu, aby se výdaje podniků přizpůsobily v krátkém časovém období. To může částečně vysvětlovat odolnost poptávky po úvěrech ve druhé polovině roku i při zhoršujících se výhledech růstu.

Růst financování prostřednictvím kapitálového trhu (jak prostřednictvím emise dluhu, tak emise akcií) se zpomalil zároveň s prudkým zvýšením nákladů na tyto zdroje financování. Meziroční tempo růstu dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky se zmírnilo z cca 9,0 % na začátku roku na 6,6 % v prosinci 2008. Emise krátkodobých dluhových cenných papírů, která se zvýšila na počátku finančních turbulencí v létě roku 2007, se rovněž postupně snižovala, což potvrzuje krátkodobý vývoj sezonně očištěných údajů. Tento vývoj přispívá ke zvyšování spreadů podniků a může také odrážet pokles aktivit v oblasti fúzí a akvizic. Meziroční tempo růstu kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky se v průběhu roku 2008 značně zpomalilo (až k nulové hodnotě v prosinci). Zanedbatelný příspěvek čisté emise kotovaných akcií k čistému financování podnikového sektoru v eurozóně je důsledkem prudce rostoucích reálných nákladů na emisi akcií a vysoce volatilních podmínek na akciových trzích.

Růst externího financování nefinančních podniků (i když se zmírňuje) lze spojovat se

**Graf 21 Mezera financování nefinančních podniků a její hlavní složky**

(v % HDP; roční klouzavý průměr)

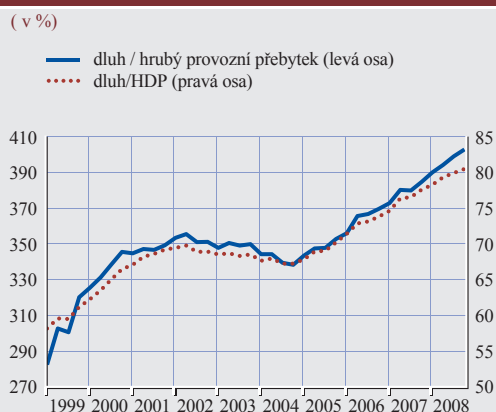


Zdroj: ECB.

1) Včetně zásob a akumulace nefinančních aktiv.

2) Včetně čistých kapitálových transferů.

**Graf 22 Ukazatele dluhu nefinančních podniků**



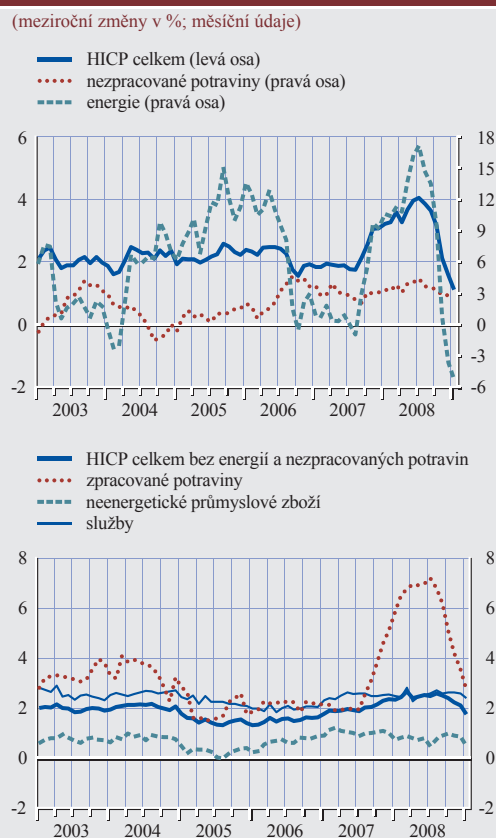
Zdroje: ECB, Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámky: Dluh je vykazován na základě čtvrtletních sektorových účtů eurozóny. Zahnuje úvěry, emitované dluhové cenné papíry a rezervy penzijních fondů. Poslední údaje jsou za 4. čtvrtletí 2008.

širší mezerou financování nebo čistým dluhem (vypočteným jako rozdíl mezi hrubými úsporami a hrubou tvorbou kapitálu – viz graf 21). Mezera financování, kterou zaznamenávaly nefinanční podniky v eurozóně v roce 2007 a v prvních třech čtvrtletích roku 2008 byla výsledkem poklesu úspor podniků a v menší míře růstu reálných investic v poměru k HDP. Na začátku roku 2008 byl pokles úspor podniků způsoben zejména růstem úrokových plateb.

### DALŠÍ RŮST ZADLUŽENOSTI PODNIKŮ

Pokud jde o vývoj rozvahové pozice nefinančních podniků v eurozóně, déletrvající růst dluhového financování vedl k dalšímu zvyšování ukazatelů zadluženosti (viz graf 22). Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 se poměr dluhu k HDP zvýšil zhruba na 80,5 % a poměr dluhu k hrubému provoznímu přebytku zhruba na 403 %. Po období konsolidace v letech 2002–2004 se ukazatele zadluženosti nefinančních podniků v posledních čtyřech letech trvale zvyšovaly. Poměr dluhu k finančním aktivům nefinančních podniků se po většinu roku 2008 zvyšoval, čímž se přerušil sestupný trend pozorovaný od prvního čtvrtletí roku 2003. Vyšší zadluženost a rostoucí úrokové sazby vedly v průběhu roku

**Graf 23 Struktura inflace měřené HICP: hlavní složky**



Zdroj: Eurostat.

2008 k výraznému zvýšení čistého úrokového zatížení nefinančních podniků.

### 2.3 VÝVOJ CEN A NÁKLADŮ

Celková inflace měřená HICP v roce 2008 v průměru dosahovala 3,3 %, což představuje prudký nárůst v porovnání s předchozími lety, kdy se roční míra inflace pohybovala kolem 2,2 %, tj. výrazně nad definicí cenové stability ECB ve střednědobém horizontu (viz tabulka 1). Tento nárůst za rok 2008 jako celek byl výsledkem dvou velmi rozdílných trendů ve vývoji HICP v průběhu roku: roční míra inflace vzrostla v červnu a v červenci 2008 na maximální hodnotu 4,0 % z již vysoké úrovně 3,1 % dosažené na konci roku 2007, ale poté

## Tabulka I Cenový vývoj

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	2006	2007	2008	2007 4.Q	2008 1.Q	2008 2.Q	2008 3.Q	2008 4.Q	2008 pros	2009 led
<b>HICP a jeho složky</b>										
HICP celkem	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energie	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Nezpracované potraviny	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Zpracované potraviny	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Neenergetické průmyslové zboží	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Služby	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Ostatní cenové a nákladové indikátory</b>										
Ceny průmyslových výrobců <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Ceny ropy (EUR/barel) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Ceny komodit <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

Zdroje: Eurostat, Thomson Financial Datastream, HWWI a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje o cenách průmyslových výrobců se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

1) Kromě stavebnictví.

2) Ropa Brent Blend (s dodáním měsíc dopředu).

3) Kromě energií; v eurech.

se v posledních několika měsících roku prudce snížila na 1,6 % v prosinci 2008.

V tomto výrazně protichůdném vývoji celkové inflace měřené HICP v průběhu roku 2008 dominoval vývoj světových cen komodit (zejména cen energií a dalších komodit, včetně potravin) (viz graf 23). V prvním pololetí výrazně rostoucí světová poptávka nadále tlačila na světové ceny komodit, které dosáhly extrémně vysoké úrovně, zatímco rychlé zpomalení ekonomické aktivity ve druhém pololetí, které do konce roku přešlo ve výrazný pokles, je náhle opět stlačilo dolů. Nejvýrazněji se to projevilo v cenách ropy, které po rychlém zvýšení v roce 2007 nadále prudce rostly i v prvním pololetí 2008. Na začátku července pak dosáhly v kontextu napětí ve vztahu nabídky a poptávky historického maxima. Během druhého pololetí ceny ropy prudce poklesly a skončily výrazně pod úrovní zaznamenanou na začátku roku. Obdobně růst cen zpracovaných potravin, který začínal již na zvýšené úrovni na konci roku 2007, během prvního pololetí prudce posílil v důsledku celosvětového snížení potravinových zásob, přičemž ke konci roku naopak rychle zpomalil.

Oproti tomu inflace měřená HICP bez energií a potravin (zpracovaných a nezpracovaných) zůstala víceméně beze změn (na úrovni 1,9 % v roce 2008 oproti 1,8 % v roce 2007).

V prvním pololetí 2008 došlo ke zvýšení mzdových nákladů a v souvislosti s cyklickým oslabením růstu produktivity práce působily výrazné tlaky na růst jednotkových mzdových nákladů. To vzbuzovalo vážné a stále rostoucí obavy ohledně rizika významných sekundárních dopadů vznikajících v eurozóně, které vyvrcholily kolem poloviny roku. Tyto obavy na podzim ustoupily poté, co ekonomika vstoupila do fáze zřetelného poklesu.

V souladu s tím se začalo vnímání a očekávání růstu spotřebitelských cen ke konci roku zmírňovat, poté co v prvním pololetí výrazně vzrostlo a dosáhlo nejvyšších úrovní od zavedení eura.

### INFLACE MĚŘENÁ HICP BYLA ZNAČNĚ OVLIVNĚNA VÝVOJEM CEN ENERGIÍ A POTRAVIN

Volatilita cen komodit byla hlavním hnacím faktorem ovlivňujícím výrazné výkyvy inflace měřené HICP v eurozóně v roce 2008.

## CENY KOMODIT A INFLACE MĚŘENÁ POMOCÍ HICP

Ceny široké škály komodit od začátku roku 2005 do července 2008 prudce vzrostly (viz graf A). Poté v souvislosti s výrazným zhoršením světové hospodářské aktivity prudce klesly. Vývoj cen komodit – zejména ropy a potravin – významně ovlivnil spotřebitelské ceny v eurozóně a do značné míry vysvětluje prudké zvýšení inflace měřené pomocí HICP v roce 2008. Tento box hodnotí dopady cen komodit na inflaci v eurozóně.<sup>1</sup>

### Přímé a nepřímé vlivy

Růst cen komodit ovlivňuje inflaci měřenou pomocí HICP přímo, okamžitým působením na spotřebitelské ceny energií a potravin, které představují téměř 30 % celkového HICP. Tento růst může spotřebitelské ceny ovlivňovat také nepřímo prostřednictvím cen výrobců, jelikož firmy, které čelí vyšším vstupním nákladům, přenášejí růst těchto nákladů do prodejních cen, aby si udržely nebo obnovily ziskové marže.

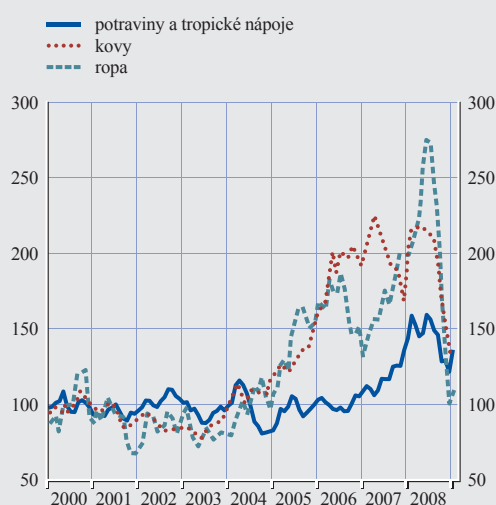
Míra, do jaké jsou rostoucí náklady přenášeny do dalších fází výroby a na spotřebitele, závisí na několika faktorech, včetně konkurenčních tlaků na trhu a pozici ekonomiky v hospodářském cyklu. Jelikož promítání nákladových šoků do dodavatelského řetězce trvá určitou dobu, má se všeobecně za to, že nepřímé vlivy se projeví až s delším časovým zpožděním a budou působit déle než přímé vlivy.

Přímé a nepřímé dopady cenového šoku u komodit byly hlavní příčinou zvýšení celkové inflace měřené HICP od srpna 2007. Tomu odpovídal vývoj cen zpracovaných a nezpracovaných potravin a cen energií, které byly uvedenému šoku vystaveny více než ostatní složky HICP. Svědčil o tom jejich výrazný růst až do července 2008, zatímco míra inflace bez započtení cen potravin a energií se v tomto období v podstatě nezměnila (viz graf B).

Nepřímé dopady se projeví také u ostatních složek HICP, které používají ropu a potraviny jako výrobní vstupy. Například v rámci složky služeb zaznamenaly ceny služeb souvisejících s přepravou zboží, ceny zahraničních rekreací a ceny v restauracích v souvislosti se zvýšením cen komodit v roce 2008 výrazný nárůst (viz graf C). Zvýšení inflace však může vedle zvýšení cen ropy a potravin také odrážet vliv ostatních faktorů, jako je například vývoj mezd a síla spotřebitelské poptávky, zejména v první polovině roku.

### Graf A Ceny komodit

(měsíční údaje v EUR; index: rok 2000 = 100)



Zdroje: HWWI a výpočty ECB.

<sup>1</sup> Viz článek „Oil prices and the euro area economy“ a box nazvaný „Recent oil price developments and their impact on euro area prices“ vydaný v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu a července 2004.

**Graf B Inlace měřená HICP**

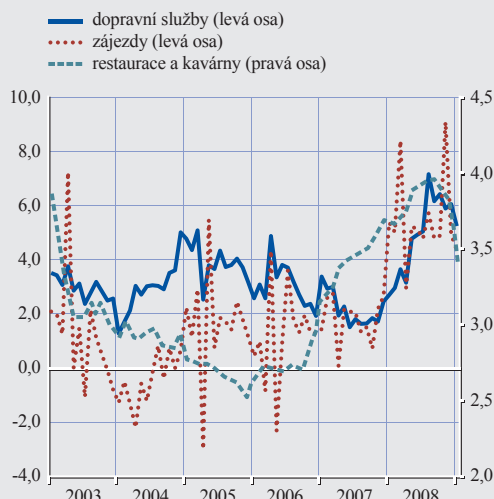
(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

**Graf C Vybrané podsložky služeb v rámci HICP**

(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

### Sekundární vlivy

Kromě přímých a nepřímých vlivů běžně označovaných jako primární dopady znamená cenový šok u komodit také riziko sekundárních vlivů, které mohou vést k dalšímu růstu spotřebitelských cen. Sekundární vlivy se obvykle týkají růstu spotřebitelských cen a jsou spojeny s primárními efekty šoků v oblasti mzdových vyjednávání či způsobu tvorby mezd a cen. Růst inflace v důsledku přímých a nepřímých vlivů šokového vývoje cen komodit může vést k sekundárním vlivům, jestliže se ekonomické subjekty (tj. zejména subjekty, které tvoří ceny a mzdy) snaží vykompenzovat ztrátu reálných příjmů způsobenou předchozími inflačními šoky. To může následně ovlivnit inflační očekávání a nastavení cen a mezd. Dočasný inflační šok tak může pevně zakořenit a jeho odstranění může být mnohem nákladnější.

Pravděpodobnost, že cenový šok u komodit povede k sekundárním dopadům, závisí na několika faktorech včetně pozice ekonomiky v hospodářském cyklu, flexibility trhu zboží a trhu práce (zejména na výskytu mechanismu automatické indexace ovlivňujícího mzdová vyjednávání a stanovování cen), mechanismu tvorby inflačních očekávání a především na důvěryhodnosti centrální banky.

Vývoj inflačních očekávání a jednotkových mzdových nákladů lze využít k monitorování rizika sekundárních vlivů. Inflační očekávání odvozená z výběrových šetření mezi prognostiky se od poloviny roku 2007 do poloviny roku 2008 mírně zvyšovala. Inflační očekávání implikovaná zlomovou mírou inflace odvozenou z výnosů dluhopisů vykazovala v tomto období zřetelně růstový trend. V důsledku zesilování turbulencí na finančních trzích a následného poklesu cen ropy však v tomto trendu došlo ke změně (viz graf D). Výsledky mzdových vyjednávání v průběhu roku 2008 také ukazují na silný růst mezd v jednotlivých zemích eurozóny, i když je obtížné určit, nakolik je tento růst způsoben sekundárními vlivy (podrobnější informace o vývoji mezd v eurozóně viz box 5).



I když přímé „mechanické“ vlivy šokového vývoje cen komodit na spotřebitelské ceny jsou nevyhnutelné a nepřímé vlivy jsou závislé na transmissi šoku v rámci cenového řetězce, je naprosto nezbytné se vyhnout plošným inflačním tlakům souvisejícím se sekundárními vlivy. Úkolem měnové politiky zaměřené na zachování cenové stability ve střednědobém horizontu je zajistit, aby cenový šok u komodit neovlivnil dlouhodobější inflační očekávání a nevedl k většímu tlaku na růst cen. V důsledku zesílení inflačních tlaků ECB rozhodla zvýšit v červenci 2008 základní úrokové sazby s cílem stabilizovat inflační očekávání. Avšak ke konci roku, když bylo zřejmé, že dojde ke značnému zmírnění inflačních tlaků v souvislosti s prudkým poklesem cen komodit a hospodářským útlumem, zaznamenaly úrokové sazby pokles.

**Graf D Dlouhodobější inflační očekávání podle výběrových šetření a zlomové míry inflace**

(meziroční změny v %)



Zdroje: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, ECB, Reuters a výpočty ECB.  
 Poznámka: Průzkumy dlouhodobějších inflačních očekávání zpravidla probíhají pololetně v případě Consensus Economics a čtvrtletně v případě Výběrového šetření mezi prognostiky (SPF) a Euro Zone Barometer.  
 Poslední údaje: zlomová míra inflace: 27. února 2009; Výběrové šetření mezi prognostiky a Euro Zone Barometer: leden 2009; Consensus Economics: říjen 2008.

Plynulé zvyšování roční míry inflace až na maximální hodnotu 4,0 % v červnu a v červenci následovalo po nebývalém růstu cen energií, průmyslových výrobků a potravin (viz box 4). Naopak následné prudké snížení inflace měřené HICP na 1,6 % ke konci roku bylo výsledkem silného poklesu cen surové ropy a snížení cen široké škály dalších komodit včetně potravin a příznivého vlivu srovnávací základny za situace rychle upadající hospodářské aktivity.

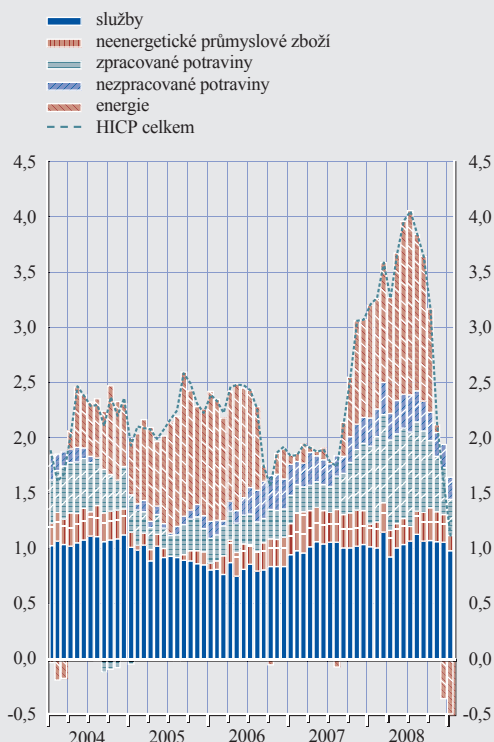
Výrazné výkyvy ve složce energií v HICP – která má v celkovém HICP váhu 9,8 % – odrážely kombinaci rychlých změn cen kapalných paliv (jako jsou benzín, nafta a topná paliva), které jsou ovlivněny světovými cenami ropy, a zpožděné reakce složek neropných energií (jako jsou ceny elektřiny a plynu), které obvykle sledují vývoj cen surové ropy s určitým zpožděním (viz graf 24).

V červnu 2008 byly ceny ropy v eurozóně přibližně o 63 % vyšší než v předchozím roce. V prosinci 2008 byly o 49 % nižší než o rok dříve a přibližně o 63 % oproti maximu dosaženému v červnu 2008. Tento výrazně odlišný vývoj v rámci jednoho roku byl také umocněn významnými změnami marží rafinerií. Meziroční změna cen energií HICP dosáhla své nejvyšší hodnoty 17,0 % v červenci 2008 (oproti 9,1 % zaznamenaným v prosinci 2007), poté prudce oslabila a v prosinci se dokonce dostala do záporných hodnot (-3,6 %).

Meziroční tempo růstu cen zpracovaných potravin, které jsou jednou ze složek HICP eurozóny, se vyvíjelo podobným způsobem jako tempo růstu složky energií: na podzim roku 2007 výrazně zrychlilo a poté od poloviny roku 2008 silně zpomalovalo. Meziroční tempo růstu cen zpracovaných potravin dosáhlo nejvyšší

**Graf 24 Příspěvky hlavních složek HICP k inflaci**

(roční příspěvky v procentních bodech; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V důsledku zaokrouhlování součet příspěvků přesně neodpovídá celkovému indexu.

hodnoty v červenci 2008 (7,2 %) oproti 2,0 % zaznamenaným v červenci 2007, a poté se v prosinci 2008 snížilo zpět na 3,6 %. Prudký růst cen zpracovaných potravin a následné zpomalení do značné míry souvisely se složkami, které jsou silně ovlivněny světovými cenami zemědělských komodit, jako jsou chléb, obiloviny, mléčné výrobky, oleje a tuky. Za rok jako celek dosáhl růst cen zpracovaných potravin v roce 2008 v průměru hodnoty 6,1 % oproti 2,8 % v roce 2007. Na druhé straně se ceny nezpracovaných potravin v roce 2008 zvýšily o 3,5 % oproti 3,0 % v roce 2007.

Inflace měřená HICP bez energií a potravin (zpracovaných a nezpracovaných) byla během roku 2008 víceméně stabilní. Dopad výrazně vyšších cen vstupů vyplývajících z vysokých cen komodit (energií a neenergetických komodit)

byl vykompenzován tlumícím vlivem nižších inflačních tlaků plynoucích z dovozních cen v podmínkách posilování eura do poloviny roku a silné mezinárodní konkurence, jakož i příznivým vlivem srovnávací základny souvisejícím s tím, že zvýšení DPH ve výši 3 procentních bodů zavedené v Německu 1. ledna 2007 se přestalo projevovat v roční míře inflace na začátku roku 2008.

Ceny neenergetického průmyslového zboží vzrostly v roce 2008 o 0,8 %, což představuje mírné zpomalení oproti 1,0% růstu v roce 2007. Navzdory tlakům cen vstupů naznačeným domácími výrobci a vysoké míře využívání zpracovatelských kapacit se růst cen neenergetického průmyslového zboží v prvním pololetí roku 2008 zmírnil. Oproti červenci nicméně opět poněkud posílil, mimo jiné v důsledku dopadu prudkého zhodnocení amerického dolaru zaznamenaného ve druhém pololetí a v důsledku výjimečného sezonního snižování cen, které ovlivnilo ceny textilu v létě.

Růst cen služeb byl po většinu roku 2008 stabilní, nicméně zůstal na relativně zvýšené úrovni kolem 2,5 % poté, co v roce 2007 výrazně vzrostl. I když nepřímý dopad růstu světových cen komodit, zejména ropy a potravin, patrně přispěl k trvalému vlivu na růst cen v některých složkách služeb, jako jsou dopravní služby, restaurace a kavárny, byl tento dopad do značné míry kompenzován výrazným poklesem cen v ostatních složkách služeb, jako jsou komunikace.

#### **VYŠŠÍ PRŮMĚRNÝ RŮST CEN VÝROBCŮ V ROCE 2008, ALE VÝRAZNÉ TLAKY NA JEHO SNÍŽENÍ KE KONCI ROKU**

Cenové tlaky v dodavatelském řetězci dosáhly na konci jara extrémně zvýšené úroveň v podmínkách vysokého růstu cen komodit, což prohloubilo obavy ohledně inflace. Tyto tlaky však v průběhu léta pozvolna ustupovaly a v posledních několika měsících roku se zmírňovaly mnohem výraznějším tempem – přičemž od října se cenové indexy (bez energií a stavebnictví) propadaly – jak začaly rychle

klesat ceny komodit a zmenšovaly se tlaky na výrobní faktory (kapitál i práci).

V roce 2008 činilo průměrné meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců (bez stavebnictví) v eurozóně 6,2 %, což je výrazně více než v roce 2007 (2,8 %). Po dosažení historického maxima ve výši 9,2 % v červenci meziroční tempo růstu cen výrobců v prosinci rychle pokleslo na 1,7 %, zejména v důsledku vývoje cen energií a potravin. Meziroční tempo růstu cen výrobců energií dosáhlo v červenci 2008 maxima 24,9 %, ale do prosince kleslo zpět na 1,6 %.

Meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců bez stavebnictví a energií dosáhlo v roce 2008 svého vrcholu 4,4 % v červenci, a poté se v prosinci snížilo na 1,6 %. Tento výrazný vývoj ovlivnil zboží pro mezispotřebu a spotřební zboží, i když v různé míře a v různou dobu, ale měl menší dopad na zboží investiční povahy (viz graf 25).

Růst cen zboží pro mezispotřebu v prvních osmi měsících roku zrychloval a v srpnu dosáhl maximální hodnoty 6,0 %. V prvním pololetí byly ceny zboží pro mezispotřebu ovlivňovány stále vyššími cenami průmyslových surovin a energií. Během druhého pololetí pokles cen energií na světových trzích a zpomalení ekonomické aktivity utlumily vývoj cen výstupů v mnoha částech sektoru zboží pro mezispotřebu. Do konce roku se snížily ceny mnoha výstupů v souvislosti s prudkým poklesem ekonomické aktivity.

Meziroční tempo růstu cen investičních statků se měnilo s jistým časovým zpožděním a s nevýraznými výkyvy, přičemž v září mírně zrychlilo na 2,2 % (což představuje obrat ve srovnání s trendem zaznamenaným v roce 2007). Toto zrychlení se ustálilo ke konci roku, kdy došlo ke zintenzivnění konkurenčního tlaku v souvislosti s razantním propadem poptávky.

Na ještě nižším článku výrobního řetězce pokračovalo v prvním pololetí 2008 prudké zrychlování růstu cen spotřebního zboží zaznamenané v posledních několika měsících roku 2007. Meziroční tempo růstu celkových cen spotřebního zboží v březnu 2008 vzrostlo na 4,7 %, což je nejvyšší tempo od počátku měnové unie v roce 1999. Tento vývoj byl ovlivňován zejména cenami zboží krátkodobé spotřeby, v nichž se odrážely tlaky světových cen potravin. Bez započtení cen tabáku a potravin meziroční tempo růstu cen spotřebního zboží zůstalo během roku stabilní.

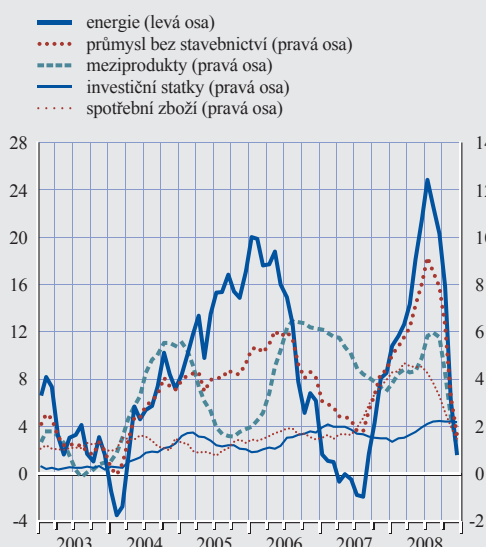
Celkové oslabení poptávky v eurozóně mělo do konce roku za následek výrazně konkurenčnější tržní podmínky v různých fázích výroby. Toto konkurenčnější prostředí v kombinaci s klesajícími světovými cenami komodit se odráželo ve zprávách o snížení cen (nebo cenové stabilizaci), v cenách vstupů i výstupů, ve zpracovatelském průmyslu i službách.

#### RŮST MZDOVÝCH NÁKLADŮ VÝRAZNĚ ZRYCHLIL

Dostupné ukazatele mzdových nákladů za eurozónu naznačují podstatné zrychlení jejich

**Graf 25 Struktura cen průmyslových výrobců**

(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

**Tabulka 2 Ukazatele mzdových nákladů**

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	2006	2007	2008	2007 4.Q	2008 1.Q	2008 2.Q	2008 3.Q	2008 4.Q
Sjednané mzdy	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Hodinové náklady práce celkem	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Náhrada na zaměstnance	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Memo položky</i>								
Produktivita práce	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Jednotkové mzdové náklady	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Zdroje: Eurostat, národní údaje a výpočty ECB.

růstu na přelomu let 2007 a 2008, které navazuje na předcházející několikaleté zmiřování růstu mezd. Průměrné meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance v prvních třech čtvrtletích roku činilo 3,3 %, což bylo výrazně více než průměrné meziroční tempo růstu zaznamenané v období let 2005–2007, kdy se pohybovalo v rozmezí 1,8 % až 2,5 % (viz tabulka 2). Hodinové náhrady měly podobný vývoj, ačkoli první čtvrtletí bylo ovlivněno brzkým termínem Velikonoc v roce 2008, což mělo za následek výkyv směrem nahoru v tomto čtvrtletí. Růst sjednaných mezd během roku 2008 také zrychlil, a to z rozmezí mezi 2,1 % a 2,3 %, v němž se pohybovaly v posledních letech, na 2,9 % v prvním pololetí a 3,4 % ve třetím čtvrtletí.

Zrychlení růstu mezd v prvním pololetí mohlo kromě určitých rozdílů v tempech růstu zaměstnanosti na různých mzdových úrovních odrážet napětí na trhu práce a přímý a nepřímý dopad předchozího vývoje HICP. Vzhledem ke značnému zvýšení světových cen komodit, velmi napjaté situaci na trhu práce a dlouhému zpoždění nutnému k tomu, aby měl vývoj ekonomické aktivity rozhodující dopad na mzdové náklady, bylo zde kolem poloviny roku 2008 významné riziko toho, že sekundární dopady vyplývající zejména z indexace mezd podle hodnot vysoké inflace – i když dočasné – by mohly převážit možný tlumící dopad na mzdové náklady vyplývající z postupného zpomalení aktivity předpokládané v té době.

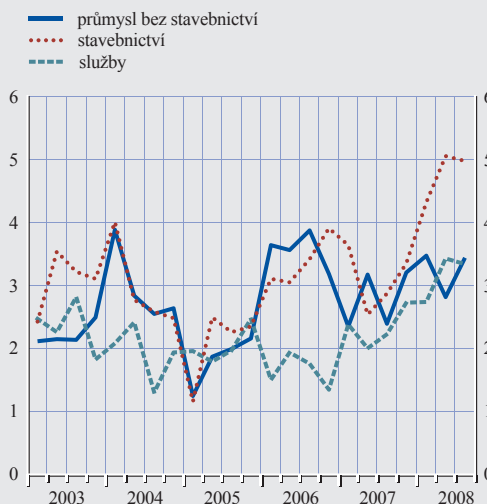
Rychlé zmírnění globálních inflačních tlaků, díky němuž se celková inflace měřená HICP v prosinci 2008 snížila pod hranici 2 %, a náhlý

a oproti očekáváním silnější pokles ekonomické aktivity v eurozóně značně oslabily riziko naplnění výrazných sekundárních dopadů. S ohledem na nejistotu ohledně výhledu eurozóny se očekávalo, že firmy zavedou opatření vedoucí k omezení mzdových nákladů, přičemž ke zmírnění mzdovénákladových tlaků přispělo také rychlé zhoršování podmínek na trhu práce.

Sektorové údaje naznačují jisté heterogenní chování v jednotlivých sektorech. Tempa růstu všech ukazatelů mzdových nákladů byla v roce 2008 vysoká především v odvětví stavebnictví – což patrně odráželo určitý vliv

**Graf 26 Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech**

(meziroční změny v %; čtvrtletní údaje)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

struktury zaměstnanosti, kdy se propouštění koncentrovalo na pracovníky s nižšími příjmy a kdy byly zaznamenány výrazné rozdíly mezi jednotlivými regiony. Náhrada na zaměstnance v sektoru služeb také silně vzrostla, zejména co se týče netržních služeb (viz graf 26). Oproti tomu růst mzdových nákladů v odvětví průmyslu se v průměru zvýšil pouze mírně a během roku 2008 vykazoval vysokou míru volatility.

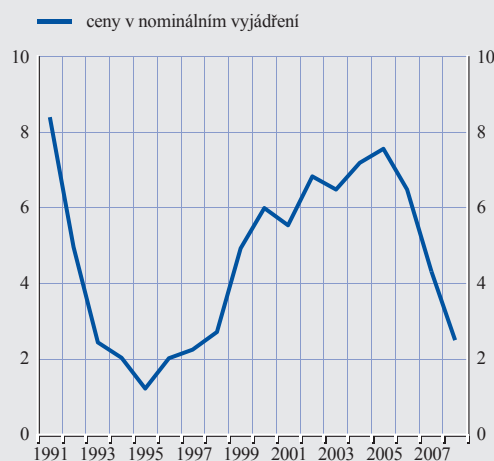
Vzhledem ke zpomalení ekonomické aktivity a očekávanému cyklickému dopadu na produktivitu práce došlo k prudkému zrychlení růstu jednotkových mzdových nákladů, což snížilo obchodní marže. Meziroční růst produktivity práce v prvních třech čtvrtletích 2008 zpomalil v průměru na 0,2 % oproti tempu růstu ve výši 1 %, kterého bylo dosaženo v letech 2006–2007, a ve třetím čtvrtletí přešel dokonce do záporných hodnot. Jednotkové mzdové náklady tudíž prudce vzrostly z meziročního tempa růstu ve výši 1,6 % ve třetím čtvrtletí 2007 na 3,7 % ve třetím čtvrtletí 2008. V prvních třech čtvrtletích roku 2008 jednotkové mzdové náklady rostly tempem 3,2 % oproti průměrnému tempu růstu ve výši 1,7 % v roce 2007 a 0,9 % v roce 2006. Tento rychlý nárůst jednotkových mzdových nákladů snižoval během roku 2008 zisky, jelikož firmy nebyly schopné plně promítnout tyto vyšší náklady do svých cen. Ukazatel celkové ziskové přírůžky, měřený rozdílem mezi tempy růstu deflátoru HDP a jednotkových mzdových nákladů, signalizuje po několika letech růstu snížení ziskových marží. Marže se v prvních třech čtvrtletích roku 2008 snížily ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku v průměru o 0,9 procentního bodu poté, co se v roce 2007 o 0,9 procentního bodu zvýšily.

### RŮST CEN REZIDENČNÍCH NEMOVITOSTÍ DÁLE ZPOMALOVAL

Růst cen rezidenčních nemovitostí, které nejsou zařazeny do měření HICP, v prvním pololetí roku 2008 zpomalil a pokračoval tak v trendu pozorovaném od druhého pololetí roku 2005. Podle posledních odhadů se meziroční tempo růstu cen rezidenčních

**Graf 27 Vývoj cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně**

(meziroční změny v %; roční údaje)



Zdroj: výpočty ECB na základě neharmonizovaných národních údajů.

Poznámka: Údaje pro rok 2008 se týkají prvního pololetí.

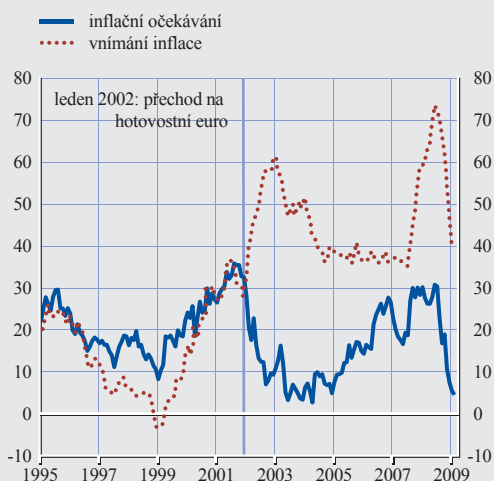
nemovitostí za eurozónu jako celek v prvním pololetí roku 2008 snížilo na 2,7 % z 3,9 % ve druhém pololetí roku 2007 (viz graf 27). Údaje za jednotlivé země potvrzují, že postupné zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně mělo v prvním pololetí roku 2008 relativně širokou základnu, a to i přes jistou míru heterogenity v jednotlivých zemích. Růst cen rezidenčních nemovitostí oproti období let 2006–2007 výrazně zpomalil v Belgii, Španělsku a Francii. Ceny rezidenčních nemovitostí začaly klesat ve druhém pololetí roku 2007 v Irsku a v prvním pololetí roku 2008 na Maltě. Růst cen rezidenčních nemovitostí v Itálii, Nizozemsku, Portugalsku a Rakousku byl ale v prvním pololetí roku 2008 zhruba srovnatelný s růstem v roce 2007. Údaje v Německu ukazují malé zvýšení cen rezidenčních nemovitostí v roce 2008, které následovalo po období utlumeného růstu.

### VNÍMÁNÍ INFLACE A INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ

Prudký nárůst celkové inflace v prvním pololetí roku 2008 zvýšil pozornost věnovanou vnímání inflace a inflačním očekáváním při hodnocení budoucího vývoje inflace. Ukazatel kvalitativního vnímání inflace spotřebiteli

**Graf 28 Kvalitativní ukazatele vnímání inflace a inflačních očekávání spotřebitelů v eurozóně**

(procentní zůstatky; sezonně očištěno)



Zdroj: výběrová šetření Evropské komise mezi podniky a spotřebiteli.  
Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

v předchozích 12 měsících, který sleduje Evropská komise, se dále zvyšoval a v polovině roku 2008 dosáhl úrovně, která výrazně překračovala úroveň zaznamenanou v důsledku přechodu na euro v lednu 2002 (viz graf 28).

Ke konci roku toto vnímání inflace poněkud ustoupilo. Inflační očekávání spotřebitelů pro příštích 12 měsíců se v prvních měsících roku 2008 až do léta rovněž zvyšovala (očekávání uváděná ve výběrovém šetření je třeba posuzovat s odkazem na uváděné vnímání inflace), a poté se na konci roku přiblížila nižším hodnotám. Výběrové šetření Evropské komise však zachycuje míru krátkodobých očekávání, která je v souladu s pozorovanou inflací, a neměří očekávání dlouhodobá, která jsou pro tvorbu měnové politiky důležitější. Informace získané od profesionálních prognostiků naznačují, že dlouhodobá inflační očekávání na základě šetření (na 5 let dopředu) zůstala ukotvena na úrovni kolem 2,0 %, přestože v polovině roku byly patrné náznaky jistého růstu a zvýšených rizik. Podle výsledků průzkumů provedených Consensus Economics, Euro Zone Barometer a výběrového šetření ECB mezi prognostiky zde došlo později během roku k obrátu. Zlomová

míra inflace odvozená z inflačně indexovaných dluhopisů a swapů v eurozóně (pomocí implikované roční zlomové míry inflace na čtyři roky dopředu) se postupně zvýšila na více než 2,5 % v polovině roku 2008, a poté se na podzim snížila na úroveň kolem 1,8 % na konci roku. Tyto ukazatele na základě údajů trhu (zejména údajů o dluhopisech) byly v té době nicméně zkresleny náhlým výkyvem preferencí investorů a portfoliovými změnami. V polovině roku 2008 řada ukazatelů na základě průzkumů a údajů trhu naznačovala jasné riziko toho, že inflační očekávání nebudou ukotvena, což vyžadovalo jednoznačný, ale vyvážený signál ze strany ECB, přičemž na konci roku se inflační očekávání vrátila na přijatelnější úroveň.

## 2.4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

### PRUDKÉ ZPOMALENÍ HOSPODÁŘSKÉ AKTIVITY

Růst reálného HDP v eurozóně v roce 2008 zpomalil na 0,8 %, zatímco v roce 2007 dosáhl 2,7 % a v roce 2006 činil 3,0 % (viz tabulka 3). Přestože na začátku roku byl hospodářský růst stále poměrně silný, od poloviny roku došlo k prudkému zhoršení vývoje hospodářské aktivity v důsledku slábnoucí domácí poptávky a výrazného zpomalení světové ekonomiky. Konec roku 2008 byl ve znamení prudkého snížení hospodářské aktivity v důsledku obnovených finančních turbulencí a nebyvalého poklesu aktivity a poptávky ve světové ekonomice.

Mezičtvrtletní tempa růstu HDP byla ovlivněna některými technickými faktory. Vysoké tempo růstu 0,7 % v prvním čtvrtletí částečně odráželo neobvykle mírnou zimu na mnoha místech Evropy, která podpořila stavebnictví a v důsledku toho také investice, a kladný příspěvek zásob k růstu na začátku roku. Odeznění těchto faktorů přispělo k mezičtvrtletnímu snížení HDP o 0,2 % ve druhém čtvrtletí 2008. Nicméně i po vyloučení vlivu těchto technických faktorů první polovina roku 2008 jako celek naznačovala pokračování mírného zpomalování hospodářského růstu zaznamenaného během roku 2007, přičemž trend mezičtvrtletního růstu HDP klesl z 0,5 %

**Tabulka 3 Struktura růstu reálného HDP**

(změny v %, není-li uvedeno jinak; sezonně očištěno)

	Meziroční tempa růstu <sup>1)</sup>								Mezičtvrtletní tempa růstu <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008
	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q
Reálný hrubý domácí produkt	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
<i>z toho:</i>													
Domácí poptávka <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Soukromá spotřeba	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Spotřeba vlády	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.
Hrubá tvorba fixního kapitálu	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Změna zásob <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Čistý vývoz <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Vývoz <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Dovoz <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Reálná hrubá přidaná hodnota													
<i>z toho:</i>													
Průmysl bez stavebnictví	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Stavebnictví	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Čisté tržní služby <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Vykazované údaje jsou sezonně očištěny a částečně očištěny o vliv počtu pracovních dnů, neboť ne všechny země eurozóny vykazují statistické řady ze čtvrtletních národních účtů očištěných o vliv počtu pracovních dnů. Údaje se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

1) Procentní změny oproti stejnému období předchozího roku.

2) Procentní změny oproti předchozímu čtvrtletí.

3) Příspěvek k růstu reálného HDP v procentních bodech.

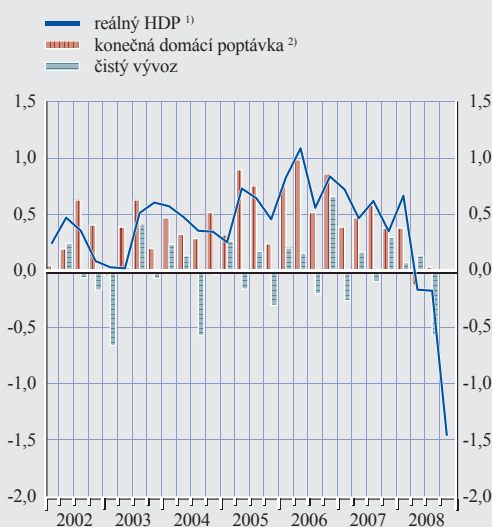
4) Včetně čistého pořízení cenností.

5) Vývoz a dovoz pokrývá zboží i služby a zahrnuje přeshraniční obchod v rámci eurozóny. Protože obchod v rámci eurozóny není vyloučen z údajů o vývozu a dovozu v národních účtech, nejsou tyto údaje plně srovnatelné s údaji z platební bilance.

6) Zahrnuje obchod, opravy, pohostinství a ubytování, dopravu a telekomunikace, finanční zprostředkování, podnikatelské služby a služby v oblasti nemovitostí a pronájmu.

**Graf 29 Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP**

(čtvrtletní příspěvky v procentních bodech; sezonně očištěno)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

1) Procentní změna oproti předchozímu čtvrtletí.

2) Domácí poptávka bez změny zásob.

na 0,25 %. Polovinu mezičtvrtletního růstu v první části roku představoval příspěvek domácí poptávky, a to v důsledku mimořádně nevýrazné spotřeby a slábnoucích investic do bydlení; druhá polovina byla výsledkem příspěvku čistého vývozu.

V létě však zahraniční poptávka začala vykazovat výrazné známky poklesu, neboť došlo k dalšímu oslabení ekonomiky Spojených států a ke snížení hospodářského růstu v rozvíjejících se ekonomikách, které se do té doby zdály být před dopady globálního zpomalení chráněné (viz graf 29).

Od září 2008 náhlé a mimořádné zintenzivnění a rozšíření finančních turbulencí a z toho plynoucí zvýšená nejistota vedly k rychlému poklesu ekonomiky (mezičtvrtletně -1,5 %). Podniky začaly rychle reagovat na rychlý úbytek objednávek, odkládaly plány na expanzi a snižovaly zásoby v důsledku dražšího a hůře dostupného financování,

zatímco domácnosti začaly více spořit v reakci na zvýšenou nejistotu ohledně krátkodobých vyhlídek zaměstnanosti a nepříznivých efektů bohatství.

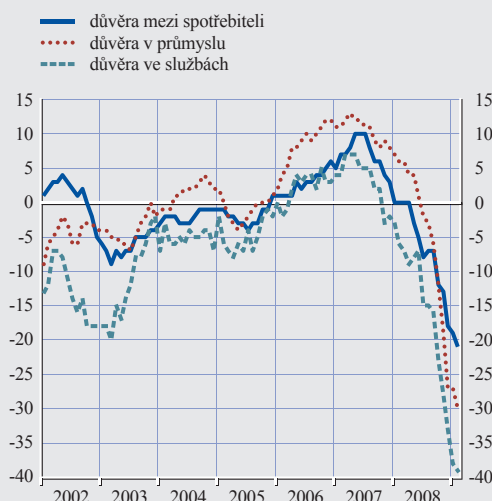
### KE ZPOMALENÍ RŮSTU HDP PŘÍSPĚLY VŠECHNY SLOŽKY

Oslabení poptávky během roku 2008 ovlivnilo všechny složky HDP. Zahraniční poptávka zpomalila vlivem oslabení rozvinutých ekonomik a turbulence se ve vzrůstající míře projevovaly i na rozvíjejících se trzích. Došlo rovněž k podstatnému zmírnění domácí poptávky. Rostoucí ceny komodit měly v první polovině roku značný vliv na reálné příjmy domácností, zatímco ochlazování trhů s bydlením vedlo k prudkému poklesu investic do rezidenčních nemovitostí. Slábnoucí tlak na výrobní kapacity, obnovená nejistota a přísnější podmínky financování vyústily v omezení investic podniků.

V důsledku utlumeného růstu reálných příjmů, klesajícího finančního bohatství, zpřísnování úvěrových podmínek a zhoršování vyhlídek trhu práce během roku výrazně zpomalily výdaje domácností. Soukromá spotřeba v roce 2008 rostla v průměru zhruba o 0,6 % (v roce 2007 o 1,7 %), a to výhradně díky účinku přenosu, tj. vlivu údajů z roku 2007 na meziroční tempa růstu, neboť v roce 2008 se soukromá spotřeba zvýšila jen v jednom čtvrtletí. Přestože nominální příjmy domácností rostly po většinu roku poměrně silným tempem v důsledku solidního růstu náhrad zaměstnancům (ovlivněného zvýšením náhrady na zaměstnance a stále vysokou zaměstnaností), reálný disponibilní důchod domácností byl výrazně snižován rostoucí inflací měřenou HICP. Výrazný růst cen komodit zvýšil náklady domácností na typický spotřebitelský koš. Meziroční tempo růstu reálného disponibilního důchodu kleslo na nejnižší hodnotu od roku 2003 (v průměru za první tři čtvrtletí roku 2008 zhruba 0,7 %). Domácnosti reagovaly obezřetně a rozhodly se omezit výdaje, spíše než by vyrovnaly spotřebu snížením úspor.

Graf 30 Ukazatele důvěry

(procentní zůstatky; sezonně očištěno)



Zdroj: výběrová šetření Evropské komise mezi podniky a spotřebiteli.

Poznámka: Údaje jsou vypočítány jako odchylky od průměru během období od ledna 1985 pro důvěru mezi spotřebiteli a v průmyslu a od dubna 1995 pro důvěru ve službách.

Přestože poměrně slabé výdaje domácností jsou pro probíhající hospodářský cyklus charakteristické, k neochotě domácností utrácet pravděpodobně přispěly také pokračující finanční turbulence. Výrazné snížení finančního bohatství v důsledku propadu finančních trhů způsobilo – buď v důsledku toho, že některé ztráty byly vnímány jako trvalé, nebo v důsledku zvýšené nejistoty ohledně výhledu ekonomiky – že domácnosti omezily výdaje a hromadily opatrnější úspory. K oslabení důvěry spotřebitelů přispěl také zhoršený výhled pro trh práce. Ukazatele důvěry spotřebitelů, které dosáhly nejvyšších hodnot v polovině roku 2007, v prvních měsících roku 2008 klesly na svůj dlouhodobý průměr, a poté se dále prudce zhoršovaly až k velmi nízkým hodnotám dosaženým na konci roku (viz graf 30).

Po dvou letech dynamického růstu (5,8 % v roce 2006 a 4,2 % v roce 2007) se tempo růstu celkových investic v roce 2008 výrazně snížilo na přibližně 0,6 %. Mezičtvrtletní poklesy v posledních třech čtvrtletích vyvážily kladný



účinek přenosu z roku 2007 a vysoký růst v prvním čtvrtletí, k němuž přispělo neobvykle příznivé počasí (tempo růstu za druhé čtvrtletí pak bylo nevyhnutelně nižší). Zpomalení růstu bylo výraznější u investic do rezidenčních nemovitostí než v případě ostatních soukromých investic.

Investice do bydlení se v roce 2008 snížily poté, co v roce 2007 skončila růstová fáze cyklu výstavby rezidenčních nemovitostí v souvislosti se zpomalujícím růstem cen těchto nemovitostí. Toto zpomalení bylo výraznější v zemích, které v předchozích letech zaznamenaly velmi rychlý růst. Z průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem také vyplynulo podstatné snížení poptávky po nákupu rezidenčních nemovitostí od počátku turbulencí v létě 2007, což odráželo pokles trhu s bydlením. Zároveň došlo k výraznému zpřísnění úvěrových podmínek.

Investice podniků, které v roce 2007 zaznamenaly rychlý růst v důsledku vysoké ziskovosti a značného využití výrobních kapacit, v roce 2008 celkově také výrazně zpomalily – po dynamickém růstu v prvním pololetí vykazaly ve druhé polovině roku pokles. Tento obrat ve vývoji podnikových investic v různé míře vyplýval ze slábnoucí poptávky a následného odeznívání tlaku na výrobní kapacity, z nižší ziskovosti způsobené neúplným promítáním šokového zvýšení cen komodit do spotřebitelských cen v prvním pololetí a prudkým nárůstem jednotkových mzdových nákladů během roku, ale také ze zpřísnění úvěrových standardů.

Zpřísnění podmínek financování, ke kterému docházelo od počátku turbulencí na finančním trhu, se v září 2008 prudce zrychlilo a výrazně zvýšilo náklady tržního dluhu i celkové náklady financování (souhrnný ukazatel zahrnující náklady na tržní dluh, emise akcií i bankovní financování). Podíl podniků uvádějících financování jako faktor omezující produkci však v roce 2008 zůstal nízký. Důvodem byla především skutečnost, že vliv přísnějších úvěrových podmínek se zpravidla projevuje se zpožděním, protože podniky mohou využívat dříve sjednané úvěrové

linky. Dalším důvodem byla nadále vysoká úroveň vnitřních zdrojů. Podíl průmyslových podniků, které uvedly, že jejich produkci omezoval nedostatek zařízení či prostoru, se po dosažení nejvyšších hodnot ve třetím čtvrtletí roku 2007 prudce snížil a míra využití kapacit v průmyslu se v říjnu 2008 vrátila ke svému dlouhodobému průměru. Podniky také čelily zvýšené nejistotě ohledně výhledu ekonomiky, což potvrzuje mimořádná volatilita na finančních trzích především v posledních měsících roku 2008 a neobvykle široký rozptyl prognóz HDP pro čtvrté čtvrtletí 2008 zaznamenaný ve výběrovém šetření ECB mezi prognostiky.

Růst vývozu z eurozóny v roce 2008 výrazně zpomalil. Jeho meziroční tempo růstu činilo přibližně 1,8 % oproti 6,0 % v roce 2007, a v souhrnu posledních tří čtvrtletí bylo záporné. Vnější prostředí se v roce 2008 v důsledku finanční krize značně zhoršilo. Růst v rozvinutých ekonomikách zpomalil a také rozvíjející se ekonomiky krize ovlivňovala vzrůstající měrou. Během posledních několika měsíců roku se ukazatele z výběrových šetření vývozních zakázek v průmyslu snížily na historicky nejnižší hodnoty. V důsledku slabé domácí poptávky v roce 2008 zpomalil rovněž dovoz do eurozóny. Ve srovnání s předchozími dvěma roky, kdy byly zaznamenány kladné příspěvky, byl vliv čistého vývozu na hospodářský růst v roce 2008 neutrální; jeho kladné příspěvky k růstu z první poloviny roku a účinek přenosu z roku 2007 byly kompenzovány vysokým záporným příspěvkem zaznamenaným ve druhé polovině roku 2008.

Zpomalení hospodářské aktivity se projevilo ve všech sektorech, ačkoli výraznější bylo v průmyslu, který je na výkyvy hospodářského cyklu zpravidla citlivější. Produkce zpracovatelského průmyslu se v druhé polovině roku prudce snížila zejména v odvětví investičních statků, které bylo zasaženo slabší zahraniční poptávkou, rychlým úbytkem nahromaděných objednávek a značným poklesem výroby v automobilovém průmyslu. Stavební výroba byla nadále velmi slabá navzdory přechodnému oživení v prvním čtvrtletí v důsledku příznivého počasí. Odvětví

**Tabulka 4 Vývoj trhu práce**

(změny v % oproti předchozímu období; v %)

	2005	2006	2007	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008
				2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q
Pracovní síla	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Zaměstnanost	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Zemědělství <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Průmysl <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
bez stavebnictví	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
stavebnictví	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Služby <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Míry nezaměstnanosti<sup>4)</sup></b>													
Celkem	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Pod 25 let	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 let a více	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Slovenska.

1) Zahnuje také rybolov, myslivost a lesní hospodářství.

2) Včetně zpracovatelského průmyslu, stavebnictví, dobývání nerostných surovin a výroby elektřiny, plynu a vody.

3) Nezahrnuje exiteritoriální instituce a organizace.

4) V % pracovní síly podle doporučení ILO.

rezidenčních nemovitostí vykazovalo soustavný pokles, který byl v některých zemích velmi výrazný. Přestože produkce sektoru služeb byla „odolnější“, dosažené tempo jejího růstu bylo nejnižší od roku 2004; v pozadí tohoto vývoje byla slabá soukromá spotřeba a zpomalování podnikatelské aktivity.

### POKLES NA TRHU PRÁCE

Po dvou letech výrazného zlepšování se situace na trhu práce v eurozóně v roce 2008 zhoršila.

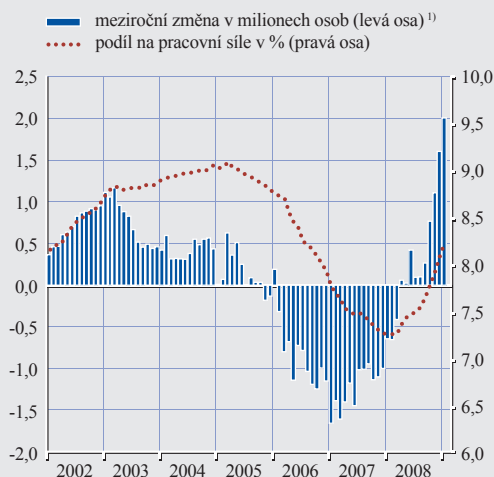
V předchozích několika letech byly údaje o vývoji trhu práce v eurozóně velmi příznivé. Zaměstnanost výrazně rostla, míra participace se zvyšovala a míra nezaměstnanosti byla nízká, přičemž na začátku roku 2008 dokonce dosáhla nejnižší hodnoty od 80. let 20. století (7,3 %). Na konci roku 2007 tak bylo na trzích práce již značné napětí a mzdové tlaky začínaly zesilovat. V průběhu roku 2008 však došlo k v tomto vývoji k obratu. Zaměstnanost se ve druhém pololetí snížila a míra nezaměstnanosti od druhého čtvrtletí rostla, přičemž ke konci roku se její růst zrychloval (podrobněji viz box 5).

Pokud jde o jednotlivé sektory, ve stavebnictví se zaměstnanost po výrazném nárůstu v roce 2007 (o 3,9 %) ve třetím čtvrtletí 2008 meziročně snížila o 2,7 % (viz tabulka 4). V průmyslu

se zaměstnanost (bez stavebnictví) v prvním pololetí zvýšila. Pokračoval tak neobvyklý vývoj, který začal v roce 2007 po letech poklesu. Ve druhé polovině roku se však zaměstnanost vrátila k dlouhodobému sestupnému trendu. Růst zaměstnanosti v sektoru služeb byl poměrně silný a v prvním pololetí dosáhl anualizovaného mezičtvrtletního tempa růstu 1,6 %.

**Graf 31 Nezaměstnanost**

(měsíční údaje; sezonně očištěno)



Zdroj: Eurostat.

1) Meziroční změny nejsou sezonně očištěny.

### VÝVOJ NA TRHU PRÁCE V EUROZÓNĚ V ROCE 2008

Po třech letech výrazného růstu zaměstnanosti a rychle klesající nezaměstnanosti došlo v roce 2008 na trzích práce v eurozóně ke zřetelnému zpomalení. Ve druhém čtvrtletí roku začala nezaměstnanost stoupat a do konce roku 2008 dosáhla 8,1 %, zatímco meziroční tempo růstu zaměstnanosti se ve třetím čtvrtletí snížilo na 0,8 %, což je o více než 1 procentní bod méně než průměr za předchozí rok. Tento box se zabývá faktory, které způsobily zhoršení situace na trhu práce v eurozóně.

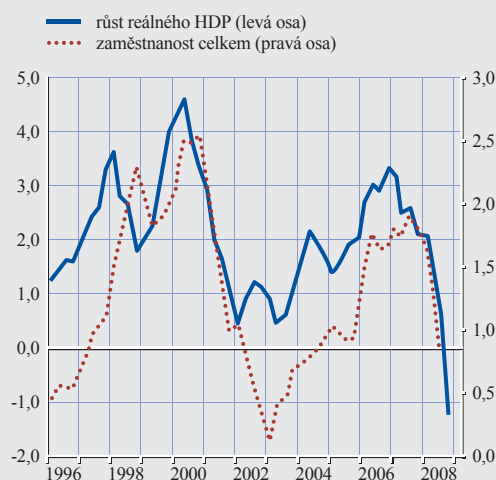
Vývoj proměnných na trhu práce se obvykle opoždí za proměnnými ekonomické aktivity. Graf A ukazuje, že růst zaměstnanosti se zřetelně opoždí za hospodářským růstem.

Když se poprvé projeví pokles poptávky, podniky nevědí, zda je tento pokles dočasný, nebo zda bude trvalejší. Mají proto tendenci zachovat úroveň výroby a zaměstnanosti, což vede k hromadění zásob neprodaného zboží. Ukáže-li se pokles poptávky během času jako trvalejší, podniky musí zastavit nadměrné hromadění zásob a začít omezovat produkci. Obvykle si však ještě zachovávají stejnou úroveň zaměstnanosti. Pokud si zaměstnavatelé nejsou jisti pravděpodobnou intenzitou a délkou trvání poklesu poptávky, upravují množství práce spíše změnami pracovní doby než počtem zaměstnaných osob. Důvody jsou jasné: vzhledem ke značným nákladům na přijímání, propouštění a školení zaměstnanců se zaměstnavatelé zdráhají „odepsat“ své investice do zaměstnanců, dokud nejsou přesvědčeni, že pokles na trzích produktů je trvalý. V důsledku toho podniky preferují zachování úrovně zaměstnanosti a omezují produkci prostřednictvím nižšího využití kapacit (např. zkrácením pracovní doby nebo snížením výstupu na pracovníka). Ačkoliv to není z posledních čtvrtletních údajů přímo zřejmé (jsou zkresleny velikonočními svátky, které byly v roce 2008 velmi brzy), zdá se, že v průběhu roku 2008 došlo k určitému zpomalení tempa růstu počtu odpracovaných hodin (viz graf B). Průměr odpracovaných hodin za první polovinu roku 2007 a první polovinu roku 2008 ukazuje prudký pokles tempa růstu celkového počtu odpracovaných hodin (meziročně z přibližně 1,7 % v první polovině roku 2007 na něco více než 1,2 % v první polovině roku 2008; viz tečkovaná čára v grafu B). Kromě toho ve srovnání s předchozími lety hrála v roce 2008 stále významnější roli při určování vývoje růstu celkového počtu odpracovaných hodin spíše pracovní doba než úroveň zaměstnanosti.

K podstatnému snížení úrovně zaměstnanosti dochází pouze tehdy, když se očekává, že pokles poptávky a požadované snížení výroby bude trvalé a výrazné, protože podniky se snaží snižovat náklady na pracovní sílu. Ke značnému zhoršení poptávky po pracovní síle pravděpodobně dojde nejprve u těch kategorií pracovníků, kteří mají flexibilnější pracovní podmínky, jako jsou například dočasní pracovníci, jejichž vyřazení je méně nákladné.

**Graf A Růst reálného HDP a celkové zaměstnanosti v eurozóně**

(meziroční změny v %)

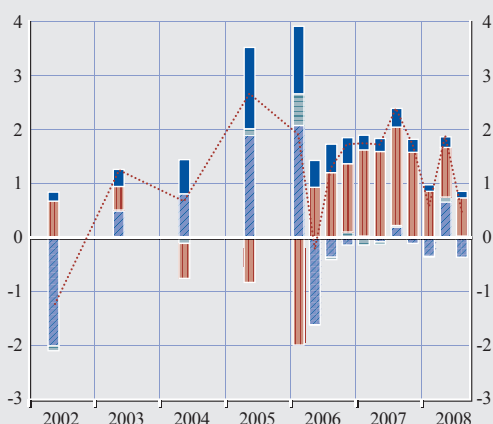


Zdroj: Eurostat.

**Graf B Struktura růstu počtu odpracovaných hodin**

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

■ zaměstnanost na částečný úvazek  
■ zaměstnanost na plný úvazek  
■ počet hodin na částečný úvazek  
■ počet hodin na plný úvazek  
⋯ počet odpracovaných hodin (meziroční změny v %)

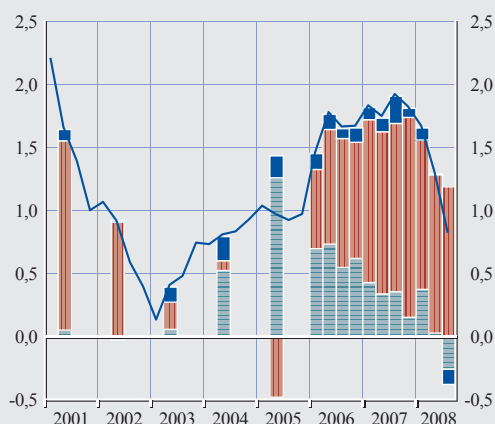


Zdroj: Eurostat.

**Graf C Struktura růstu zaměstnanosti podle typu pracovní smlouvy**

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

■ samostatná výdělečná činnost  
■ trvalý pracovní poměr  
■ dočasný pracovní poměr  
— zaměstnanost celkem (meziroční změny v %)



Zdroj: Eurostat.

V současné době existuje mnoho empirických důkazů, že v období klesající produkce a hospodářského útlumu<sup>1</sup> vykazuje vývoj dočasné zaměstnanosti jiné charakteristiky než vývoj trvalé zaměstnanosti. Jak tomu často bývá v raných fázích zpomalení hospodářského růstu, růst dočasné zaměstnanosti se v roce 2008 snižoval rychleji než růst trvalé zaměstnanosti (viz graf C).

Z mnoha důvodů lze v období zpomalení hospodářského růstu pozorovat rovněž zvýšení počtu částečných úvazků. Zaprvé, pokles hospodářské aktivity může vést ke změnám ve struktuře ekonomiky, včetně posunu směrem k sektorům, které obvykle více spoléhají na práci na částečný úvazek. Zadruhé, zaměstnavatelé mohou upravit pracovní dobu podle změn poptávky po jejich produktech pomocí přeměny dřívějších plných úvazků na úvazky částečné.<sup>2</sup> Zatřetí, pracovníci, kteří by raději pracovali na plný úvazek, mohou být nuceni uvažovat o práci na částečný úvazek, protože nemohou nalézt zaměstnání na plný úvazek. Na trh práce mohou také vstoupit další pracovníci, neboť členové domácnosti začnou pracovat na částečný úvazek, aby kompenzovali nezaměstnanost nebo částečný úvazek hlavního člena domácnosti.<sup>3</sup> Ze statistických údajů však nebylo vždy snadné tyto cyklické vlivy identifikovat, neboť růst práce na částečný úvazek byl pokračováním zřetelně dlouhodobého stoupajícího trendu v eurozóně, což bylo také z velké části důsledkem reform na trhu práce zaměřených na podporu zvýšené participace pracovních sil (viz graf D).

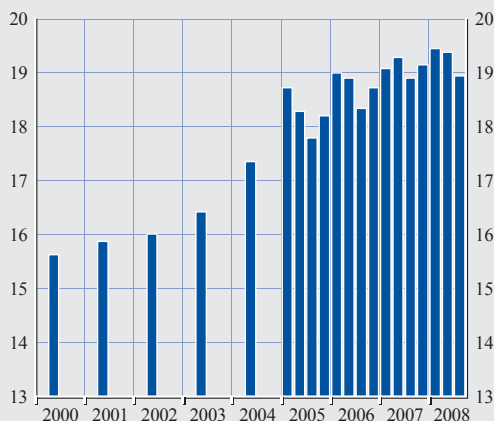
1 Například viz S. Bentolila a G. Saint-Paul, „The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain“, *European Economic Review*, č. 36, 1992, s. 1013–1047; B. Holmlund a D. Storrie, „Temporary work in turbulent times: the Swedish experience“, *Economic Journal*, č. 112, červen 2002, s. F245-F269.

2 Výběrové šetření pracovních sil prováděné Eurostatem většinou rozlišuje mezi zaměstnáním na plný a částečný pracovní úvazek na základě hodnocení respondentů.

3 Například viz H. Buddelmeyer a kol. „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis“, *Working Paper Series*, č. 872, ECB, únor 2008.

**Graf D Částečné pracovní úvazky v eurozóně**

(v % celkové zaměstnanosti)



Zdroj: Eurostat.

stává kritickým zejména v případě dlouhodobé nezaměstnanosti: čím déle pracovníci zůstanou nezaměstnaní, tím více jsou izolováni od trhu práce. Jelikož je pro tyto lidi stále obtížnější nalézt práci, je pravděpodobné, že se zvýší dlouhodobá nezaměstnanost.

Za těchto okolností se opatření na trhu práce musí vyhnout strukturálnímu zhoršení úrovně nezaměstnanosti a snížení dlouhodobé participace pracovní síly. Tato opatření by měla zahrnovat politiku podporující flexibilní mzdy a umírněný vývoj mezd, zejména cestou zrušení nebo revize plánů mzdové indexace. Takový postup by snížil nákladové tlaky dopadající na podniky, zvýšil konkurenceschopnost a podpořil zaměstnanost. Reformy, které zvyšují účinnost a účelnost aktivní politiky zaměstnanosti by nezaměstnaným usnadnily rekvalifikaci a nalezení nové práce. Pokud jde o zaměstnané pracovníky, politika umožňující větší flexibilitu v nastavení pracovní doby by mohla poskytnout podnikům volnost při omezování pracovní doby, aniž by ztrácely lidský kapitál kvůli propouštění. Reformy trhu práce musí být uskutečňovány s cílem zlepšit schopnost ekonomiky eurozóny přizpůsobit se krizi a vytvořit příznivé prostředí pro oživení, dlouhodobý ekonomický růst a tvorbu pracovních míst.

Průměrný měsíční nárůst počtu nezaměstnaných v roce 2008 činil zhruba 170 000 osob. Míra nezaměstnanosti dosáhla v prosinci 2008 8,1 % (viz graf 31).

Růst produktivity práce, měřená podílem HDP k celkové zaměstnanosti, zpomalil v roce 2008 v průměru k téměř nulové hodnotě (při poklesu ve druhé polovině roku), zatímco v roce 2007 dosáhl 1 %. Toto výrazné zpomalení bylo způsobeno především průběhem hospodářského

V důsledku zpomalení hospodářského růstu poroste potenciální nabídka pracovních sil zřejmě pomaleji. Je všeobecně známo, že některé pracovníky odradí od hledání práce pokles počtu volných pracovních míst. S ohledem na charakter současného zpomalení hospodářského růstu může dojít k určitému přesunu pracovníků ze sektorů, které jsou tímto vývojem ovlivněny (například finanční služby, nemovitosti, stavebnictví a automobilový průmysl). Vzniklá nerovnováha v důsledku rekvalifikací a přesunů mezi zaměstnáními, které trvají určitou dobu, však může dojít ke zpomalení nabídky pracovních sil. Z hlediska dalšího vývoje mohou mít cyklické poklesy dlouhodobý nepříznivý vliv na růst nabídky práce v důsledku postupné ztráty pracovní dovednosti. Tento problém se

cyklu. Přijímání a propouštění zaměstnanců je pro podniky, zejména v případě smluv na dobu neurčitou, nákladné, neboť propouštění pro ně znamená značné ztráty specifického lidského kapitálu. Podniky si tak mohou v počátcích oslabení růstu ponechat pracovníky, pokud očekávají, že toto oslabení bude mírné nebo krátké, nebo chtějí s jeho vyhodnocením počkat.

**Tabulka 5 Fiskální pozice v eurozóně**

(v % HDP)			
Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí	2006	2007	2008
Belgie	0,3	-0,3	-0,9
Německo	-1,5	-0,2	-0,1
Irsko	3,0	0,2	-6,3
Řecko	-2,8	-3,5	-3,4
Španělsko	2,0	2,2	-3,4
Francie	-2,4	-2,7	-3,2
Itálie	-3,4	-1,6	-2,8
Kypr	-1,2	3,4	1,0
Lucembursko	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Nizozemsko	0,6	0,3	1,1
Rakousko	-1,5	-0,4	-0,6
Portugalsko	-3,9	-2,6	-2,2
Slovensko	-3,5	-1,9	-2,2
Slovinsko	-1,2	0,5	-0,9
Finsko	4,1	5,3	4,5
Eurozóna	-1,3	-0,6	-1,7
Hrubý dluh vládních institucí	2006	2007	2008
Belgie	87,8	83,9	88,3
Německo	67,6	65,1	65,6
Irsko	24,7	24,8	40,8
Řecko	95,9	94,8	94,0
Španělsko	39,6	36,2	39,8
Francie	63,6	63,9	67,1
Itálie	106,9	104,1	105,7
Kypr	64,6	59,4	48,1
Lucembursko	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Nizozemsko	47,4	45,7	57,3
Rakousko	62,0	59,5	59,4
Portugalsko	64,7	63,6	64,6
Slovensko	30,4	29,4	28,6
Slovinsko	26,7	23,4	22,1
Finsko	39,2	35,1	32,8
Eurozóna	68,3	66,1	68,7

Zdroj: Evropská komise.

Poznámky: Údaje vycházejí z definic ESA 95. V prognóze Komise průměr za eurozónu zahrnuje Slovensko, které vstoupilo do eurozóny 1. ledna 2009.

## 2.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

### OBRAT VE VÝVOJI VEŘEJNÝCH FINANČÍ V ROCE 2008

Po relativně příznivých fiskálních výsledcích dosažených v předchozích letech došlo v roce 2008 k částečnému obratu ve vývoji veřejných financí, a to především v důsledku globální finanční krize a rychlého zhoršení makroekonomického prostředí. Evropská komise ve své předběžné lednové prognóze uvádí, že se saldo vládního sektoru v zemích eurozóny zhoršilo z -0,6 % HDP v roce 2007 na -1,7 % v roce 2008 (viz tabulka 5). Tento

fiskální výsledek byl v situaci zpomalující hospodářské aktivity způsoben nižšími daňovými příjmy (mimo jiné v důsledku snižování daní) a vyššími primárními výdaji. Dopad státních intervencí zaměřených na stabilizaci finančního systému na průměrný schodek eurozóny za rok 2008 byl zanedbatelný.

V roce 2008 vzrostl schodek veřejných financí nad referenční hodnotu 3 % HDP v Irsku, Řecku, Španělsku, Francii a na Maltě. Naproti tomu v roce 2007 byl schodek překračující hranici 3 % HDP zaznamenán pouze v Řecku.

Na podzim roku 2008 Eurostat přehodnotil schodek Řecka za rok 2007 z 2,8 % HDP na 3,5 % HDP. K této revizi došlo v důsledku kontroly evidence grantů EU a většího pokrytí mimorozpočtových fondů, fondů místních vládních institucí a fondů sociálního zabezpečení.

## Box 6

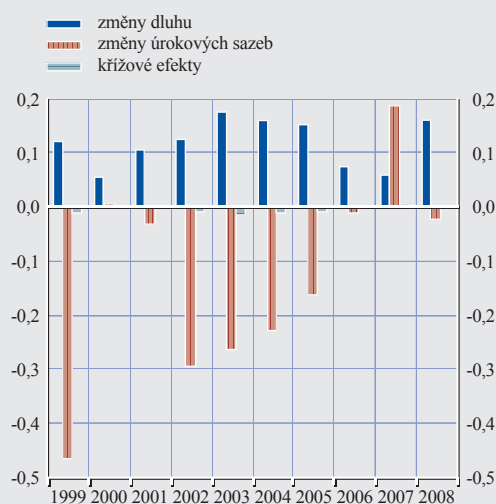
### VÝVOJ EMISÍ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ A ROZPĚTÍ JEJICH VÝNOSŮ V EUROZÓNĚ

V roce 2008 činilo roční tempo růstu státních dluhových cenných papírů v eurozóně 8,0 %. Ačkoliv bylo tempo růstu podstatně vyšší než v roce 2007 (2,8 %, viz tabulka A)<sup>1</sup>, je srovnatelné s tempem růstu zaznamenaným v předchozích obdobích zpomalujícího hospodářského růstu. Nárůst čisté emise státních dluhových cenných papírů spolu s prudkým zpomalením růstu HDP v roce 2008 vedl ke zhoršení poměru státního dluhu k HDP v eurozóně, který vzrostl z 66,1 % v roce 2007 na 68,7 % v roce 2008.<sup>2</sup>

Ze struktury emitovaných státních cenných papírů v roce 2008 vyplývá, že v eurozóně došlo k významnému nárůstu obchodování na primárním trhu s krátkodobými státními dluhopisy. K tomu přispěla především skutečnost, že v průběhu roku 2008 byla výnosová křivka strmější. Díky tomuto vývoji na finančním trhu se krátkodobé financování stalo relativně levnějším způsobem financování

### Graf A Struktura změn výše úrokových plateb v období 1999-2008

(v % HDP; meziroční údaje)



Zdroj: Evropská komise (databáze AMECO).

1 Tempa růstu jsou vypočtena na základě finančních transakcí a proto nezahrnují reklasifikace, přecenění, změny směnných kurzů a další změny, k nimž nedochází na základě transakcí. Podrobnosti viz technické poznámky týkající se kapitola 4.3 a 4.4 statistické části Měsíčního bulletinu ECB.

2 V lednu 2009 byl potenciální přímý vliv ohlášené státní podpory bankovního sektoru na veřejný dluh v eurozóně odhadnut ve výši 284,6 mld. EUR (zhruba 3 % HDP eurozóny).

### Tabulka A Meziroční tempa růstu emise dluhových cenných papírů státy eurozóny

(v %; ke konci období)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vládní instituce celkem	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
Dlouhodobé	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
S pevnou sazbou		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
S proměnlivou sazbou		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
Krátkodobé	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Zdroj: ECB.

**Tabulka B Struktura zůstatků dluhových cenných papírů emitovaných státy eurozóny**

(v % celkové emise dluhových cenných papírů vládních institucí; ke konci období)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ústřední vládní instituce	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Dlouhodobé</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Krátkodobé</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Ostatní vládní instituce	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Dlouhodobé</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Krátkodobé</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Vládní instituce celkem										
<i>Dlouhodobé</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
S pevnou sazbou	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
S proměnlivou sazbou	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Krátkodobé</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Vládní instituce celkem v mld. EUR	3 453,4	3 549,1	3 775,5	3 949,4	4 151,7	4 386,7	4 604,8	4 706,6	4 836,7	5 239,6

Zdroj: ECB.

veřejného dluhu. Jedná se o rys finančního trhu, který je typický i pro jiné stavy ekonomiky, ve kterých dochází ke zpomalení hospodářského růstu a k poklesu krátkodobých úrokových sazeb. V důsledku toho činil dlouhodobý dluh v roce 2008 přibližně 88,7 % zůstatku dluhových cenných papírů, což byla nejnižší úroveň zaznamenaná od počátku III. etapy HMU (viz tabulka B).

V grafu A jsou zachyceny změny v platbách úroků, které plynou : i) ze změny vládního dluhu, ii) ze změny úrokových sazeb a iii) ze zbytkového křížového efektu.<sup>3</sup> Úrokové náklady se v roce 2008 zvýšily zhruba o 0,2 procentního bodu HDP, a to převážně kvůli zvýšené hladině dluhu, zatímco vliv poklesu úrokových sazeb a křížového efektu byl pouze okrajový.

Finanční turbulence, které započaly v srpnu 2007, především v druhé polovině roku 2008 významně rozšířily spready dlouhodobých státních dluhopisů emitovaných v zemích eurozóny a Německu. Graf B zachycuje spready výnosů osmi zemí eurozóny (Belgie, Irsko, Řecko, Španělsko, Francie, Itálie, Nizozemsko a Portugalsko) vůči německým dluhopisům. Rozdíly mezi výnosy státních dluhopisů napříč státy eurozóny přitom odrážejí odlišné úvěrové riziko a rozdílnou prémii za likviditu.

V souvislosti s výkyvy na finančních trzích v druhé polovině roku 2008 schválil summit zemí eurozóny, který se konal 12. října v Paříži, koordinovaný přístup k provádění hospodářské politiky v podobě záchranných balíčků. Předmětem balíčků byly záruky za bankovní úvěry, kapitálové injekce pro dotčené banky a přímý odkup rizikových bankovních aktiv. Očekávaný fiskální dopad takových opatření zřejmě vedl ke snížení kredibility státních dluhopisů. Prémie odrážející úvěrové riziko se zvýšila ve všech zemích eurozóny, byť v rozdílné míře (viz graf C, který ukazuje rozpětí swapů úvěrového selhání pro země eurozóny).<sup>4</sup>

3 Změna v platbách nominálních úroků,  $I$ , může být členěna následovně:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

{ Vliv změny dluhu	{ Vliv změny úrokových sazeb	Zbytkový křížový efekt
-----------------------------	---------------------------------------	------------------------------

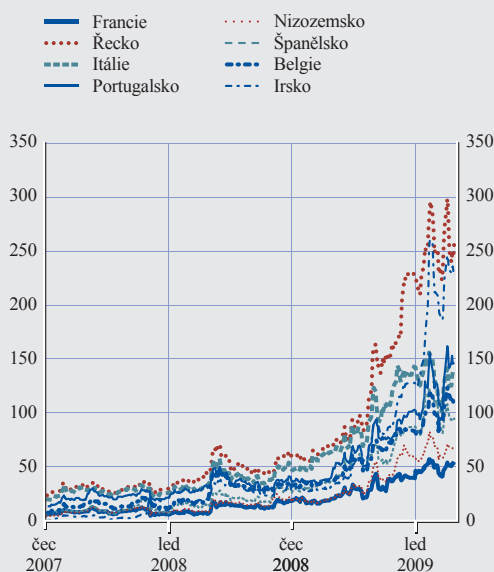
kde  $B$  je nominální veřejný dluh a  $i$  je průměrná implicitní úroková sazba ( $I/B$ ).

4 Spready swapů úvěrového selhání pro státní dluhopisy mají tu výhodu, že nejsou zkresleny změnami referenčních dluhopisů dotyčných zemí, nejsou ovlivněny různou dobou splatnosti a mají tendenci více reagovat na změny trhu.



**Graf B Spready mezi výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a Německa**

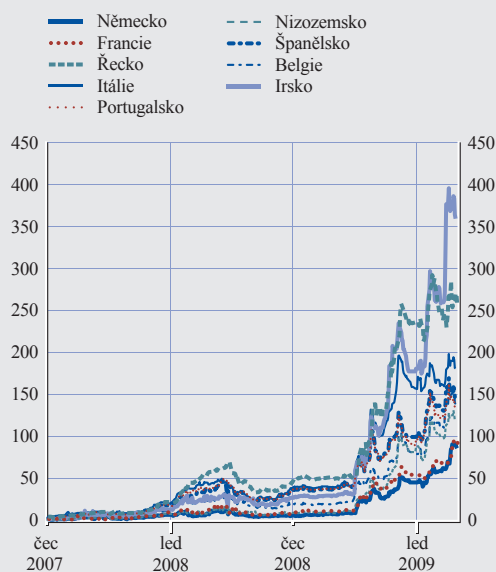
(denní údaje; v bazických bodech)



Zdroj: Thomson Financial Datastream.  
Poznámka: Státní dluhopisy s desetiletou splatností.

**Graf C Swapy úvěrového selhání pro státní dluh**

(denní údaje; v bazických bodech)



Zdroj: Thomson Financial Datastream.  
Poznámka: Swapy úvěrového selhání s pětiletou splatností.

Kromě očekávaných dopadů záchranných balíčků na veřejné finance států eurozóny byly výnosy ze státních dluhopisů ovlivněny „útekem ke kvalitě“ ze strany investorů. V rámci tohoto vývoje investoři také více rozlišovali mezi jednotlivými aktivy. Na trhu vládních dluhopisů v eurozóně jsou za nejlíkvidnější všeobecně považovány německé dluhopisy. Z tohoto důvodu přilákaly převážnou většinu investorů v rámci „úniku ke kvalitě“, což částečně vysvětluje rozšíření spreadů vůči německým vládním dluhopisům, i když některé země byly vnímány jako země se stejným – či dokonce lepším – fiskálním výhledem.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Viz box s názvem „Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads“ v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu 2008.

Z porovnání údajů za rok 2008 a cílů stanovených v aktualizovaných Stabilizačních programech vydaných na přelomu let 2007 a 2008 vyplynulo, že průměrné saldo veřejných financí bylo ve vztahu k HDP ve skutečnosti o 0,8 procentního bodu nižší.

V důsledku zhoršení ekonomické situace, vyšších schodků a státních intervencí zaměřených na záchranu finančních institucí se průměrný poměr vládního dluhu k HDP v eurozóně zvýšil z 66,1 % v roce 2007 na 68,7 % v roce 2008.

Dluh pravděpodobně ještě vzroste v závislosti na statistické klasifikaci finančních záchranných operací Eurostatem, která zatím nebyla dokončena (viz box 7). K prudkému nárůstu dluhu došlo především v těch státech, které podnikly významné intervence na finančním trhu nebo které zaznamenaly výrazné makroekonomické zpomalení. Ve srovnání s rokem 2007 se meziroční tempo růstu emise státních dluhopisů v zemích eurozóny v roce 2008 značně zvýšilo a v některých zemích rovněž výrazně vzrostly spready vůči německým státním dluhopisům (viz box 6).

Podle odhadů Evropské komise se průměrné strukturální saldo (cyklicky očištěné saldo bez jednorázových a dočasných opatření) v roce 2008 zhoršilo o 0,7 procentního bodu na hodnotu -2,3 % HDP. Zhoršení strukturálních sald představuje více než polovinu nárůstu vládních schodků, což naznačuje, že vliv hospodářského cyklu měl v průměru nižší dopad na celkový výsledek veřejných financí eurozóny. Kromě strukturálního zhoršení veřejných financí došlo k nárůstu mezd, platů a soukromé spotřeby, které podléhají vysokému zdanění. Tyto dodatečné výdaje vedly k nárůstu daňových příjmů veřejných rozpočtů navzdory zhoršující se hospodářské situaci. Je však třeba upozornit, že odhady strukturálního salda podléhají v situaci výrazných hospodářských výkyvů značné nejistotě a mohou být s odstupem času přehodnoceny. Pouze čtyři země eurozóny – Kypr, Lucembursko, Nizozemsko a Finsko – v roce 2008 splnily své střednědobé rozpočtové cíle. Naproti tomu Španělsko a Slovinsko se od svých střednědobých cílů v roce 2008 vzdálily.

### **OPATŘENÍ V REAKCI NA FINANČNÍ KRIZI A ZPOMALENÍ EKONOMIKY**

V říjnu 2008 se představitelé zemí eurozóny a Velké Británie dohodli na koordinaci svých hospodářských politik, které povedou ke stabilizaci finančního sektoru, včetně rekapitalizace finančních institucí a poskytnutí záruk za úvěry a vklady. Tento krok byl později schválen Evropskou radou. Dopad těchto intervencí na veřejné finance v eurozóně je obtížné vyhodnotit (viz také box 7). K 1. lednu 2009 činil odhadovaný potenciální přímý vliv ohlášené vládní pomoci poskytnuté bankovnímu sektoru v eurozóně 284,6 mld. EUR (přibližně 3 % HDP eurozóny) a vliv na podmíněné závazky vládního sektoru přibližně 19 % HDP eurozóny. Dopad státních intervencí na deficit veřejných financí v eurozóně v roce 2008 by měl být podle současných odhadů zanedbatelný.

V reakci na výrazné zpomalení ekonomiky Evropská rada schválila na svém jednání ve dnech 11.–12. prosince 2008 plán na oživení evropského hospodářství. Na základě tohoto

plánu přispějí členské státy EU částkou 170 mld. EUR na celkový fiskální stimul ve výši 200 mld. EUR (1,5 % HDP EU), přičemž zbývající částka bude financována z rozpočtu EU a Evropskou investiční bankou. Koordinovaná snaha členských států by měla podpořit hospodářské oživení posílením agregátní poptávky a zvýšením úsilí o zavedení strukturálních reforem v souladu s Lisabonskou strategií. V závislosti na konkrétních okolnostech v jednotlivých státech mohou mít tato opatření formu vyšších veřejných výdajů, snížení daňové zátěže nebo snížení příspěvků na sociální zabezpečení a pomoci určitým vybraným skupinám podniků nebo domácností. Současně Evropská rada na svém jednání potvrdila závazek usilovat o dodržování pravidel Paktu stability a růstu a zajištění udržitelných veřejných financí. Členské státy byly vyzvány, aby se co nejdříve vrátily ke svým střednědobým rozpočtovým cílům.

Řada zemí eurozóny přijala fiskální opatření ke stimulaci agregátní poptávky. Na podzim roku 2008 německá vláda přijala balíček podpůrných opatření v celkové výši 1,3 % HDP pro roky 2009 a 2010, který se vztahuje především k příjmové straně rozpočtu. Na začátku roku 2009 německá vláda schválila ještě druhý balíček, skládající se z dodatečných opatření pro zmíněné roky ve výši přibližně 2 % HDP. Ve Francii byla na konci roku 2008 ohlášena opatření ve výši přibližně 1,5 % HDP pro období 2009–2011. Opatření se týkají oživení veřejných investic, podpory pro malé podniky a vybraná odvětví. Italská vláda přijala expanzivní opatření ve výši 0,5 procentního bodu HDP pro roky 2009 a 2010, která se soustředí zejména na výdajovou stranu rozpočtu. Dopad těchto opatření na čisté výpůjčky státu by měl být do značné míry vyrovnán dodatečně přijatými opatřeními. Ve Španělsku byla v prvním pololetí roku 2008 ke stimulaci ekonomiky přijata řada opatření na příjmové straně rozpočtu. V listopadu byly ohlášeny další fiskální výdaje v podobě veřejných investic v celkové výši přesahující 3 % HDP za období 2008–2010.

### ZACHYCENÍ DOPADŮ FINANČNÍ KRIZE NA SCHODEK VEŘEJNÝCH FINANCÍ A VEŘEJNÝ DLUH VE STATISTICE NÁRODNÍCH ÚČTŮ

V souvislosti s globální finanční krizí a jejími dopady na evropské finanční instituce přijímají evropské vlády, centrální banky a ostatní veřejné instituce opatření ke stabilizaci finančních trhů a ekonomiky obecně. Tyto státní zásahy zahrnují (částečné) zestátnění, kapitálové injekce (rekapitalizace), koupi nebo výměnu finančních aktiv a poskytování záruk (na vklady, nové bankovní emise dluhopisů i na mezibankovní půjčky).

Schodek veřejných financí a veřejný dluh, které představují klíčové fiskální ukazatele Paktu stability a růstu, jsou zachyceny ve statistice národních účtů na základě evropských účetních pravidel známých jako Evropský systém účtů 1995 (ESA 95) a manuálu ESA 95 o deficitu a dluhu. Evropská komise (Eurostat) dále připravila metodologický návod pro zachycení výše zmíněných vládních zásahů dle metodiky ESA 95 a manuálu, tak aby ve všech členských státech bylo zajištěno konsistentní a homogenní sestavování statistiky schodku veřejných financí a veřejného dluhu. Při jeho přípravě Eurostat konzultoval s Výborem pro měnovou a finanční statistiku a statistiku platební bilance (ve kterém jsou zastoupeny národní statistické úřady a centrální banky členských států EU, jakož i Evropská komise a ECB) aplikaci účetních pravidel. Při rozhodování o příslušném vykazování je třeba ve všech případech zodpovědět řadu otázek:

- Jsou subjekty vytvořené za účelem rekapitalizace finančních institucí či poskytování záruk finančním institucím součástí státního sektoru v národních účtech? Pokud ano, schodek a dluh těchto subjektů povede ke zvýšení schodku vládního sektoru a k prohloubení veřejného dluhu.
- Nakoupily vlády akcie finančních institucí za tržní ceny, což by naznačovalo, že byla získána finanční aktiva (bez dopadu na schodek), nebo je možné považovat finanční podporu institucí za kapitálový transfer (dotaci)?
- Jestliže vláda půjčí peníze finanční instituci, je tato instituce povinna platit úroky a splatit poskytnutý úvěr? Pokud ne, účetní operace by měla být vykázána jako kapitálový transfer, nikoliv jako finanční transakce.
- Jestliže vláda převezme část závazků finanční instituce a získá za to podíl ve finanční instituci, má tento podíl stejnou hodnotu jako převzaté závazky? Pokud ne, převzetí závazků (či jeho část) se považuje za převod kapitálu s negativním dopadem na saldo veřejného rozpočtu.
- V jakém okamžiku budou pravděpodobně uplatněny vládní záruky tak, aby měly vliv na deficit veřejných financí a vládní dluh? Standardně mají záruky vliv na schodek vládního sektoru a veřejný dluh pouze v době, kdy dojde k jejich uplatnění.
- Jestliže je finanční instituce zcela zestátněna, měla by být reklasifikována tak, aby se stala součástí vládního sektoru? Obecným pravidlem je, že se stane podnikem ve vlastnictví státu, nikoliv však vládní institucí. Jestliže ale vláda založí zvláštní účetní jednotku za účelem získání akcií ve finanční instituci, bude zřejmě zapotřebí klasifikovat tuto jednotku v rámci vládního sektoru, pokud ovšem není autonomní nebo pokud se nemá za to, že se bude angažovat v tržní činnosti.

Eurostat zveřejní předběžné statistické údaje o deficitu vládního sektoru a veřejném dluhu členských států EU za rok 2008 ve druhé polovině dubna 2009.

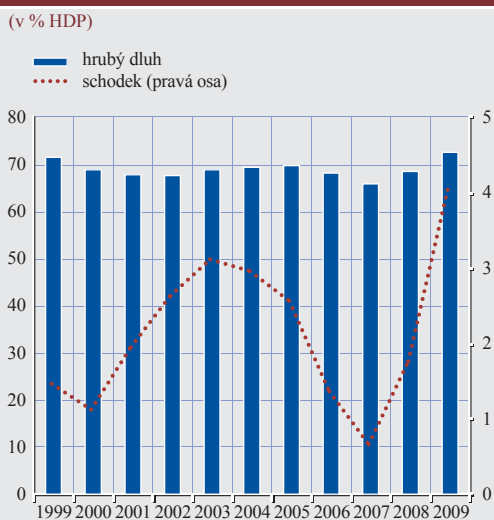
Zhodnotit účinnost fiskálních stimulů bude možné až v době, kdy budou známa konkrétní opatření a způsob jejich provádění. Nicméně již teď je zřejmé, že ohlášené vládní záměry představují riziko pro veřejné finance (viz box 8). Zvyšující se schodky mohou podlomit důvěru v udržitelnost veřejných financí zejména proto, že v řadě případů dosud nebylo řešeno zrušení stimulačních opatření po pominutí krize, které se může ukázat jako velmi složité. Prudký nárůst spreadů státních dluhopisů vůči Německu je varovným signálem, že finanční trhy velmi pozorně sledují vývoj potenciálních rizik. Efektivnost navržených stimulačních opatření je v některých případech sporná, jelikož je zvažováno široké spektrum možných opatření. Všechna opatření totiž nesouvisí s podstatou současných hospodářských problémů. Některá z nich mohou odrážet spíše politické kompromisy než ekonomická hlediska. Státní intervence v sobě v konečném důsledku nesou riziko narušení tržních mechanismů a ekonomického chování subjektů trhu.

## V ROCE 2009 SE OČEKÁVÁ DALŠÍ ZHORŠENÍ STAVU VEŘEJNÝCH FINANCÍ

V roce 2009 se bude fiskální výhled v zemích eurozóny pravděpodobně i nadále zhoršovat. Podle předběžné prognózy Evropské komise, která zohledňuje aktualizované programy stability z přelomu let 2008 a 2009, by se měl průměrný schodek vládních institucí v eurozóně zvýšit o 2,3 procentního bodu na 4,0 % HDP (viz graf 32). Vládní výdaje se dle prognózy zvýší o 2,1 procentního bodu HDP a příjmy se naopak sníží o 0,1 procentního bodu HDP. Průměrný poměr veřejného dluhu k HDP by se měl v roce 2009 v eurozóně zvýšit o 4 procentní body na hodnotu 72,7 % HDP.

Na základě prognózy Komise by se ve všech zemích eurozóny s výjimkou Malty mělo saldo vládního sektoru zhoršovat. V roce 2009 by referenční hodnotu 3 % HDP mělo překročit Irsko, Řecko, Španělsko, Francie, Itálie, Portugalsko a Slovinsko. Schodek veřejných financí v Belgii a Rakousku se bude rovnat referenční hodnotě. Schodek veřejných financí v Německu a Slovensku se bude nacházet těsně pod touto hranicí. Existuje značné riziko, že skutečné výsledky mohou být ještě horší, než se očekává.

Graf 32 Fiskální vývoj v období 1999–2009



Zdroj: Evropská komise (databáze AMECO).  
Poznámky: Průměr za eurozónu zahrnuje 16 zemí podle složení eurozóny k 1. lednu 2009; definice ESA 95; schodek nezahrnuje příjmy z prodeje licencí UMTS.

## DŮRAZ NA FISKÁLNÍ UDRŽITELNOST

Obrat ve fiskálním vývoji a jeho nejistý výhled do budoucna představuje nemalou výzvu pro fiskální politiku členských států eurozóny. V současnosti čelí veřejné finance tlaku ze čtyř stran. Zaprvé se jedná o nárůst schodků v důsledku působení automatických stabilizátorů v podmínkách zpomalení hospodářské aktivity. Zadruhé společně s odezníváním nečekaných dodatečných daňových příjmů z posledních let může dojít k dalším výpadkům na straně rozpočtových příjmů, mimo jiné v důsledku prudkého poklesu cen finančních aktiv, jakož i v důsledku útlumu trhu s bydlením v některých zemích. Za další riziko fiskálního výhledu je možné považovat vliv státních intervencí ve finančním sektoru, které jsou zaměřené na zamezení propuknutí systémové bankovní krize a mnohem závažnějších makroekonomických

problémů. V neposlední řadě fiskální výhled ohrožují stimulační opatření proti zpomalení hospodářského růstu.

## Box 8

### FINANČNÍ KRIZE A FISKÁLNÍ POLITIKA

Klíčovým úkolem hospodářské politiky je zabránit tomu, aby finanční krize a následný pokles hospodářské činnosti podrývaly důvěryhodnost a udržitelnost veřejných financí. V EU představuje Pakt stability a růstu vhodný rámec pro provádění a koordinaci fiskálních politik, a to jak v ekonomicky příznivých, tak i nepříznivých obdobích. Přestože byl v prvních deseti letech fungování Paktu vývoj veřejných financí v členských státech nerovnoměrný, všeobecně byl fiskální vývoj v zemích EU – pokud jde o vyvarování se vysokých schodků veřejných financí a nárůstu vládního dluhu – znatelně lepší než v desetiletích předcházejících Paktu.<sup>1</sup>

#### Promarněná příležitost zbytečně komplikuje situaci v období fiskálních výzev

Mnoho zemí eurozóny má v době finanční krize a zpomalení ekonomiky oslabené fiskální pozice. Vlády nevyužily neočekávané daňové příjmy z minulých let ke konsolidaci svých rozpočtů. V tomto ohledu dosud platí závěry uvedené ve Výroční zprávě ECB za rok 2007, přičemž jejich význam se v současné době ještě zvýšil.<sup>2</sup> ECB tehdy zdůrazňovala, že je důležité vzít si z období let 2000–2001 fiskální ponaučení, konkrétně to, že fiskální výhled se může v krátké době dramaticky změnit. Předchozí zkušenosti ukazují, že volatilita příjmů veřejných rozpočtů je větší než volatilita rozpočtových výdajů a rovněž převyšuje volatilitu hospodářského cyklu. Spolu s obtížemi při předpovídání zlomových okamžiků ve vývoji HDP je tato zkušenost pádným důvodem pro větší obezřetnost v ekonomicky příznivých obdobích, tj. využít dodatečné fiskální příjmy k rychlejšímu snížení schodku veřejných financí a vládního dluhu, a nikoliv k vedlejším výdajům.<sup>3</sup> Tento přístup pak umožní zemím vytvořit si dostatečný manévrovací prostor v situaci neočekávaného poklesu fiskálních příjmů a nárůstu výdajů v případě, že by došlo ke změně v hospodářském vývoji. Jednou z chyb fiskální politiky před obdobím let 2000–2001 a v jeho průběhu byla chybná interpretace rozpočtových zlepšení v ekonomicky příznivých obdobích jako důkaz strukturálních zlepšení, která jsou často používána k motivaci růstu výdajů nebo snižování daní.

#### Úloha automatických stabilizátorů

Fiskální přizpůsobení v reakci na ekonomický pokles odráží do značné míry fungování automatických fiskálních stabilizátorů, které přispívají k utlumení hospodářských výkyvů. Jejich využití je vhodné proto, že tento typ fiskálního opatření začne mít ihned účinek

1 Viz článek „Ten years of the Stability and Growth Pact“ v Měsíčním bulletinu ECB z října 2008.

2 Zejména viz box 8 nazvaný „Poučení se ze zkušeností fiskální politiky z let 2000–2001“ ve Výroční zprávě ECB za rok 2007, str. 76–77.

3 Přezkoumání přesnosti prognóz a obtíže s body zvratu najdete v publikaci M. Blix, J. Wadefjorda, U. Wienecke a M. Ådahla, „How good is the forecasting performance of major institutions?“ Sveriges Riksbank *Economic Review* str. 38–68, 2001:3.

a je uchráněn před riziky, která mohou narušit účinnost diskrečních fiskálních opatření. Automatické stabilizátory nepodléhají časovým zpožděním při identifikaci jednorázových opatření, při procesu hospodářskopolitických rozhodování a při procesu implementace. A navíc automatická změna v rozpočtových příjmech a v menší míře i ve výdajích způsobená hospodářským cyklem způsobí, že automatické stabilizátory začnou okamžitě působit v opačném směru. Navíc nebezpečí, že dojde k uplatnění vlivu specifických zájmových skupin na působení stabilizátorů, je velmi nízké. Země eurozóny, které dodržují závazky vyplývající z Paktu stability a růstu, mohou těžit z výhod plynoucích z jejich relativně velkých automatických stabilizátorů.

### **Rizika fiskálního angažování v době finanční krize**

Pokud jde o použití diskrečních opatření fiskální politiky za účelem stimulace poptávky, pak v obecné rovině platí, že tato opatření by měla být přijata včas. Opatření by měla být efektivní a zabránit dalším rizikům ohrožujícím udržitelnost veřejných financí. Zejména v situaci, kdy se očekává zvýšení deficitu vládního sektoru, mohou tato dodatečně přijatá opatření narušit důvěru veřejnosti v udržitelnost veřejných financí. Mohou vést k vyšším preventivním úsporám nebo negativním reakcím finančního trhu a dále pak ke zvýšení úrokových sazeb, čímž v konečném výsledku může dojít k utlumení zamýšleného expanzního efektu. V tomto ohledu zkušenosti z fiskální angažovanosti v období ropné krize v sedmdesátých letech mohou sloužit jako varování: namísto zvyšování poptávky přispělo diskreční opatření k destabilizaci reálné ekonomiky a ke zvýšení inflačních tlaků a vládního dluhu, a to vše nakonec s malým, pokud vůbec nějakým, čistým efektem.

Co se týká cíle fiskálních opatření, ta by měla směřovat do oblastí, kde funguje vysoká elasticita v reakci na fiskální stimul a kde deformace pobídek jsou co nejnižší. V tomto ohledu je třeba zvážit kvalitu finančního stimulu, aby byly podniknuty kroky, které by jednoznačně přispěly k zotavení ekonomiky a dlouhodobému růstu. Zásadní význam hraje rychlost implementace diskrečního opatření. Zkušenosti totiž ukazují, že diskreční opatření nejsou v řadě případů účinná, neboť začínají působit až po značné časové prodlevě.

Kvalita prováděné fiskální politiky je důležitá v mnoha směrech. Zatímco otázka optimální velikosti vlády je věcí diskuse<sup>4</sup>, občanům zemí eurozóny by se mohlo přinejmenším dařit stejně dobře jako dnes, avšak platili by méně na daních, kdyby kvalita vynaložených veřejných výdajů byla lepší. Kromě toho se ukazuje, že ke zvýšení počtu členů vlády v minulosti došlo na úkor nižšího ekonomického růstu.<sup>5</sup> Pokud budou vlády eurozóny dodržovat Pakt stability a růstu, budou mít jejich ekonomiky s větší pravděpodobností dlouhodobý prospěch z jeho dodržování a jejich občané se budou těšit většímu blahobytu.<sup>6</sup>

4 Existují určité důkazy naznačující, že v mnoha průmyslových zemích vlády dosáhly takové velikosti, která znemožnila dosažení hlavních cílů. Viz např. A. Afonso, L. Schuknecht a V. Tanzi, „Public sector efficiency: an international comparison“ (Výkonnost veřejného sektoru: mezinárodní srovnání), *Public Choice*, Vol. 123 (č. 3-4), 2005, str. 321–347, a A. Afonso a D. Furceri, „Government size, composition, volatility and economic growth“ (Velikost, složení a volatilita vlády a ekonomický růst), *Working Paper Series* č. 849, ECB, 2008.

5 Viz A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht a M. Thöne, „Quality of public finances and growth“ (Kvalita veřejných financí a růstu), *Working Paper Series* č. 438, ECB, 2005.

6 Náklady na snížení počtu členů vlády mohou být dosti omezené, pokud jsou řádně navrženy a implementovány, viz například S. Hauptmeier, M. Heipertz a L. Schuknecht, „Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach“ (Reforma výdajů v průmyslových zemích: případová studie), *Working Paper Series* č. 364, ECB, 2008.

V této obtížné situaci je nezbytné udržet fiskální disciplínu a pracovat se střednědobou perspektivou fiskálního vývoje. Přitom základním předpokladem pro udržení kredibility veřejných financí je dodržování fiskálních pravidel platných v rámci EU. Z tohoto důvodu je nezbytné, aby všechny zúčastněné subjekty dostaly svému závazku plně dodržovat ustanovení Paktu stability a růstu, který poskytuje flexibilitu potřebnou ke zvládnutí zhoršených ekonomických podmínek.

Rozsáhlá opatření přijatá v roce 2008 a na začátku roku 2009 na podporu ekonomiky přispívají k fiskální nerovnováze v zemích eurozóny. Ztrátě důvěry v udržitelnost veřejných financí může zabránit jasný závazek členských států, že podpůrná opatření budou co nejdříve zrušena. Při realizaci stimulačních balíčků je třeba pečlivě zvažovat kvalitu a efektivnost přijímaných opatření. Země eurozóny musí rozhodně usilovat o dosažení a udržení zdravých veřejných financí také proto, že v nadcházejících desetiletích bude třeba čelit tlaku stárnutí populace na veřejné výdaje. Budou-li vhodně navrženy a důsledně dodržovány, mohou závazné střednědobé fiskální rámce doplnit evropský fiskální rámec obsažený v Paktu stability a růstu a pomoci tak k rychlému návratu ke střednědobým rozpočtovým cílům (viz také box 8).

## **2.6 VÝVOJ SMĚNNÝCH KURZŮ A PLATEBNÍ BILANCE**

### **EURO V ROCE 2008 V EFEKTIVNÍM VYJÁDRĚNÍ MÍRNĚ POSÍLIL**

Vývoj na devizových trzích v roce 2008 značně ovlivnily finanční turbulence na peněžních a úvěrových trzích, které začaly v srpnu 2007, a jejich následné přelítí do reálné ekonomiky na celém světě. V prvních čtyřech měsících roku 2008 euro pokračovalo v trendu posilování nastoleném koncem roku 2000 a bylo podporováno optimistickým očekáváním trhu ohledně relativních vyhlídek ekonomiky eurozóny. Po dosažení historického maxima v dubnu se nominální efektivní směnný kurz víceméně stabilizoval až do srpna. Poté došlo

k prudké depreciaci eura, které za pouhé tři měsíce oslabilo na úroveň běžnou přibližně v polovině roku 2007. Prudké oslabení eura bylo spojeno především se změnou očekávání trhu ohledně ekonomických vyhlídek eurozóny v návaznosti na šíření finanční krize a postupnou realizaci jejích globálních dopadů. Došlo k němu v prostředí zvýšené nejistoty trhu a globální averze k riziku. Ke konci roku euro prudce posílilo a 18. prosince 2008 dosáhlo dalšího historického maxima. Do konce roku 2008 byl nominální efektivní kurz eura o cca 2,5 % vyšší než na začátku roku a cca 7 % nad průměrem za rok 2007. Většinu nominálního efektivního zhodnocení eura v roce 2008 lze připsat jeho výraznému posílení vůči libře šterlinků, což bylo pouze částečně vyváжено oslabením eura vůči americkému dolaru a japonskému jenu.

V prvních osmi měsících roku euro výrazně posílilo vůči americkému dolaru, přičemž nejsilnější hodnoty 1,60 USD dosáhlo v polovině července. Toto posílení bylo z větší části způsobeno očekáváním většího úrokového diferenciálu ve prospěch aktiv v eurozóně, v němž se odrážel předpoklad účastníků trhu, že na eurozónu budou mít pokračující finanční turbulence podstatně menší vliv než na Spojené státy. Poté však zveřejněná data začala ukazovat, že finanční turbulence, které vznikly na trhu amerických rizikových hypoték v srpnu 2007, se rozvinuly do synchronního ekonomického zpomalení napříč všemi hlavními ekonomickými oblastmi. V důsledku toho začalo v srpnu euro vůči americké měně prudce oslabovat. V průběhu podzimu obnovené napětí na globálních peněžních a úvěrových trzích zintenzivnilo tlak na znehodnocení eura a jednotná měna se v říjnu obchodovala za 1,25 USD. Toto značné znehodnocení bylo částečně spojeno s celosvětovým nedostatkem likvidity v dolarech, který si vyžádal značnou repatriaci zahraničních investic a koordinovaný zásah centrálních bank. V tomto prostředí mimořádně zvýšené averze k riziku a snižování finanční páky nalezl dolar podporu ve svém mezinárodním postavení. Dolar rovněž zřejmě těžil i z jiných technických a možná přechodných faktorů na devizových trzích, jak

Lze odvodit z oslabení vazby mezi úrokovými diferencíaly a vývojem směnného kurzu eura vůči americkému dolaru během tohoto období. V prosinci však euro výrazně posílilo, neboť vliv výše uvedených necyklických faktorů, které podporovaly dolar na podzim, zeslábl a devizové trhy znovu zaměřily pozornost na růstové vyhlídky a úrokové diferencíaly hlavních ekonomických oblastí. Dne 31. prosince 2008 se euro obchodovalo za 1,39 USD, tedy přibližně o 5 % méně než na počátku roku 2008 a zhruba o 6 % více, než kolik činil průměr v roce 2007.

Podobně jako směnný kurz eura vůči americkému dolaru během roku 2008 značně kolísalo i jeho směnný kurz vůči japonskému jenu, který se pohyboval v neobvykle širokém rozpětí mezi 115,75 JPY a 169,75 JPY. Volatilita směnného kurzu eura vůči jenu zřejmě odrážela nejen měnění se tržní hodnocení relativních ekonomických vyhlídek, ale hlavně očekávání trhu týkající se volatility cen aktiv. Tato očekávání ovlivnila očekávanou rentabilitu obchodů typu carry trade, tj. obchodů, které spočívají ve vypůjčování měny s nízkým výnosem (např. jenu) a investování do měny s vysokým výnosem. Obecně zvýšení očekávané volatility jenu snižuje jeho atraktivitu jako financující měny v obchodech typu carry trade a má tendenci vyvíjet tlak na posílení jenu a oslabení měn s vysokým výnosem. Implikovaná volatilita směnného kurzu eura vůči jenu, měřená indikátory založenými na cenách opcí, zaznamenala v průběhu roku 2008 velké výkyvy, které kulminovaly v říjnu a poté začaly klesat. Tyto mimořádně kolísavé podmínky na devizovém trhu v roce 2008 měly rozhodující vliv na počáteční posílení a následné prudké oslabení eura vůči jenu. Dne 31. prosince 2008 se euro obchodovalo za 126,14 JPY, tj. o 23 % méně než na počátku roku a přibližně o 22 % méně, než činil jeho průměr v roce 2007.

Euro v roce 2008 nadále posilovalo vůči libře šterlinků. Po 9% zhodnocení v roce 2007 během roku výrazně posílilo o značných 28,5 %. Dne 29. prosince se euro obchodovalo za 0,98 GBP, což byl nejsilnější kurz od přijetí jednotné měny v roce 1999. Značné oslabení libry zejména v posledních měsících roku 2008 bylo způsobeno podstatným zpomalením ekonomické aktivity

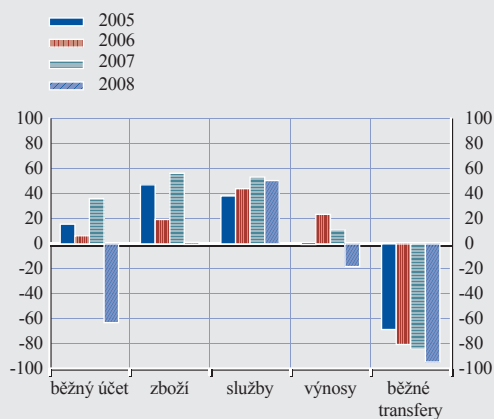
ve Velké Británii, které vedlo k výraznému uvolnění měnové politiky a s tím spojenému poklesu dlouhodobých výnosů.

Euro od počátku ledna do 31. prosince značně posílilo vůči měnám několika ekonomik EU, například o 15,3 % vůči švédské koruně, o 15,3 % vůči polskému zlotému, o 12,3 % vůči rumunskému leu, o 5,3 % vůči maďarskému forintu a o 1,9 % vůči české koruně. Došlo rovněž ke značnému posílení vůči korejskému wonu (o 33,6 %), norské koruně (22,1 %), australskému dolaru (o 21,0 %) a kanadskému dolaru (o 17,1 %). Posílení eura vůči těmto měnám bylo částečně vyváženo jeho oslabením vůči měnám některých asijských obchodních partnerů, jejichž měny jsou navázány na americký dolar, zejména vůči čínskému renminbi (o 11,4 %), singapurskému dolaru (o 5,2 %) a hongkongskému dolaru (o 6 %). Euro rovněž oslabilo vůči švýcarskému franku (o 10,2 %) v důsledku volatility obchodů typu carry trade, neboť švýcarský frank podobně jako japonský jen hrál v této formě finanční transakce úlohu financující měny.

Reálný efektivní směnný kurz eura na základě různých nákladových a cenových ukazatelů v prvních čtyřech měsících roku 2008 posílil a

**Graf 33 Saldo běžného účtu a jeho složky**

(roční údaje; v mld. EUR)



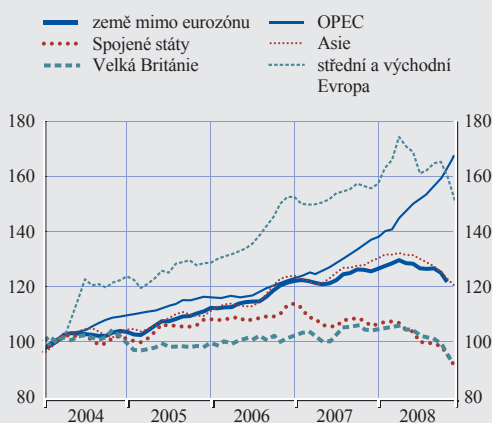
Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje pro rok 2008 představují údaje za 12 měsíců do října.



**Graf 34 Objem vývozu do zemí vybraných obchodních partnerů**

(index: 1.Q 2004 = 100; sezonně očištěno; tříměsíční klouzavý průměr)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Poslední údaje se týkají prosince 2008 s výjimkou údajů pro země mimo eurozónu a Velkou Británii (listopad).

zůstal až do srpna stabilizovaný. Po poklesu, který trval do listopadu, došlo v prosinci 2008 k jeho mírnému oživení. V posledním čtvrtletí roku 2008 byl reálný efektivní směnný kurz eura na základě spotřebitelských cen 2 % pod svým průměrem za rok 2007 a 4 % pod průměrem za odpovídající čtvrtletí roku 2007.

### BĚŽNÝ ÚČET V ROCE 2008 ZAZNAMENAL SCHODEK

V roce 2008 zaznamenal běžný účet eurozóny schodek ve výši 63,2 mld. EUR (0,7 % HDP eurozóny) ve srovnání s přebytkem 36,3 mld. EUR v roce 2007. Tato změna z velké části vyplynula z vývoje bilance zboží, která po přebytku 56,6 mld. EUR v roce 2007 zaznamenala schodek 0,6 mld. EUR. Tento vývoj byl způsoben kombinací oslabení vývozu, které bylo charakteristické zejména pro druhou polovinu roku, a velkého zvýšení dovozních cen v prvních osmi měsících roku.

### Box 9

#### VÝVOJ KONKURENCESCHOPNOSTI EUROZÓNY

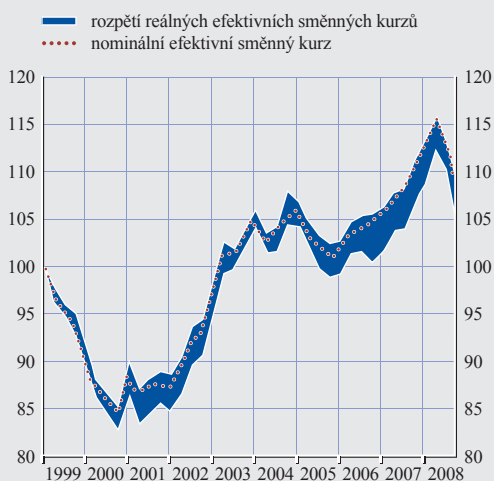
Hodnocení mezinárodní nákladové a cenové konkurenceschopnosti eurozóny – která odráží také konkurenceschopnost jednotlivých zemí eurozóny – může poskytnout důležité informace pro monitorování ekonomiky eurozóny. Tento box se proto zabývá vývojem konkurenceschopnosti eurozóny měřené pomocí různých reálných efektivních směnných kurzů jak na agregátní úrovni, tak na úrovni jednotlivých členských států. Tyto ukazatele naznačují pokles nákladové a cenové konkurenceschopnosti eurozóny v posledních deseti letech zejména v důsledku nominálního zhodnocení směnného kurzu eura v tomto období. Tento výsledek platí bez ohledu na použité deflátoři, avšak vývoj konkurenceschopnosti v jednotlivých zemích vykazuje značnou heterogenitu.

Při pohledu na eurozónu jako celek graf A porovnává vývoj nominálního efektivního směnného kurzu (EER) eura s rozpětím odvozeným z pěti ukazatelů reálného efektivního směnného kurzu na základě různých deflátorů.<sup>1</sup> Různá měření ukazují, že v období od roku 1999 do roku 2008 se konkurenceschopnost celkově snížila asi o 5 – 10 % podle reálného i nominálního efektivního směnného kurzu eura. Nominální a reálný efektivní směnný kurz tak vykazuje vysokou míru společného pohybu, což odráží podobnost cenového vývoje eurozóny a jejích obchodních partnerů. Celkový pokles konkurenceschopnosti eurozóny je proto primárně vysvětlován pohybem nominálního směnného kurzu, které lze rozdělit do několika období. V prvním období, tj. od roku 1999 do roku 2001, se konkurenceschopnost zvyšovala, což odráželo oslabování eura

<sup>1</sup> Jde o 5 následujících deflátorů: CPI, ceny výrobců, HDP, jednotkové mzdové náklady ve zpracovatelském průmyslu a jednotkové mzdové náklady v ekonomice jako celku.

**Graf A Nominální a reálný efektivní směnný kurz eura**

(index: 1. Q 1999 = 100; čtvrtletní údaje)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámky: Poslední údaje se týkají 4. čtvrtletí 2008.

Pro poslední čtvrtletí roku 2008 jsou k dispozici pouze reálné efektivní směnné kurzy deflované CPI a PPI.

v tomto období. Další období, tj. od roku 2002 do roku 2004, a dále pak od roku 2006, se vyznačovalo poklesem konkurenceschopnosti, čemuž napomáhalo zhodnocování eura. V poslední době eurozóna zaznamenala růst konkurenceschopnosti v důsledku oslabování eura v druhé polovině roku 2008.

Vývoj cenové konkurenceschopnosti eurozóny jako celku může zakrývat zcela odlišný vývoj v jednotlivých členských zemích. Pokud jde o analýzu vývoje v jednotlivých zemích eurozóny, ECB používá konzistentní metodiku sestavování harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti pro každou jednotlivou zemi eurozóny v porovnání s ostatními zeměmi eurozóny a soubor ukazatelů obchodních partnerů, které nejsou členy eurozóny.<sup>2</sup> Existují tři harmonizované ukazatele konkurenceschopnosti, které se vypočítají jako vážený průměr dvoustranných směnných kurzů vycházejících z váhových

koeficientů obchodu – které odrážejí relativní význam hlavních konkurentů jednotlivých zemí – deflovaných pomocí CPI, HDP nebo deflátoru jednotkových mzdových nákladů. Zdá se, že nejrozšířenější mezi těmito harmonizovanými ukazateli konkurenceschopnosti jsou ukazatele vycházející z indexu spotřebitelských cen (CPI), a to částečně v důsledku relativně homogenní definice CPI v jednotlivých zemích a také absence zásadních revizí údajů a relativně krátkého zpoždění jejich dostupnosti. Deflátor HDP a ukazatele založené na jednotkových mzdových nákladech poskytují alternativní ukazatele konkurenceschopnosti, které se zaměřují spíše na výrobu než na spotřebu.

Při interpretaci těchto ukazatelů je třeba vzít v úvahu, že existují různé výjimky. Ukazatele konkurenceschopnosti vycházející z indexu CPI nezohledňují rozdíly v počátečních cenových hladinách, a proto nelze dělat závěry o tom, která země je konkurenceschopnější v absolutním vyjádření. Závěry vycházející z těchto ukazatelů reagují také velmi citlivě na výběr výchozího a konečného bodu posuzovaného období. Harmonizované indikátory konkurenceschopnosti dále zachycují pouze některá hlediska konkurenceschopnosti. Abychom si mohli udělat ucelenější obraz, měly by při podrobnější analýze být zvažovány také jiné faktory, jako např. specializace obchodu, všeobecné podmínky obchodu nebo míra přenosu kurzové změny do dovozních cen zahraničním exportérem, který nenechá zcela protisměrně přizpůsobit svou marži vůči kurzovému vývoji (pricing-to-market) a schopnost obchodních cen reagovat na změny směnného kurzu.<sup>3</sup> Za stávající situace metodika používaná pro tyto ukazatele navíc plně nerozlišuje produktivitu

2 Podrobnější analýzu harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti viz F. di Mauro a K. Foerster „Globalisation and the competitiveness of the euro area“, Occasional Paper Series č. 97, ECB, září 2008 a článek nazvaný „Monitoring labour cost developments across euro area countries“, Měsíční Bulletin ECB z listopadu 2008.

3 Podrobnější analýzu této rozsáhlejší problematiky konkurenceschopnosti viz Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, „Competitiveness and the export performance of the euro area“, Occasional Paper Series, č. 30, ECB, červen 2005 a U. Baumann a F. di Mauro, „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges“, Occasional Paper Series, č. 55, ECB, březen 2007.

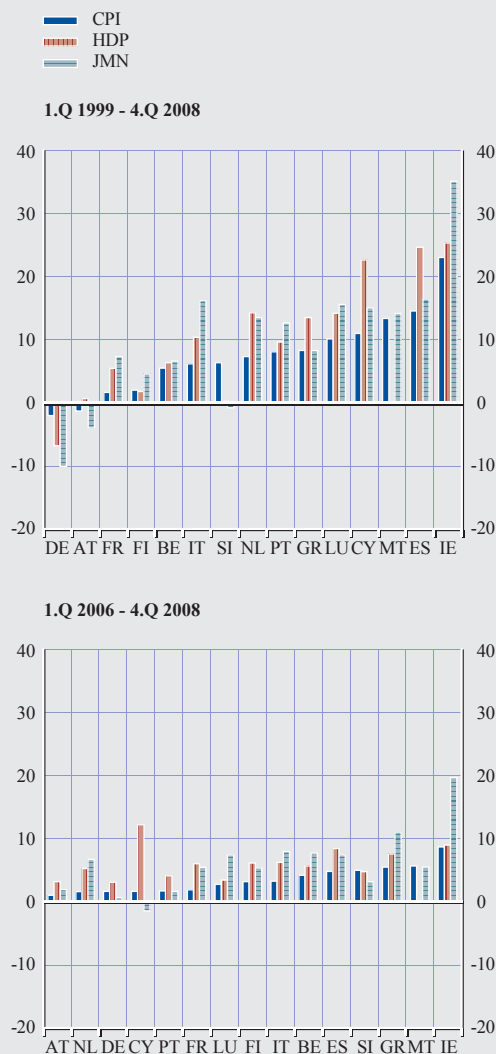
sektoru služeb jednotlivých zemí. (Vážené podíly obchodních partnerů neodrážejí vývoj obchodu tohoto sektoru).

Pokud jde o předchozí vývoj harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti, graf B ukazuje na významnou heterogenitu vývoje konkurenceschopnosti v jednotlivých zemích eurozóny. Irsko, které používá harmonizovaný ukazatel konkurenceschopnosti vycházející z CPI, zaznamenalo největší pokles konkurenceschopnosti od roku 1999 (více než 20 %). Po něm následoval Kypr, Malta, Lucembursko a Španělsko (10–20%). Rakousko, Německo, Finsko a Francie vykázaly v tomto období v oblasti konkurenceschopnosti nejmenší pokles nebo dokonce i mírné zlepšení. Při pohledu na období aktuálního zhodnocování eura, tj. od začátku roku 2006, se zdá, že rozdíly nejsou tak výrazné a všechny země zaznamenávají pokles cenové konkurenceschopnosti. Zatímco kvantitativní vývoj konkurenceschopnosti jednotlivých zemí je někdy citlivý na výběr deflátoru, závěry týkající se kvalitativních údajů zůstávají i při různých měřeních stejné.

Harmonizované ukazatele konkurenceschopnosti rovněž umožňují rozlišovat vývoj konkurenceschopnosti uvnitř eurozóny a mimo eurozónu na úrovni jednotlivých zemí. Toto rozlišení je velmi užitečné, neboť vývoj nominálního směnného kurzu je od vzniku eurozóny důležitý jen pro konkurenceschopnost vůči zahraničí, a proto cenová konkurenceschopnost jednotlivých zemí eurozóny je ovlivňována pouze odlišným vývojem nákladů a cen. Pokles celkové cenové konkurenceschopnosti na úrovni jednotlivých zemí je výraznější ve vztahu k obchodním partnerům mimo eurozónu, což ukazuje regresní přímka zachycující vztahy mezi ukazateli uvnitř eurozóny a mimo eurozónu (viz graf C). To do značné míry odráží celkové nominální zhodnocování směnného kurzu eura od roku 1999 do roku 2008. Proto země, jako je Irsko, mající relativně vysoký podíl obchodování s partnery mimo eurozónu, také vykazují relativně větší pokles konkurenceschopnosti mimo eurozónu. U většiny zemí však tato vysoká

**Graf B Změny harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti<sup>1)</sup> v zemích eurozóny**

(v procentních bodech; čtvrtletní údaje)



Zdroj: Výpočty ECB.

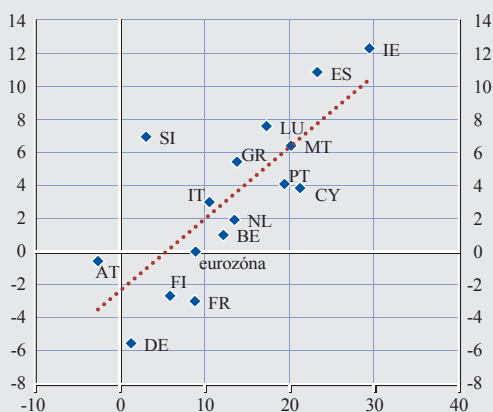
1) Deflováno CPI, deflátořem HDP či jednotkovými mzdovými náklady (JMN); včetně zahraničního obchodu vně i uvnitř eurozóny.

Poznámky: Záporný (kladný) údaj znamená zvýšení (snížení) cenové konkurenceschopnosti. Poslední údaje se týkají 4. čtvrtletí 2008 (pro ukazatele deflované CPI) a 3. čtvrtletí 2008 (pro ukazatele deflované deflátořem HDP a JMN). Pro období od 1. čtvrtletí 2006 do 4. čtvrtletí 2008 byly harmonizované ukazatele konkurenceschopnosti reindexovány tak, aby údaj za 1. čtvrtletí 2006 odpovídal hodnotě 100. V případě Malty ECB nezveřejňuje harmonizovaný ukazatel konkurenceschopnosti na základě deflátořu HDP.

### Graf C Vývoj harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti v rámci eurozóny a mimo ni<sup>1)</sup>

(kumulativní změny v procentních bodech od 1.Q 1999 do 4.Q 2008)

osa x: změny harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti mimo eurozónu  
osa y: změny harmonizovaných ukazatelů konkurenceschopnosti v rámci eurozóny



Zdroj: Výpočty ECB.

1) Na základě indexu CPI.

Poznámky: Kladný (záporný) údaj znamená snížení (zvýšení) cenové konkurenceschopnosti. V případě eurozóny graf zobrazuje reálný efektivní směnný kurz eura vůči 22 obchodním partnerům pouze na základě obchodu mimo eurozónu.

korelace mezi konkurenceschopností uvnitř eurozóny a mimo eurozónu také ukazuje, že relativní konkurenční pozice jednotlivých zemí eurozóny je určována především vývojem domácích nákladů a cen. Rakousko je jedinou zemí, která zlepšila svoji konkurenceschopnost jak uvnitř, tak i vně eurozóny. Finsko, Francie a Německo také zaznamenaly zvýšení konkurenceschopnosti v rámci eurozóny, ale vůči svým partnerům mimo eurozónu vykázaly pokles. Zbývající země eurozóny zaznamenaly pokles konkurenceschopnosti jak uvnitř, tak i vně eurozóny.

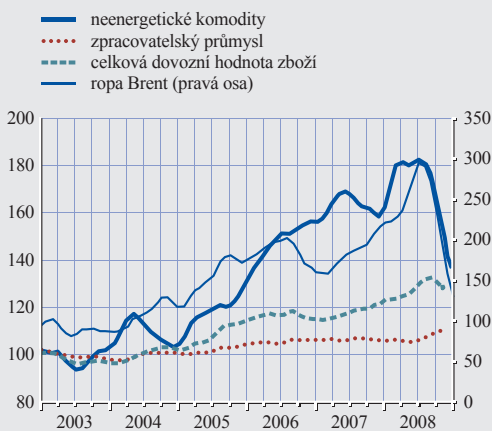
Podle různých měření reálného efektivního směnného kurzu eurozóna v průběhu zhruba deseti posledních let vykazovala pokles cenové a nákladové konkurenceschopnosti, zejména v důsledku nominálního zhodnocování eura. Vývoj konkurenceschopnosti jednotlivých zemí eurozóny je značně heterogenní, což většinou odráží rozdílný vývoj domácích nákladů a cen v jednotlivých zemích a také geografické zaměření zahraničního obchodu.

K celkovému zhoršení salda běžného účtu rovněž přispěl vyšší schodek bilance běžných transferů a změna salda bilance výnosů z přebytku na schodek. Přebytek bilance služeb ve srovnání s předchozím rokem jen mírně poklesl o 2,6 mld. EUR na 50,6 mld. EUR (viz graf 33).

Pokles vývozu zboží během roku 2008 lze do značné míry vysvětlit poklesem globální poptávky a snad i zhoršením podmínek financování mezinárodního obchodu na celém světě. Po dočasném oživení v prvním čtvrtletí se snížil vývoz z eurozóny do Spojených států a jiných zemí OECD, ale také do Číny a ostatních asijských zemí. Oslabil i vývoz do členských států, které přistoupily k EU od roku 2004. Naopak vývoz do zemí OPEC během celého roku nadále silně rostl díky silnému ekonomickému růstu v těchto zemích a efektům bohatství plynoucím z výnosů z těžby ropy (viz graf 34).

### Graf 35 Dovoz zboží ze zemí mimo eurozónu

(index: 1.Q 2004 = 100; sezonně očištěno; tříměsíční klouzavý průměr)



Zdroj: ECB.

Pokles cenové a nákladové konkurenceschopnosti eurozóny probíhající od roku 2001 ve druhé polovině roku 2008 zaznamenal částečný obrat v důsledku deprecie eura. Zmírnění růstu vývozních cen v eurozóně v první polovině roku může naznačovat, že podniky v eurozóně upravily své ziskové marže, aby kompenzovaly pokles cenové a nákladové konkurenceschopnosti (viz také box 9).

Objem dovezeného zboží v roce 2008 klesl, což platilo zejména pro dovoz zboží pro mezispotřebu. Dovozní ceny až do třetího čtvrtletí roku 2008 značně rostly, byť v posledním čtvrtletí roku došlo k jejich zmírnění. Vzhledem k tomu, že vývoj cen byl výraznější než pokles objemu dovozu, celková hodnota dovozu se v průběhu prvních tří čtvrtletí roku značně zvýšila. Údaje o cenách v členění podle kategorie zboží ukazují, že stále zvyšování dovozních cen až do léta a jejich následné zpomalení bylo způsobeno zejména vývojem cen ropy a neenergetických komodit (viz graf 35). Navzdory poklesu cen ropy, který probíhal od léta, však deficit obchodu s ropou za dvanáctiměsíční období do listopadu 2008 činil 223,6 mld. EUR, což značně přesahuje již tak velký schodek přes 170 mld. EUR, který byl zaznamenán na konci roku 2007.

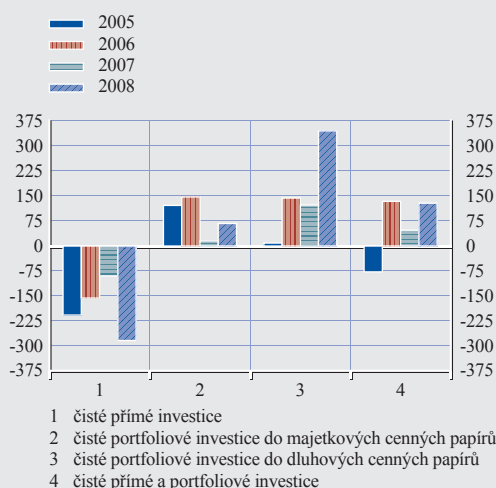
### ČISTÝ PŘÍLIV PŘÍMÝCH I PORTFOLIOVÝCH INVESTIC SE V ROCE 2008 ZVÝŠIL

Pokud jde o finanční účet, čistý příliv přímých i portfoliových investic v eurozóně v roce 2008 činil 128,5 mld. EUR ve srovnání s čistým přílivem ve výši 47,3 mld. EUR o rok dříve. Tento nárůst odrážel zvýšení čistého přílivu investic do dluhových nástrojů a čistého přílivu majetkových portfoliových investic. Tento vývoj byl částečně kompenzován zvýšením čistého odlivu přímých investic (viz graf 36).

Finanční turbulence v roce 2008 vedly ke zvýšené volatilitě ve všech segmentech finančních trhů a vzhledem k jejich přelítí do reálné ekonomiky i k vyšší nejistotě ohledně výhledu světové ekonomiky. V tomto kontextu bylo globální rozhodování o struktuře portfolií ovlivněno

**Graf 36 Přímé a portfoliové investice v eurozóně**

(roční údaje; v mld. EUR)



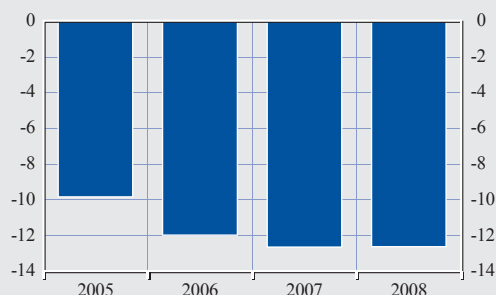
Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje pro rok 2008 se týkají období do října 2008.

vyčerpáním likvidity v klíčových segmentech trhu a tak ovlivnilo toky přeshraničních portfoliových investic v eurozóně. Konkrétně na akciovém trhu došlo k neobvykle vysokým čistým prodejům finančních nástrojů subjektů z eurozóny ze strany globálních investorů i zahraničních akcií ze strany investorů z eurozóny. Zdá se, že globální investoři snížili své zahraniční investice, v čemž se možná odráží opatrnější investiční strategie a celosvětový pokles cen akcií.

**Graf 37 Čistá investiční pozice vůči zahraničí**

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje ke konci roku kromě roku 2008 (třetí čtvrtletí).

V důsledku finančních turbulencí rovněž v roce 2008 podstatně klesl příliv přímých zahraničních investic do eurozóny a odliv investic z eurozóny, což ukazovalo na preferenci domácích trhů. Snížení míry investic ze strany nerezidentů eurozóny bylo větší než snížení míry zahraničních investic subjektů z eurozóny, což vedlo k celkově vyššímu čistému odlivu přímých investic z eurozóny.

Vyšší čistý příliv investic do dluhových cenných papírů, který činil 345,6 mld. EUR ve srovnání s 122,8 mld. EUR v roce 2007, přispěl ke zvýšení čistého přílivu na finančním účtu. K tomuto vývoji mohly přispět zvýšená averze k riziku, zvýšená poptávka po likviditě a krátkodobé úrokové diferenciály. Výrazný čistý příliv zaznamenaly zejména nástroje peněžního trhu. V září a říjnu 2008 dosáhl tento příliv nejvyšších hodnot od roku 1999, což mohlo být způsobeno snahou o podporu likvidity během prohloubení finanční krize.

#### **INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ V ROCE 2008**

Údaje o investiční pozici eurozóny vůči zahraničí, které jsou k dispozici do třetího čtvrtletí roku 2008, naznačují, že eurozóna zaznamenala čistá zahraniční pasiva ve výši 1 158 mld. EUR (12,5 % HDP eurozóny) ve srovnání s čistými pasivy ve výši 1 131 mld. EUR (také 12,5 % HDP) na konci roku 2007 (viz graf 36). Toto nevýrazné zvýšení čistých pasiv v roce 2008 bylo způsobeno zejména zvýšením pozice čistých pasiv u ostatních investic (o 191 mld. EUR) a portfoliových investic (o 76 mld. EUR), což bylo téměř vykompenzováno zvýšením pozice čistých aktiv u přímých investic (o 182 mld. EUR) a finančních derivátů (o 35 mld. EUR). Objem devizových rezerv se zvýšil jen nepatrně, k čemuž přispěly kurzové vlivy vyplývající ze změn cen aktiv a vývoje směnného kurzu.

### 3 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ZEMÍCH EU MIMO EUROZÓNU

#### EKONOMICKÁ AKTIVITA

Ve většině členských zemí EU mimo eurozónu ekonomický růst v průběhu roku 2008 po několika letech mohutné expanze zpomalil (viz tabulka 6).<sup>1</sup> Zatímco toto zpomalení ekonomické aktivity bylo zaznamenáno téměř ve všech zemích, meziroční tempo růstu HDP a rozsah zpomalení se značně lišily.

V pobaltských zemích došlo k nejvýraznějšímu zpomalení. V Litvě byl průměrný meziroční růst oproti předchozímu roku více než poloviční a v Estonsku a Lotyšsku byl záporný. Ve všech třech zemích tento vývoj následoval po několika letech velmi silného růstu ekonomické aktivity, doprovázeného výjimečně silným nárůstem mezd, úvěrů a inflace a rovněž hlubokým schodkem běžného účtu. Makroekonomická nerovnováha zůstala v pobaltských zemích v roce 2008 velká, a to i přes jisté zlepšení zaznamenané v průběhu roku.

Zpomalení růstu HDP ve většině členských států EU mimo eurozónu bylo způsobeno především zpomalením růstu ve vnějším prostředí a později i přímým dopadem zesilující finanční krize. Přísnější podmínky financování a klesající ceny aktiv oslabily důvěru spotřebitelů i důvěru

v průmyslových podnicích a ztlumily domácí poptávku.

Při zpomalení ekonomického růstu na Slovensku z 10,4 % v roce 2007 na 6,4 % v roce 2008 šlo částečně o normalizaci, která následovala po výjimečně vysokém růstu v předchozím roce. V Maďarsku je velmi nízký roční růst v roce 2008 ve výši 0,5 % odrazem opožděného dopadu velkého finančního konsolidačního balíčku z roku 2007, z něhož se ekonomika začala pomalu zotavovat v roce 2008, a následného dopadu finanční krize na ekonomiku. Ve třech členských státech EU mimo eurozónu, které vstoupily do EU před rokem 2004, byl dopad finanční krize stejně výrazný a roční tempo růstu HDP v roce 2008 činilo 0,7 % ve Velké Británii, -0,2 % ve Švédsku a -1,3 % v Dánsku. Zdá se, že ekonomická aktivita v Polsku a v České republice byla postižena v poněkud menší míře, neboť v roce 2008 došlo ke zpomalení růstu v Polsku na 5,4 % a v České republice na 3,2 %. Zatímco Rumunsko a Bulharsko zaznamenaly

1 Členské státy EU mimo oblast eurozóny uvedené v této části zahrnují 12 členských států EU mimo oblast eurozóny v období koncem prosince 2008 (tj. Bulharsko, Českou republiku, Dánsko, Estonsko, Lotyšsko, Litvu, Maďarsko, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Švédsko a Velkou Británii).

**Tabulka 6 Růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně**

(meziroční změny v %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1.Q	2008 2.Q	2008 3.Q	2008 4.Q
Bulharsko	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Česká republika	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Dánsko	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonsko	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Lotyšsko	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litva	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Maďarsko	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polsko	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Rumunsko	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovensko	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Švédsko	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Velká Británie	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EU-9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU-12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Eurozóna	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Zdroje: Eustat a národní údaje.

Poznámka: Údaje nejsou sezonně očištěné.

1) Skupina EU-9 zahrnuje 9 členských států mimo eurozónu, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007.

2) Skupina EU-12 zahrnuje 12 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2008).

v roce 2008 výrazný růst, a to Rumunsko 7,1 % a Bulharsko 6,0 %, ekonomická aktivita v těchto zemích rovněž koncem roku 2008 značně zpomalila po dlouhém období velmi vysokého růstu podpořeného silnou domácí poptávkou, výrazným růstem úvěrů a mezd a velkými přílivy přímých zahraničních investic.

### CENOVÝ VÝVOJ

Průměrná roční inflace se v roce 2008 zvýšila ve všech členských státech EU mimo eurozónu (s výjimkou Maďarska) a v zemích s režimem cílování inflace značně přesáhla inflační cíle. Toto zvýšení odráží počáteční stoupající trend míry inflace ve většině zemí v první polovině roku, který se později obrátil. V prosinci roku 2008 byla inflace ve většině zemí nižší než na počátku roku.

Nejvyšší míra inflace byla zaznamenána v pobaltských zemích a v Bulharsku, kde se průměrná roční inflace měřená HICP pohybovala mezi 10,6 % a 15,3 %. V České republice, Maďarsku a Rumunsku byla průměrná roční inflace měřená HICP mezi 6,0 % a 7,9 %, zatímco v ostatních zemích – v Dánsku, Polsku, na Slovensku, ve Švédsku a Velké Británii – byla inflace mezi 3,3 % a 4,2 %.

Jeden z hlavních faktorů, který stál za rozšířeným nárůstem inflace, se objevil u téměř všech členských států EU mimo eurozónu, a to velké zvýšení světových cen potravin a energií. Některé země rovněž zavedly výrazné zvýšení regulovaných cen a nepřímých daní a v řadě ekonomik ke zvýšení inflace přispělo rovněž oslabování měny. V některých případech silný tlak na mzdy a ceny rovněž vyvolala silná domácí poptávka, rostoucí kapacitní omezení a nabídkové šoky v oblasti zemědělských výrobků.

Faktory vedoucí ke značnému zmírnění inflace později v roce 2008 byly také společné pro většinu zemí. Zaprvé se začala snižovat roční míra inflace spolu s ustupujícími účinky šokových změn světových cen komodit v roce 2007 a počátkem roku 2008 s výrazným snížením světových cen ropy. Zadruhé tlaky ze strany domácí poptávky povolily souběžně s poklesem ekonomického růstu v dříve nejrychleji rostoucích ekonomikách a později i ve většině ostatních členských států EU mimo eurozónu s tím, jak finanční krize nabývala na intenzitě. Nicméně tlak na mzdy zůstal velký v řadě zemí, kde růst reálných mezd byl nadále rychlejší než růst produktivity, což vedlo ke značnému zvýšení jednotkových mzdových nákladů.

**Tabulka 7 Inflace měřená HICP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně**

(meziroční změny v %)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1.Q	2008 2.Q	2008 3.Q	2008 4.Q
Bulharsko	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Česká republika	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Dánsko	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonsko	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Lotyšsko	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litva	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Maďarsko	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polsko	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Rumunsko	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovensko	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Švédsko	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Velká Británie	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU-9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU-12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Eurozóna	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Zdroj: Eurostat.

1) Skupina EU-9 zahrnuje 9 členských států mimo eurozónu, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007.

2) Skupina EU-12 zahrnuje 12 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2008).



## FISKÁLNÍ POLITIKA

Fiskální vývoj byl v členských zemích EU mimo eurozónu se v roce 2008 velmi nesteroidný. Pouze Bulharsko, Dánsko a Švédsko zaznamenaly opět fiskální přebytky, zbývající země vykázaly v některých případech vysoký fiskální schodek (viz tabulka 8). Poměr schodku k HDP vzrostl v Lotyšsku, v Rumunsku a ve Velké Británii na více než

3 % a v Litvě se k této úrovni přiblížil. Maďarsko snížilo svůj schodek z 5,0 % HDP v roce 2007 na 3,3 % HDP v roce 2008. V pobaltských státech, v Rumunsku a ve Velké Británii a v menší míře i ve Švédsku rozpočtové výsledky za rok 2008 nesplnily cíle obsažené v aktualizovaných konvergenčních programech předložených na konci roku 2007 nebo na začátku roku 2008. V případě pobaltských států i Velké Británie to

**Tabulka 8 Fiskální pozice v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně**

(v % HDP)

### Přebytěk (+) / schodek (-) vládních institucí

	2005	2006	2007	Aktualizované konvergenční programy z roku 2007 2008	Prognóza Evropské komise z roku 2009 2008
Bulharsko	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Česká republika	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Dánsko	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonsko	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Lotyšsko	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litva	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Maďarsko	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polsko	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Rumunsko	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slovensko	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Švédsko	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Velká Británie	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU-9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU-12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Eurozóna	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

### Hrubý dluh vládních institucí

	2005	2006	2007	Aktualizované konvergenční programy z roku 2007 2008	Prognóza Evropské komise z roku 2009 2008
Bulharsko	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Česká republika	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Dánsko	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonsko	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Lotyšsko	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litva	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Maďarsko	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polsko	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Rumunsko	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slovensko	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Švédsko	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Velká Británie	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU-9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU-12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Eurozóna	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Zdroje: Evropská komise (pro období 2005–2008), aktualizované konvergenční programy (z roku 2007), předběžná prognóza Evropské komise z roku 2009 (pro rok 2008) a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje vycházejí z definic ESA 95. Údaje z konvergenčních programů pro rok 2008 jsou odhady národních vlád a mohou se tedy lišit od skutečných výsledků.

1) Skupina EU-9 zahrnuje 9 členských států mimo eurozónu, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007.

2) Skupina EU-12 zahrnuje 12 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2008).

bylo částečně způsobeno značným zhoršením makroekonomických podmínek, kvůli nimž byly rozpočty na rok 2008 a plánovaný trvalý růst výdajů neudržitelné. Ve zbývajících členských zemích EU mimo eurozónu (tj. v Bulharsku, v České republice, v Dánsku, Maďarsku, Polsku a na Slovensku) byly rozpočtové výsledky za rok 2008 víceméně v souladu s cíli konvergenčního programu nebo byly dokonce lepší.

V obecně se zhoršujícím ekonomickém a fiskálním prostředí Slovensko, Švédsko a Velká Británie koncem roku 2008 zamýšlely nebo implementovaly finanční stimulační balíčky, zatímco několik jiných členských států EU mimo eurozónu oznámilo plány – v některých případech ambiciózní – na finanční konsolidaci v roce 2009. Lotyšsko a Maďarsko, které obdržely mimořádnou finanční podporu mimo jiné od EU a MMF, se zavázaly k rozsáhlým konsolidačním opatřením pro rok 2009 a další roky.

Na konci roku 2008 se na Maďarsko a Velkou Británii vztahoval postup při nadměrném schodku. Rada ECOFIN v červnu zrušila tento postup pro Českou republiku a Slovensko a v červenci pro Polsko. V červnu obdrželo

Rumunsko doporučení Evropské komise vzhledem k riziku překročení mezní hodnoty schodku ve výši 3 % HDP v prostředí silného růstu HDP.

Poměr veřejného dluhu k HDP zůstal v roce 2008 ve většině členských států EU mimo eurozónu výrazně pod referenční hodnotou 60 %, pouze Maďarsko zaznamenalo poměr dluhu vyšší. Vývoj v jednotlivých zemích se však značně lišil. Poměr dluhu k HDP se zvýšil v Dánsku, Estonsku, Lotyšsku, Maďarsku, Polsku, Rumunsku a ve Velké Británii, zatímco v ostatních zemích se snížil nebo zůstal víceméně nezměněn. Zvýšení poměru dluhu k HDP odráží ve většině zemí zejména zhoršení růstu HDP a rozpočtových sald. Ve Velké Británii souvisí zvýšení poměru dluhu k HDP do určité míry i s dopadem mimořádné rozpočtové podpory poskytnuté finančním institucím. V případě Dánska toto zvýšení odráží emisi dluhopisů překračující finanční potřeby.

#### VÝVOJ PLATEBNÍ BILANCE

Vývoj sald běžného a kapitálového účtu členských států EU mimo eurozónu se v roce 2008 nadále v jednotlivých státech značně lišil (viz tabulka 9). Zatímco Dánsko a Švédsko

**Tabulka 9 Platební bilance v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně**

	(v % HDP)											
	Saldo běžného a kapitálového účtu				Čisté přímé investice				Čisté portfoliové investice			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Česká republika	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Dánsko	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonsko	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Lotyšsko	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litva	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Maďarsko	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polsko	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Rumunsko	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovensko	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Švédsko	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Velká Británie	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU-9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU-12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Eurozóna	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2008 představují průměr za čtyři čtvrtletí do třetího čtvrtletí 2008.

1) Skupina EU-9 zahrnuje 9 členských států mimo eurozónu, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007.

2) Skupina EU-12 zahrnuje 12 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2008).

vykazovaly přebytky, všechny ostatní země zaznamenaly schodek. V mnoha zemích, které vstoupily do EU v roce 2004 či později, je schodek normálním projevem konvergence, jelikož odráží příznivé investiční příležitosti a vyrovnání spotřeby v čase. Hluboké schodky běžných a kapitálových účtů byly však v některých členských státech EU mimo eurozónu způsobeny také silnou domácí poptávkou, příznivými globálními podmínkami financování a silným růstem úvěrů. Globální finanční turbulence v roce 2008 a jejich přelítí do reálné ekonomiky vedly k ochlazení nebo poklesu domácí poptávky a tím přispěly ke snížení schodku v několika členských zemích EU mimo eurozónu.

Ze zemí s vysokým schodkem bylo snížení schodku běžného a kapitálového účtu nejvýraznější v Estonsku a v Lotyšsku, přestože schodky vykázané těmito zeměmi na konci roku 2008 zůstaly velmi vysoké. V Litvě a v Rumunsku se schodek zmenšil podstatně méně, zatímco Bulharsko zaznamenalo další zvýšení. Ve všech výše uvedených zemích kromě Estonska schodek stále přesahoval 10 % HDP, přičemž bulharský schodek je vyšší než 20 % HDP.

Pokud jde o země s nižším vnějším schodkem, ke snížení schodku došlo v roce 2008 pouze ve Velké Británii. V České republice, Polsku a na Slovensku se schodek víceméně nezměnil, zatímco v Maďarsku se zvýšil na 6,9 % HDP. Vnější nerovnováha ve většině zemí byla způsobena schodkem obchodu se zbožím s výjimkou České republiky, Maďarska a Slovenska, kde byl nejdůležitějším faktorem schodek bilance výnosů. Ve srovnání s rokem 2007 se v roce 2008 příliv přímých investic v některých zemích snížil. Většina zemí EU mimo eurozónu vykazovala schodek základní bilance, tj. součtu sald běžného účtu, kapitálového účtu a přímých investic, který v několika ekonomikách přesáhl 4 % HDP. Tok čistých portfoliových investic byl v roce 2008 negativní či víceméně neutrální ve všech členských státech EU mimo eurozónu s výjimkou Velké Británie. Tok čistých „ostatních investic“ byl ve všech zemích, které přistoupily k EU v roce 2004 nebo

později, nadále pozitivní, v čemž se odrážely především úvěry zahraničních mateřských bank poskytované dceřiným společenstvem v regionu.

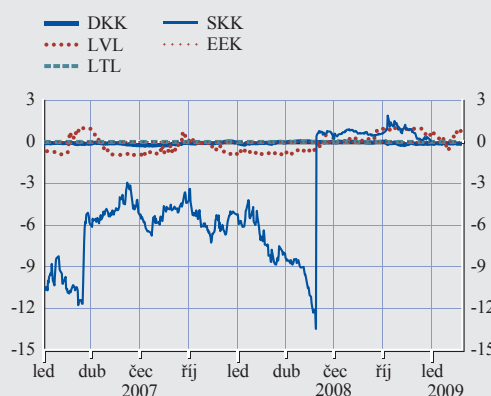
## VÝVOJ SMĚNNÝCH KURZŮ

Vývoj směnných kurzů v členských zemích EU mimo eurozónu byl v roce 2008 silně ovlivněn kurzovými režimy jednotlivých zemí.

Měny Dánska, Estonska, Lotyšska, Litvy a Slovenska se účastnily mechanismu ERM II. Udržovaly standardní flukтуаční pásmo  $\pm 15\%$  kolem svých centrálních parit vůči euru, s výjimkou dánské koruny s užším pásmem  $\pm 2,25\%$  (viz graf 38). Účast v mechanismu ERM II je v některých případech provázána jednostrannými závazky příslušných zemí udržovat užší flukтуаční pásmo. Tyto jednostranné závazky neukládají ECB žádné dodatečné povinnosti. Zejména bylo dohodnuto, že estonská koruna a litevský litas mohou vstoupit do ERM II se svými stávajícími režimy currency board. Lotyšské státní orgány rozhodly, že budou udržovat směnný kurz latsa na jeho centrální paritě vůči euru s flukтуаčním pásmem

Graf 38 Vývoj v ERM II

(denní údaje; odchylky od centrální parity v procentních bodech)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Kladná/záporná odchylka od centrální parity znamená, že měna je v slabší/silnější části pásma. Pro dánskou korunu je flukтуаční pásmo  $\pm 2,25\%$ , pro ostatní měny platí standardní flukтуаční pásmo  $\pm 15\%$ . Existují však jednostranné závazky: flukтуаční pásmo pro lotyšský lats je  $\pm 1\%$  a pro litevský litas a estonskou korunu je uplatňován režim currency board. Centrální parita slovenské koruny byla revalvována 16. března 2007 o 8,5 % a 29. května 2008 o 17,6472 %.

±1 %. Dohody o účasti pro země, jejichž měny se připojily k mechanismu ERM II v roce 2004 či později (tj. všechny výše uvedené země kromě Dánska), jsou rovněž všechny založeny na řadě dalších závazků ze strany příslušných institucí. Týkají se mimo jiné provádění zdravé fiskální politiky, zmírnění nárůstu mezd a mzdového vývoje v souladu s růstem produktivity, provádění obezřetné úvěrové politiky a implementace dalších strukturálních reforem.

Před pádem Lehman Brothers v září 2008 byly spready peněžního trhu ve většině výše uvedených zemí i přes určitou volatilitu na lotyšském trhu stabilní. Zatímco vývoj směnných kurzů ve čtvrtém čtvrtletí 2008 nadále odrážel oficiální kurzové režimy, prohlubování globální finanční krize, zhoršující se výhled vývoje ekonomiky, obavy investorů ohledně vnější zranitelnosti některých zemí spolu se zhoršeným úvěrovým ratingem Lotyšska a Litvy a rozhodnutím ratingových agentur sledovat Estonsko za účelem snížení ratingu přispělo k rychlému a výraznému rozšíření spreadů dluhopisového a peněžního trhu oproti eurozóně ve všech zemích ERM II s výjimkou Slovenska. V Lotyšsku, kde bylo rozšíření spreadů peněžního trhu zvláště výrazné, a v Dánsku podporovaly centrální banky své měny devizovými intervencemi a zvýšením spreadů oficiálních úrokových sazeb oproti eurozóně. V podmínkách prudkého zpomalení ekonomické aktivity a napětí ve finančním systému Lotyšsko zůstalo svou největší domácí banku a v prosinci 2008 vyjednalo společný mezinárodní program finanční podpory ve výši 7,5 mld. EUR. Program zahrnuje opatření na stabilizaci finančního sektoru, podstatné reformy domácí ekonomiky, fiskální konsolidaci a značné snížení mezd ve veřejném sektoru a je založen na udržování současného fixního směnného kurzu s úzkým pásmem, jehož úkolem je dosáhnout hlavního cíle Lotyšska, co nejčasnějšího vstupu do eurozóny.

Naopak se zdá, že výhled Slovenska na vstup do eurozóny ochránil slovenskou korunu před negativním dopadem globální finanční krize.

V první polovině roku 2008 slovenská koruna vůči euru značně posílila. Dne 29. května centrální parita slovenské koruny byla vůči euru revalvována o 17,6472 % na 30,1260 SKK za euro. Po rozhodnutí Rady Evropské unie v červenci 2008, které umožnilo Slovensku přijmout euro, zůstala slovenská koruna blízko své nové centrální parity, která byla také kurzem, jímž byla přepočtena na euro při jeho zavedení na Slovensku 1. ledna 2009.

Pokud jde o měny členských států EU mimo eurozónu, které se neúčastnily mechanismu ERM II, vývoj se v jednotlivých zemích značně lišil (viz graf 39). Většina měn byla v první polovině roku 2008 víceméně stabilní, zatímco některé, např. česká koruna, maďarský forint a polský zlotý, posilovaly a dosáhly vůči euru rekordních hodnot. Prohlubující se finanční krize však spolu se zřetelným globálním procesem snižování finanční páky a velkými problémy na mezibankovních trzích po celém světě měla za následek rychlé a značné oslabení několika měn, zejména polského zlotého, maďarského forintu, rumunského leu a v menší míře i české koruny.

**Graf 39 Vývoj měn členských států EU mimo ERM II**

(denní údaje; index: 2. ledna 2008 = 100)



Zdroj: ECB.

Společný mezinárodní program finanční podpory pro Maďarsko, jehož cílem bylo uvolnění napětí na finančním trhu, zpočátku (koncem října a v listopadu) napomohl uvolnění tlaků na oslabování forintu i jiných měn v regionu. Zhoršující se ekonomický výhled a obavy investorů ohledně vnější zranitelnosti některých zemí spolu s říjnovým a listopadovým snížením ratingu Bulharska, Maďarska a Rumunska však měly za následek další prudké oslabení zlotého, forintu, leu a v menší míře i české koruny. Bulharský lev zůstal vzhledem k navázanosti na euro v režimu currency board vůči euru beze změny, ačkoliv se spready úrokových sazeb vůči eurozóně zvýšily. Libra šterlinků ve čtvrtém čtvrtletí 2008 vůči euru prudce oslabila vzhledem ke stoupajícím obavám z recese ve Velké Británii a snižujícím se úrokovým diferenciálům vůči eurozóně. Švédská koruna během roku 2008 vůči euru značně oslabila.

### FINANČNÍ VÝVOJ

V období od ledna do prosince roku 2008 byly výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů v členských zemích EU mimo eurozónu (kromě Estonska, pro něž není k dispozici žádná srovnatelná dlouhodobá úroková sazba) silně ovlivněny globální finanční krizí. Důležitými faktory ovlivňujícími vývoj na trhu dluhopisů v těchto zemích byly změny v portfoliích zapříčiněné všeobecným zvýšením averze k riziku. V první polovině roku 2008 byl vývoj výnosů ze státních dluhopisů ve většině členských zemí EU mimo eurozónu podobný vývoji v eurozóně, kde byly výnosy relativně stabilní. Poté následovalo období zvýšených rozdílů v zemích EU mimo eurozónu, kdy v některých zemích výnosy klesaly tak jako v eurozóně, a v jiných zemích docházelo k jejich náhlému zvýšení. V prosinci roku 2008 byly dlouhodobé úrokové sazby v členských zemích EU mimo eurozónu v průměru o zhruba 85 bazických bodů vyšší než na začátku roku 2008, v eurozóně naopak poklesly o 34 bazických bodů. K největšímu zvýšení došlo v Litvě (o 430 bazických bodů) a v Lotyšsku (o 330 bazických bodů), což odráželo rostoucí potíže, na něž narážely vlády při krytí svých

finančních potřeb v kontextu prudkého zhoršení ekonomického růstu.

V období od ledna do prosince 2008 se spready výnosů ze státních dluhopisů v členských zemích EU mimo eurozónu ve srovnání s eurozónou v průměru zvýšily. V Litvě a v Lotyšsku dosáhly historicky nejvyšších hodnot a v prosinci činily přibližně 500 bazických bodů.

Stejně jako na trzích s dluhopisy byly v roce 2008 burzovní indexy negativně ovlivněny ve všech členských zemích EU mimo eurozónu vyšší nejistotou, negativním vnímáním budoucího ekonomického vývoje a zprávami o pokračujících ztrátách ve finančním sektoru. Akciové trhy byly obecně charakterizovány vysokou volatilitou a značnými poklesy – v průměru o 50 % v období od prosince 2007 do prosince 2008. Ceny akcií nejvíce poklesly v Bulharsku a v Rumunsku, kde se snížily o více než 70 %, v čemž se hlavně odráželo vyšší riziko přisouzené investory kapitálovým trhům v těchto zemích.

### MĚNOVÁ POLITIKA

Hlavním cílem měnové politiky ve všech členských státech EU mimo eurozónu je cenová stabilita. Měnověpolitické režimy se však v jednotlivých zemích podstatně liší (viz tabulka 10).

V roce 2008 zůstaly měnověpolitické a kurzové režimy ve většině členských států EU mimo eurozónu nezměněny. V únoru však Maďarsko nahradilo své kurzové pásmo vůči euru volně pohyblivým směnným kurzem a uvolnilo svůj režim cílování inflace. V několika dalších zemích byly provedeny určité drobné úpravy režimu měnové politiky s výhledem na budoucí měnovou integraci.

Zesílení globálních finančních turbulencí na podzim roku 2008 přineslo ve většině zemí EU mimo eurozónu několik výzev pro měnovou politiku, protože v řadě zemí došlo k omezení likvidity na mezibankovním trhu a rovněž k napětí na devizových trzích. Reakce národních centrálních bank na tyto výzvy se

**Tabulka 10 Oficiální měnověpolitické strategie členských států EU mimo eurozónu**

	Měnověpolitická strategie	Měna	Charakteristika
Bulharsko	cílování směnného kurzu	bulharský lev	Cíl pro směnný kurz: zavěšení k euru na 1,95583 za euro v rámci režimu currency board.
Česká republika	cílování inflace	česká koruna	Inflační cíl: 3 % ± 1 procentní bod do konce roku 2009, poté 2 % ± 1 procentní bod. Kurzový režim: řízený floating.
Dánsko	cílování směnného kurzu	dánská koruna	Účastní se ERM II s flukтуаčním pásmem ± 2,25 % okolo centrální parity 7,46038 DKK za euro.
Estonsko	cílování směnného kurzu	estonská koruna	Účastní se ERM II s flukтуаčním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 15,6466 EEK za euro. Jako jednostranný závazek Estonsko nadále udržuje svůj režim currency board.
Lotyšsko	cílování směnného kurzu	lotyšský lats	Účastní se ERM II s flukтуаčním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 0,702804 LVL za euro. Jako jednostranný závazek Lotyšsko nadále udržuje flukтуаční pásmo ± 1 %.
Litva	cílování směnného kurzu	litevský litas	Účastnila se ERM II s flukтуаčním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 3,45280 LTL za euro. Jako jednostranný závazek Litva nadále udržuje svůj režim currency board.
Maďarsko	cílování inflace	maďarský forint	Inflační cíl: od roku 2007 střednědobý cíl 3 % ± 1 procentní bod. Kurzový režim: čistý floating.
Polsko	cílování inflace	polský zlotý	Inflační cíl: od roku 2004 2,5 % ± 1 procentní bod (meziroční změna CPI). Kurzový režim: čistý floating.
Rumunsko	cílování inflace	rumunský leu	Inflační cíl: 3,8 % na konci roku 2008 a 3,5 % na konci roku 2009, s odchylkou ± 1 procentní bod. Kurzový režim: řízený floating.
Slovensko	cílování inflace v podmínkách ERM II	slovenská koruna	Účastnilo se ERM II s flukтуаčním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 35,4424 SKK za euro a od 29. května okolo centrální parity 30,1260 SKK za euro. Inflační cíl pro konec roku 2008 byl stanoven pod 2 %. Slovensko k 1. lednu 2009 přijalo euro.
Švédsko	cílování inflace	švédská koruna	Inflační cíl: 2% růst CPI s tolerancí ± 1 procentní bod. Kurzový režim: čistý floating.
Velká Británie	cílování inflace	libra šterlinků	Inflační cíl: 2 % (meziroční růst CPI). <sup>1)</sup> V případě odchylky větší než 1 procentní bod se očekává, že Výbor pro měnovou politiku napíše otevřený dopis ministru financí. Kurzový režim: čistý floating.

Zdroj: ESCB.

1) CPI je totožný s HICP.

lišily v závislosti na ekonomických podmínkách a na režimu měnové politiky.

Co se týče měnověpolitických rozhodnutí učiněných v roce 2008, většina centrálních bank účastnicích se mechanismu ERM II přijala opatření měnové politiky, která často odrážela kroky učiněné ECB. V červenci ECB zvýšila základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 25 bazických bodů, a poté snížila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu v posledním čtvrtletí roku ve třech krocích celkem o 175 bazických bodů.

Vzhledem k režimu currency board nemá Българска народна банка (Bulharská národní banka), Lietuvos bankas a Eesti Pank žádné oficiální měnověpolitické úrokové sazby; automaticky se přizpůsobují sazbám stanoveným ECB. Kromě toho vzhledem ke klesající důvěře mezi domácími bankami a tlakům na likviditu na mezibankovních trzích snížily první dvě jmenované centrální banky své požadavky na minimální rezervy, aby zmírnily pokles likvidity.

Pokud jde o země účastnicí se mechanismu ERM II, které nemají režim currency board,

Latvijas Banka, která udržuje flukтуаční pásmo  $\pm 1\%$  kolem centrální parity latsu jako jednostranný závazek, držela během celého roku svou hlavní úrokovou sazbu na 6 %. Zvýšila však sazbu pro vkladovou facilitu o 100 bazických bodů na 3 % a stanovila různě vysoké sazby pro mezní zápůjční facilitu v závislosti na tom, kolik dní byla zápůjční facilitu čerpána během posledních třiceti dní. Latvijas Banka rovněž snížila požadavek minimálních rezerv pro bankovní závazky se splatností delší než dva roky v pěti krocích celkem o 500 bazických bodů na 3 % a pro ostatní závazky celkem o 300 bazických bodů na 5 % za účelem uvolnění likvidity v bankovním sektoru. V prosinci roku 2008 rovněž uzavřela swapovou dohodu se Sveriges Riksbank a Danmarks Nationalbank, což jí umožnilo vypůjčit si až 500 mil. EUR na krátkodobé financování za účelem zachování makroekonomické a finanční stability.

Danmarks Nationalbank zvýšila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu v období od května do října roku 2008 ve čtyřech krocích celkem o 125 bazických bodů. Zatímco jedno rozhodnutí (v červenci) bylo učiněno po zvýšení sazby ze strany ECB o 25 bazických bodů, ostatní opatření byla učiněna, když úroková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu byla ponechána nezměněna nebo se dokonce snížila, přičemž tato opatření byla zaměřena na zvýšení spreadu měnověpolitických úrokových sazeb vůči eurozóně. Záměrem zvýšení úrokové sazby ze strany Danmarks Nationalbank bylo podpořit oslabující švédskou korunu v obdobích napětí na devizových trzích. V říjnu Danmarks Nationalbank a ECB oznámily opatření na zlepšení likvidity na krátkodobých trzích pomocí swapové linky ve výši 12 mld. EUR. Došlo k tomu po uzavření podobné dohody mezi Danmarks Nationalbank s Federálním rezervním systémem v září. Po částečném uvolnění napětí na dánských finančních trzích následovala Danmarks Nationalbank v listopadu a prosinci roku 2008 ECB a snížila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu ve dvou krocích celkem o 125 bazických bodů.

Ve světle nadcházejícího přijetí eura na Slovensku následovala Národní banka Slovenska rozhodnutí měnové politiky ECB z října 2008 a snížila svou repo sazbu ve třech krocích celkem o 175 bazických bodů na 2,5 %. Rovněž zúžila koridor pro pohyb jednodenních úrokových sazeb kolem repo sazby na 100 bazických bodů.

Většina národních centrálních bank, které cílí inflaci a které se neúčastní mechanismu ERM II, zpřísnila na počátku roku 2008 svou měnovou politiku tak, aby potlačila inflační tlaky pocházející z velké části ze zvýšení cen potravin a energií a v některých zemích rovněž ze silného růstu mezd. V prvních třech čtvrtletích roku 2008 Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank a Narodowy Bank Polski zvýšily své hlavní měnověpolitické úrokové sazby v několika krocích celkem o 100 bazických bodů, zatímco Banca Națională a României zvýšila svou základní úrokovou sazbu v šesti krocích o 275 bazických bodů. Česká národní banka zvýšila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu pouze jednou, a to o 25 bazických bodů v únoru, přičemž v srpnu došlo k jejímu opětovnému snížení. Bank of England, která začala snižovat měnověpolitické úrokové sazby již v prosinci roku 2007, pokračovala ve snižování úrokových sazeb během prvních tří čtvrtletí roku 2008.

S tím, jak se zmenšovaly inflační tlaky na pozadí klesajících cen komodit, zhoršujícího se ekonomického výhledu a prohlubování globální finanční krize, většina národních centrálních bank s režimem cílování inflace ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008 snížila své měnověpolitické úrokové sazby. Dne 8. října Bank of England a Sveriges Riksbank snížily úrokové sazby o 50 bazických bodů shodně s ECB a jinými centrálními bankami mimo EU. Dne 22. října však Magyar Nemzeti Bank zvýšila svou základní měnověpolitickou úrokovou sazbu o 300 bazických bodů v reakci na vývoj finančního trhu. Naproti tomu Bank of England a Sveriges Riksbank nadále v několika krocích snižovaly sazby. Bank of England ve čtvrtém čtvrtletí

sazby snížila celkem o 300 bazických bodů a Sveriges Riksbank celkem o 275 bazických bodů. Centrální banky České republiky, Polska a Maďarska rovněž několikrát v řadě snížily měnověpolitické sazby. V listopadu a v prosinci je česká centrální banka snížila celkem o 125 bazických bodů, polská centrální banka celkem o 100 bazických bodů a maďarská centrální banka celkem o 150 bazických bodů.





Bývalý prezident ECB Willem F. Duisenberg s manželkou Grettou a německým spolkovým kancléřem Helmutem Kohlem při příjezdu na slavnostní ceremoniál u příležitosti zahájení činnosti ECB 30. června 1998

**KAPITOLA 2**

**OPERACE A  
AKTIVITY  
CENTRÁLNÍ BANKY**

# I OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY

## I.1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

Operace měnové politiky Eurosystemu zahrnují na jedné straně operace na volném trhu, jako jsou hlavní refinanční operace (MRO), dlouhodobější refinanční operace (LTRO) a operace jemného doladění, a na druhé straně stálé facility. Uvnitř rámce pro provádění měnové politiky, který rovněž zahrnuje systém povinných minimálních rezerv, jsou tyto instrumenty používány k řízení stavu likvidity na mezibankovním peněžním trhu s cílem udržovat krátkodobé úrokové sazby poblíž základní měnověpolitické sazby ECB.

V roce 2008 Rada guvernérů přijala čtyři rozhodnutí o změně základních sazeb ECB. Dne 3. července Rada guvernérů rozhodla zvýšit základní úrokovou sazbu ECB o 25 bazických bodů na 4,25 %. Dále 8. října, 6. listopadu a 4. prosince rozhodla snížit základní úrokovou sazbu ECB postupně na 3,75 %, 3,25 % a 2,50 %. Dne 8. října Rada guvernérů rozhodla s účinností od 9. října zúžit koridor okolo úrokové sazby pro hlavní refinanční operace, který tvoří sazby stálých facility, z 200 na 100 bazických bodů. V důsledku toho byla sazba pro mezní zápůjční facility stanovena 50 bazických bodů nad sazbou pro hlavní refinanční operace a sazba pro vkladovou facility 50 bazických bodů pod sazbou pro hlavní refinanční operace. Dne 18. prosince rozhodla Rada guvernérů s účinností od 21. ledna 2009 znovu rozšířit tento koridor na hodnotu platnou před říjnovým rozhodnutím.

Provádění měnové politiky v roce 2008 dominovala snaha Eurosystemu vyřešit napětí na peněžních trzích vyplývající z finanční krize. V rámci první skupiny opatření, uplatňované do září 2008, Eurosystem předzásoboval banky likviditou na začátku udržovacího období, což bankám umožňovalo plnit povinné minimální rezervy v poněkud dřívější fázi udržovacího období, a později likviditu stahoval, aby celkový objem likvidity dodané v průběhu celého udržovacího období zůstal beze změny. Zároveň

Graf 40 Základní úrokové sazby ECB a sazba EONIA



Zdroj: ECB.

1) Do 14. října 2008 základní nabídková sazba, od 15. října 2008 pevná sazba.

došlo k prodloužení průměrné splatnosti operací na volném trhu díky navýšení podílu likvidity poskytované prostřednictvím dlouhodobějších operací.

V říjnu 2008 ECB po výrazném zhoršení podmínek na finančních trzích v návaznosti na úpadek Lehman Brothers přijala druhou skupinu opatření. Tato opatření zahrnovala změnu režimu operací na volném trhu na nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením, zúžení koridoru mezi úrokovými sazbami stálých facility z 200 na 100 bazických bodů a rozšíření seznamu aktiv způsobilých jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu.

Cílem všech opatření bylo zajistit, aby solventní banky měly i nadále přístup k likviditě, a tím napomoci zlepšení situace na oslabeném peněžním trhu, ale zároveň také ovlivňovat krátkodobé úrokové sazby (podrobnosti viz box 10).

## OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY V PRŮBĚHU NEDÁVNÉ VOLATILITY FINANČNÍHO TRHU

V průběhu roku 2008 byly operace měnové politiky ovlivněny turbulencemi na finančním trhu. Tento box popisuje operace měnové politiky prováděné ECB v souvislosti s těmito turbulencemi. Zaměřuje se na opatření pro řízení likvidity ohledně operací v eurech i operací v cizích měnách a popisuje, jak systém zajištění v tomto období podporoval provádění měnové politiky.

V roce 2008 lze odlišit dvě etapy řízení likvidity. První etapa probíhala v době od ledna do září, kdy ECB víceméně pokračovala v opatřeních, která přijala v průběhu druhé poloviny roku 2007. Druhá etapa začala v září s pádem Lehman Brothers, který vedl k zesílení napětí na peněžním trhu a odstartoval novou vlnu opatření pro řízení likvidity.

### Řízení likvidity v období od ledna do září roku 2008

Opatření ECB k řešení napětí na peněžním trhu v období od ledna do září roku 2008 lze rozdělit do tří skupin:

#### 1 Poskytování likvidity na začátku udržovacího období

Během tohoto období ECB zvýšila poskytování likvidity na začátku udržovacího období a na konci tohoto období jej snížila. Toto „předzásobení“ likviditou umožnilo protistranám splnit jejich povinné minimální rezervy spíše na počátku udržovacího období, avšak nezměnila průměrné poskytování likvidity v průběhu celého udržovacího období. Úvěrové instituce zřejmě preferovaly včasné splnění povinných minimálních rezerv v prostředí vysoké nejistoty a klesajícího obratu, zejména v dlouhodobějších segmentech peněžního trhu. V několika případech ECB prováděla v rámci udržovacího období operace jemného doladění s cílem směřovat krátkodobé úrokové sazby do blízkosti měnověpolitické úrokové sazby.

#### 2 Dodatečně dlouhodobější refinanční operace

V tomto období byla částka nevypořádaných finančních operací poskytnutá prostřednictvím dlouhodobějších operací, která se zvýšila z cca 30 % před začátkem turbulencí v červenci roku 2007 na cca 60 % v lednu roku 2008, víceméně nezměněna. Dne 7. února 2008<sup>1</sup> se Rada guvernérů rozhodla obnovit dvě dodatečné tříměsíční operace, které byly zavedeny v roce 2007 s cílem podpořit stabilizaci peněžního trhu (zpočátku na částku 60 mld. EUR a poté na nižší částku 50 mld. EUR). Průměrná splatnost nevypořádaných refinančních operací byla zároveň dále zvýšena se zavedením dodatečných LTRO se splatností tří a šesti měsíců. Dne 28. března 2008 Rada guvernérů rozhodla zavést dodatečné tříměsíční operace ve výši 50 mld. EUR a rovněž šestiměsíční operace. První takové šestiměsíční operace byly vypořádány 3. dubna a 10. července (každá na částku 25 mld. EUR). V průběhu roku 2008 byly všechny tyto operace po dosažení splatnosti obnoveny.

<sup>1</sup> Úplný seznam prohlášení poskytnutých ECB lze nalézt na <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

### 3 Operace v souvislosti s termínovou aukční facilitou v amerických dolarech

S cílem reagovat na otřesy na evropských dolarových trzích vyvolané turbulencí na finančním trhu ECB v roce 2007 uzavřela reciproční měnovou dohodu (swapovou linku) s Federálním rezervním systémem. V souvislosti s termínovou aukční facilitou v amerických dolarech Federálního rezervního systému a v úzké spolupráci s ostatními centrálními bankami Eurosystem poskytl svým protistranám financování v amerických dolarech získané swapovou linkou proti vhodnému zajištění úvěrových operací Eurosystemu.

Eurosystem poskytl likviditu v amerických dolarech poprvé v prosinci 2007 ve dvou operacích, které byly obnoveny v lednu 2008. Vzhledem ke snížené poptávce po amerických dolarech následující po těchto operacích Eurosystem v únoru dočasně přerušil své operace pro poskytování amerických dolarů. Tlaky na likviditu na finančních trzích se však v únoru a na začátku března znovu zvýšily a vedly ke koordinované akci několika centrálních bank s cílem snížit obnovené napětí. Součástí této koordinované akce bylo rozhodnutí Rady guvernérů ze dne 11. března o reaktivaci poskytování financování v amerických dolarech protistranám Eurosystemu.

Financování v amerických dolarech bylo poskytováno každé dva týdny se splatností 28 dní a ve výši 15 mld. USD v každé aukci. S ohledem na přetrvávající napětí na peněžním trhu na některých finančních trzích, o čemž svědčily vysoké sazby z vkladů na delší než jednodenní období (např. jeden týden) u různých měn, neobvykle vysoké sazby amerického dolaru implikované sazbami měnových swapů a vysoká poptávka v operacích Eurosystemu v amerických dolarech, se částka každé dvoutýdenní aukce 2. května zvýšila na 25 mld. USD.

S cílem zajistit lepší přizpůsobení potřebám bank při financování v amerických dolarech bylo 30. července dále zvýšeno stávající financování Eurosystemu v amerických dolarech. ECB v koordinaci s Federálním rezervním systémem oznámila zavedení 84denní termínové aukční facility pro doplnění stávajícího 28denního financování v amerických dolarech. Celková částka nevypořádaných refinančních operací však zůstala nezměněna ve výši 50 mld. USD.

#### Řízení likvidity od října do prosince 2008

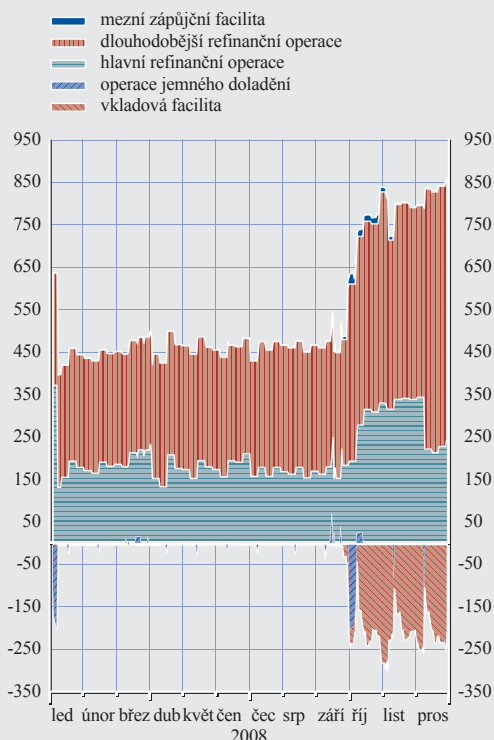
Poté, co napětí ve všech segmentech peněžního trhu v polovině září roku 2008 zesilovalo, ECB přijala pět dalších opatření na řízení likvidity.

#### 1 Nabídková řízení s pevnou sazbou s plným přidělením

Zvýšený tlak na finančních trzích ve druhé polovině září a začátkem října roku 2008 vedl k dalšímu otřesu na peněžních trzích a úvěrové instituce měly stále více obtíže při získávání finančních zdrojů na peněžním trhu. V reakci na tento vývoj Rada guvernérů 8. října rozhodla, že k 15. říjnu minimálně do konce udržovacího období, které končí 20. ledna 2009, budou veškeré hlavní refinanční operace (MRO) prováděny jako nabídková řízení s pevnou sazbou s plným přidělením. Cílem těchto opatření bylo signalizovat účastníkům trhu, že ECB je ochotna poskytnout tolik likvidity, kolik je nezbytné pro odvrácení krize likvidity. Toto opatření vedlo k výraznému zvýšení celkového objemu nevypořádaných tržních operací v eurech, protože poskytování likvidity bylo nyní určováno celkovou částkou nabídnutou protistranami

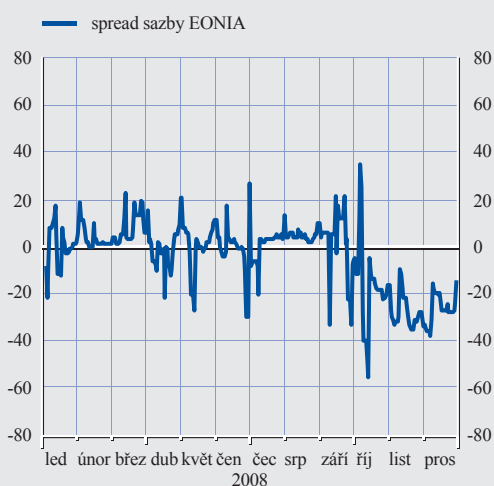
**Graf A Dodávání likvidity prostřednictvím operací na volném trhu a stálých facilit**

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

**Graf B Spread mezi sazbou EONIA a sazbou pro hlavní refinanční operace**



Zdroj: ECB.

(viz graf A). Politika plného přidělení byla de facto implementována 9. října prostřednictvím operace jemného doladění na dodávání likvidity, v níž byly všechny nabídky uspokojeny.

Kromě toho 15. října Rada guvernérů rozhodla o aplikaci nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením rovněž na LTRO (a dodatečně LTRO) s účinností od 30. října a minimálně do konce prvního čtvrtletí roku 2009.

Toto opatření na posílení poskytování likvidity značně uvolnilo napětí na krátkém konci peněžního trhu a vedlo k celkovému poklesu sazby EONIA počínaje od data oznámení (viz graf B). V době od poloviny října do konce roku 2008 byla sazba EONIA trvale pod sazbou MRO. Kromě toho došlo k poklesu sazby EONIA během každého udržovacího období v souladu s postupným plněním povinných minimálních rezerv protistran a celkově se zvýšením využití vkladové facility.

## 2 Zúžení koridoru tvořeného sazbami stálých facilit

Dne 8. října Rada guvernérů rovněž rozhodla o zúžení koridoru, který tvoří dvě stálé facility (tj. mezní zápůjční facilitita a vkladová facilitita) z 200 na 100 bazických bodů. Sazba mezní zápůjční facility byla stanovena 50 bazických bodů nad sazbou MRO a sazba vkladové facility byla stanovena 50 bazických bodů pod sazbou MRO. Cílem zúžení koridoru bylo další usnadnění řízení likvidity bank tím, že centrální banka nabídne bankovnímu sektoru levnější zprostředkování. Toto opatření nabylo účinnosti 9. října a zůstalo v platnosti do 20. ledna 2009, kdy se šířka koridoru opět zvětšila na 200 bazických bodů.

## 3 Dodatečné dlouhodobější refinanční operace

Po rozhodnutí Rady guvernérů ze dne 15. října bylo poskytnutí dlouhodobějšího refinancování

posíleno prodloužením stávajících operací a spuštěním nových operací. V důsledku toho byly během každého udržovacího období prováděny čtyři dlouhodobější operace: jedna po celou dobu udržovacího období (refinanční operace se zvláštní dobou trvání), dvě se splatností tři měsíců a jedna se splatností šesti měsíců. V důsledku toho do konce roku 2008 klesl podíl MRO na celkovém objemu refinancování na cca 28 %, zatímco LTRO, dodatečné LTRO a refinanční operace se zvláštní dobou trvání tvořily zbývajících 72 % (viz graf A).

#### **4 Další operace na poskytnutí likvidity v amerických dolarech a švýcarských francích**

##### *Operace Eurosystemu na poskytnutí likvidity v amerických dolarech*

Od poloviny září 2008 se napětí na dolarových peněžních trzích podstatně zhoršilo. Zejména sazby kotované pro vklady v amerických dolarech během asijských, evropských a časných amerických obchodovacích hodin byly velmi vysoké, přičemž někdy dosahovaly úrovně vyšší než 10 %. Tržní likvidita na trhu měnových swapů byla rovněž neobvykle nízká spolu se známkami zvýšeného napětí a segmentace trhu, kvůli čemuž se pro instituce mimo Spojené státy mimořádně ztížil přístup k financování v amerických dolarech. V reakci na to Eurosystem dále posílil své poskytování likvidity v amerických dolarech pro protistrany Eurosystemu tím, že stávající 28denní a 84denní operace rozšířil o operace se 7denní a poté jednodenní splatností. Také dále ve dvou krocích zvýšil částky nabízené protistranám při operacích na poskytnutí likvidity v amerických dolarech, kdy pokaždé rovněž došlo ke zvýšení swapové linky s Federálním rezervním systémem. Začátkem října dosáhly maximální částky u operací Eurosystemu na poskytnutí likvidity v amerických dolarech výše 50 mld. USD u jednodenních operací, 40 mld. USD u 28denních operací a 20 mld. USD u 84denních operací.

Vzhledem k vysoké nejistotě v bankovním systému se ECB v koordinaci s Federálním rezervním systémem 15. října zavázala splnit veškeré nabídky s pevnou sazbou pro 7denní, 28denní a 84denní operace, zatímco jednodenní operace byly zrušeny.

Pro zmírnění potenciálního problému nedostatečné dostupnosti způsobilého zajištění vzhledem k proceduře plného přidělení u operací zajišťujících likviditu v eurech i amerických dolarech oznámila ECB dne 15. října 2008, že Eurosystem bude rovněž provádět operace na poskytnutí likvidity v amerických dolarech ve formě měnových swapů EUR/USD. Tyto měnové swapové operace prováděné souběžně se stávajícími zajištěnými operacemi zpětného odkupu v amerických dolarech byly rovněž financovány swapovou dohodou s Federálním rezervním systémem, která byla prodloužena do 30. dubna 2009.

Operace Eurosystemu zpětného odkupu v amerických dolarech nadále čelily dosti vysoké poptávce s vysokými částkami nabídek a velkým počtem účastníků, zatímco účast v měnových swapových operacích v amerických dolarech zůstala celkově velmi omezená, pokud jde o objem nabídek i o počet účastníků.

##### *Operace Eurosystemu na poskytnutí likvidity ve švýcarských francích*

Zvýšené napětí na mezinárodních peněžních trzích zaznamenané v říjnu roku 2008 rovněž vedlo k tlaku na zvyšování krátkodobých sazeb peněžního trhu ve švýcarských francích. Zároveň se zvýšily potřeby financování ve švýcarských francích u bank, které nemají přímý přístup k operacím Swiss National Bank, zejména v eurozóně. Proto Swiss National Bank a ECB 15. října společně oznámily opatření na zlepšení likvidity na krátkodobých peněžních

tržích ve švýcarských francích, čímž by Eurosystem poskytl svým protistranám financování ve švýcarských francích prostřednictvím swapové linky se Swiss National Bank.

Poskytování likvidity ve švýcarských francích ze strany Eurosystemu mělo formu měnových swapů EUR/CHF za pevnou cenu a s maximální částkou přidělení určenou ECB v koordinaci se Swiss National Bank. Tyto swapy byly původně zavedeny pouze se sedmidenní splatností, avšak později byly rozšířeny o swapy s tříměsíční splatností, jejichž cílem bylo snížit napětí v tomto segmentu peněžních trhů ve švýcarských francích.

Maximální částka pro každé z těchto nabídkových řízení byla stanovena ve výši 20 mld. EUR u 7denních operací a 5 mld. EUR u 84denních operací. Měnové swapy EUR/CHF se setkaly s poměrně umírněnou poptávkou a objemy nabídek byly nižší než maximální částka u všech operací. Poměr pokrytí nabídek byl stabilní ve výši přibližně 0,6 u sedmidenních swapů a zhruba 0,1 u 84denních operací.

#### *Poskytnutí likvidity v eurech určitým centrálním bankám EU ze strany ECB*

V říjnu a v listopadu roku 2008 podepsala ECB dohody o poskytnutí likvidity v eurech řadě centrálních bank EU mimo eurozónu. Záměrem ECB při uzavírání těchto dohod bylo poskytnout podporu různým opatřením těchto centrálních bank, jejichž cílem bylo zlepšení likvidity v eurech na jejich příslušných domácích finančních trzích.

Tato podpora byla poskytnuta ve formě dohod o zpětném odkupu na částku ve výši až 5 mld. EUR s maďarskou centrální bankou a na částku až 10 mld. EUR s polskou centrální bankou. ECB a dánská centrální banka uzavřely dohodu o recipročním měnovém swapu ve výši 12 mld. EUR.

## **5 Rozšíření seznamu zajištění**

Dne 15. října rozhodla Rada guvernérů o dočasném rozšíření seznamu způsobilých zajištění na dočasné bázi do konce roku 2009. Dostupnost zajištění nepředstavovala téměř po celý rok 2008 omezení díky širšímu rámci zajištění Eurosystemu. Nicméně ve světle rozšíření likvidity s různou dobou splatnosti v eurech a amerických dolarech a ve světle zavedení nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením byl rámec zajištění dočasně rozšířen takto:

- K 22. říjnu 2008 se úvěrový práh pro obchodovatelná a neobchodovatelná aktiva snížil z „A-“ na „BBB-“ s výjimkou cenných papírů zajištěných aktivy, pro něž zůstává v platnosti práh úvěrové kvality „A-“. Kromě toho od 22. října 2008 Eurosystem rovněž akceptoval dluhové nástroje emitované úvěrovými institucemi, včetně vkladových certifikátů, které nejsou kotovány na regulovaném trhu, avšak jsou obchodovány na určitých neregulovaných trzích, které jsou ze strany ECB považovány za přijatelné. Jako zajištění lze rovněž použít podřízené obchodovatelné dluhové nástroje, které jsou chráněny akceptovatelnou zárukou a které splňují všechna ostatní kritéria způsobilosti.
- Od 14. listopadu Eurosystem rovněž akceptoval obchodovatelné dluhové nástroje emitované v eurozóně a denominované v amerických dolarech, librách šterlinků a japonských jenech za podmínky, že emitent je ustaven v Evropském hospodářském prostoru.



Za účelem splnění zákonné povinnosti Eurosystemu zajistit, aby jeho rozvaha zůstala chráněna proti finančnímu riziku, jsou na rozšířenou sadu způsobilých zajištění aplikována opatření na kontrolu rizika. Rozšíření kritérií způsobilosti je tak kombinováno s pozorným monitorováním využití rámce.

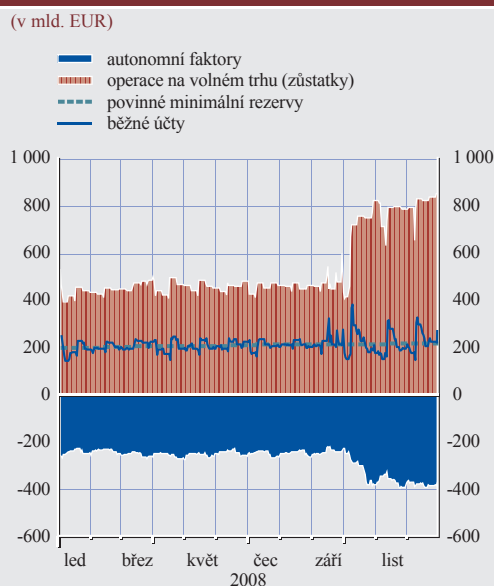
### POPTÁVKA PO LIKVIDITĚ V BANKOVNÍM SYSTÉMU

Při dodávání likvidity prostřednictvím operací na volném trhu Eurosystem zohledňuje denní hodnocení poptávky po likviditě celého bankovního systému eurozóny. Tato poptávka po likviditě je definována jako součet povinných minimálních rezerv, prostředků držených úvěrovými institucemi nad rámec povinných minimálních rezerv na běžných účtech u Eurosystemu (přebytečné rezervy) a autonomních faktorů. Autonomní faktory představují skupinu položek rozvahy Eurosystemu (např. bankovky v oběhu a vládní depozita), které mají vliv na prostředky držené na běžných účtech, ale nejsou pod přímou kontrolou řízení likvidity Eurosystemu.

V roce 2008 činila průměrná denní poptávka po likviditě v bankovním systému eurozóny

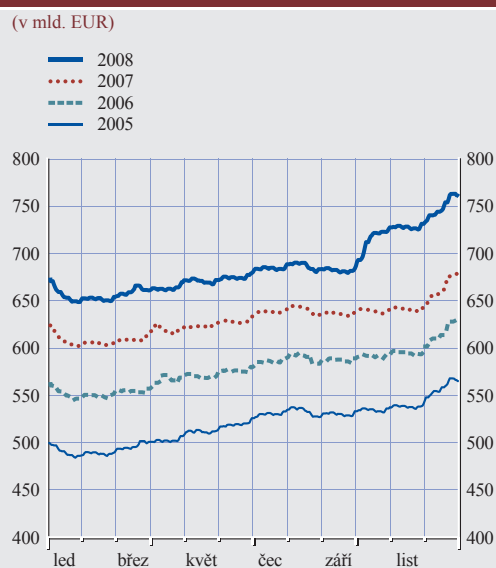
487,1 mld. EUR, což bylo o 10,3 % více než v roce 2007 (viz graf 41). Jednou z příčin tohoto nárůstu byl pokračující růst povinných minimálních rezerv, které se zvýšily o 12,5 % na 210,8 mld. EUR. Další významnou příčinou byl mimořádný nárůst poptávky po bankovkách, který nesouvisel se sezonními faktory. Graf 42 ukazuje, že počet bankovek v oběhu se od září do začátku listopadu 2008 zvýšil o více než 6 %, což přispělo k celkovému nárůstu poptávky po likviditě. Autonomní faktory v roce 2008 vzrostly o 8,9 % na 274,5 mld. EUR. Ačkoliv se průměrné přebytečné rezervy pro udržovací období končící v roce 2008 oproti předchozímu roku zvýšily o 0,2 mld. EUR na 0,9 mld. EUR, v relativním vyjádření byly nadále zanedbatelné, neboť představovaly jen 0,5 % povinných minimálních rezerv.

**Graf 41 Faktory likvidity v eurozóně v roce 2008**



Zdroj: ECB.

**Graf 42 Bankovky v oběhu**



Zdroj: ECB.

### **SYSTÉM POVINNÝCH MINIMÁLNÍCH REZERV**

Úvěrové instituce v eurozóně mají povinnost držet minimální rezervy na běžných účtech Eurosystemu. Již od roku 1999 představuje sazba povinných minimálních rezerv 2 % základu pro stanovení minimálních rezerv (rezervní báze) pro úvěrové instituce. V roce 2008 činil průměrný objem minimálních rezerv 210,8 mld. EUR. Příčinou uvedeného nárůstu celkových povinných minimálních rezerv o 12,5 % v roce 2008 je tedy zvýšení základu pro stanovení minimálních rezerv, který je vypočten na základě určitých krátkodobých závazků úvěrových institucí. Vzhledem k tomu, že v každém udržovacím období Eurosystem úročí držbu rezerv úrokovou sazbou, která je průměrem mezních sazeb pro MRO (je-li MRO prováděna prostřednictvím nabídkového řízení s proměnlivou sazbou) nebo pevnou sazbou pro MRO (v případě nabídkových řízení s pevnou sazbou), systém povinných minimálních rezerv nezpůsobuje bankovnímu sektoru výrazné náklady. Zároveň plní dvě důležité funkce při realizaci měnové politiky. Za prvé stabilizuje krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu, neboť povinné minimální rezervy musí být splněny pouze v průměru během udržovacího období, což umožňuje úvěrovým institucím vyrovnat dočasné a nepředvídané přílivy a odlivy likvidity. Za druhé zvyšuje deficit likvidity bankovního systému, tj. celkovou poptávku bank po refinancování ze strany Eurosystemu.

### **OPERACE NA VOLNÉM TRHU**

Eurosystem využívá MRO, LTRO a operace jemného doladění k řízení likvidity na peněžním trhu. Všechny operace dodávající likviditu musí být plně zajištěny. MRO jsou pravidelné operace, které se provádějí každý týden a obvykle mají dobu splatnosti jeden týden. Jsou nejdůležitějším nástrojem signalizování orientace měnové politiky ECB.

Do 8. října 2008 byly MRO prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s proměnlivou sazbou a určenou nejnižší nabídkovou sazbou. Od 15. října 2008 jsou

prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou, v nichž jsou uspokojovány všechny nabídky. Počet způsobilých protistran v roce 2008 stoupl z 1 693 na 2 099. Větší část tohoto nárůstu se odehrála v říjnu a listopadu, kdy se některé banky rozhodly ucházet o přidělení statutu způsobilé protistrany vzhledem k omezeným možnostem výpůjček na peněžním trhu. V roce 2008 se MRO účastnilo v průměru 443 protistran, což bylo o 31 % více než v roce 2007, kdy se MRO účastnilo průměrně 338 protistran. Tento nárůst souvisel také se zesílením tlaku na peněžním trhu, v jehož důsledku protistrany musely získávat likviditu výpůjčkami od ECB místo na peněžním trhu. Počet účastníků MRO se dále zvýšil poté, co ECB v říjnu přešla k nabídkovým řízením s pevnou sazbou a plným přidělením. V nabídkových řízeních s proměnlivou sazbou činil v průměru 354, avšak po zavedení nabídkových řízení s pevnou sazbou stoupl na 747.

Do 8. října Eurosystem přidělil v MRO prováděných prostřednictvím nabídkových řízení s proměnlivou sazbou v průměru 175 mld. EUR. Částky přidělené během tohoto období se výrazně lišily v důsledku politiky předzásobování, která vedla ke snižování přidělovaných částek během jednotlivých udržovacích období, a zvýšeného poskytování likvidity prostřednictvím LTRO. Po zavedení MRO prováděných prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením k 15. říjnu 2008 se přidělované částky výrazně zvýšily a v průměru dosahovaly 291 mld. EUR. V závěru roku 2008 likvidita poskytovaná prostřednictvím MRO představovala 28 % celkového objemu refinancování, tedy výrazně méně než v předchozích letech, kdy se tato hodnota pohybovala mezi 65 % a 75 %.

Dlouhodobější refinanční operace (LTRO) jsou operace se splatností tři měsíce určené na dodávání likvidity s periodicitou jeden měsíc. Kromě těchto operací byla v průběhu roku 2008 provedena řada dalších doplňujících LTRO. Na konci roku již byly v každém udržovacím období prováděny dvě doplňující LTRO, jedna

s tříměsíční a jedna s šestiměsíční splatností, a také jedna refinanční operace se zvláštní dobou trvání, jejíž splatnost se rovnala délce udržovacího období. Do poloviny října byly LTRO a doplňující LTRO prováděny jako čistá nabídková řízení s proměnlivou sazbou (tj. bez určení nejnižší nabídkové sazby). Částka přidělená v LTRO a tříměsíčních doplňujících LTRO během tohoto období byla 50 mld. EUR (s výjimkou dvou doplňujících LTRO se splatností 21. února a 13. března, v nichž bylo pokaždé přiděleno 60 mld. EUR). Dvě šestiměsíční doplňující LTRO byly provedeny s přidělenou částkou 25 mld. EUR (splatnost 2. dubna a 9. července) a jedna byla provedena s přidělenou částkou 50 mld. EUR (splatnost 8. října).

Od 30. října 2008 byly i dlouhodobější operace prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Pevnou sazbou uplatňovanou v těchto operacích byla sazba pro MRO. Přechod k nabídkovým řízením s pevnou sazbou vedl také v případě dlouhodobějších operací k celkovému zvýšení přidělovaných částek. Vzhledem k silnému očekávání snížení základních úrokových sazeb ECB, zejména ke konci roku 2008, však pevná sazba uplatňovaná v těchto operacích vedla pouze k mírnému nárůstu přidělených částek pro doplňující LTRO se splatností tři až šest měsíců. Na konci roku 2008 činil objem nevypořádaných dlouhodobějších operací všech typů (LTRO, doplňující LTRO a refinanční operace se zvláštní dobou trvání) 617 mld. EUR, což představovalo historicky nejvyšší podíl na refinancování bankovního sektoru ze strany ECB, konkrétně zhruba 72 % všech operací na volném trhu.

LTRO jsou přístupné stejné skupině protistran jako MRO, z níž se jich v roce 2008 v průměru účastnilo 157 protistran, zatímco v roce 2007 to bylo 145 protistran. Zavedení nabídkových řízení s proměnlivou sazbou vedlo k poklesu průměrného počtu účastníků LTRO ze 161 (proměnlivá sazba) na 146 (pevná sazba). V rámci speciálních refinančních operací, které jsou také přístupné stejné skupině protistran, se nabídkového řízení

s proměnlivou sazbou vypořádaného 30. září zúčastnilo 210 protistran, zatímco dalších dvou nabídkových řízení s pevnou sazbou se zúčastnilo v průměru 97 protistran.

ECB může provádět ad hoc operace jemného doladění na dodávání i stahování likvidity za účelem řízení stavu likvidity na trhu a řízení úrokových sazeb. Do 5. října 2008 Eurosystem pro tyto operace vybíral omezený počet protistran nejaktivnějších na peněžním trhu (136 k 30. září 2008). Rozhodnutím Rady guvernérů byl od 6. října 2008 rozšířen přístup k operacím jemného doladění a mezi způsobilé protistrany byly zařazeny všechny protistrany, které se smí účastnit operací Eurosystemu na volném trhu na základě standardních nabídkových řízení a zároveň vyhovují dodatečným kritériím stanoveným příslušnou NCB.

V roce 2008 ECB provedla 25 operací jemného doladění. Během roku 2008 pokračovala praxe provádění operací jemného doladění na konci udržovacích období. Celkem 12 těchto operací bylo uskutečněno v poslední den udržovacího období. Zbývajících 13 bylo provedeno v reakci na aktuální podmínky likvidity a krátkodobé úrokové sazby peněžního trhu. Po odeznění napětí spojeného s koncem roku byly 2. a 3. ledna provedeny operace jemného doladění s cílem snížit přebytečnou nabídku likvidity. Ve dnech 20. a 31. března byly provedeny operace jemného doladění v důsledku napětí na peněžních trzích v souvislosti s velikonočními prázdninami a úpadkem investiční banky Bear Stearns. V reakci na zvýšený tlak na peněžních trzích zaznamenaný v září provedla ECB od 15. září do 9. října devět operací jemného doladění, z nichž pět mělo za cíl poskytnutí likvidity a čtyři byly zaměřeny na stažení likvidity.

### STÁLÉ FACILITY

Protistrany mohou ze své vlastní iniciativy využít dvou stálých facilit, aby získaly jednodenní likviditu proti způsobilému zajištění, nebo aby provedly jednodenní vklady u Eurosystemu. Koncem roku 2008 mělo 2 267 protistran přístup k mezní zápůjční facilitě a 2 802 protistran mělo přístup ke vkladové facilitě. Sazby pro tyto

facility v zásadě představují horní a dolní limit pro jednodenní sazbu a plní tak významnou funkci pro provádění měnové politiky.

V říjnu 2008 byl rozhodnutím Rady guvernérů symetricky zúžen koridor mezi těmito dvěma sazbami z 200 na 100 bazických bodů okolo sazby pro MRO. Toto opatření, jehož cílem bylo snížit napětí na peněžním trhu, spolu s vysokými částkami přidělovanými v operacích na volném trhu s pevnou sazbou vedlo ke značně vyššímu využívání vkladové facility (viz graf A v boxu 10). Do 8. října bylo průměrné denní využití vkladové facility 2,5 mld. EUR (ve srovnání s 0,5 mld. EUR v roce 2007). V období od 9. října do konce roku se tato částka dramaticky zvýšila na 208,5 mld. EUR. Během tohoto období vykazovalo využívání vkladové facility v jednotlivých udržovacích obdobích podobný vývoj: na počátku udržovacího období byly částky poměrně nízké, ale poté se zvyšovaly s rostoucím počtem protistran, které již splnily povinné minimální rezervy.

Do 8. října 2008 činilo průměrné denní čerpání mezní zápůjční facility 0,9 mld. EUR (ve srovnání s 0,2 mld. EUR v roce 2007) a poté se zvýšilo na 6,7 mld. EUR. Toto zvýšení odráží relativně nižší úrokovou sazbu pro tuto facility v důsledku zúžení koridoru, ale do určité míry může souviset také se zvýšenou nejistotou ohledně poptávky jednotlivých bank po likviditě.

### AKTIVA ZPŮSOBILÁ PRO OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

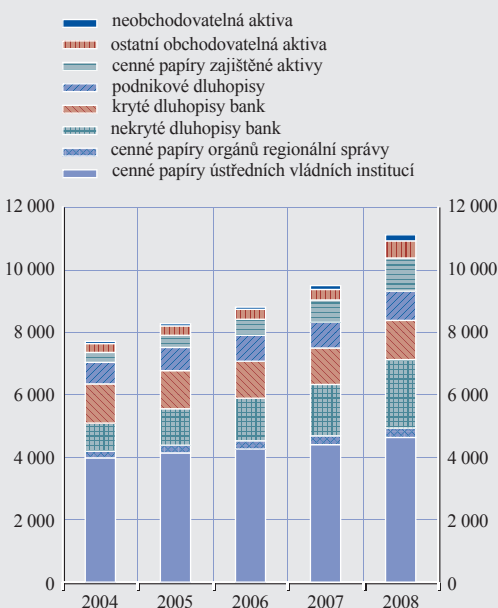
V souladu s celosvětovou praxí centrálních bank jsou všechny úvěrové operace Eurosystemu založeny na přiměřeném zajištění. Z konceptu přiměřenosti vyplývá za prvé, že Eurosystem by měl být do velké míry chráněn před vznikem ztrát ze svých úvěrových operací, a za druhé, že široké skupině protistran by mělo být k dispozici dostatečné zajištění, aby Eurosystem mohl poskytovat objem likvidity, který považuje za nezbytný, prostřednictvím operací měnové politiky i operací platebních systémů. Za tímto účelem Eurosystem ve všech svých úvěrových operacích akceptuje jako zajištění širokou

škálu aktiv. Tento rys rámce zajištění operací Eurosystemu spolu se skutečností, že přístup k operacím Eurosystemu na volném trhu je zaručen početné skupině protistran, zásadním způsobem podporuje provádění měnové politiky v období napětí na trzích. Flexibilita operačního rámce umožnila Eurosystemu poskytovat potřebnou likviditu k řešení zhoršeného fungování peněžního trhu, aniž by po většinu roku 2008 byly operace omezeny nedostatkem zajištění. Až ke konci roku Rada guvernérů vzhledem ke zvýšenému refinancování s delší než jednodenní splatností v eurech a dolarech a s ohledem na zavedení nabídkových řízení s pevnou sazbou rozhodla o dočasném rozšíření seznamu způsobilého zajištění do konce roku 2009 (viz box 10).

V roce 2008 se průměrná hodnota způsobilého zajištění ve srovnání s rokem 2007 zvýšila o 17,2 % na 11,1 bil. EUR (viz graf 43). Z celkové částky tvořily 44 % dluhopisy vládního sektoru ve výši 4,9 bil. EUR, zbytek obchodovatelných aktiv měl podobu nezajištěných dluhopisů

**Graf 43 Způsobilá zajištění podle typu aktiva**

(v mld. EUR; roční průměry)



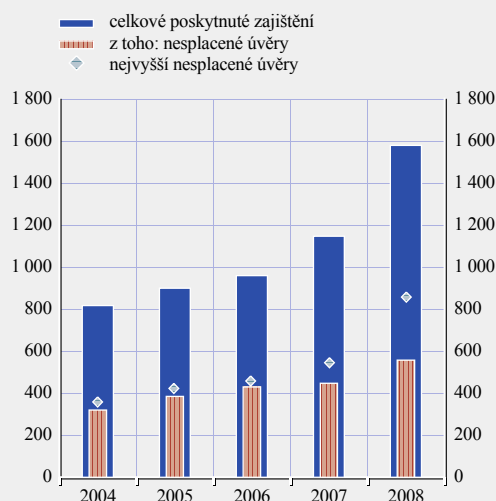
Zdroj: ECB.

emitovaných bankami (2,2 bil. EUR, tj. 20 %), zajištěných dluhopisů emitovaných bankami (1,2 bil. EUR, tj. 11 %), cenných papírů zajištěných aktivy (1,1 bil. EUR, tj. 9 %), podnikových dluhopisů (0,9 bil. EUR, tj. 8 %) a jiných dluhopisů, jako byly např. dluhopisy emitované nadnárodními institucemi (0,6 bil. EUR, tj. 5 %). Celkový objem obchodovatelných aktiv způsobilých v důsledku dočasného rozšíření seznamu způsobilého zajištění činil ke konci roku 2008 zhruba 870 mld. EUR. Seznam způsobilého zajištění rovněž zahrnuje některá neobchodovatelná aktiva, zejména úvěrové pohledávky (označované také jako bankovní úvěry). Na rozdíl od obchodovatelných aktiv je způsobilost neobchodovatelných aktiv posuzována pouze v okamžiku jejich přijetí. Z tohoto důvodu je nesnadné měřit objem potenciálně způsobilých neobchodovatelných aktiv. Objem neobchodovatelných aktiv předložených protistranami jako zajištění v rámci úvěrových operací Eurosystemu v roce 2008 dosáhl 0,2 bil. EUR, což představuje 2 % celkového objemu způsobilého zajištění v Eurosystemu. Dočasné snížení prahu úvěrové kvality, které bylo přijato s cílem rozšířit seznam způsobilého zajištění (viz box 10) se týkalo také neobchodovatelných aktiv.

Průměrná hodnota obchodovatelných a neobchodovatelných aktiv použitých protistranami jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu významně vzrostla z 1 148 mld. EUR v roce 2007 (původní údaj 1 101 mld. EUR byl revidován) na 1 579 mld. EUR v roce 2008. Tento nárůst byl převážně způsobem skutečností, že protistrany ukládaly velké dodatečné objemy zajištění u Eurosystemu v reakci na finanční turbulence (viz graf 44). Jak naznačuje srovnání zajištění s nespacenými úvěry vůči protistranám Eurosystemu, podíl uloženého zajištění nevyužitého ke krytí úvěrů z operací měnové politiky se celkově zvýšil pouze nevýrazně. To naznačuje, že navzdory rostoucímu objemu likvidity získané prostřednictvím refinančních operací nebyla dostatečnost zajištění pro protistrany Eurosystemu systémovým omezujícím faktorem.

**Graf 44 Zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu a nespacené úvěry v operacích měnové politiky**

(v mld. EUR)

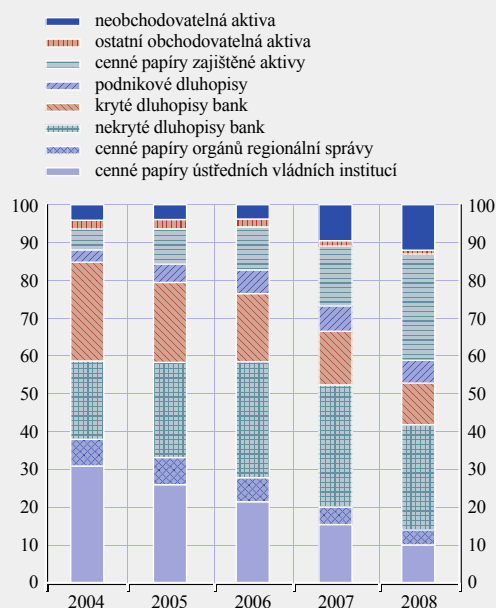


Zdroj: ECB.

Poznámka: Předložené zajištění představuje aktiva složená jako zajištění v zemích provozujících systém sružování a aktiva použitá jako zajištění v zemích provozujících systém rezervace.

**Graf 45 Členění aktiv (včetně úvěrových pohledávek) předložených jako zajištění podle typu aktiv**

(v %, roční průměry)



Zdroj: ECB.

Pokud jde o strukturu předkládaného zajištění, průměrný podíl cenných papírů zajištěných aktiv se zvýšil z 16 % v roce 2007 na 28 % v roce 2008. Tato aktiva se tak stala největší třídou aktiv předložených jako zajištění, kterou doposud byly nezajištěné bankovní dluhopisy. Ty v roce 2008 v průměru představovaly o něco méně než 28 % předloženého zajištění. Průměrný podíl neobchodovatelných aktiv se zvýšil z 10 % v roce 2007 na 12 % v roce 2008. Naopak průměrný podíl dluhopisů ústředních vládních institucí poklesl z 15 % v roce 2007 na 10 % v roce 2008. Nové třídy aktiv, které byly dočasně zařazeny mezi způsobilé zajištění (viz box 10), představovaly zhruba 3 % celkového objemu předloženého obchodovatelného zajištění.

## ŘÍZENÍ RIZIK

Eurosystem snižuje rizika selhání protistrany v úvěrových operacích Eurosystemu tím, že od protistran vyžaduje předložení odpovídajícího zajištění. Eurosystem však stále může být v případě selhání protistrany vystaven řadě finančních rizik včetně kreditního a tržního rizika a rizika likvidity. Dále je Eurosystem vystaven měnovému riziku v kontextu operací na dodávání likvidity v cizích měnách oproti zajištění v eurech, např. těch, které byly prováděny právě v roce 2008. S cílem omezit tato rizika na přijatelnou úroveň Eurosystem udržuje vysoké úvěrové standardy u aktiv přijatých jako zajištění, oceňuje zajištění každý den a uplatňuje příslušná opatření v oblasti řízení rizik. Z důvodu obezřetnosti Eurosystem vytvořil rezervu ochraňující před potenciální ztrátou plynoucí z realizace zajištění obdrženého od pěti konkrétních protistran, které selhaly v roce 2008. Výše této rezervy bude každoročně revidována až do konečného prodeje zajištění a v souladu s perspektivou návratnosti prostředků.<sup>1</sup> Obecněji řečeno, finanční rizika u úvěrových operací jsou kvantifikována a hlášena rozhodovacím orgánům ECB.

Opatření na řízení rizik v rámci úvěrových operací Eurosystemu jsou vyhodnocována každé dva roky. Tato opatření se vztahují na aktiva předložená protistranami Eurosystemu jako zajištění úvěru, který jim Eurosystem poskytuje prostřednictvím operací na volném

trhu a mezní zápůjční facility, ale také v podobě vnitrodenního úvěru pro účely platebního styku. Přestože je nadále uplatňována zásada přijímání široké škály zajištění, vyhodnocení opatření v roce 2008 vedlo k určitým technickým úpravám rámce pro řízení rizik v úvěrových operacích Eurosystemu. Tyto úpravy odrážejí mimo jiné zlepšení metodického rámce, hodnocení tržního rizika a rizika likvidity spojeného se způsobilými aktivy, skutečné využívání způsobilých aktiv protistranami a nové trendy v oblasti finančních nástrojů. Úpravy byly oznámeny 4. září 2008 a nabyly účinnosti k 1. únoru 2009.

V souvislosti s těmito úpravami byly revidovány srážky při ocenění pro cenné papíry zajištěné aktivy a nezajištěné bankovní dluhopisy. Rovněž byl rozšířen zákaz předkládání zajištění emitovaného nebo zaručeného subjekty s úzkým propojením na předkládající protistranu. Nyní se týká i zvláštních podob úzkého propojení, které mohou nastat, jsou-li jako zajištění použity cenné papíry zajištěné aktivy. Od 1. února 2009 je vyžadována zvýšená transparentnost úvěrového hodnocení cenných papírů zajištěných aktiv vydaného externí ratingovou institucí.

Eurosystem má také možnost omezit nebo vyloučit využívání určitých aktiv jako zajištění pro úvěrové operace, a to i na úrovni jednotlivých protistran, aby zajistil přiměřenou ochranu Eurosystemu proti riziku podle čl. 18.1 statutu ESCB.

## 1.2 DEVIZOVÉ OPERACE

V roce 2008 ECB nerealizovala na devizovém trhu žádné intervence, které by se týkaly měnové politiky. Její devizové transakce se týkaly výlučně investičních aktivit. ECB navíc neprováděla žádné devizové operace v měnách, které jsou součástí ERM II. Stálá smlouva mezi ECB a MMF o usnadnění zahájení transakcí se zvláštními právy čerpání (SDR) s jinými držiteli SDR prostřednictvím MMF v zastoupení ECB byla v roce 2008 využita v sedmnácti případech.

<sup>1</sup> Podrobnosti viz tisková zpráva z 5. března 2009.

V kontextu pokračující volatility finančních trhů v roce 2008 Eurosystem rovněž provedl 73 operací v souvislosti s dolarovou termínovanou aukční facilitou Federálního rezervního systému (57 reverzních transakcí oproti způsobilému zajištění a 16 operací prostřednictvím měnových swapů EUR/USD), v nichž poskytl protistranám Eurosystemu likviditu v amerických dolarech. Ve spolupráci se švýcarskou centrální bankou také provedl 15 operací na poskytnutí likvidity ve švýcarských francích (více podrobností viz box 10).

### 1.3 INVESTIČNÍ AKTIVITY

Investiční aktivity ECB jsou organizovány tak, aby bylo zajištěno, že při investičním rozhodování nebudou použity žádné důvěrné informace o měnověpolitických opatřeních centrální banky. Organizační složky ECB podílející se na investičních aktivitách odděluje od ostatních organizačních složek soubor pravidel a postupů známých jako čínská zeď.

#### SPRÁVA DEVIZOVÝCH REZERV

Portfolio devizových rezerv ECB bylo původně vytvořeno prostřednictvím převodů devizových rezerv z NCB eurozóny. V průběhu času složení portfolia odráží změny tržní hodnoty investovaných aktiv i operace ECB s devizami a zlatem. Hlavním účelem devizových rezerv ECB je zajistit Eurosystemu v každém okamžiku dostatečné množství likvidních prostředků pro provádění devizových operací s měnami zemí mimo EU. Cíle správy devizových rezerv ECB jsou v pořadí podle důležitosti likvidita, bezpečnost a výnosnost.

Portfolio devizových rezerv ECB se skládá z amerického dolaru, japonského jenu, zlata a SDR. Americké dolary a japonské jeny v rezervách ECB jsou aktivně spravovány ECB a NCB eurozóny jako zástupci ECB. Od ledna 2006 funguje „model měnové specializace“ s cílem zvýšit efektivitu investičních operací Eurosystemu. V rámci tohoto modelu každá NCB dostává podíl buď při správě portfolia v amerických dolarech, nebo portfolia

v japonských jenech, přičemž dvě NCB v současnosti spravují portfolia dvě.<sup>2</sup> V roce 2008 došlo ve dvou případech ke sloučení operačních činností za účelem řízení podílu NCB na devizových rezervách ECB: v lednu Central Bank of Cyprus sloučila své činnosti s Bank of Greece a Central Bank of Malta sloučila své činnosti s Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Od ledna 2009 Národní banka Slovenska spravuje jako zástupce ECB portfolio v amerických dolarech.

V roce 2008 ECB prodala celkem 30 tun zlata. Tyto prodeje byly zcela v souladu s dohodou centrálních bank o prodeji zlata (Central Bank Gold Agreement) z 27. září 2004, jejímž je ECB signatářem. Prostředky získané z prodeje zlata byly zahrnuty do portfolia v amerických dolarech.

Hodnota čistých devizových aktiv ECB<sup>3</sup> vyjádřená v tržních cenách při současných směnných kurzech se zvýšila ze 42,8 mld. EUR na konci roku 2007 na 49,5 mld. EUR na konci roku 2008, z čehož 38,5 mld. EUR bylo v cizích měnách – v japonských jenech a amerických dolarech – a 11 mld. EUR bylo ve zlatě a SDR. Při použití směnných kurzů z konce roku 2008 představovala aktiva v amerických dolarech 77,5 % a aktiva v japonských jenech 22,5 % devizových rezerv. Nárůst hodnoty devizového portfolia o 19,9 % odrážel především kapitálové zisky a úrokové výnosy generované činnostmi správy portfolia, zejména jeho části denominované v amerických dolarech. Ke zvýšení hodnoty devizového portfolia přispěla také apreciacie japonského jenu (o 30,8 %) a amerického dolaru (o 5,8 %) vůči euru. Další příčinou byla reinvestice výnosů z výše zmíněného prodeje zlata. Hodnota zlata a SDR v držbě ECB v roce 2008 stoupla přibližně o 2,6 % navzdory prodeji 30 tun zlata během

<sup>2</sup> Více podrobností viz článek „Portfolio management at the ECB“ v Měsíčním bulletinu ECB z dubna 2006.

<sup>3</sup> Čistá devizová rezervní aktiva se vypočítají jako oficiální rezervní aktiva minus čistá tržní hodnota měnových swapů plus vklady v cizích měnách u rezidentů minus budoucí předem určené čisté odčerpání cizí měny v držení v důsledku dohod o zpětném odkupu a forwardových transakcích. Podrobné informace o zdrojích dat viz <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

roku. Tento nárůst byl způsoben především zvýšením ceny zlata v eurech o 9,4 %. Devizové rezervy ECB neovlivnily žádné ztráty v důsledku bankrotu protistran v investičních operacích.

V roce 2008 zůstal seznam způsobilých nástrojů, do kterých lze investovat devizové rezervy ECB, beze změny. Úrokové swapy, které do něj byly zahrnuty na konci roku 2007, byly v roce 2008 pravidelně využívány. Příprava na zavedení automatického programu zápůjček cenných papírů pro dolarová aktiva ECB byla v roce 2008 završena. Očekává se, že program bude spuštěn v roce 2009, ačkoli to bude záviset na aktuální tržní situaci.

#### **SPRÁVA VLASTNÍCH PROSTŘEDKŮ**

Portfolio vlastních prostředků ECB se skládá z investovaného splaceného kapitálu ECB, z prostředků příležitostně držených ve všeobecném rezervním fondu a v rezervách určených ke krytí rizik plynoucích ze změn směnných kurzů, úrokových sazeb a cen zlata. Účelem tohoto portfolia je poskytnout ECB příjmy, které pomohou pokrýt její provozní náklady. Cílem jeho správy je maximalizovat očekávanou návratnost za předpokladu dosažení nezáporného výnosu na určité hladině významnosti. Portfolio je investováno do aktiv s pevným výnosem denominovaných v eurech.

Hodnota portfolia vyjádřená v současných tržních cenách se zvýšila z 9,3 mld. EUR na konci roku 2007 na 10,2 mld. EUR na konci roku 2008. Zvýšení tržní hodnoty bylo způsobeno investováním rezerv určených ke krytí rizik plynoucích ze změn směnných kurzů, úrokových sazeb a cen zlata, vytvořených ECB v roce 2005, ale také výnosy investic a příspěvky kyperské a maltské centrální banky ke kapitálu a rezervám ECB po zavedení eura na Kypru a na Maltě.

Seznam způsobilých emitentů dluhopisů zajištěných aktivy (covered bonds) a prioritních nezajištěných dluhopisů (senior uncovered bonds) byl v roce 2008 mírně rozšířen. Nebyly zaznamenány žádné ztráty v důsledku bankrotu protistran v investičních operacích.

#### **ŘÍZENÍ RIZIK**

Finanční rizika, kterým je ECB vystavena ve svých investičních aktivitách, jsou pečlivě sledována a poměřována s cílem udržet je v mezích stanovených rozhodovacími orgány ECB. Pro tento účel je zavedena podrobná struktura limitů a dodržování limitů je každodenně monitorováno. Pravidelná hlášení zajišťují, že všichni aktéři jsou přiměřeným způsobem informováni o úrovni těchto rizik.

V roce 2008 ECB dále posílila svůj rámec řízení rizik v investičních operacích díky aktualizaci výpočetních systémů a doladění metodiky řízení kreditního rizika. Tento rámec celkově prokázal odolnost vůči finanční krizi a nebyly zaznamenány žádné ztráty v důsledku bankrotu protistrany či emitenta. V rámci úsilí o podporu vývoje moderní metodiky strategické alokace aktiv v centrálních bankách uspořádala ECB ve spolupráci se Světovou bankou a Bankou pro mezinárodní platby první konferenci o strategické alokaci aktiv pro centrální banky a státní investiční fondy, která se konala 24. a 25. listopadu 2008 ve Frankfurtu.

Jedním z ukazatelů používaných k monitorování tržního rizika je tzv. ukazatel Value-at-Risk (VaR), který definuje ztrátu pro portfolio aktiv, která nebude s danou pravděpodobností překročena na konci specifikovaného časového období. Hodnota tohoto ukazatele závisí na řadě parametrů použitých k výpočtu, zejména na hladině významnosti, délce časového horizontu a vzorku používaném k odhadům volatility ceny aktiv. Pro ilustraci lze uvést, že výpočet tohoto ukazatele pro investiční portfolio ECB k 31. prosinci 2008 při využití 95% hladiny významnosti, časového horizontu jednoho roku a vzorku jednoho roku pro výpočet volatility cen aktiv by vedl k VaR ve výši 9 185 mld. EUR. Avšak vypočtení stejného ukazatele na pětiletém vzorku by vedlo k VaR ve výši 5 823 mld. EUR. Většina tohoto tržního rizika vzniká v důsledku měnového rizika a rizika změny ceny zlata. Nízké hodnoty úrokového rizika odrážejí skutečnost, že modifikovaná durace investičních portfolií ECB zůstala v roce 2008 relativně nízká.



## 2 PLATEBNÍ SYSTÉMY A SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY

Statutárním úkolem Eurosystemu je podporovat hladké fungování platebního styku. Jeho hlavním nástrojem k plnění tohoto úkolu je kromě dozorové funkce (viz část 4 kapitoly 4) poskytování platebních mechanismů a mechanismů pro vypořádání obchodů s cennými papíry. Za tímto účelem vytvořil Eurosystem transevropský automatizovaný zúčtovací systém expresních plateb v reálném čase, známý jako TARGET, pro platby vysokých hodnot a urgentní platby v eurech. Tento technicky decentralizovaný systém první generace byl postupně nahrazován systémem druhé generace (TARGET2), který je postaven na jednotné technické infrastruktuře, tzv. jednotné sdílené platformě (Single Shared Platform – SSP). Tři centrální banky Eurosystemu – Banca d'Italia, Banque de France a Deutsche Bundesbank – společně zajišťují SSP a provozují ji jménem Eurosystemu. Přechod na TARGET2 začal v listopadu 2007 a byl dokončen v květnu 2008.

Pokud jde o mobilizaci zajištění, nabízí Eurosystem a trh řadu kanálů, které usnadňují využívání zajištění přes hranice jednotlivých států. V roce 2008 Eurosystem společně s účastníky trhu nadále pracoval na rozvoji systému TARGET2-Securities (T2S) s cílem poskytovat služby vypořádání obchodů s cennými papíry v penězích centrální banky prostřednictvím jednotné evropské technické platformy s harmonizovanými procesy a postupy. Projekt byl schválen Radou guvernérů v červenci 2008 a technické detaily projektu jsou definovány v současné době. T2S bude harmonizovat domácí a přeshraniční vypořádání obchodů s cennými papíry v penězích centrální banky v eurozóně.

### 2.1 SYSTÉM TARGET

Systém TARGET hraje významnou roli při provádění jednotné měnové politiky a fungování eurového peněžního trhu. Umožňuje zúčtování plateb v reálném čase v penězích centrální banky a široké pokrytí trhu. Zpracovává platby vysokých hodnot a urgentní platby a je také stále více používán pro různé jiné platby.

Je k dispozici pro všechny platby v eurech mezi zúčastněnými bankami bez jakéhokoliv horního nebo spodního limitu hodnoty. Tyto převody se uskutečňují jak mezi bankami v jednom členském státě (vnitrostátní platby), tak mezi bankami v různých členských státech (mezistátní platby).

### PŘECHOD NA TARGET2

Systém TARGET byl uveden do provozu 4. ledna 1999, krátce po zavedení eura. Původně se skládal z 15 národních systémů zúčtování plateb v reálném čase (RTGS, Real Time Gross Settlement) a platebního mechanismu ECB (EPM). Navzdory svému úspěchu měl systém TARGET řadu nedostatků, které souvisely s jeho heterogenní technickou formou a decentralizovanou strukturou. S cílem vyřešit tyto otázky a zajistit prostor pro další vývoj, jako je rozšíření eurozóny, Eurosystem spustil v říjnu 2002 projekt TARGET2.

Cílem Eurosystemu při vývoji systému TARGET2 bylo vytvořit zjednodušenou verzi původního systému TARGET, která by lépe vyhovovala potřebám uživatelů, a přitom poskytovala harmonizovanou úroveň služeb s harmonizovanou tvorbou cen a zajišťovala nákladovou efektivnost. Systém TARGET2 byl také vytvořen tak, aby byl schopen reagovat pružně a včas na další vývoj, jako je rozšíření eurozóny a EU.

Systém TARGET2 zahájil provoz 19. listopadu 2007, kdy první skupina zemí (Německo, Kypr, Lotyšsko, Litva, Lucembursko, Malta, Rakousko a Slovinsko) přešla na jednotnou sdílenou platformu. Tento první krok byl velice úspěšný a potvrdil spolehlivost platformy TARGET2, která po této počáteční migraci již zajišťovala přibližně 50 % celkového počtu plateb v systému TARGET z hlediska objemu a 30 % z hlediska hodnoty.

Dne 18. února 2008 úspěšně přešla na SSP druhá skupina zemí (Belgie, Irsko, Španělsko, Francie, Nizozemsko, Portugalsko a Finsko) a 19. května 2008 ji následovala poslední skupina (Dánsko, Estonsko, Řecko, Itálie, Polsko a

ECB). V důsledku pečlivého monitorování ze strany centrálních bank byly všechny související testovací činnosti u všech skupin uživatelů dokončeny úspěšně a včas. Od listopadu 2007 do května 2008 byly zavedeny postupy k zajištění toho, aby ty skupiny uživatelů, které na novou platformu přešly později (a tudíž stále provozovaly systém TARGET první generace), mohly účinně spolupracovat se skupinami uživatelů, které již byly připojeny k SSP systému TARGET2. Tento šestiměsíční přechod na nový systém byl velice hladký a nezpůsobil žádné provozní výpadky.

#### OPERACE V SYSTÉMU TARGET

V roce 2008 fungoval systém TARGET hladce a pokračoval v trendu zúčtování zvyšujícího se počtu plateb v eurech. Tržní podíl systému byl stabilní. Prostřednictvím systému TARGET bylo uskutečněno 90 % z celkové hodnoty plateb v platebních systémech pro velké platby v eurech. Denní průměr plateb zpracovaných prostřednictvím systému TARGET se zvýšil o 1 % na 369 966, zatímco průměrná hodnota se zvýšila o 10 % na 2 667. Dne 22. prosince 2008 systém TARGET dosáhl 576 324 transakcí, což je dosud nejvyšší počet plateb zpracovaných prostřednictvím tohoto systému. V tabulce 11 je uveden přehled plateb v systému TARGET v roce 2008 ve srovnání s předchozím rokem.

Celková dostupnost systému TARGET, tj. do jaké míry mohli účastníci TARGET během jeho provozní doby bez problémů používat, dosáhla 99,79 %. Je třeba poznamenat, že se jedná o nejvyšší hodnotu od počátku provozu systému TARGET v roce 1999 a že přechod na systém TARGET2 neměl na dostupnost systému negativní vliv. Více než 99,76 % plateb na jednotné sdílené platformě systému TARGET2 bylo zpracováno do pěti minut. Zpětná vazba od uživatelů systému TARGET2 ohledně výkonnosti systému byla velice kladná.

Do prosince 2008 mělo účet RTGS na jednotné sdílené platformě systému TARGET2 900 přímých uživatelů. Tento údaj je nižší než 1 072 přímých účastníků, kteří měli účty v systému TARGET první generace na začátku přechodu

**Tabulka 11 Platby v systému TARGET<sup>1)</sup>**

Objem (počet transakcí)	2007	2008	Změna (v %)
<b>Veškeré platby</b>			
Celkem	93 375 701	94 711 380	
Denní průměr	366 179	369 966	1,03
<b>Vnitrostátní platby<sup>2)</sup></b>			
Celkem	72 574 446	69 212 880	
Denní průměr	284 606	270 363	-5,00
<b>Mezistátní platby</b>			
Celkem	20 801 255	25 498 500	
Denní průměr	81 574	99 604	22,10
<b>Hodnota (v mld. EUR)</b>			
<b>Veškeré platby</b>			
Celkem	616 731	682 780	
Denní průměr	2 419	2 667	10,28
<b>Vnitrostátní platby<sup>2)</sup></b>			
Celkem	395 412	466 572	
Denní průměr	1 551	1 823	17,54
<b>Mezistátní platby</b>			
Celkem	221 319	216 208	
Denní průměr	868	845	-2,69

Zdroj: ECB.

1) V roce 2007 byl počet provozních dnů 255 a v roce 2008 256.

2) Zahrnuje platby vzdálených účastníků.

na nový systém. Důvodem jsou především dva faktory. Zaprvé řada úvěrových institucí přehodnotila svou přímou účast v době svého přechodu na nový systém a zvolila si místo toho možnost nepřímého připojení prostřednictvím přímého účastníka. Zadruhé systém TARGET2 vytvořil silnější motivaci pro banky, aby racionalizovaly své řízení likvidity v eurech a centralizovaly ji na menším počtu účtů RTGS. Celkový počet bank (včetně poboček a dceřiných společností), které se účastní systému TARGET, se nezměnil a na celém světě činí přibližně 52 000.

#### VZTAHY S UŽIVATELI SYSTÉMU TARGET2

Během svého vývoje systém TARGET2 do značné míry využíval aktivní spolupráci mezi Eurosystémem a budoucími uživateli systému. To výrazně zlepšilo pochopení požadavků trhu a pomohlo zajistit hladký přechod na nový systém a vysokou úroveň přijetí systému za strany uživatelů.

Tato spolupráce pokračovala i v době po přechodu na nový systém. Eurosystém udržuje úzké vztahy s uživateli systému TARGET2 a NCB eurozóny pořádaly v roce 2008 pravidelné schůzky s národními skupinami uživatelů systému TARGET2. Kromě toho se konaly společné schůzky pracovní skupiny Eurosystému pro řízení systému TARGET2 a pracovní skupiny evropského bankovního sektoru pro TARGET, kde se projednávaly provozní otázky systému TARGET. Strategické otázky se řešily v kontaktní skupině pro strategii plateb v eurech, což je fórum, kde je zastoupen vyšší management komerčních a centrálních bank.

#### **PŘIPOJENÍ ZEMÍ MIMO EUROZÓNU K SYSTÉMU TARGET**

Systému TARGET se účastní všechny země eurozóny, jelikož jeho užívání je povinné pro zúčtování eurových operací s Eurosystémem. Systém TARGET je na dobrovolné bázi také dostupný pro členské země, které nejsou členy eurozóny, s cílem umožnit v těchto zemích vypořádání transakcí v eurech.<sup>4</sup> Když 1. ledna 2008 zavedly Kypr a Malta euro, kyperská centrální banka i maltská centrální banka a jejich národní skupiny uživatelů již systém TARGET používaly. V souvislosti se vstupem Slovenska do eurozóny 1. ledna 2009 se členem systému stala také Národní banka Slovenska.

#### **BUDOUCÍ VÝVOJ**

Předpokládá se, že každý rok bude k dispozici nová verze SSP, nabízející uživatelům systému TARGET2 řadu zlepšení a nových prvků. Obsah těchto každoročních verzí bude definován po široké konzultaci se skupinou uživatelů. První nová verze SSP byla spuštěna 17. listopadu 2008. Její obsah byl vytvořen zejména v souvislosti s novou standardní verzí SWIFT, která byla spuštěna ve stejný den. V roce 2009 jsou plánovány výjimečně dvě verze. První, která bude spuštěna v květnu,lepší rozhraní s přidruženými systémy a zejména umožní vypořádání v jednotlivých střediscích evidence cenných papírů (CSD). Druhá verze, naplánovaná na listopad 2009,

bude zahrnovat různá další zlepšení požadovaná ze strany uživatelů.

## **2.2 TARGET2 – SECURITIES**

Evropský trh vypořádání obchodů s cennými papíry je stále značně fragmentovaný, ačkoli byl pozorován pozitivní vývoj ve formě zvýšené konsolidace a spolupráce. Existence velkého počtu vypořádacích systémů mimo jiné znamená, že náklady na vypořádání jsou u přeshraničních transakcí v EU mnohem vyšší než u domácích transakcí nebo u transakcí ve Spojených státech. Zároveň stoupá poptávka po integrované evropské infrastruktuře vypořádání obchodů s cennými papíry.

T2S byl navržen Eurosystémem v roce 2006 jako řešení stávající fragmentace infrastruktury vypořádání. Bude se jednat o platformu pro vypořádání ve více měnách, kterou bude vlastnit a provozovat Eurosystém a která umožní evropským CSD vypořádat obchody s cennými papíry v penězích centrální banky. Zúčastněná CSD budou udržovat právní vztahy se svými zákazníky a budou nadále provádět depozitní a notářské funkce. T2S poskytne jednotnou technickou platformu, na níž budou moci být všechny cenné papíry v EU směněny za eura a další zúčastněné měny prostřednictvím standardizovaných procesů a způsobů komunikace. Poskytnutím služeb, jako je auto-kolateralizace (tj. automatizované vytvoření vnitrodenního úvěru v penězích centrální banky proti zajištění, pokud kupující nemá dostatek prostředků na vypořádání obchodů s cennými papíry), průběžná optimalizace, mechanismy recyklování a možnost nočního vypořádání, T2S navíc významně sníží poptávku po likviditě a finanční rizika účastníků. Kromě toho možnost vypořádat všechny obchody s cennými papíry v EU v penězích centrální banky na jednotné sdílené platformě odstraní finanční rizika, jimž mohou být v současnosti účastníci vystaveni při vypořádání přes jednotlivá CSD. T2S tudíž zvýší

<sup>4</sup> Během roku 2008 byly k systému TARGET připojeny tyto členské země, které nejsou členy eurozóny: Dánsko, Estonsko, Lotyšsko, Litva a Polsko.

efektivitu správy zajištění, umožní uživatelům optimalizovat jejich financování napříč všemi aktivy v EU a přispěje ke stabilitě finančního systému.

V prosinci 2007 Poradní skupina pro T2S<sup>5</sup> dokončila první verzi uživatelských požadavků T2S, které popisují prvky, jež CSD a účastníci finančního trhu požadují od T2S. ECB tento proces koordinovala a při zpracování hrála významnou roli. Dne 18. prosince 2007 Eurosystem předložil tento návrh uživatelských požadavků společně s metodikou analýzy hospodářských dopadů k veřejné diskuzi.

Poradní skupina dokončila uživatelské požadavky na základě komentářů z veřejné diskuze. Dne 23. května Rada guvernérů vyzvala všechna evropská CSD, aby se připojila k iniciativě T2S a poskytla jim podrobné informace o dosud provedené práci.

Všechna CSD eurozóny s výjimkou jednoho malého CSD vyjádřila svou ochotu používat za určitých podmínek platformu T2S, jakmile bude uvedena do provozu. Vedle toho dánské CSD a dánská centrální banka daly najevo, že chtějí používat T2S k vypořádání obchodů s cennými papíry v dánských korunách i v eurech. Společně s tím CSD Švédska, Švýcarska a Velké Británie naznačila svůj úmysl účastnit se vypořádání v eurech. S ohledem na tuto širokou podporu evropských CSD Rada guvernérů 17. července 2008 oficiálně spustila projekt T2S, přičemž se předpokládá, že platforma T2S bude v provozu nejspíše do roku 2013. Rada guvernérů také schválila finální verzi uživatelských požadavků a pověřila Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France a Banca d'Italia technickým vývojem a provozem T2S.

Dle předpokladů řídicího rámce pro fázi zadávání byla následně vytvořena nová Poradní skupina skládající se ze stejného počtu centrálních bank, CSD a zástupců uživatelů. První schůzka proběhla v říjnu 2008, kdy bylo vytvořeno šest podskupin za účelem organizace úkolů T2S. Dvě z těchto

podskupin se zaměřují na harmonizační kroky, jedna na „efektivitu procesu“ a druhá na „corporate actions“. Je také zajištěna koordinace se stávajícími harmonizačními iniciativami, zejména prací Evropské komise (např. v rámci Druhé expertní skupiny pro poradenství a monitorování zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a Skupiny pro právní jistotu).

Navíc v roce 2008 byl vytvořen proces řízení změn pro uživatelské požadavky T2S a byl zahájen proces definování všeobecných funkčních specifikací T2S na základě uživatelských požadavků. ECB poskytovala poradenství centrálním bankám mimo eurozónu s cílem pomoci jim spolu s místními CSD a účastníky trhu rozhodnout, zda by měly zařadit své měny do T2S. Do konce roku 2008 litevské CSD a litevská centrální banka potvrdily, že mají v úmyslu vypořádávat obchody s cennými papíry v litasech i eurech prostřednictvím T2S. Kromě toho CSD Bulharska, Estonska a Rumunska uvedly, že mají v úmyslu používat T2S k vypořádání svých obchodů v eurech. Připravují se také právní a smluvní úpravy mezi zúčastněnými CSD a Eurosystemem.

### 2.3 POSTUPY VYPOŘÁDÁNÍ ZAJIŠTĚNÍ

Způsobilá aktiva lze použít k zajištění všech typů úvěrových operací Eurosystemu nejen na domácí úrovni, ale také mimo hranice jednotlivých států. Od zavedení eura využívání přeshraničního zajištění trvale narůstá. V prosinci 2008 se částka přeshraničního zajištění v držbě Eurosystemu zvýšila na 861 mld. EUR z 683 mld. EUR ve stejném měsíci předchozího roku. Celkově přeshraniční zajištění na konci roku 2008 představovalo 45 % celkového zajištění poskytnutého Eurosystemu.

Pro přeshraniční mobilizaci zajištění jsou dostupné dva hlavní kanály. Jedná se o model korespondentské centrální banky (CCBM)

<sup>5</sup> Poradní skupina pro T2S se skládá ze zástupců NCB, CSD a účastníků trhu.

poskytnutý Eurosystemem a způsobilá spojení mezi systémy vypořádání obchodů s cennými papíry (SSS).

### SLUŽBY ŘÍZENÍ ZAJIŠTĚNÍ V EUROSYSTÉMU

CCBM zůstává hlavním kanálem pro transfery zajištění přes hranice v operacích měnové politiky a vnitrodenních úvěrových operacích Eurosystemu. Na celkovém zajištění poskytnutém Eurosystemem v roce 2008 se podílel 36,7%. Aktiva držena v úschově prostřednictvím CCBM se zvýšila z 558 mld. EUR na konci roku 2008 na 713 mld. EUR na konci roku 2008.

Rámec CCBM byl zrevidován za účelem umožnění integrace nových zemí eurozóny. V souvislosti se vstupem Slovenska do eurozóny byla podepsána dohoda o CCBM s Národní bankou Slovenska.

Navzdory svému úspěchu a značnému příspěvku k procesu finanční integrace má systém CCBM jisté nedostatky, které se týkají především toho, že byl navržen jako přechodné řešení, které se opírá o zásadu minimální harmonizace. Tyto nedostatky v kombinaci s rostoucím významem přeshraničního zajištění vedly k rozhodnutí Rady guvernérů ze dne 8. března 2007 o revidování současných postupů řízení zajištění v Eurosystemu a o vytvoření nového systému řízení zajištění na jednotné platformě pro Eurosystem, nazvaného Collateral Central Bank Management (CCBM2). Účastníci trhu se do definování zásad a uživatelských požadavků pro CCBM2 zapojili prostřednictvím veřejných konzultací a ad hoc jednání.

Vzhledem k pozitivní zpětné vazbě ohledně této iniciativy Eurosystemu Rada guvernérů 17. července 2008 rozhodla, že spustí projekt CCBM2. Vývojem a provozem CCBM2 byly jménem Eurosystemu pověřeny belgická centrální banka a nizozemská centrální banka s cílem zavést tento systém nejpozději ve stejnou dobu jako T2S.

Cílem CCBM2 je konsolidovat vnitřní systémy Eurosystemu týkající se řízení zajištění a tak

zvýšit jejich účinnost. Zaměřuje se zejména na řešení nedostatků současného systému tím, že optimalizuje náklady na mobilizaci zajištění a zkvalitňuje řízení likvidity. Rozsah CCBM2 je širší než rozsah současného CCBM, jelikož poskytne jedinou sadu postupů s harmonizovanou úrovní služeb pro doručování a přijímání veškerého způsobilého zajištění (cenné papíry a neobchodovatelná aktiva) používaného na domácím i přeshraničním základě.

Účast NCB eurozóny v CCBM2 bude dobrovolná a bude uplatňován modulární přístup. CCBM2 se bude skládat z několika modulů, z nichž pouze jeden – směrovač zpráv – bude pro NCB účastníci se CCBM2 povinný. Prostřednictvím tohoto povinného modulu bude zajištěna standardizovaná interakce mezi Eurosystemem a protistranami. Ostatní moduly, které se zabývají samotným zpracováním obchodovatelných a neobchodovatelných aktiv, zůstanou volitelné. Tento modulární přístup dává NCB pružnost při výběru modulů CCBM2, které vyhovují jejich vlastním potřebám a potřebám jejich trhu. CCBM2 se bude moci hladce a včas přizpůsobovat změnám rámce zajištění a operačního rámce Eurosystemu, jakož i vývoji na trhu.

V současné fázi projektu Eurosystem vyvíjí podrobné specifikace pro uživatele na základě schválených uživatelských požadavků.<sup>6</sup> V následujících fázích projektu CCBM2 Eurosystem povede otevřený dialog s účastníky trhu.

### ZPŮSOBILÁ SPOJENÍ MEZI NÁRODNÍMI SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY

Národní SSS mohou být propojeny prostřednictvím smluvních a provozních mechanismů, které umožňují přeshraniční transfer způsobilých cenných papírů mezi systémy. Poté, co jsou způsobilé cenné papíry převedeny pomocí těchto spojení do jiného SSS, lze je použít v rámci místních postupů stejně jako jakékoliv jiné domácí zajištění.

<sup>6</sup> Viz [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html).

Protistrany mají v současnosti k dispozici 60 přímých a 6 zprostředkovaných spojení, z nichž je využíván pouze omezený počet. Tato spojení navíc pokrývají pouze část eurozóny. Spojení jsou způsobilá pro úvěrové operace Eurosystemu, jestliže splňují uživatelské standardy Eurosystemu (viz část 4 kapitoly 4).

Objem zajištění držený prostřednictvím těchto spojení se zvýšil ze 125 mld. EUR v prosinci 2007 na 148 mld. EUR v prosinci 2008, ale představoval pouze 8,3 % z celkového přeshraničního i domácího zajištění v držbě Eurosystemu v roce 2008 oproti 8,9 % v roce 2007.

## 3 BANKOVKY A MINCE

### 3.1 PENĚŽNÍ OBĚH A ZPRACOVÁNÍ OBĚŽIVA

#### POPTÁVKA PO EUROBANKOVKÁCH A EUROMINCÍCH

Na konci roku 2008 činil počet bankovek v oběhu 13,1 mld. a jejich hodnota představovala 762,8 mld. EUR. Ve srovnání s koncem roku 2007 (12,1 mld. bankovek v hodnotě 676,6 mld. EUR) to znamenalo zvýšení o 8,3 % pokud jde o objem a o 12,7 % pokud jde o hodnotu.

V souvislosti se zesílením turbulencí na finančním trhu bylo v první polovině října 2008 zaznamenáno značné zvýšení počtu eurobankovek v oběhu; jejich hodnota dosáhla 35 až 40 mld. EUR.

V posledním čtvrtletí roku 2008 byla zaznamenána zvláště vysoká poptávka po bankovkách v nominální hodnotě 100 a 500 EUR, která byla do značné míry ovlivněna poptávkou ze zemí mimo eurozónu. V důsledku toho se průměrná hodnota bankovky v oběhu na konci roku zvýšila na 58,15 EUR (z 55,85 EUR na konci předchozího roku).

Statistiky naznačují, že úvěrové instituce v eurozóně dodaly do konce prosince 2008 do zemí mimo eurozónu eurobankovky v hodnotě zhruba 96 mld. EUR, což představuje 13 %

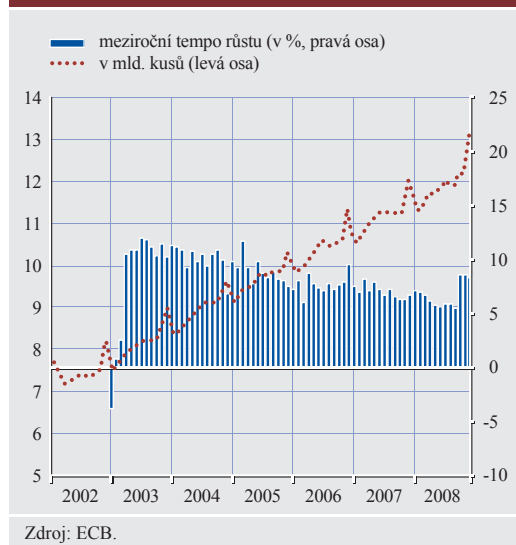
celkové hodnoty eurobankovek v oběhu. Tyto dodávky byly výsledkem zvýšené poptávky ze strany nerezidentů. Protože existují i další důvody, proč bankovky putují za hranice eurozóny (turistika a remittance zahraničních pracovníků), odhaduje se, že v hodnotovém vyjádření je téměř 20 % eurobankovek v oběhu drženo nerezidenty eurozóny.

Grafy 46 a 47 ilustrují plynulé zvyšování celkového počtu eurobankovek v oběhu a jejich hodnoty a také meziroční tempa růstu.

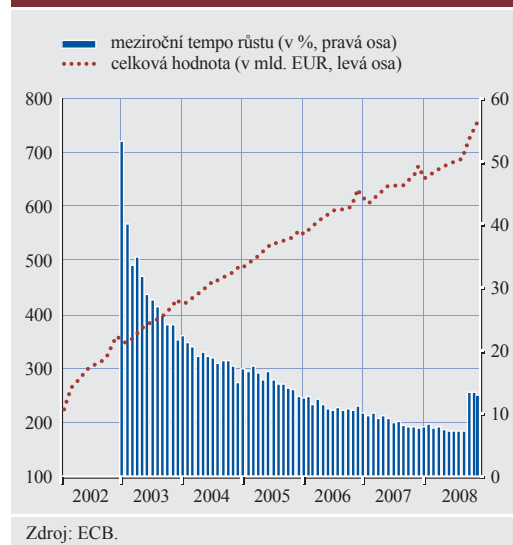
Z hlediska jednotlivých nominálních hodnot zaznamenala největší nárůst v oběhu bankovka v hodnotě 500 EUR, která se z velké části používá k hromadění hotovosti. Na konci roku 2008 činil tento nárůst 17,1 % oproti roku 2007. Následovaly bankovky v hodnotě 100, 50 a 200 EUR, jejichž počet se zvýšil o 14,2 %, 10,6 % a 9,3 %. Počet bankovek nižších nominálních hodnot v oběhu zaznamenal tempo růstu zhruba v rozmezí od 3 % do 6 % (viz graf 48).

Celkový počet euromincí v oběhu (tj. čistý oběh bez zásob držených NCB) se v roce 2008 zvýšil o 7,9 % na 82,3 miliard. Jejich hodnota se zvýšila o 5,7 % na 20,4 mld. EUR. Největší podíl na tomto růstu měly mince s nominální

**Graf 46 Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008**

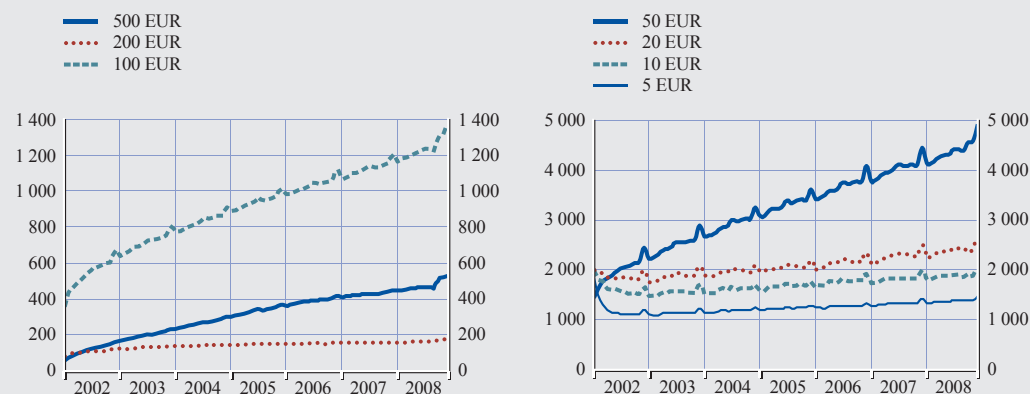


**Graf 47 Hodnota eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008**



**Graf 48 Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2008**

(v mil.)



Zdroj: ECB.

hodnotou 1 a 2 centy. Podíl mincí nízkých nominálních hodnot (1 cent, 2 centy a 5 centů) na celkovém počtu mincí v oběhu se nezměnil a činil 59 %.

### ZPRACOVÁNÍ BANKOVEK V EUROSYSTÉMU

Národní centrální banky eurozóny v roce 2008 vydaly 34,1 miliard bankovek, zatímco vráceno jim bylo 33,2 miliard bankovek. Návratnost obíhajících bankovek<sup>7</sup> se téměř nezměnila a činila 2,79, což znamená, že pravost každé bankovky a její vhodnost pro další oběh byla s využitím plně automatizovaných strojů na zpracování bankovek v NCB eurozóny ověřována v průměru přibližně jednou za čtyři měsíce.

Od roku 2004 provádí Eurosystem každoročně průzkum, jehož cílem je monitorování stavu eurobankovek v oběhu na úrovni eurozóny. V roce 2008 byl patrný trend zlepšování stavu bankovek a v rámci eurozóny byly zaznamenány menší rozdíly, což je výsledek koordinované strategie Eurosystemu v oblasti třídění a vydávání bankovek. NCB nahradily asi 5,6 miliard bankovek, které shledaly nevhodnými pro další oběh. Míra nevhodnosti<sup>8</sup> dosáhla přibližně 17 % a blížila se tak hodnotě zaznamenané v předchozím roce.

### 3.2 PADĚLÁNÍ BANKOVEK A BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

#### PADĚLANÉ EUROBANKOVKY

Národní střediska pro analýzu padělků<sup>9</sup> obdržela v roce 2008 celkem přibližně 666 000<sup>10</sup> padělků, což znamená nárůst v porovnání s předchozími roky, kdy byl jejich počet relativně stabilní. V roce 2008 se však také značně zvýšil počet pravých bankovek v oběhu. V porovnání s počtem pravých eurobankovek v oběhu, který na konci roku 2008 dosáhl 13,1 miliard, je množství padělků skutečně velmi malé. Proto je pravděpodobnost, že někdo náhodně obdrží padělanou bankovku z oběhu, nadále velmi nízká. Graf 49 ukazuje vývoj padělků stažených z oběhu; jde o pololetní údaje od doby vydání eurobankovek do oběhu. Padělatelé se v roce 2008 zaměřili hlavně na bankovky nominálních hodnot 20 a 50 EUR, které se na celkovém počtu

7 Definována jako počet bankovek vrácených NCB v daném období děleno průměrným počtem bankovek v oběhu během tohoto období.

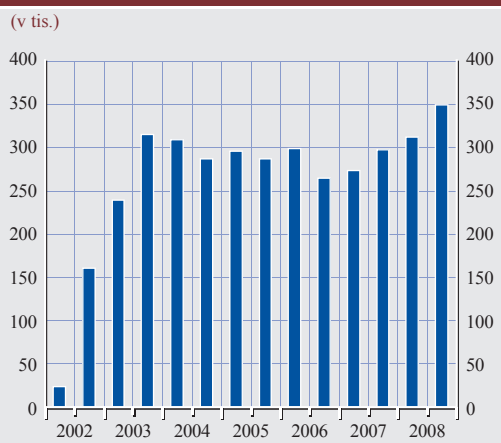
8 Definována jako počet bankovek označených jako nevhodné v daném období děleno celkovým počtem bankovek tříděných během tohoto období.

9 Střediska zřízená v každém členském státě EU pro prvotní analýzu padělaných eurobankovek na národní úrovni.

10 Toto číslo podléhá velmi malým změnám na základě zpožděných údajů, zejména z oblastí mimo EU.

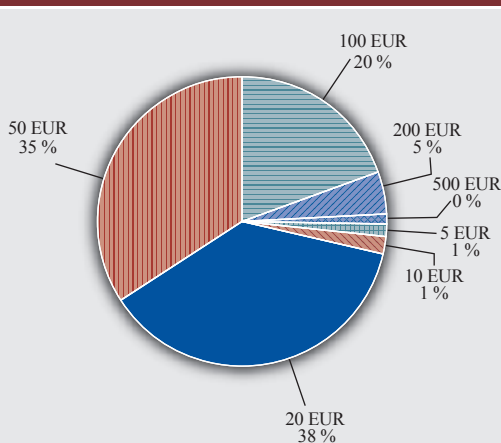


**Graf 49 Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2008**



Zdroj: ECB.

**Graf 50 Struktura padělků eurobankovek podle nominální hodnoty v roce 2008**



Zdroj: ECB.

padělků podílely asi třemi čtvrtinami. Graf 50 uvádí podrobné členění objemové struktury padělků.

Veřejnost může bezpečnosti eura i nadále důvěřovat: euro dokázalo, že je dobře chráněnou měnou pokud jde o propracovanost ochranných prvků i o účinnost evropských a národních orgánů činných v trestním řízení. ECB však nabádá veřejnost, aby byla i nadále ostražitá, upozorňuje na možnost podvodů a připomíná test rozpoznání pravosti bankovky hmatem, nastavením bankovky proti světlu a jejím nakloněním.<sup>11</sup> Eurosystem trvale usiluje o to, aby zajistil dobrou informovanost veřejnosti i profesionálních zpracovatelů peněz pokud jde o rozpoznávání padělků.

### BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

Eurosystem pokračoval v roce 2008 v boji proti padělení eura v úzké spolupráci s Europelem a Evropskou komisí (zejména s Evropským úřadem pro boj proti podvodům, OLAF). Eurosystem aktivně přistupuje ke školení profesionálních zpracovatelů peněz v rozpoznávání padělaných bankovek a zacházení s nimi, a to jak v EU, tak i mimo ni.

Eurosystem se aktivně účastní činnosti Mezinárodní skupiny pro boj proti padělení

(CBCDG), skupiny 31 centrálních bank a orgánů zodpovědných za emisi bankovek, které spolupracují pod záštitou zemí G10. Tato skupina podporuje výzkum postupů, které by zabránily nezákoně reprodukci bankovek. ECB je hostitelskou bankou Mezinárodního střediska pro boj proti padělení (ICDC), které působí jako technické středisko pro všechny členy CBCDG. Jeho hlavním úkolem je poskytování technické podpory a provozování systému centralizované komunikace sloužícího všem účastníkům, kteří se angažují v oblasti systémů boje proti padělení. ICDC má také veřejné internetové stránky<sup>12</sup>, na kterých poskytuje informace a pokyny ohledně reprodukce bankovek a také odkazy na internetové stránky jednotlivých zemí.

### 3.3 VÝROBA A EMISE BANKOVEK

#### ZAJIŠTĚNÍ VÝROBY

V roce 2008 bylo vyrobeno celkem 6,4 miliard eurobankovek v porovnání s 6,3 miliardami v roce 2007.

Přidělování výroby eurobankovek i nadále vycházelo ze scénáře decentralizované výroby

<sup>11</sup> Podrobnosti viz <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>

<sup>12</sup> Podrobnosti viz <http://www.rulesforuse.org>

přijatého v roce 2002. Podle tohoto ujednání je každá NCB v eurozóně zodpovědná za zajištění výroby přiděleného podílu z celkového požadavku na výrobu určité nominální hodnoty. Tabulka 12 uvádí stručný přehled rozdělení výroby v roce 2008.

### PILOTNÍ PROGRAM ROZŠÍŘENÉ SPRÁVY ZÁSOB

Pilotní program rozšířené správy zásob (ECI) eurobankovek v Asii, který byl zřízen v roce 2007, byl v roce 2008 úspěšně provozován dvěma velkými komerčními bankami působícími na velkoobchodním trhu s bankovkami. ECI je sklad hotovosti spravovaný komerční bankou, která drží oběživo na bázi úschovy. ECI usnadňuje mezinárodní distribuci eurobankovek a poskytuje statistické údaje týkající se oběhu eurobankovek mimo eurozónu, stejně jako informace o padělcích zjištěných v oblasti, kde působí. Vzhledem k úspěchu pilotního programu rozhodla Rada guvernérů v březnu 2008 spustit tříletý program ECI založený na zkušenostech s pilotním programem. Ve výběrovém řízení se do tříletého programu ECI přihlásily tři banky působící na velkoobchodním trhu s bankovkami. Jedna zahájila provoz v Hongkongu a druhá v Singapuru v únoru 2009. Předpokládá se, že třetí banka zahájí provozování ECI v Hongkongu v polovině roku 2009. Tyto banky jsou hlavními logistickými centry pro obchod s eurobankovkami ve východní Asii, která má největší obrat eurobankovek mimo Evropu. Jejich logistickým a administrativním partnerem je Deutsche Bundesbank. Eurosystem před

koncem tříletého období posoudí, zda a kde by měl program ECI pokračovat.

### PLÁN ZLEPŠENÍ SLADĚNOSTI HOTOVOSTNÍCH SLUŽEB NCB

Poté co Rada guvernérů schválila v roce 2007 plán, jehož cílem bylo dosáhnout ve střednědobém horizontu větší sladění hotovostních služeb nabízených NCB v eurozóně, Eurosystem v roce 2008 pokračoval ve své práci v této oblasti. Větší sladění je důležitá, neboť umožní zainteresovaným subjektům, zejména těm, které provádějí důležité přeshraniční operace, plně využívat přínosy jednotné měny a zajistí regulérní konkurenční prostředí. Vzhledem k rozdílným národním ekonomickým a geografickým podmínkám nepředpokládá Eurosystem pro distribuci hotovosti unifikovaný model. Harmonizační proces bude vyžadovat určitou flexibilitu pokud jde o požadavky zákazníků, hotovostní infrastrukturu a přechodné období k dosažení harmonizace.

Eurosystem rovněž pracuje na řadě dalších kroků včetně elektronické výměny dat s úvěrovými institucemi, které se týkají vkladů a výběrů hotovosti a standardů pro balení bankovek pro bezplatné hotovostní služby NCB. Na národní i evropské úrovni probíhaly konzultace se zainteresovanými stranami, zejména v souvislosti s problematikou společného balení bankovek se zřetelem na možné dopady na provoz a náklady.

Technický pokrok v oblasti strojů na zpracování bankovek a bankomatů nyní umožňuje čtení a zpracování bankovek bez ohledu na způsob, jakým jsou do stroje vloženy. V souladu s plánem budou NCB tato zlepšení postupně bezplatně zavádět.

### DRUHÁ SÉRIE EUROBANKOVEK

V roce 2005 zahájila ECB práce na přípravě nové série eurobankovek. Byly stanoveny funkční a technické požadavky a vyvinuty ochranné prvky, které budou použity u nové série bankovek. V roce 2008 se pracovalo především na dalším zlepšování grafického návrhu a ochranných

**Tabulka 12 Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2008**

Nominální hodnota	Počet (v mil.)	NCB zadávající výrobu
5 EUR	1 370,0	DE, ES, FR, PT
10 EUR	2 130,0	DE, GR, FR, AT
20 EUR	1 755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 EUR	1 060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	130,0	IT
200 EUR	-	-
500 EUR	-	-
<b>Celkem</b>	<b>6 445,0</b>	

Zdroj: ECB.

prvků bankovek a začlenění ochranných prvků do grafického návrhu. V roce 2008 byl rovněž zahájen vývoj materiálů pro přípravu tiskových podkladů a konečných materiálů pro výrobu bankovek.

Design druhé série eurobankovek bude vycházet z tématu „evropské epochy a umělecké slohy“ a bude zahrnovat nejdůležitější prvky použité v první sérii. Vzhledem k tomu, že vývoj materiálů pro přípravu tiskových podkladů je iterativní proces, budou tyto práce pokračovat i v roce 2009. Všechny strany účastníci se hotovostního cyklu jsou trvale informovány o pokroku ve vývoji a probíhají s nimi pravidelné konzultace. Nová série bude vydána v průběhu několika let a očekává se, že první nominální hodnota bude vydána během několika málo let. Přesné datum vydání bude určeno později. ECB bude veřejnost informovat o postupech zavádění nových bankovek v dostatečném předstihu. NCB budou vyměňovat eurobankovky z první série po neomezenou dobu.

## 4 STATISTIKA

ECB s pomocí NCB vyvíjí, shromažďuje, sestavuje a vydává širokou škálu statistik, které podporují měnovou politiku eurozóny a různé úkoly ESCB. Stále více je také využívají finanční trhy, média a široká veřejnost. Pravidelné zajišťování statistických údajů za eurozónu v roce 2008 probíhalo hladce a včas. Významným úspěchem bylo přijetí zlepšeného právního rámce Radou guvernérů, který výrazně obohatí měnovou a finanční statistiku eurozóny, zejména díky vyšší dostupnosti dat o prodeji a sekuritizaci úvěrů. Dalším klíčovým posunem bylo přijetí střednědobého pracovního programu pro statistiku v ECB, jímž se bude řídit tvorba statistik v rámci ESCB v období let 2009–2012. Kromě toho ECB v těsné spolupráci s NCB nadále přispívá k další harmonizaci konceptů statistiky v Evropě a revizi globálních i evropských statistických standardů.

### 4.1 NOVÉ NEBO ROZŠÍŘENÉ STATISTIKY EUROZÓNY

Právní rámec sběru měnové a finanční statistiky byl rozšířen novým nařízením ECB o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností (financial vehicle corporations, FVC) zapojených do sekuritizačních transakcí.<sup>13</sup> Dále byly provedeny změny právních předpisů ECB o sběru statistických údajů od MFI v souvislosti s novými požadavky (např. v důsledku finančních inovací) na rozvahovou statistiku<sup>14</sup>, statistiku úrokových sazeb z vkladů a úvěrů vůči domácnostem a nefinančním podnikům<sup>15</sup> a statistiku sekuritizací<sup>16</sup>. Tyto předpisy se také týkají dodatečných statistických požadavků, které vznikly v důsledku finanční krize, zejména pokud jde o sledování syntetických sekuritizací jako prostředku přenosu úvěrového rizika. Podle časového harmonogramu má být vykazování těchto dodatečných údajů zahájeno v polovině roku 2010 (aby NCB a zpravodajské jednotky měly dostatek času na zavedení nových systémů vykazování statistik) s výjimkou dat o sekuritizacích MFI a účelových finančních společnostech, která budou vykazována od prosince 2009. Vývoj těchto předpisů zahrnoval komplexní vyhodnocení přínosů a

odhadovaných nákladů těchto statistik jak pro zpravodajské jednotky, tak pro NCB, aby bylo zajištěno splnění nejdůležitějších uživatelských požadavků s přiměřenými náklady.

Rada guvernérů také schválila přepracované obecné zásady o měnové statistice, statistice finančních institucí a finančních trhů, které konsolidují předchozí změny a v současné době zahrnují další ustanovení týkající se těchto statistik. Mezi další úpravy právního rámce ECB v oblasti statistiky patřily změny obecných zásad týkajících se statistické zpravodajské povinnosti v oblasti vládní finanční statistiky (zrušení zbývajících výjimek) a čtvrtletních finančních účtů (zvýšení efektivity datových toků).

Pokud jde o statistiky aktiv a pasiv investičních fondů, začaly NCB poskytovat ECB nové harmonizované údaje od února 2009, přičemž jako referenční období použily prosinec 2008.<sup>17</sup>

Od června 2008 jsou ve statistické části internetových stránek ECB zveřejňovány další statistické údaje o oběhu eurobankovek a euromincí (např. měsíční údaje o zůstatcích a tocích eurobankovek a euromincí v oběhu a údaje o počtu a hodnotě bankovek, jejichž pravost a vhodnost pro další oběh byla ověřena). V rámci společného programu Euro systému pro šíření statistických údajů jsou nyní pravidelně zveřejňovány také zkvalitněné harmonizované ukazatele konkurenceschopnosti na základě indexů spotřebitelských cen, deflátorů HDP a jednotkových mzdových nákladů. Jejich účelem je poskytnout srovnatelné indikátory vývoje cenové a nákladové konkurenceschopnosti v zemích

13 Předběžný seznam účelových finančních společností byl již sestaven, což umožnilo zahájit porovnávání s jinými soubory dat a vypracování omezené předběžné analýzy nedávného vývoje v této oblasti.

14 Nařízení ECB/2008/32 ze dne 19. prosince 2008 o rozvaze sektoru měnových finančních institucí (přepracované znění).

15 Nařízení, kterým se mění nařízení ECB/2001/18 o statistice úrokových sazeb uplatňovaných měnovými finančními institucemi na vklady a úvěry vůči domácnostem a nefinančním podnikům bude zveřejněno v nejbližší době.

16 Nařízení ECB/2008/30 ze dne 19. prosince 2008 o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí.

17 Podle nařízení ECB/2007/8 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů (kromě fondů peněžního trhu).

eurozóny, které jsou také v souladu se změnami reálných efektivních směnných kurzů eura.

ECB pokračovala ve zkvalitňování svých statistik o krátkodobých evropských cenných papírech (STEP). Tyto statistiky poskytují údaje o objemech obchodování a výnosech na primárním trhu krátkodobých dluhových cenných papírů emitovaných v rámci programů, kterým byla udělena značka STEP (viz také část 3 v kapitole 4). Očekává se, že v první polovině roku 2009 budou zveřejněna podrobná toková i stavová data včetně zůstatků pro jednotlivé programy STEP.

Byly také zveřejněny nové rozvahové statistiky MFI, o které se opírá měnová analýza. Například po zvýšení dostupnosti dat z finančních účtů začala ECB zveřejňovat sektorové statistiky držby jednotlivých složek M3 nefinančními podniky, domácnostmi (včetně neziskových institucí sloužících domácnostem), ostatními finančními zprostředkovateli (včetně investičních fondů) a pojišťovnami a penzijními fondy. Tyto časové řady jsou k dispozici i zpětně od prvního čtvrtletí 1999.

V září 2008 Rada guvernérů schválila provedení výběrového šetření Euro systému o financích a spotřebě domácností v eurozóně. Cílem tohoto projektu je zaplnit výraznou mezeru v dostupnosti dat o finanční situaci jednotlivých segmentů sektoru domácností a doplnit tak makroekonomické statistiky (např. poskytnutím informací o aktivech a pasivech domácností v celé eurozóně). Přípravuje se také výběrové šetření o přístupu malých a středních podniků k financování. Předpokládá se, že toto šetření bude provedeno ve spolupráci s Evropskou komisí. ESCB také nadále pracoval na vylepšení Centralizované databáze cenných papírů (CSDB). CSDB obsahuje referenční informace o jednotlivých cenných papírech, které jsou relevantní pro statistiku v rámci ESCB, a hraje zásadní úlohu v úsilí o zavedení výkaznictví podle jednotlivých cenných papírů. Systémy, které sbírají data podle jednotlivých položek, mají potenciál výrazně snížit zpravodajské zatížení respondentů a zároveň zlepšit kvalitu

a pružnost statistik za eurozónu. Databázi již používají některé NCB k sestavování národních finančních statistik a dochází k jejímu dalšímu rozšiřování.

## 4.2 DALŠÍ VÝVOJ V OBLASTI STATISTIKY

Probíhá aktualizace dvou rámcových předpisů o shromažďování, sestavování a distribuci statistických údajů v Evropě, vydaných Evropským statistickým systémem (ESS), který sdružuje Eurostat a národní statistické úřady, a ESCB. Těsná spolupráce mezi ESCB a ESS vyústila v řadu shodných ustanovení v těchto dvou připravovaných předpisech, a to zejména v oblasti výměny důvěrných statistických informací mezi ESCB a ESS. ECB v září 2008 vydala doporučení k nařízení Rady, kterým se mění nařízení Rady (ES) č. 2533/98 o shromažďování statistických informací Evropskou centrální bankou.<sup>18</sup>

Od roku 2007 ECB a Eurostat pravidelně zveřejňují čtvrtletní integrované finanční a nefinanční účty eurozóny podle jednotlivých sektorů. V roce 2008 byly zahájeny práce na zlepšení včasnosti, úplnosti a konzistentnosti tohoto komplexního systému makroekonomických účtů.

Ke zlepšení distribuce statistik přispělo zveřejnění dodatečných přehledů se statistickými údaji za eurozónu a všech odpovídajících národních údajů na internetových stránkách ECB i NCB. Nově zveřejněné údaje zahrnovaly: i) seznamy MFI, ii) statistiku úrokových sazeb MFI, iii) statistiku platebního styku a iv) podrobné údaje o HICP a HDP. Databáze statistických dat Statistical Data Warehouse (SDW) je stále oblíbenějším nástrojem pro přístup ke statistikám eurozóny na internetu. V roce 2008 bylo do SDW zařazeno více údajů z oblasti statistiky finančních trhů a počet uživatelů SDW se zdvojnásobil na 40 000 měsíčně. Součástí strategie zlepšování komunikace v oblasti statistik eurozóny je také

<sup>18</sup> [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf)

spuštění nového interaktivního vizualizačního nástroje pro sledování inflace. Dále bylo v rámci pravidelných publikací ECB prezentováno širší spektrum statistických ukazatelů (například v „Euro money market survey“, „Financial integration in Europe“ či „Financial Stability Review“).

V roce 2008 bylo publikováno několik dokumentů, jejichž cílem bylo zvýšit informovanost o statistických činnostech ECB a ESCB, jejich řízení a kvalitě. Příkladem transparentního přístupu ECB v této oblasti jsou dokumenty „ECB Statistics Quality Framework“ a postupy pro zajištění kvality<sup>19</sup>, aktualizovaná publikace „ECB statistics – an overview“<sup>20</sup> a publikace o průběhu čtvrté konference ECB o statistice<sup>21</sup>.

ECB nadále úzce spolupracovala s Eurostatem a dalšími mezinárodními organizacemi (např. při přípravě společné zprávy za rok 2008 s názvem „Status report on information requirements in EMU“ a při revizi manuálu Eurostatu „ESA 95 manual on government deficit and debt“) a hrála významnou úlohu při aktualizaci globálních statistických standardů (Systém národních účtů 1993, Příručka k sestavení platební bilance MMF a OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment). ECB podporuje Eurostat v jeho úsilí o revizi ESA 95. ESA 95 je vodítkem pro řadu hospodářskopolitických rozhodnutí na evropské úrovni. ECB dále zajišťuje a realizuje globální technické standardy pro výměnu dat. Společně s NCB, MMF a BIS také vytvořila příručku o statistice cenných papírů. ECB rovněž vydala aktualizovanou verzi své publikace „Government finance statistics guide“<sup>22</sup>.

Statistiky eurozóny byly přizpůsobeny tak, aby zohledňovaly vstup Kypru a Malty k 1. lednu 2008. Díky dlouhodobé přípravě těchto zemí ještě před vstupem do EU a spoluprací s ECB a dalšími členskými státy nenastaly žádné problémy. Stejně jako v předchozích letech hrála statistika významnou úlohu při sledování konvergence členských států EU, které dosud nejsou součástí eurozóny. ECB společně

s centrálními bankami těchto členských států pomáhala Eurostatu s poskytováním statistik o dlouhodobých úrokových sazbách a směnných kurzech, ale také shromažďovala a sestavovala další statistická data, která doplňují čtyři základní konvergenční ukazatele hodnocené v konvergenční zprávě ECB z roku 2008 (viz část 1 kapitoly 3).

### 4.3 STŘEDNĚDOBÝ PRACOVNÍ PROGRAM PRO STATISTIKU V ECB (2009–2012)

V červenci 2008 byl na internetových stránkách ECB zveřejněn střednědobý pracovní program pro statistiku v ECB (2009–2012).<sup>23</sup> Je výsledkem podrobné analýzy a usiluje o další zvýšení účelnosti a hospodárnosti shromažďování a sestavování statistik eurozóny s cílem zaplnit některé přetrvávající mezery. Očekává se, že dojde mimo jiné k následujícím zlepšením: i) podrobnější statistiky držby cenných papírů, ii) lepší údaje o úvěrových derivátech, iii) sestavování včasných čtvrtletních statistik pojištěven a penzijních fondů a iv) lepší využívání dostupných mikroekonomických údajů pro statistické účely. Mezi tyto mikroekonomické údaje patří data z podnikových účetních závěrek dostupná z rozvahových statistik na národní úrovni a informace z centrálních registrů úvěrů. Dále se ECB společně s Výborem evropských orgánů bankovního dohledu (CEBS) snaží v rámci možností dosáhnout určitého sladění požadavků dohledu a statistik na data od úvěrových institucí. ESCB také pokračuje ve vyhodnocování statistických požadavků, které vznikly v důsledku finanční krize. Tato střednědobá strategie bude vyžadovat intenzivnější spolupráci všech zainteresovaných stran, tj. statistických útvarů NCB a ECB, ale také externích partnerů, jako jsou statistické úřady, orgány dohledu a zástupci finančního sektoru.

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

## 5 EKONOMICKÝ VÝZKUM

Ekonomický výzkum v rámci ECB i Eurosystemu jako celku má několik hlavních funkcí. Jednou z nich je poskytovat výsledky, které jsou relevantní pro formulování doporučení pro měnovou politiku a ostatní úkoly Eurosystemu, a navrhnout a implementovat příslušné modely a analytické nástroje. Další hlavní funkce zahrnují udržování a využívání ekonometrických modelů pro účely ekonomických prognóz a srovnávání dopadů alternativních politik, ale také komunikaci s akademickou obcí, například prostřednictvím zveřejňování výsledků výzkumu v recenzovaných odborných časopisech a organizování výzkumných konferencí.

### 5.1 PRIORITY A VÝSLEDKY VÝZKUMU

Ekonomický výzkum v ECB je prováděn decentralizovaným způsobem: všechny útvary mohou realizovat výzkumné projekty podle svých potřeb a své odbornosti. Generální ředitelství pro výzkum, které samo produkuje výzkumné práce vysoké kvality, také hraje klíčovou roli v koordinaci výzkumu. Ředitelství stojí v čele Výboru pro koordinaci výzkumu, který přizpůsobuje výzkumné aktivity v ECB potřebám této instituce. Výbor stanoví prioritní oblasti pro každý rok.

Jako hlavní výzkumné priority pro rok 2008 byly určeny tyto oblasti: prognózování a vývoj modelů, zkvalitnění měnové analýzy, chápání transmisního mechanismu měnové politiky, finanční stabilita, efektivnost evropského finančního systému a mezinárodní a fiskální otázky.

V oblasti prognózování a vývoje modelů v roce 2008 pokračovala řada stávajících projektů a došlo k zahájení několika nových projektů. Do makroekonomických projekcí byl zaveden New Area-Wide Model (NAWM), který je využíván při tvorbě hlavních projekcí i při analýze scénářů. Model Christiana, Motta a Rostagna byl dále rozvinut a využit v řadě hospodářskopolitických analýz zaměřených na chování finančních trhů. Oba tyto

modely se řadí mezi dynamické stochastické modely všeobecné rovnováhy (DSGE), které jsou v analytické práci centrálních bank využívány stále častěji. Byly také interně vyvinuty další modely DSGE, zaměřené na specifické hospodářskopolitické otázky. Vývoj krátkodobých prognostických nástrojů, zahájený v období 2006–2007, byl v roce 2008 zdárně završen a tyto nástroje byly začleněny do hodnocení ekonomické situace i do přípravy měnové politiky. Výzkum týkající se stávajících i nových prognostických nástrojů bude pokračovat i v roce 2009.

V průběhu roku 2008 byla zavedena nová metoda sestavování rozpětí projekcí, která byla použita v makroekonomických projekcích ECB a Eurosystemu zveřejněných v září a v prosinci. Problematika nejistoty prognóz bude předmětem zájmu i v roce 2009.

Výzkum v oblasti měnové analýzy se zaměřil na vývoj a využívání kvantitativních metod pro měnovou analýzu s důrazem na poskytnutí kvalitních analytických nástrojů pro přípravu měnových rozhodnutí. Nejvíce úsilí bylo věnováno vývoji modelů inflace na základě peněžních ukazatelů a analýze poptávky po penězích, ale také přípravě scénářů měnového vývoje ze strukturální perspektivy. V této souvislosti byl ve velké míře využíván model Christiana, Motta a Rostagna. Byla věnována značná pozornost využití různých strukturálních modelů a dalších nástrojů k vzájemnému porovnání výsledků.

V oblasti výzkumu transmisního mechanismu měnové politiky Program pro výzkum mzdového vývoje (Wage Dynamic Network, WDN), jehož účastníky jsou výzkumní pracovníci ESCB, prezentoval výsledky své práce na konferenci v červnu 2008. Program WDN se zabývá vlastnostmi a příčinami mzdového vývoje v eurozóně a jejich vztahem k cenám na agregátní úrovni i na mikroúrovni. Důležitým úspěchem tohoto programu v roce 2008 byl jím provedený průzkum mezd, nákladů práce a tvorby cen na podnikové úrovni, pokrývající 17 zemí.

Výběrové šetření o financích a spotřebě domácností v eurozóně (viz část 4 této kapitoly), které bude provedeno v rámci výzkumného programu Eurosystemu, se zaměří na mikroekonomické informace o širokém spektru rozhodnutí domácností ohledně držby reálných a finančních aktiv, zadlužování, přístupu k riziku, zaměstnanosti, příjmů, penzí, mezigeneračních transferů, darů, spotřeby a úspor. Očekává se, že sběr dat bude v řadě zemí eurozóny zahájen na začátku roku 2009. Anonymní mikroekonomická data o financích a spotřebě domácností v eurozóně by také v budoucnu měla být k dispozici výzkumným pracovníkům. Související výzkum financování a spotřeby domácností byl představen na konferenci organizované Centrem pro finanční studia a ECB v září 2008. Mezi další témata analyzovaná v této oblasti výzkumu patřila komunikační politika centrálních bank, monitorování finančních trhů, trhy s bydlením, úloha bank a úvěru v transmisním mechanismu měnové politiky a heterogenní charakter eurozóny z řady různých hledisek.

Zkoumány byly také otázky finanční stability a jejich vliv na měnovou politiku, zejména v souvislosti s přípravou publikace ECB Financial Stability Review. Byly analyzovány dvě dimenze finančního systému: stupeň jeho integrace a vývoj kapitálových trhů. Výzkumná činnost se zabývala také vztahem mezi kreditním a tržním rizikem.

V oblasti platebních systémů a systémů vypořádání cenných papírů ECB spojila síly s několika zainteresovanými odborníky z centrálních bank (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federeal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada a De Nederlandsche Bank) a akademiky a vytvořila neformální Program pro výzkum platebního styku (Payment Economics Network). Tento program podporuje informovanost o výzkumu problematiky platebních systémů a systémů vypořádání cenných papírů a posiluje vztah mezi výzkumem a praxí v této oblasti. Internetové stránky tohoto programu<sup>24</sup> obsahují odkazy na výzkumné

publikace, příslušné politické dokumenty, podrobnosti o připravovaných i již uskutečněných konferencích a informace o výzkumných projektech v této oblasti.

V mezinárodní oblasti byly hlavními tématy výzkumu globální nerovnováha, k níž se v roce 2008 konal seminář na vysoké úrovni, a mezinárodní role eura. Výzkum týkající se mezinárodní role eura se zaměřil na vztah mezi fakturační měnou a promítáním změn směnných kurzů. Výsledky tohoto výzkumu budou začleněny do zprávy nazvané „Review of the international role of the euro“. V souvislosti s touto prioritou výzkumu bylo vyvinuto mezinárodní rozšíření modelu NAWM.

## 5.2 ŠÍŘENÍ VÝSLEDKŮ VÝZKUMU: PUBLIKACE A KONFERENCE

Stejně jako v předchozích letech byly výzkumné práce zaměstnanců ECB zveřejňovány v rámci řady ECB Working Paper Series a řady ECB Occasional Paper Series. V roce 2008 bylo vydáno 141 publikací z řady ECB Working Paper Series a 22 publikací z řady ECB Occasional Paper Series. Autory nebo spoluautory celkem 116 publikací z řady ECB Working Paper Series byli pracovníci ECB, v mnoha případech společně s ekonomy Eurosystemu. Zbývající publikace byly napsány externími autory, kteří se účastnili konferencí a seminářů, pracovali ve výzkumných programech nebo absolvovali dlouhodobější stáže v ECB za účelem dokončení výzkumného projektu. Jak se již stalo zvykem, očekává se, že většina těchto publikací bude nakonec vydána v předních recenzovaných akademických časopisech. V roce 2008 publikovali pracovníci ECB v akademických časopisech více než 30 článků.

Pravidelnou publikací ECB, jejímž cílem je seznámit širší veřejnost s výsledky výzkumu prováděného v obecném zájmu, je Research Bulletin. V roce 2008 se zaměřil na problematiku turbulencí na úvěrových trzích,

24 <http://www.paymenteconomics.org>



charakteristik hospodářského cyklu v eurozóně, bytového bohatství a spotřeby a regionálního vývoje inflace.

ECB pořádala nebo spolupořádala přibližně 15 konferencí či seminářů s výzkumnou tematikou. Spolupořadatelé konferencí byli Centrum pro výzkum hospodářské politiky (CEPR) a ostatní centrální banky, ať již uvnitř nebo vně Eurosystemu. Byla také zorganizována celá řada seminářů s cílem šířit výsledky výzkumu v rámci ECB. Stejně jako v předchozích letech se většina konferencí a seminářů týkala konkrétních priorit výzkumu. Programy těchto akcí a přednesené prezentace jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

Pořádané konference a semináře se týkaly širokého spektra témat. Sedm z těchto akcí bylo zaměřeno na finanční otázky: dvě se zabývaly dopady finanční krize, z čehož jedna byla organizována společně s Federal Reserve Bank of Chicago, a další akce byla věnována finanční integraci. Zbývající akce se týkaly různých aspektů fungování peněžního trhu a trhu retailových plateb. Pátá konference Mezinárodního výzkumného fóra pro měnovou politiku (organizovaná spolu s Radou guvernérů Federálního rezervního systému, Georgetown University a University of Frankfurt) v červnu 2008 byla věnována analýze měnověpolitických témat. Další konference se zabývaly problematikou dat (ve spolupráci s CEPR prostřednictvím Programu pro výzkum hospodářského cyklu eurozóny (EABCN)), trhů práce a prvními deseti lety existence eura.

Dalším mechanismem pro šíření výsledků výzkumu bylo pořádání sérií seminářů, z nichž dvě byly mimořádně významné: Joint Lunchtime Seminars, kterou ECB organizovala spolu s Deutsche Bundesbank a Centrem pro finanční studia, a Invited Speaker Seminars. Semináře těchto dvou sérií se konaly každý týden a externí pracovníci výzkumu na nich v ECB prezentovali svoji aktuální práci. ECB také organizuje výzkumné semináře na méně pravidelné bázi mimo tyto dvě série.

## 6 JINÉ ÚKOLY A ČINNOSTI

### 6.1 DODRŽOVÁNÍ ZÁKAZU MĚNOVÉHO FINANCOVÁNÍ A ZVÝHODNĚNÉHO PŘÍSTUPU

Podle čl. 237 písm. d) Smlouvy o Evropské unii je ECB pověřena úkolem sledovat dodržování zákazů plynoucích z čl. 101 a 102 Smlouvy a nařízení rady (ES) č. 3603/93 a 3604/93 ze strany 27 národních centrálních bank členských zemí (NCB) a ECB. Článek 101 zakazuje ECB a NCB poskytovat vládám a institucím či orgánům Společenství možnost přečerpání zůstatků bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru, stejně jako nakupovat přímo od nich dluhové nástroje. Článek 102 zakazuje jakékoli opatření, které by nebylo založeno na obezřetném posouzení a které by umožňovalo zvýhodněný přístup vlád a institucí a orgánů Společenství k finančním institucím. Evropská komise souběžně s Radou guvernérů monitoruje, jak členské státy dodržují výše uvedená ustanovení.

ECB také sleduje, jak centrální banky EU nakupují na sekundárních trzích dluhové nástroje vydané domácím veřejným sektorem, veřejným sektorem jiných členských států a institucemi a orgány Společenství. V souladu s body odůvodnění nařízení Rady (ES) č. 3603/93 nesmí být akvizice dluhových nástrojů veřejného sektoru na sekundárním trhu využita k obcházení cíle čl. 101 Smlouvy. Takové nákupy se nesmějí stát formou nepřímého měnového financování veřejného sektoru.

Sledování dodržování zákazů za rok 2008, které vychází z informací od 27 národních centrálních bank členských zemí (NCB) a ECB, potvrzuje, že ustanovení čl. 101 a 102 Smlouvy a nařízení Rady (ES) byla ve sledovaném období až na jednu výjimku dodržována.

De Nederlandsche Bank oznámila přečerpání mezidenního úvěru, které znamenalo jednodenní nedodržení zákazu měnového financování plynoucího ze Smlouvy, což však bylo ihned napraveno.

### 6.2 PORADNÍ FUNKCE

Článek 105 odst. 4 Smlouvy vyžaduje, aby ECB byla konzultována ve věci jakýchkoliv navrhovaných právních předpisů Společenství nebo vnitrostátních právních předpisů spadajících do oblasti působnosti Evropské centrální banky.<sup>25</sup> Povinnost konzultovat ECB není dotčena v situaci, kdy má být návrh právního předpisu schválen ve zkráceném řízení. Schválení právních předpisů ve velmi krátké době po žádosti o konzultaci by mělo být navíc povoleno pouze ve výjimečných případech, jako je současné období finančních turbulencí. Všechna stanoviska ECB jsou zveřejňována na jejich internetových stránkách.

V roce 2008 ECB přijala 92 stanovisek: 11 v reakci na konzultace ze strany institucí EU a 81 v reakci na konzultace ze strany vnitrostátních orgánů. V roce 2007 to bylo 43 stanovisek. Seznam stanovisek přijatých v roce 2008 a na začátku roku 2009 je uveden v příloze této výroční zprávy.

Za zmínku stojí zejména následující stanoviska ECB vydaná na žádost Rady EU.

ECB vydala stanovisko<sup>26</sup> k návrhu novely směrnice o neodvolatelnosti vypořádání<sup>27</sup> a směrnicí o finančním zajištění<sup>28</sup>. Změny se týkají ochrany nočního vypořádání a vzájemně propojených systémů na základě směrnice o neodvolatelnosti vypořádání vzhledem k očekávanému zvýšení interoperability systémů vyplývajících ze směrnice o trzích s finančními

25 Velká Británie je vyňata z povinnosti konzultovat ECB na základě Protokolu o některých ustanoveních týkajících se Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku, jenž je připojen ke Smlouvě, Úř. věst. C 191, 29.7.1992, s. 87.

26 CON/2008/37.

27 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry, Úř. věst. L 166, 11.6.1998, s. 45.

28 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění, Úř. věst. L 168, 27.6.2002, s. 43.

nástroji a Evropského kodexu chování pro zúčtování a vypořádání. Podle tohoto návrhu zahrnují kategorie finančního zajištění, které může být poskytnuto podle směrnice o finančním zajištění, rovněž úvěrové pohledávky způsobilé pro zajištění úvěrových operací centrálních bank za účelem usnadnění jejich používání v celé EU. ECB ve svém stanovisku tento návrh uvítala a zejména doporučila, aby byla rozšířena definice výrazu „systém“ a i) výslovně zahrnovala systémy vytvořené právním aktem ECB a ii) umožnila ECB, aby je sama označila za systémy ECB. ECB dále navrhla, aby byly úvěrové pohledávky zařazeny do působnosti směrnice o finančním zajištění na základě jednotné obecné definice, která není spojena se způsobilostí pro zajištění přijatelné pro centrální banky, a doporučila sladit některé prvky kolizních norem pro úvěrové pohledávky v EU.

ECB byla rovněž konzultována ohledně návrhu směrnice, kterou se mění směrnice o kapitálových požadavcích<sup>28</sup> pokud jde o banky přidružené k centrálním institucím a některé položky kapitálu.

ECB vydala stanovisko<sup>29</sup> k návrhu směrnice, kterou se mění směrnice o elektronických penězích<sup>30</sup>, jejímž cílem je otevřít trh pro vydávání elektronických peněz prostřednictvím institucí elektronických peněz (ELMI). ECB podpořila tuto revizi, ale vyjádřila vážné obavy ohledně změny charakteru ELMI na „finanční instituce“, jak je definuje směrnice č. 2006/48/ES (přepřacované znění)<sup>32</sup>, neboť by to mělo dalekosáhlé důsledky pro provádění měnové politiky. Navrhovaná směrnice vzbuzuje obavy i z hlediska dohledu, neboť zmírňuje režim dohledu nad ELMI, ale zároveň rozšiřuje rozsah činností, které mohou ELMI vykonávat.

Pokud jde o Lamfalussyho rámeček<sup>33</sup> jako součást procesu objasňování a rozšiřování rozsahu úkolů výborů třetí úrovně (Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (CEBS), Výbor evropských dohledů v pojišťovnictví a zaměstnaneckém penzijním pojištění (CEIOPS) a Výbor evropských regulátorů cenných papírů (CESR)), byla ECB konzultována ohledně

návrhu rozhodnutí Komise ustavujícího CEBS, které nahrazuje rozhodnutí Komise č. 2004/10<sup>34</sup>. ECB ve svém stanovisku<sup>35</sup> uvítala navrhované úpravy a zdůraznila, že jejími konkrétními připomínkami není ohrožena možnost jejího zapojení do širší debaty v budoucnu, např. ve vztahu ke skupině na vysoké úrovni, jíž předsedá Jacques de Larosière. ECB navrhla několik úprav návrhu rozhodnutí, zejména pokud jde o zapojení ECB a Výboru pro bankovní dohled do některých úkolů CEBS. ECB doporučila, aby byl zajištěn soulad mezi ustanoveními návrhu rozhodnutí a ustanoveními statutu CEBS ohledně systému hlasování a navrhla, aby Komise v případě potřeby vzala tyto připomínky v úvahu u návrhů rozhodnutí týkajících se výborů třetí úrovně, u kterých ECB není konzultována.

ECB vydala také stanovisko<sup>36</sup> k návrhu nařízení o přeshraničních platbách, které nahrazuje nařízení (ES) č. 2560/2001<sup>37</sup>. ECB přivítala, že do navrhovaného nařízení bylo zahrnuto přeshraniční inkaso, avšak varovala, že bude třeba důkladně zvážit otázky výkaznictví v oblasti platební bilance. V tomto kontextu je nezbytné, aby byly uspokojeny potřeby uživatelů statistiky platební bilance jak na národní úrovni, tak na úrovni eurozóny a aby bylo zajištěno včasné spuštění SEPA. Rozvoj SEPA naznačuje, že systémy vykazování v oblasti platební bilance založené hlavně na

29 Jedná se o směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (přepřacované znění), Úř. věst. L 177, 30.6.2006, s. 1, a směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí (přepřacované znění), Úř. věst. L 177, 30.6.2006, s. 201.

30 CON/2008/84.

31 Směrnice Evropského Parlamentu a Rady č. 2000/46/ES ze dne 18. září 2000 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o oběžetnostním dohledu nad touto činností, Úř. věst. L 275, 27. 10. 2000, s. 39.

32 Viz čl. 4 odst. 1 a 5 směrnice č. 2006/48/ES, jak jsou uvedeny v poznámce pod čarou 30.

33 Další podrobnosti viz část 2 kapitoly 4.

34 Rozhodnutí Komise č. 2004/10 ze dne 5. listopadu 2003 o ustavení Evropského bankovního výboru, Úř. věst. L 3, 7.1. 2004, s. 36.

35 CON/2008/63.

36 CON/2009/1.

37 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2560/2001 ze dne 19. prosince 2001 o přeshraničních platbách v eurech, Úř. věst., L 344, 28.12.2001, s. 13.

údajích o platbách nelze zachovat, protože jsou určeny pro platby v eurech v rámci EU. Reforma těchto systémů může implikovat omezení vykazovacích povinností pro banky, ale také zvýšenou vykazovací zátěž pro nebankovní subjekty, která by měla být udržena na minimu. Je také třeba zajistit, aby statistika platební bilance byla nadále zpracovávána s vysokou spolehlivostí a v intervalech a termínech, které ECB vyžaduje k provádění měnové politiky.

ECB vydala stanovisko<sup>38</sup> ke změnám směrnice o systémech pojištění vkladů<sup>39</sup>, jejichž cílem je zvýšit důvěru vkladatelů zvýšením minimální úrovně krytí v systémech pojištění vkladů a zkrácením lhůty k výplatě pojištěných vkladů. ECB podpořila tyto cíle a zdůraznila přitom, že důvěryhodnost systémů pojištění vkladů by měla být zachována tím, že budou vytvořeny účinné operační postupy pro ověřování pohledávek a vyplácení vkladatelů, které zajistí, aby byly k dispozici dostatečné finanční prostředky a zvýší povědomí vkladatelů o podmínkách ochrany vkladů. Veškerá opatření musí respektovat zákaz měnového financování podle čl. 101 Smlouvy.<sup>40</sup> ECB očekává, že se v roce 2009 zapojí do dalších prací v této oblasti.

ECB byla nadále konzultována národními orgány v otázkách souvisejících s národními centrálními bankami, zejména ohledně změn ve statutech belgické, bulharské, české, německé, estonské, španělské, lucemburské, maďarské, rumunské a švédské národní centrální banky.<sup>41</sup> Pokud jde o navrhovanou novelu zákona o Deutsche Bundesbank, ECB konstatovala, že členské státy nesmějí omezovat způsobilost národní centrální banky zaměstnávat a udržovat si kvalifikované zaměstnance potřebné k tomu, aby národní centrální banka mohla samostatně vykonávat úkoly, které jí byly svěřeny Smlouvou a Statutem, a že národní centrální banky se nesmějí dostat do pozice, kdy by vlády ovlivňovaly jejich zaměstnaneckou politiku.<sup>42</sup> ECB naznačila, že by přivítala revizi navrhovaných změn, a to rozšířením pravomocí Výkonné rady Deutsche Bundesbank pokud jde o schvalování služebního řádu. V souvislosti

s navrhovanými změnami statutu Banca Națională a României vyslovila ECB názor, že tyto změny by značně omezily nezávislost centrální banky, zejména kvůli požadavku na schvalování výroční zprávy banky parlamentem a možnosti, že zaměstnanci centrální banky budou osobně zodpovědní za ztráty.<sup>43</sup> Ve svém stanovisku k finanční nezávislosti Sveriges Riksbank v souvislosti se strukturou kapitálu a distribucí zisku ECB zdůraznila, že Švédsko bylo povinno uvést v platnost nezbytná opatření tak, aby byla v souladu s příslušnými ustanoveními Smlouvy a Statutu ESCB týkajícími se nezávislosti centrální banky do doby vzniku ESCB, tj. do 1. června 1998.<sup>44</sup> Dále ECB zdůraznila, že by se veškeré legislativní reformy měly zaměřit na postupné dosažení sladění se standardy Eurosystemu. ECB navíc ze své iniciativy předložila stanovisko k reformě řeckého systému sociálního zabezpečení, protože se domnívala, že navrhovaná ustanovení by mohla ovlivnit statut řecké centrální banky jako nezávislého orgánu.<sup>45</sup> Penzijní fond řecké centrální banky byl integrován do penzijního fondu spravovaného státem a od banky se požadovalo, aby po dobu 15 let přispívala každoročně částkou 23 mil. EUR. Příslušná zákonná ustanovení by opravňovala k úvahám ohledně možných implikací pro nezávislost centrální banky, včetně finanční nezávislosti, a pro zákaz měnového financování.

Lucembursko konzultovalo s ECB dvakrát, a to návrh zákona, který zdokonaluje legislativní rámec pro Lucembursko jako finanční centrum

38 CON/2008/70.

39 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 94/19/ES ze dne 30. května 1994 o systémech pojištění vkladů (Úř. věst. L 135, 31.5.1994, s. 5).

40 Interpretováno v souladu s nařízením Rady (ES) č. 3603/93 ze dne 13. prosince 1993, kterým se upřesňují definice pro použití zákazů uvedených v člincích 104 a 104b odst. 1 Smlouvy, Úř. věst. L 332, 31.12.1993, s. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82 [MT], CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 a CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

a kterým se mění zákon o měnovém statusu a o Banque centrale du Luxembourg.<sup>46</sup> Stanoviska uvítala posílení úlohy Banque centrale du Luxembourg v oblasti finanční stability a vytvoření právního základu pro možné rozšíření pomoci ze strany banky v případě kritického nedostatku likvidity.

V oblasti platebních a vypořádacích systémů byla ECB konzultována Polskem ohledně návrhu zákona, kterým se mění zákon o obchodování s finančními nástroji a jiné zákony.<sup>47</sup> V souladu s dřívějšími stanovisky doporučila ECB výslovná ustanovení týkající se kompetence NCB v oblasti dohledu nad platebními a vypořádacími systémy.

Finsko konzultovalo s ECB návrh právní úpravy sjednocení finančního dohledu a dohledu nad pojišťovny.<sup>48</sup> ECB podpořila posílení struktury dohledu, avšak zdůraznila nutnost záruk pro rozpočtová opatření, mechanismus refundací a kontrolu a výkaznictví. V souladu se svými dřívějšími stanovisky konstatovala, že spolupráce orgánů bankovního dohledu a centrálních bank a vzájemné sdílení informací je zásadní pro provádění makrobezpečnostního monitorování a dohledu nad platebními systémy. V oblasti finanční stability byla ECB konzultována Polskem ohledně návrhu zákona, kterým se mění zákon o garančním bankovním fondu.<sup>49</sup> ECB zopakovala kritéria, na jejichž základě mohou NCB poskytovat úvěr národním systémům pojištění vkladů a zdůraznila důležitost efektivní koordinace těchto systémů.

V souvislosti s globální finanční krizí vydala ECB velký počet stanovisek<sup>50</sup> k záchranným opatřením jednotlivých států týkajících se státních záruk, rekapitalizace bank, které se dostaly do potíží, nákupu aktiv bank a systémů pojištění vkladů. ECB v této souvislosti podtrhla důležitost koordinovaného přístupu v souladu se společným akčním plánem schváleným dne 12. října 2008 hlavami států nebo vlád eurozóny a v souladu s právními předpisy Společenství (zejména pokud jde o opatření týkající se veřejné podpory) a zdůraznila, že úloha státu jako akcionáře by měla být časově omezená.<sup>51</sup>

V souvislosti se zavedením eura na Slovensku byla ECB konzultována ohledně návrhu zákona o duálním označování cen a o pravidlech zaokrouhlování.<sup>52</sup> ECB připomněla význam zásad cenové neutrality a kontinuity právních nástrojů a doporučila zvolit postup, který by byl konzistentní se srovnatelnými případy týkajícími se metod zaokrouhlování a obvyklé praxe.

Od roku 2008 jsou informace o zřejmých a významných případech nesplnění povinnosti konzultovat ECB ohledně návrhů národních právních předpisů a právních předpisů Společenství rovněž uváděny ve výroční zprávě. Kromě reformy řeckého systému sociálního zabezpečení, k němuž ECB vydala stanovisko ze své vlastní iniciativy, došlo k dalším šesti případům, kdy navrhované národní právní předpisy nebyly konzultovány s ECB.

Bulharské a kyperské orgány nekonzultovaly s ECB právní ustanovení uvádějící další důvody pro odvolání guvernéra centrální banky kromě důvodů uvedených ve statutu ESCB. Bulharský zákon o prevenci a uveřejňování konfliktů zájmů ze 16. října 2008 stanoví, že neplnění jeho ustanovení a existence konfliktu zájmů jsou důvody pro odvolání veřejných činitelů, včetně guvernéra, zástupců guvernéra a členů bankovní rady bulharské centrální banky (Българска народна банка). Kyperský zákon zavádí omezení týkající se některých ekonomických aktivit a výhod, jejichž nedodržení je důvodem pro odvolání guvernéra kyperské centrální banky. Pokud by ECB byla konzultována, vyslovila by významné kritické připomínky ohledně souladu těchto ustanovení s čl. 14.2 statutu ESCB.

46 CON/2008/17 a CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 a CON/2008/92.

51 Podrobněji viz kapitola 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/25 a CON/2008/27.

Francouzské orgány nekonzultovaly s ECB dvě změny návrhu zákona o modernizaci hospodářství, které dále zjednodušily statut Banque de France tím, že kromě jiného zrušily měnový výbor Generální rady a převedly odpovědnost za transponování směrnic ECB na guvernéra. I když by ECB neměla námitky proti těmto institucionálním změnám, měla být konzultována, jelikož se uvedená ustanovení týkají Banque de France.

Nizozemské orgány nekonzultovaly s ECB zákon, kterým se mění zákon o finančním dohledu. Tento zákon stanoví, že za výjimečných okolností může De Nederlandsche Bank a Autoriteit Financiële Markten schválit dočasná pravidla na podporu stability finančního sektoru. V dopise ministru financí Nizozemska ECB konstatovala, že návrh zákona se týká NCB a pravidel platných pro finanční instituce, která mají zásadní vliv na stabilitu finančních institucí a trhů, a měl proto být konzultován s ECB.

Portugalské orgány nekonzultovaly s ECB tři právní akty schválené v souvislosti s finančními turbulencemi. Jeden se týkal takových úkolů Banco de Portugal, jako je posuzování žádostí úvěrových institucí o navýšení kapitálu a dohled nad dodržováním plánů rekapitalizace. Další dva zákony stanoví, že portugalský stát může poskytnout záruku za financování úvěrových institucí registrovaných v Portugalsku, přičemž Banco de Portugal je jedním z orgánů odpovědných za prověřování žádostí o financování a monitorování vymáhání těchto státních záruk. Jelikož se schválené právní předpisy týkají NCB a stanovují pravidla platná pro finanční instituce, která mají zásadní vliv na stabilitu finančních institucí a trhů, měly být konzultovány s ECB.

Rumunské orgány nekonzultovaly s ECB návrh právních předpisů transponujících směrnici 2006/43/ES o zákonem stanoveném auditu ročních závěrek a konsolidovaných účetních závěrek do rumunského práva. ECB měla být konzultována, i když šlo o transponování směrnice ES, protože se tyto předpisy týkaly Banca Națională a României.

### **6.3 SPRÁVA VÝPŮJČNÍCH A ÚVĚROVÝCH OPERACÍ EVROPSKÉHO SPOLEČENSTVÍ**

V souladu s čl. 123 odst. 2 Smlouvy a čl. 9 nařízení Rady (ES) č. 332/2002 ze dne 18. února 2002 má ECB i nadále odpovědnost za správu výpůjčních a úvěrových operací Evropského společenství na základě mechanismu střednědobé finanční pomoci (Medium-Term Financial Assistance). V roce 2008 ECB obdržela jistinu od věřitelů Společenství a poskytla úvěr dlužnické zemi (Maďarsko). Celková výše neuhrazených úvěrových operací Společenství s Maďarskem k 31. prosinci 2008 činila 2 mld. EUR (na konci roku 2007 nebyl vykázán žádný neuhrazený zůstatek).

### **6.4 SLUŽBY SPRÁVY REZERV EUROSISTÉMU**

V roce 2008 bylo i nadále nabízeno komplexní spektrum služeb podle rámce vytvořeného v roce 2005 pro správu rezervních aktiv zákazníků Eurosystemu, která jsou denominována v eurech. Služby, které jsou k dispozici centrálním bankám, měnovým orgánům a orgánům státní správy se sídlem mimo eurozónu a mezinárodním organizacím, jsou nabízeny za harmonizovaných podmínek a v souladu se všeobecnými tržními standardy jednotlivými centrálními bankami Eurosystemu (poskytovatelé služeb Eurosystemu). ECB plní roli koordinátora celého procesu tím, že zajišťuje hladké fungování rámce. Počet zákazníků udržujících obchodní vztahy s Eurosystemem zůstal v roce 2008 stabilní. Pokud jde o samotné služby, došlo ke značnému zvýšení celkových hotovostních zůstatků zákazníků a držby cenných papírů, zejména ve druhé polovině roku. Poté, co Eurosystem provedl v roce 2007 průzkum mezi zákazníky, který potvrdil jejich celkovou spokojenost, začal Eurosystem v roce 2008 dále zlepšovat rozsah i kvalitu služeb dostupných v rámci správy rezerv.



Školení pokladníků v Suomen Pankki – Finlands Bank v Helsinkách v září 2001

## KAPITOLA 3

# VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY



## I HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ NA SLOVENSKU

Dne 8. července 2008 Rada ECOFIN přijala rozhodnutí, které umožnilo Slovensku vstoupit k 1. lednu 2009 do eurozóny, čímž se počet zemí eurozóny zvýšil z 15 na 16. Rozhodnutí Rady bylo založeno na konvergenčních zprávách, které vypracovaly ECB a Evropská komise v květnu roku 2008, a vycházelo z diskuzí Rady EU skládající se z hlav států či předsedů vlád, ze stanoviska Evropského parlamentu a z návrhu Evropské komise. Téhož dne přijala Rada ECOFIN nařízení, které neodvolatelně stanovilo přepočítací koeficient mezi slovenskou korunou a eurem ve výši 30,1260 SKK/EUR, který odpovídal centrální paritě v ERM II v době rozhodnutí. V den, kdy byl tento přepočítací koeficient stanoven, se slovenská koruna obchodovala v jeho blízkosti. Během účasti Slovenska v mechanismu ERM II od 28. listopadu 2005 byla centrální parita slovenské koruny vůči euru dvakrát revalvována, a to o 8,5 % v březnu 2007 a o 17,6472 % v květnu 2008.

Slovenská ekonomika v posledních letech silně rostla, na rozdíl od konce devadesátých let, kdy pomalý ekonomický růst nedosahoval 2 %.

K povzbuzení růstu během posledních deseti let přispěly rozsáhlé strukturální reformy a následný značný příliv zahraničního kapitálu. Růst reálného HDP v roce 2007 přesáhl 10 %, poté následoval mírnější růst ve výši 6,4 % v roce 2008 (viz tabulka 13). Výkon slovenské ekonomiky v několika posledních letech souvisel s významným zlepšením výrobní kapacity, zejména v průmyslu. Většina nových závodů, které jsou koncentrovány v automobilovém a elektronickém průmyslu, je orientovaná na export. Co se týče vnějšího prostředí, Slovensko vykazovalo během téměř celé dekády značný schodek běžného a kapitálového účtu. Tento schodek byl však z velké části financován přílivem přímých zahraničních investic, přičemž dluhové toky hrály pouze vedlejší roli. V první polovině dekády velké investiční projekty zpočátku způsobily určité zhoršení salda běžného a kapitálového účtu, což bylo dáno zejména dovozem nových technologií. Tento efekt však byl pouze dočasný, neboť značné zlepšení vývozní kapacity průmyslu přispělo ke snížení těchto schodků. Průměrný schodek

**Tabulka 13 Hlavní ekonomické ukazatele Slovenska**

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Růst reálného HDP	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Příspěvky k růstu reálného HDP</i>										
<i>(v procentních bodech)</i>										
Domácí poptávka bez zásob	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Čistý vývoz	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflace měřená HICP <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Náhrada na zaměstnanost	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominální JMN celkem	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflátor dovozu zboží a služeb	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo běžného a kapitálového účtu										
<i>(v % HDP)</i>	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Celková zaměstnanost	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Míra nezaměstnanosti v % pracovní síly	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Hrubý dluh vládních institucí	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
3měsíční úroková sazba (v % p.a.) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Dlouhodobý výnos 10letých státních dluhopisů (v % p.a.) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Směnný kurz vůči euru <sup>1)2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Zdroje: ECB a Eurostat.  
1) Průměr hodnot za období.  
2) SKK za euro.

běžného a kapitálového účtu činil v minulých pěti letech 5,5 % HDP.

Vývoj inflace na Slovensku byl během posledního desetiletí relativně nestálý. K této nestabilitě přispěly do značné míry změny regulovaných cen a nepřímých daní. Po fázi vysokého růstu cenové hladiny se od roku 2004 roční inflace měřená indexem HICP postupně snižovala (kromě dočasného zvýšení v roce 2006), až v roce 2007 klesla na nejnižší hodnotu 1,9 %. Tento pokles následoval poté, co Národní banka Slovenska přešla k režimu cílování inflace. Ke zmírnění inflace přispělo postupné zhodnocování slovenské koruny vůči euru. Následně se slovenská inflace měřená HICP opět zvýšila a v září 2008 dosáhla vrcholu ve výši 4,5 %, v čemž se do značné míry odrážel vývoj světových cen energií a potravin. V důsledku značného uvolnění světových cen komodit se míra inflace v posledních několika měsících roku 2008 a počátkem roku 2009 začala opět zmírňovat. Za celý rok 2008 činila inflace měřená HICP 3,9 %.

Trh práce je i přes podstatný pokrok nadále charakterizován značnou strukturální rigiditou. Na začátku dekády se situace na trhu práce navzdory mohutnému ekonomickému růstu nelepšila. To se změnilo v roce 2004, kdy byly zavedeny zásadní daňové reformy, reformy sociálního systému a trhu práce, které spolu s následným značným přílivem zahraničního kapitálu přispěly k vytvoření mnoha pracovních míst. Míra nezaměstnanosti klesla také z důvodu odchodu pracovníků do zahraničí v souvislosti se vstupem Slovenska do Evropské unie v květnu 2004. I přes veškerý pokrok zůstala míra nezaměstnanosti přibližně na úrovni 10 %, což odráží skutečnost, že trh práce je stále rigidní. To vede zejména k vysoké míře dlouhodobé nezaměstnanosti, k nevhodné kvalifikační struktuře nezaměstnaných a k podstatným rozdílům mezi jednotlivými regiony.

Fiskální politika Slovenska se v posledních letech snažila více přispívat k dosažení cenové stability. Vysoká hodnota podílu veřejného schodku na HDP klesla z 12,3 % v roce 2000 na 2,3 % v roce 2008.

Postup při nadměrném schodku, který byl zahájen po vstupu Slovenska do EU v roce 2004, byl v červnu roku 2008 zrušen. Podíl veřejného dluhu na HDP se v posledních letech rovněž snížil, a to z 50,3 % v roce 2000 na 28,8 % v roce 2008. Fiskální schodek Slovenska je však s ohledem na velmi silný ekonomický růst posledních let stále vysoký. Do budoucna musí Slovensko zajistit, aby se jeho rozpočtový schodek dlouhodobě udržel pod hranicí 3 % HDP, a to implementací spolehlivých a dlouhodobě udržitelných konsolidačních opatření, které by rovněž umožnily dosáhnout střednědobého rozpočtového cíle.

Při stabilizaci slovenského hospodářství hrála důležitou roli měnová politika. Na podzim roku 1998 byl s účinností od ledna 1999 změněn kurzový režim slovenské koruny na řízený floating s referenční měnou eurem. Současně přijala Národní banka Slovenska režim implicitního cílování inflace. Dne 1. ledna 2005 byla strategie měnové politiky slovenské centrální banky upravena na „cílování inflace v podmínkách mechanismu ERM II“. Slovenská koruna vstoupila do mechanismu ERM II dne 28. listopadu 2005; centrální parita k euru byla zpočátku stanovena na 38,4550 SKK/EUR a bylo určeno standardní flukтуаční pásmo ve výši  $\pm 15$  %. Díky zlepšujícím se základním makroekonomickým veličinám slovenská koruna výrazně posilovala a její centrální parita byla během její účasti v mechanismu ERM II vůči euru dvakrát revalvována.

Během cílování inflace v letech 2005 až 2008 se měnová politika slovenské centrální banky zaměřovala na udržování cenové stability. Narůstající inflační tlaky, které se začaly objevovat ke konci roku 2005, tudíž iniciovaly období zpřísněné měnové politiky. Národní banka Slovenska zvýšila svou měnověpolitickou úrokovou sazbu v několika krocích celkem o 175 bazických bodů; v září roku 2006 tedy činila 4,75 %. Následná stabilizace inflace a jasný závazek nově zvolené vlády dodržet původní harmonogram přijetí eura pomohly překonat tuto krátkou epizodu ekonomické nestability. Obnovená důvěra v plány na přijetí eura a stabilní makroekonomický vývoj navíc příznivě ovlivnily vývoj směnného kurzu slovenské koruny, která začala vůči euru

postupně zhodnocovat. V roce 2007 Národní banka Slovenska začala uvolňovat svoji měnovou politiku a snížila svou úrokovou sazbu ve dvou krocích celkem o 50 bazických bodů na 4,25 %. V souvislosti s očekávaným přijetím eura Národní banka Slovenska následovala měnověpolitické rozhodnutí ECB z října 2008 a snížila svou repo sazbu ve třech krocích celkem o 175 bazických bodů na 2,5 %. Úrokové sazby peněžního trhu na Slovensku se víceméně pohybovaly v souladu s měnověpolitickou úrokovou sazbou centrální banky. Z důvodu nadbytečné likvidity ve slovenském bankovním sektoru byly sazby peněžního trhu v několika posledních měsících roku 2008 nižší než sazby v eurozóně. Dlouhodobé výnosy ze státních dluhopisů v posledních letech klesly, v čemž se odrážela silná důvěra trhu v ekonomický rozvoj Slovenska.

Poté, co Slovensko přijalo euro, již nemůže těžit ze zhodnocování své měny vůči euru, které v minulosti pomáhalo mírnit inflaci. Po přijetí eura by měli představitelé státu

provádět ambiciózní hospodářskou politiku ve všech oblastech. Prioritou musí být dosažení další udržitelné ekonomické konvergence. Zachování nízkoinflačního prostředí je v tomto ohledu klíčové. Zejména přísná a kredibilní implementace fiskální politiky, prováděná v souladu se závazky vyplývajícími z Paktu stability a růstu, je zásadní pro potlačení inflačních tlaků v ekonomice. I přes nedávné ekonomické zpomalení by se příslušné orgány měly nadále vyhýbat nadměrným fiskálním schodkům a pokračovat ve fiskální konsolidaci tak, aby co nejdříve dosáhly svého střednědobého rozpočtového cíle. Slovensko by mělo vyvinout další úsilí pro podporu vnější konkurenceschopnosti a posílení ekonomické odolnosti. Fungování slovenského trhu práce musí být dále zlepšeno a je nutno vynaložit úsilí na řešení vysoké úrovně strukturální nezaměstnanosti. Je rovněž potřeba zlepšit podnikatelské prostředí za účelem posílení růstu produktivity a zachování atraktivnosti Slovenska pro zahraniční kapitál.

## Box II

### STATISTICKÉ DŮSLEDKY ROZŠÍŘENÍ EUROZÓNY O SLOVENSKO

Vstup Slovenska do eurozóny k 1. lednu 2009 je čtvrtým případem, kdy musely být změněny statistické řady pro eurozónu tak, aby zahrnovaly další členské země. Příprava statistik pro rozšířenou eurozónu byla v případě potřeby koordinována s Evropskou komisí.

Vstup Slovenska do eurozóny znamená, že rezidenti Slovenska se stali rezidenty eurozóny. To ovlivňuje statistiky, u kterých agregáty za eurozónu nejsou pouhým souhrnem vnitrostátních údajů, jako jsou měnová statistika, statistika platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí nebo finanční účty, protože nyní musí být konsolidovány transakce mezi rezidenty Slovenska a ostatními rezidenty eurozóny.

Od ledna 2009 musí tedy Slovensko splňovat všechny statistické požadavky ECB, tj. musí poskytovat plně harmonizované a srovnatelné vnitrostátní údaje.<sup>1</sup> Jelikož přípravné práce na nových statistikách vyžadují hodně času, Národní banka Slovenska a ECB začaly s přípravami statistik dlouho před vstupem Slovenska do EU. Poté, co se Národní banka Slovenska stala členem ESCB, zintenzivnila své přípravy, aby splnila požadavky ECB týkající se měnové statistiky, bankovní statistiky, statistiky platební bilance, veřejných financí, finančních účtů a dalších finančních statistik. Kromě toho musela uskutečnit nezbytné přípravy na integraci

1 Statistické požadavky ECB jsou shrnuty v dokumentu „ECB statistics: an overview“, duben 2008.

slovenských úvěrových institucí do systému minimálních rezerv ECB a splnit příslušné statistické požadavky.

Pro vykazující subjekty a národní centrální banky ostatních zemí eurozóny rozšíření znamená, že od ledna 2009 musí hlásit transakce (nebo toky) a pozice vůči rezidentům Slovenska v rámci údajů za eurozónu, nikoli jako transakce a pozice vůči nerezidentům eurozóny.

Kromě toho Slovensko a ostatní země eurozóny musely poskytnout zpětné údaje v dostatečně podrobném geografickém a sektorovém členění alespoň od roku 2004, kdy Slovensko vstoupilo do EU.

Pokud jde o zveřejňování statistik pro eurozónu, ECB poskytla uživatelům online přístup k dvěma souborům časových řad, přičemž jeden obsahuje údaje pro současnou eurozónu (tj. včetně Slovenska) s co největší zpětnou platností a druhý propojuje různá složení eurozóny, počínaje 11 zeměmi v roce 1999.

## 2 PRÁVNÍ ASPEKTY INTEGRACE NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA DO EUROSYSTÉMU

Podle čl. 122(2) Smlouvy přezkoumala ECB statut Národní banky Slovenska a ostatní související slovenské právní předpisy, zda jsou v souladu s čl. 109 Smlouvy. ECB slučitelnost slovenských právních předpisů se Smlouvou a se Statutem ESCB posoudila příznivě, jak je uvedeno v konvergenční zprávě zveřejněné v květnu 2008.

ECB a Národní banka Slovenska zavedly řadu právních nástrojů za účelem zajištění integrace Národní banky Slovenska do Eurosystemu od 1. ledna 2009. Právní rámec Eurosystemu byl upraven v důsledku rozhodnutí přijatého Radou ECOFIN dne 8. července 2008 o zrušení výjimky pro zavedení eura ve prospěch Slovenska<sup>1</sup>. Zavedení eura na Slovensku a integrace její centrální banky do Eurosystemu rovněž vyžadovaly změny některých slovenských právních nástrojů.

Koncem roku 2007 byl statut Národní banky Slovenska uveden do souladu s doporučeními ECB v konvergenčních zprávách z let 2004 a 2006. Slovensko dne 20. července 2007 konzultovalo s ECB návrh změn ve statutu Národní banky Slovenska a ECB přijala stanovisko navrhuující určité změny, které se odrazily v konečné verzi statutu.<sup>2</sup>

Na základě rozhodnutí Rady ECOFIN z 8. července 2008 byly přijaty změny v nařízení rady (ES) č. 974/98, které umožňovaly zavedení eura na Slovensku<sup>3</sup>, a bylo přijato nařízení Rady (ES) č. 694/2008<sup>4</sup>, kterým se mění nařízení (ES) č. 2866/98, kterým se neodvolatelně stanoví pevný směnný kurz eura ke slovenské koruně. Rada své návrhy obou těchto nařízení konzultovala s ECB, a ECB k nim zaujala stanovisko<sup>5</sup>. ECB byla rovněž konzultována ohledně národních právních předpisů, jimiž se řídí přechod na euro, platební systémy a systémy vypořádání, pravidla pro zaokrouhlování a peněžní oběh na Slovensku.<sup>6</sup>

Pokud jde o právní přípravu na integraci Národní banky Slovenska do Eurosystemu, přijala ECB potřebné právní nástroje pro zajištění splacení zbývajících kapitálů a převodu devizových

rezerv na ECB.<sup>7</sup> ECB rovněž přezkoumala svůj právní rámec a kde to bylo nutné, zavedla změny vyplývající z členství Národní banky Slovenska v Eurosystemu. V rámci tohoto procesu byly přezkoumány i slovenské právní předpisy implementující právní rámec Eurosystemu pro provádění měnové politiky a pro účast v TARGET2, což umožnilo slovenským protistranám účastnit se operací na otevřeném trhu Eurosystemu od 2. ledna 2009. ECB rovněž přijala rozhodnutí o přechodných ustanoveních pro aplikaci minimálních rezerv ze strany ECB po zavedení eura na Slovensku.<sup>8</sup> Byla také ukončena dohoda o účasti Národní banky Slovenska v ERM II<sup>9</sup>.

1 Rozhodnutí Rady č. 2008/608/ES ze dne 8. července 2008 v souladu s článkem 122(2) Smlouvy o přijetí jednotné měny Slovenskem ke dni 1. ledna 2009, Úř.věst. L 195, 24.7.2008, s. 24.

2 CON/2007/43.

3 Nařízení Rady (ES) č. 693/2008 ze dne 8. července 2008, kterým se mění nařízení (ES) č. 974/98, pokud jde o zavedení eura na Slovensku, Úř.věst. L 195, 24.7.2008, s. 1.

4 Nařízení Rady (ES) č. 694/2008 ze dne 8. července 2008, kterým se mění nařízení (ES) č. 2866/98, pokud jde o přepočítací kurz eura pro Slovensko, Úř.věst. L 195, 24.7.2008, s. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 a CON/2008/86.

7 Rozhodnutí ECB/2008/33 ze dne 31. prosince 2008 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvcích na rezervní fondy rezervy ECB ze strany Národní banky Slovenska, Úř.věst. L 21, 24.1.2009, s. 83.

8 Rozhodnutí ECB/2008/14 ze dne 28. října 2008 o přechodných ustanoveních pro uplatňování minimálních rezerv Evropskou centrální bankou po zavedení eura na Slovensku, Úř.věst. L 319, 29.11.2008, s. 73.

9 Dohoda ze dne 8. prosince 2008 mezi Evropskou centrální bankou a národními centrálními bankami členských států mimo eurozónu, kterou se mění dohoda ze dne 16. března 2006 mezi Evropskou centrální bankou a národními centrálními bankami členských států mimo eurozónu o provozních postupech mechanismu směnných kurzů ve třetí etapě hospodářské a měnové unie, Úř.věst. C 16, 22.1.2009, s. 10.

## 3 OPERAČNÍ ASPEKTY INTEGRACE NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA DO EUROSISTÉMU

Po rozhodnutí Rady ECOFIN ze dne 8. července 2008 o přijetí eura Slovenskem k 1. lednu 2009 provedla ECB technické přípravy na plnou integraci Národní banky Slovenska do Eurosystemu. V souladu s ustanoveními Smlouvy se Národní banka Slovenska připojila k Eurosystemu se stejnými právy a povinnostmi jako NCB členských států EU, které euro již přijaly.

Technické přípravy na integraci Národní banky Slovenska do Eurosystemu zahrnovaly celou řadu oblastí, zejména finanční výkaznictví a účetnictví, operace měnové politiky, správu devizových rezerv a devizové operace, platební systémy, statistiku a výrobu bankovek. V oblasti operací bylo jejich součástí rozsáhlé testování nástrojů, postupů a technických systémů pro provádění měnové politiky a devizových operací.

### 3.1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

Ke dni přijetí eura Slovenskem, tj. k 1. lednu 2009, se začal na 26 slovenských úvěrových institucí, jejichž seznam je zveřejněn na webových stránkách ECB, vztahovat systém povinných minimálních rezerv Eurosystemu. Vstup Slovenska do eurozóny změnil podmínky likvidity v Eurosystemu pouze nepatrně. Celkové povinné minimální rezervy úvěrových institucí eurozóny se zvýšily o méně než 0,5 % (740 mil. EUR). Čisté autonomní faktory likvidity na Slovensku za dobu od 1. do 20. ledna 2009 k likviditě přispívaly, přičemž snížily poptávku po likviditě v celém bankovním sektoru eurozóny v průměru o 7,21 mld. EUR. Tento efekt dodání likvidity nastal navzdory skutečnosti, že operace měnové politiky absorbující likviditu, které zahájila Národní banka Slovenska před vstupem do eurozóny a jejichž splatnost nastala mezi 6. a 13. lednem 2009, byly rovněž považovány za autonomní faktory, stejně jako dluhové cenné papíry vydané centrální bankou, jejichž splatnost nastala 20. ledna. Vezmeme-li v úvahu všechny tyto faktory, vstup Slovenska do eurozóny snížil celkovou poptávku bankovního sektoru eurozóny po likviditě o 11 mld. EUR, což je zhruba 1 % celkové poptávky po likviditě.

Vzhledem k přebytku likvidity předložily protistrany ze Slovenska v operacích na volném trhu provedených na začátku roku 2009 nabídky na relativně malé částky: 1 mil. EUR v hlavní refinanční operaci, která byla vypořádána 14. ledna, a 15 mil. EUR v tříměsíčních a šestiměsíčních dlouhodobějších refinančních operacích, které byly vypořádány 8. ledna.

Při vstupu do eurozóny Národní banka Slovenska také přijala rámec zajištění Eurosystemu a vykazala 17,6 mld. EUR v aktivech umístěných na Slovensku, která byla způsobilá pro úvěrové operace Eurosystemu od 1. ledna 2009.

### 3.2 PODÍL NA ZÁKLADNÍM KAPITÁLU, REZERVÁCH A DEVIZOVÝCH REZERVÁCH ECB

Po připojení k ESCB dne 1. května 2004 splatila Národní banka Slovenska 7 % svého podílu na upsaném základním kapitálu ECB jako příspěvek k provozním nákladům ECB. V souladu s článkem 49.1 statutu ESCB a právními akty přijatými Radou guvernérů dne 31. prosince 2008 splatila Národní banka Slovenska zbývající část upsané částky dne 1. ledna 2009. K 1. lednu 2009 činí její celkový upsaný podíl 39,9 mil. EUR, což odpovídá 0,6934 % upsaného základního kapitálu ECB v hodnotě 5,761 mld. EUR.

Na začátku roku 2009 v souladu s čl. 30 a 49.1 statutu ESCB převedla Národní banka Slovenska do ECB v poměru, jenž vycházel z jejího podílu na upsaném základním kapitálu ECB, devizové rezervy v celkové hodnotě odpovídající 443,1 mil. EUR (z toho 85 % bylo v amerických dolarech a 15 % ve zlatě). Národní banka Slovenska se rozhodla provádět operační aktivity týkající se správy jejího podílu na dolarových rezervách ECB individuálně, prostřednictvím samostatného správce portfolia dolarových rezerv. V souvislosti s převodem devizových rezerv do ECB byla Národní bance Slovenska připsána pohledávka v eurech za ECB v souladu s čl. 30.3 statutu ESCB.

## 4 PŘECHOD NA HOTOVOSTNÍ EURO NA SLOVENSKU

### LOGISTIKA PŘECHODU NA HOTOVOSTNÍ EURO

Dne 1. ledna 2009 Slovensko přijalo euro jako svou měnu. Po souběžném období v délce dvou týdnů euro plně nahradilo slovenskou korunu.

Pro zajištění hladkého zavedení eurobankovek a euromincí se všichni důležité hráči na trhu, zejména bankovní sektor, účastnili příprav na přechod na novou měnu. Národní plán přechodu na euro poskytl všem podnikům i široké veřejnosti časový rámec s dostatečným předstihem před Dnem €. Rada guvernérů, která stavěla na zkušenostech získaných při přechodu na euro ve Slovinsku v roce 2007 a na Maltě a Kypru v roce 2008, přijala nové obecné zásady ECB týkající se některých příprav přechodu na hotovostní euro a předzásobení a druhotného předzásobení eurobankovkami a euromincemi mimo eurozónu.<sup>10</sup> Obecné zásady například obsahují možnost předběžné distribuce hotovosti v eurech mikropodnikům podle velmi jednoduchých postupů, které jsou doplňkem běžné procedury použité při dřívějších přechodech. Každá NCB vstupující do Eurosystemu se může rozhodnout, jestli využije ustanovení obsažená v těchto obecných zásadách, či nikoli.

Podle rozhodnutí Rady ECOFIN z 8. července 2008 o přijetí eura na Slovensku k 1. lednu 2009 získala Národní banka Slovenska při přípravě na výměnu peněz a krytí potřeby bankovek v roce 2009 právo půjčit si bankovky z Eurosystemu. Z geografických a logistických důvodů dodala požadovaných 196,2 milionů bankovek v nominální hodnotě 8,3 mld. EUR v zastoupení Eurosystemu Oesterreichische Nationalbank.

Počáteční zásoba 499 milionů euromincí v nominální hodnotě 165,22 mil. EUR byla vyražena ve Slovenské mincovně v Kremnici.

Předzásobení finančních institucí euromincemi a eurobankovkami začalo v září, respektive v říjnu 2008. Druhotné předzásobení podniků začalo v listopadu 2008. Národní banka Slovenska, banky a pošty také připravily startovací balíčky (každý obsahoval mince v nominální hodnotě

16,60 EUR) pro veřejnost, které byly k dispozici od 1. prosince 2008. Tyto balíčky umožnily přesné platby při maloobchodních transakcích a snížily množství drobných mincí potřebných ihned po datu přechodu na euro.

Předzásobení a druhotné předzásobení umožnilo rozvrhnout dodávky eurobankovek a euromincí na delší časové období a zamezit tak nedostatkům v zásobování. Předzásobení bylo převážně využito na včasnou úpravu bankomatů na euro. Prakticky všechny bankomaty vydávaly eurobankovky již 1. ledna 2009.

V souvislosti se zavedením eura na Slovensku prováděly NCB eurozóny směnu slovenských bankovek za euro podle přepočítacího koeficientu od prvního pracovního dne roku 2009 do 28. února 2009 jako bezplatnou službu.<sup>11</sup> Limit směřované částky byl 1 000 EUR na jakoukoli transakci jedné strany v daný den. Národní banka Slovenska bude vyměňovat slovenské bankovky po neomezenou dobu a mince až do konce roku 2013.

### INFORMAČNÍ KAMPAŇ K ZAVEDENÍ EURA

ECB úzce spolupracovala s Národní bankou Slovenska při přípravě rozsáhlé informační kampaně k zavedení eura na Slovensku k 1. lednu 2009.

Národní banka Slovenska použila při svých komunikačních aktivitách týkajících se zavedení eura na Slovensku logo „€ – naše měna“, které bylo založeno na logu úspěšně používaném Eurosystemem od informační kampaně v roce 2002.

Cílem informační kampaně k zavádění eura, kterou zorganizovaly ECB a Národní

<sup>10</sup> Obecné zásady ECB/2008/4 doplňující obecné zásady ECB/2006/9 o některých přípravách na přechod na hotovostní euro a o předzásobení a druhotném předzásobení eurobankovkami a euromincemi mimo eurozónu.

<sup>11</sup> Článek 52 Statutu ESCB požaduje, aby Rada guvernérů ECB přijala nezbytná opatření k zajištění toho, že bankovky denominované v měnách s neodvolatelně stanoveným směnným kurzem vůči euru jsou národními centrálními bankami eurozóny směřovány podle přepočítacího koeficientu. Na základě toho přijala Rada guvernérů 24. července 2006 obecné zásady výměny takových bankovek.

banka Slovenska, bylo seznámit subjekty zpracovávající hotovost i širokou veřejnost se vzhledem a ochrannými prvky eurobankovek a euromincí, jakož i s mechanismem přechodu na euro.

Kombinace komunikačních nástrojů použitých v kampani brala v úvahu zkušenosti získané při předchozích přechodech na euro a obsahovala 17 různých publikací, včetně školicích materiálů pro subjekty zpracovávající hotovost. V průběhu čtvrtého čtvrtletí roku 2008 Národní banka Slovenska distribuovala přes 7 milionů výtisků různých publikací (včetně letáčku s informacemi pro veřejnost, konverzních karet a jiných publikací ve čtyřech jazykových verzích). V prosinci 2008 obdržela každá slovenská domácnost letáček s informacemi pro veřejnost a dvě konverzní karty. Konverzní karty ukazovaly různé obrázky podle toho, z jakého úhlu se na ně pohlíželo. Na přední straně bylo uvedeno 28 cen jak v eurech, tak ve slovenských korunách, zatímco zadní strana zobrazovala hlavní ochranné prvky dvacetieurové bankovky.

Konalo se několik akcí pro tisk a veřejnost, včetně semináře ECB pro média dne 4. září 2008, výstavy eurobankovek a euromincí, která byla zahájena 21. září 2008 v Národní bance Slovenska, eurokonference v Bratislavě 22. září 2008 a státních oslav 8. ledna 2009.

ECB spolufinancovala největší transparent, který byl kdy na Slovensku vyroben. Tento transparent byl vyvěšen na průčelí budovy Národní banky Slovenska v Bratislavě, zatímco jeho menší kopie se objevily na budovách všech poboček centrální banky po celé zemi. Přes 100 partnerů, převážně bank a úřadů, získalo přístup k vysoce kvalitním tiskovým souborům příslušných publikací ECB, které si mohli upravit a použít při vlastních komunikačních aktivitách.

Po navázání kontaktu se sdruženími pro nevidomé ECB vytvořila „mluvící kartu“ pro zrakově postižené se zabudovaným MP3 souborem, který přehrával základní informace o eurobankovkách a euromincích.





Prezident ECB Willem F. Duisenberg při přebírání Mezinárodní ceny Karla Velikého za euro v Cáchách 9. května 2002

**KAPITOLA 4**

# **FINANČNÍ STABILITA A INTEGRACE**

# I FINANČNÍ STABILITA

Eurosystem přispívá k hladkému provádění politik uplatňovaných příslušnými národními orgány v souvislosti s obezřetnostním dohledem nad úvěrovými institucemi a stabilitou finančního systému. Nabízí také poradenství těmto orgánům a Evropské komisi v otázkách oblasti působnosti a uplatňování právních předpisů Společenství v těchto oblastech.

## I.1 MONITOROVÁNÍ FINANČNÍ STABILITY

ECB ve spolupráci s Výborem bankovního dohledu (Banking Supervision Committee, BSC) ESCB usiluje o zajištění stability finančního systému.<sup>1</sup> Nejdůležitější činností je monitorování rizik ohrožujících finanční stabilitu a posuzování schopnosti finančního systému absorbovat šoky. Pozornost se soustřeďuje hlavně na banky, protože banky jsou i nadále hlavními finančními zprostředkovateli. Rostoucí význam finančních trhů a ostatních finančních institucí a jejich propojení s bankami zároveň znamená, že ESCB také monitoruje zranitelnost těchto prvků finančního systému.

### CYKlický vývoj

Tlak na finanční systém eurozóny, který byl v roce 2007 způsoben na celém světě ztrátami finančních institucí z cenných papírů zajištěných americkými rizikovými hypotékami, v roce 2008 ještě zesílil. V průběhu roku banky v eurozóně zaznamenaly další snížení hodnot aktiv, vyšší znehodnocení úvěrů a náklady na úvěry a také velký pokles příjmů z obchodování. Hlavními událostmi a poučením plynoucím z této epizody se zabývají jiné části této zprávy (viz část 2 kapitoly 1) a řada dalších publikací ECB, zejména „Financial Stability Review“.

Jelikož nejistota ohledně celkového hospodářského výhledu rostla a bilance rizik se stále více vychylovala směrem dolů, averze k riziku se mezi účastníky finančního trhu zvyšovala a vedla k poklesu cen většiny finančních aktiv. Likvidita na úvěrových trzích a podmínky financování se během roku výrazně zhoršily a trhy sekuritizací se staly více méně neaktivními. Trvající napětí v oblasti likvidity

nakonec vedlo k prohloubení obav o kredibilitu a dostatečnost kapitálových „polštářů“. Investoři a věřitelé začali v této situaci ztrácet důvěru ve schopnost některých finančních společností splnit své závazky. Mnoho klíčových finančních firem tak muselo čelit rostoucím výzvám na trzích krátkodobého financování a kapitálových trzích. Některé největší světové finanční instituce zaznamenaly snížení ratingu a prudký pokles cen svých akcií. Tato situace nakonec donutila několik finančních institucí v eurozóně a mezinárodních finančních institucí ke konsolidaci nebo k hledání další podpory u akcionářů nebo vlády. Řada mezinárodních finančních institucí se však nevyhnula bankrotu.

Banky v eurozóně zpočátku čelily turbulencím na finančním trhu svými silnými finančními pozicemi, které po několika letech vysoké ziskovosti výrazně přesahovaly minimální regulační požadavek. Přestože některé velké banky v eurozóně byly negativně ovlivněny snižováním hodnoty strukturovaných úvěrových cenných papírů a s tím souvisejícím tlakem na trhu, který trval déle než jeden rok, zdálo se, že jsou víceméně odolné vůči nepříznivým vlivům až do září 2008, kdy se situace značně zhoršila.

Rentabilita vlastního kapitálu bank v eurozóně v prvním pololetí 2008 celkově poklesla v důsledku ztrát vyplývajících z oceňování tržní hodnoty (mark-to-market losses). Ztráty ze znehodnocení úvěrů a cenných papírů se výrazně zvýšily, zatímco výnosy z poplatků a provizí i příjmy z obchodování poklesly v důsledku náročných podmínek na kapitálových trzích. Přestože došlo k poklesu ziskovosti, ukazatele regulačního kapitálu se v průběhu první poloviny roku 2008 zvýšily. Toto zlepšení odrazilo diskreční snížení finanční páky

<sup>1</sup> Od konce roku 2004 zveřejňuje ECB dvakrát do roka zprávu o stabilitě finančního systému eurozóny nazvanou „Financial Stability Review“. V roce 2008 rovněž zveřejnila sedmé vydání své zprávy „EU banking structures“. Dále zveřejnila následující ad hoc zprávy „Commercial property markets“, „The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model“, „Covered bonds in the EU financial system“ a „EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans“. Tyto publikace uvádějí hlavní zjištění vyplývající z pravidelného monitorování struktury a stability bankovního sektoru, které provádí BSC, a jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

rizikově vážených aktiv jednotlivými bankami, všeobecné zvyšování kapitálu navzdory náročným obchodním podmínkám a do jisté míry i dopad implementace nového konceptu kapitálové přiměřenosti Basel II a pravidel obezřetného podnikání.

Perspektivy návratu ziskovosti na úroveň před vznikem turbulencí na finančních trzích v krátkodobém horizontu nevypadají příliš slibně. Nelze vyloučit další značný pokles hodnoty ostatních strukturovaných finančních produktů – včetně amerických cenných papírů zajištěných spotřebitelským úvěrem a cenných papírů zajištěných hypotékami na rezidenční nemovitosti eurozóny. Nižší tempo růstu úvěrů domácnostem a podnikům, virtuální stagnace sekuritizace a nižší výnosy z poplatků a provizí, stejně jako z obchodování, budou zřejmě výzvou pro finanční hospodaření bank v roce 2009. Banky v reakci na tuto situaci zpřísnily své úvěrové standardy a snížily náklady. Na základě těchto skutečností provedl Eurosystem a vlády v eurozóně významná opatření v oblasti měnové politiky za účelem posílení tržní likvidity, důvěry a kapitálových rezerv.

Finanční hospodaření velkých pojišťoven v eurozóně se v první polovině roku 2008 zhoršilo a většina pojišťoven zaznamenala pokles pojistného oproti stejnému období v roce 2007. Bylo to způsobeno hlavně poklesem poptávky po produktech životního pojištění, což bylo výsledkem turbulencí na úvěrových a akciových trzích. Turbulence na finančních trzích a jejich dopad na reálnou ekonomiku budou i nadále výzvou pro mnohé pojišťovny. Pojišťovny, které nabízejí bankovní služby, nebo jsou součástí finančního konglomerátu, budou i nadále ovlivňovány výzvami stojícími před bankovním sektorem.

Výnosy sektoru globálních hedgeových fondů byly až do konce září 2008 značně negativní téměř ve všech investičních strategiích. K této slabé výkonnosti přispěly volatilní ceny aktiv, vynucené snížení finanční páky a výzvy k dodatkové úhradě, neočekávané základy odprodeje krátkodobých cenných

papírů veřejnými orgány a výběry prostředků investory. Zatímco sektor hedgeových fondů od začátku turbulencí na finančních trzích značně snížil svůj dluh, čímž snížil svoji zranitelnost vůči dalším výzvám k dodatkové úhradě nebo nečekaným snížením bankovních úvěrových linek, zranitelnost hedgeových fondů vzhledem k riziku výběru prostředků investory se během roku 2008 zvýšila, neboť investoři reagují na výkonnost hedgeových fondů velmi citlivě. Jestliže hedgeové fondy si i nadále nebudou schopny udržet své investory, mohou jejich případné další velké odprodeje aktiv představovat pro stabilitu finančních trhů nezanedbatelnou hrozbu.

### STRUKTURÁLNÍ VÝVOJ

Hlavní strukturální trendy v bankovním systému EU jsou v souladu s vývojem v předchozích letech.<sup>2</sup> Jeho konsolidace pokračovala, i když se objevily náznaky mírného zpomalení. Vývoj v 15 starších členských zemích EU se lišil, zatímco počet úvěrových institucí v zemích, které do EU vstoupily v roce 2004 se v podstatě nezměnil. Výjimkou byl Kypr, kde probíhala konsolidace v družstevním bankovním sektoru. V roce 2007 klesl počet úvěrových institucí v EU celkem o 166 (z 8 514 na 8 348) oproti poklesu o 175 v předchozím roce.

V bankovním sektoru EU i nadále dominovaly domácí úvěrové instituce. Jejich podíl na trhu činil 71,3 % a zbývající část byla rovnoměrně rozdělena mezi pobočky a dceřiné společnosti zahraničních institucí. Je však třeba poznamenat, že v jednotlivých zemích jsou značné rozdíly, přičemž v novějších členských státech převažují zahraniční subjekty, a to zejména takové, jejichž mateřská společnost se nachází v jedné ze starších zemí EU. Stojí za zmínku, že oproti situaci v roce 2006 pobočky zahraničních institucí v EU vykazovaly zvýšení tržního podílu celkových aktiv. To platilo zejména pro země, které do EU vstoupily v roce 2004, a ve kterých se tržní podíl zahraničních poboček zvýšil přibližně o

2 Údaje v této části jsou převzaty ze zprávy ECB nazvané „EU banking structures“, která obsahuje pouze data do roku 2007.

1 procentní bod, zatímco podíl zahraničních dceřiných společností poklesl přibližně o 4 procentní body.

Celkový počet fúzí a akvizic (M&A) se v roce 2007 snížil. Značně se však zvýšil počet akvizic bank nacházejících se v zemích mimo EU úvěrovými institucemi EU, který byl v posledních třech letech vyšší než počet obchodů v rámci EU. Hodnota M&A od roku 2003 neustále roste a v roce 2007 celková hodnota M&A transakcí byla již druhým rokem vyšší než maximum zaznamenané v roce 2000. Koncentrace vzrostla díky pokračující konsolidaci trhu na jedné straně a dynamickému růstu určitých bankovních skupin, který byl částečně výsledkem jejich M&A aktivit, na straně druhé. Je třeba poznamenat, že menší země mají sklony ke koncentrovanějším bankovním sektorům. Výjimkou jsou Rakousko a Lucembursko. Rakousko má silný sektor spořitelén a družstevní bankovní sektor a Lucembursko je hostitelskou zemí velkého počtu zahraničních úvěrových institucí.

Bankovní zprostředkování nabylo na intenzitě, o čemž svědčí skutečnost, že celková aktiva úvěrových institucí rostla dynamičtěji než HDP. Růst celkových aktiv (10,7 %) na úrovni EU byl však pomalejší než v předchozích letech (2005: 13,7 %; 2006: 11,9 %).<sup>3</sup> Je nutné poznamenat, že tento agregovaný údaj zakrývá silné výkyvy: novější členské státy vykazovaly nadprůměrný téměř 25 % růst v nominální hodnotě, kdežto Velká Británie, jejíž finanční sektor představuje přibližně čtvrtinu aktiv bankovního sektoru EU, vykázala pouze 2,3 % zvýšení celkových aktiv. Se strukturálními změnami ve finančním systému a poklesem v investičních fondech a hedgeových fondech se střed zájmu úvěrového zprostředkování přenesla na komerční banky, které se soustřeďují na klasické bankovníctví.

## 1.2 FINANČNÍ STABILITA

Jak v mezinárodním měřítku, tak v EU byly zahájeny iniciativy k řešení slabin rámce celkové

finanční stability, které odhalily turbulence na finančních trzích.

Fórum pro finanční stabilitu (FSF) v dubnu 2008 navrhlo doporučení zaměřená na zvýšení tržní a institucionální odolnosti. V této souvislosti se očekává, že příslušné orgány přezkoumají, objasní a posílí národní a přeshraniční mechanismy pro jednání s kapitálově slabými bankami. Tam, kde to bude třeba, zesílí mechanismy pojištění vkladů. Pokud jde o mechanismy přijímání usnesení bank a přeshraniční řízení krize, přezkoumal Basilejský výbor pro bankovní dohled (BCBS) vnitrostátní postupy. V současné době FSF vyvíjí soubor hlavních zásad pro řízení finanční krize (tzv. high level principles).

V květnu 2008 Rada ECOFIN aktualizovala plán EU zaměřený na posílení opatření v oblasti finanční stability přijatých v říjnu 2007. Podle tohoto plánu vstoupila dne 1. června 2008 v platnost Dohoda o spolupráci mezi centrálními bankami, orgány dohledu a ministerstvy financí členských států EU (Memorandum of Understanding – MoU) o přeshraniční finanční stabilitě.<sup>4</sup> BSC pomáhal (prostřednictvím pracovní skupiny) příslušným orgánům v implementaci této dohody tím, že se zabýval implementací společného analytického rámce za účelem hodnocení systémových implikací finanční krize. BSC dále přezkoumal klíčové funkce krizového řízení používané v současné době v členských státech a poskytl informace o přezkoumání nástrojů, které mají jednotlivé orgány k dispozici.

V říjnu 2008 provedly členské státy EU řadu kroků, které mají zajistit, že návrh národních

<sup>3</sup> Je třeba poznamenat, že tato analýza vychází z údajů o stavu rozvah. Ke zlepšení analýzy vývoje celkových aktiv by došlo, kdyby byly k dispozici údaje o tocích sekuritizovaných aktiv (veřejně i soukromě umístěných). Nedostatek údajů o sekuritizovaných aktivech má menší dopad na analýzu v zemích, které vstoupily do EU v roce 2004 a kde sekuritizace aktiv není ještě tak rozšířena. U zemí, které nejsou členy eurozóny, nejsou údaje o sekuritizovaných aktivech očištěny o kurzové vlivy a vývoj by tak mohl být částečně ovlivněn změnami kurzu místních měn vůči euru.

<sup>4</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>

stabilizačních opatření zaměřených na řešení finančních turbulencí nebude mít negativní vedlejší dopady a že budou v jednotlivých zemích zachovány rovné podmínky.

Rada ECOFIN se dne 7. října rozhodla zvýšit ochranu individuálních vkladů v zemích EU minimálně do výše 50 000 EUR alespoň po dobu jednoho roku. Výsledkem bylo, že Komise dne 15. října 2008 schválila návrh novely směrnice o systémech pojištění vkladů. Očekává se, že směrnice se změnami schválenými Evropským parlamentem a Radou EU bude publikována v Úředním věstníku přibližně v březnu 2009. Tato směrnice zejména zvýší úroveň povinné ochrany individuálních vkladů na 50 000 EUR do června 2009 a dále až na 100 000 EUR do konce roku 2010, pokud Komise neusoudí, že by to bylo nevhodné.

Dále byl definován soubor „společných zásad EU“, které byly doplněny podrobnějšími směrnici odsouhlasenými na summitu zemí eurozóny v Paříži dne 12. října a poté plně schváleny všemi 27 členskými státy na zasedání Evropské rady, které se uskutečnilo ve dnech 15. a 16. října. Tyto zásady mimo jiné stanovily společné rysy pro intervence členských států, včetně záruk uplatňovaných pro financování a rekapitalizaci bank.

V případě opatření zaměřených na podporu „solventních bank s omezeným přístupem k likviditě“ bylo dohodnuto, že vládní záruky by mohly být poskytovány na nově emitovaný střednědobý (až do 5 let) prioritní dluh. Kritéria pro rozhodnutí, které finanční instituce jsou způsobilé účastnit se systému pojištění vkladů, nesmí být diskriminační a musí zahrnovat dceřiné společnosti zahraničních institucí provádějící významné transakce v členských státech EU. Tento systém pojištění vkladů by měl být také limitovaný výší vkladu a skončit k 31. prosinci 2009. V Pařížské deklaraci se uvádí, že vlády musí „spolupracovat s Evropskou centrální bankou, aby zajistily konzistenci s řízením likvidity Eurosystemem a kompatibilitu s operačním rámcem Eurosystemu“.

Členské státy vzhledem k rekapitalizačním opatřením rozhodly, že zpřístupní základní kapitál významným finančním institucím např. získáním prioritních akcií. I když se vlády zavázaly poskytnout v případě potřeby příslušnou výši kapitálu, budou všeobecně upřednostňovat získávání kapitálu od soukromých investorů.

Evropská rada na svém zasedání, které se konalo ve dnech 15. a 16. října, zdůraznila důležitost mechanismů spolupráce a oznámila vytvoření „skupiny pro finanční krizi“. Tato skupina, jejímž členem je i prezident ECB, usiluje o zlepšení krizového řízení v členských státech EU pomocí opatření zahrnujících neformální varování, výměnu informací a mechanismus hodnocení. Evropská rada také zdůraznila důležitost pravidelných zasedání národních dohledových orgánů.

Rada ECOFIN na svém zasedání dne 2. prosince 2008 zdůraznila zejména nutnost vytvořit bezodkladně národní systémy na podporu bankovního sektoru v oblasti záruk, zejména plány rekapitalizace. Evropská komise byla požádána, aby v těchto otázkách úzce spolupracovala s ECB.

S cílem zvýšit stabilitu finančního systému a zachovat rovné podmínky vydal Eurosystem doporučení týkající se vládních záruk za bankovní dluh a oceňování rekapitalizací bank. V prosinci 2008 Evropská komise schválila informaci o rekapitalizaci finančních institucí, která zohlednila také doporučení ECB ohledně této záležitosti.<sup>5</sup>

V únoru 2009 Rada ECOFIN souhlasila s tím, že v zájmu zachování stability bankovního sektoru mohou být v určitých případech vládní záruky za bankovní dluhy a rekapitalizace doplněny opatřeními zaměřenými na řešení špatných aktiv. Tato opatření by měla být konzistentní se zásadami stanovenými v říjnu 2008, zejména co se týče: i) zachování finanční stability a obnovení poskytování úvěrů do ekonomiky,

<sup>5</sup> Tato informace byla publikována v lednu 2009 (Úř. věst. C10, 15.1.2009, s. 2–10).

ii) zajištění rovných podmínek v rámci jednotného trhu a iii) omezení dopadu do veřejných financí. Komise ve spolupráci s ECB poskytla v tomto ohledu na úrovni EU určité poradenství.

## 2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED

### 2.1 OBECNÉ OTÁZKY

Po ukončení revize Lamfalussyho rámce<sup>6</sup> pro finanční regulaci a dohled, kterou provedla Evropská komise za pomoci Eurosystemu, byl v roce 2008 kladen důraz na implementaci doporučení přijatých Radou ECOFIN v prosinci 2007.

Za prvé, výbory třetí úrovně<sup>7</sup> Lamfalussyho rámce novelizovaly příslušné zásady a zavedly možnost použití hlasování kvalifikované většiny. Přestože rozhodnutí výborů nejsou pro jejich členy právně závazná, musí ti, kteří je nedodrží, svá rozhodnutí alespoň veřejně zdůvodnit.

Za druhé, výbory třetí úrovně zvýšily svoji zodpovědnost tím, že začaly zasílat své roční pracovní programy do Evropské komise, Rady EU a Evropského parlamentu, čímž jim umožnily vyjádřit se ke klíčovým prioritám a poskytnout doporučení týkající se konvergence a spolupráce v oblasti bankovního dohledu.

Za třetí, členské státy byly vyzvány k zavedení evropské dimenze do mandátů svých národních dohledových orgánů. ECB se účastnila jednání různých evropských výborů ohledně implementace doporučení Rady ECOFIN. Rada ECOFIN dne 14. května 2008 požádala Komisi, aby zrevidovala rozhodnutí ustavující výbory třetí úrovně a začlenila do nich specifické úkoly, které by podpořily konvergenci a spolupráci orgánů dohledu. Eurosystem dne 7. listopadu 2008 schválil stanovisko k revizi rozhodnutí ustavujícího Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (CEBS). ECB se mimo jiné vyjádřila k příslušnému rozdělení práce mezi CEBS a BSC s ohledem na hodnocení rizika bankovního sektoru EU. Zatímco BSC se v souladu se svým mandátem soustřeďuje na určení hlavních rizik obezřetného podnikání finančního a bankovního systému, CEBS se zaměřuje na proaktivní identifikaci specifických rizik, obavy orgánů v oblasti dohledu a případná měnověpolitická opatření.

Kromě posílení Lamfalussyho rámce zahájily příslušné orgány řadu konkrétních iniciativ, jak na mezinárodní úrovni, tak na úrovni EU, za účelem řešení systémových aspektů a identifikace možných dlouhodobých vlivů návrhů měnové politiky souvisejících s revizí současného regulatorního a dohledového rámce. Na mezinárodní úrovni FSF zahájilo analýzu výzev, které stojí před supervizory a regulátory, týkajících se potenciálních procyklických účinků režimu kapitálové přiměřenosti, pravidel tvorby rezerv na ztráty z úvěrů, kompenzačních ujednání a metod oceňování používaných finančními institucemi.

Na úrovni EU vytvořil prezident Evropské komise v říjnu 2008 nezávislou skupinu na vysoké úrovni pro finanční dohled v EU, která v únoru 2009 vydala doporučení týkající se posílení evropských mechanismů dohledu, které pokrývají všechny finanční sektory.<sup>8</sup> Na neformálním zasedání Rady ECOFIN, které se konalo ve dnech 12. a 13. září, byla ustavena pracovní skupina, v níž byla zastoupena i ECB, s mandátem zhodnotit škálu měnověpolitických reakcí, které by mohly pomoci snížit cyklické výkyvy v aktivitách finančního systému. ECB byla také vyzvána, aby předkládala pravidelnou zprávu o potenciálním procyklickém charakteru kapitálových požadavků podle směrnice o kapitálových požadavcích. ECB proto úzce spolupracuje s BSC a CEBS a koncem roku 2008 byla vydána předběžná zpráva vycházející z kvalitativních informací od příslušných orgánů projednávajících dostupnost časových řad údajů z oblasti dohledu.

6 Projekt Lamfalussy je čtyřúrovňový proces pro schvalování právních předpisů v oblasti cenných papírů, bankovníctví a pojišťovnictví. Podrobněji viz „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“, 15. února 2001. Tato zpráva je k dispozici na internetových stránkách Evropské komise. Viz také Výroční zpráva ECB 2003, s. 111.

7 Třetí úroveň Lamfalussyho rámce se zaměřuje na posílení konvergence a spolupráce v oblasti dohledu. Touto činností se zabývají tři výbory: Výbor evropských orgánů bankovního dohledu (CEBS), Výbor regulátorů cenných papírů (CESR) a Výbor evropských dohledů v pojišťovnictví a zaměstnaneckém penzijním pojištění (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)



## 2.2 BANKOVNICTVÍ

### SMĚRNICE O KAPITÁLOVÝCH POŽADAVCÍCH

Směrnice o kapitálových požadavcích (CRD) usiluje o ochranu finančního zdraví bank a obchodníků s cennými papíry harmonizací regulačních kapitálových požadavků s riziky, kterým tyto instituce musí čelit. Evropská komise přijala v říjnu 2008 návrh na doplnění některých ustanovení CRD zohledňujících mimo jiné poučení plynoucí z finanční krize. Co se týče režimu velké úvěrové angažovanosti, bude angažovanost bank vůči jednotlivým stranám omezena, což povede také k omezením na mezibankovním trhu. Dále budou na úrovni celé EU zavedena jasná kritéria, která musí splňovat hybridní kapitál, s cílem zlepšit kvalitu vlastních zdrojů bank. V oblasti řízení rizika se revize týká řízení rizika likvidity a zacházení se sekuritizovanými produkty. V prvním případě byla zavedena řada ustanovení v souladu s probíhajícími pracemi BCBS a CEBS. V druhém případě jsou ustanovení zaměřena na zlepšení transparentnosti, posílení procesů řízení rizika příkazců i investorů a lepší sladění stimulů v celém sekuritizačním řetězci. Návrh Komise rovněž předpokládá vytvoření „kolegia orgánů dohledu“ pro všechny přeshraniční banky a vysvětlení role příslušných orgánů s cílem posílit dohled nad přeshraničními bankovními skupinami. Tento návrh Komise byl konzultován s ECB, která při svém poradenství vycházela z informací BSC obsažených ve dvou zprávách, které tento výbor zveřejnil ve čtvrtém čtvrtletí 2008.

V listopadu BSC zveřejnil zprávu o zátěžovém testování rizika likvidity bank v EU a pohotovostních plánů financování. Tato zpráva podrobně popisuje metody zátěžového testování likvidity a pohotovostní plány financování likvidity, které se v jednotlivých bankách EU značně liší. Provádí také analýzu adekvátnosti způsobu zátěžového testování rizika likvidity a pohotovostních plánů financování likvidity s ohledem na absorpci likviditních šoků, a to zejména v době turbulencí na finančních trzích, a dochází k závěru, že v obou oblastech je stále co zlepšovat.

V prosinci vydal BSC zprávu o modelu „originate-and-distribute“, která se zabývala vývojem tohoto modelu v době jeho rostoucí popularity a v kontextu turbulencí na finančních trzích. Tato zpráva popisuje motivační strukturu a různé konflikty zájmů mezi účastníky modelu a navrhuje řadu tržně orientovaných řešení a měnověpolitických opatření, která by mohla sehrát důležitou roli při snižování účinků konfliktu zájmů.

### ÚČETNICTVÍ

Turbulence na finančních trzích potvrdily důležitost účetních standardů pro finanční stabilitu. Podle plánu Rady ECOFIN i podle FSF je třeba věnovat pozornost zejména otázkám týkajícím se rozšířeného zveřejňování angažovanosti ve strukturovaných produktech, zacházení s podrozvahovými jednotkami a účtování v reálné hodnotě v době, kdy se trhy stanou neaktivními nebo nelikvidními.

Mezinárodní rada pro účetní standardy (the International Accounting Standards Board – IASB) vytvořila na žádost FSF Panel poradců-expertů (Expert Advisory Panel), který vydal koncem října 2008 návod k použití účtování v reálné hodnotě v době, kdy se trhy stanou neaktivními. ECB je také členem tohoto panelu.

Další otázka se týká důležitosti zajištění celosvětově rovných podmínek, pokud jde o účetní standardy, zejména na obou stranách Atlantiku. IASB přijala v tomto kontextu rozhodnutí s cílem dosáhnout konzistence mezi Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (International Financial Reporting Standards – IFRS) a Všeobecně přijatými standardy Spojených států (US Generally Accepted Accounting Principles – US-GAAP) pro reklasifikaci jednotlivých účetních položek. IASB vytvořila poradní skupinu na vysoké úrovni (High-Level Advisory Group), která pomůže zajistit, aby podávání zpráv vyplývající z globální ekonomické krize bylo posuzováno mezinárodně koordinovaným způsobem. Evropská komise identifikovala klíčové oblasti rozdílů mezi IFRS a US-GAAP a naléhala na

tvůrce účetních standardů, aby se jimi přednostně zabývali. Evropská komise poté, co obdržela od Rady ECOFIN, Evropského parlamentu a Evropského výboru pro cenné papíry pozitivní stanoviska, dne 12. prosince 2008 rozhodla, že všeobecně přijaté účetní standardy Spojených států, Japonska, Číny, Kanady, Jižní Koreje a Indie budou od ledna 2009 považovány za rovnocenné standardům IFRS. Komise také oznámila, že bude tuto situaci monitorovat a informovat o svých zjištěních ohledně čtyř posledně uvedených zemí nejdéle do roku 2011. ECB tento vývoj pečlivě sleduje.

### 2.3 CENNÉ PAPIRY

Ratingové agentury byly od vzniku turbulencí na finančních trzích silně kritizovány za počáteční ratingy strukturovaných finančních cenných papírů pod dojmem toho, že jejich ratingy plně neodrážely rizika inherentní v těchto cenných papírech. Zpráva FSF o zvýšení tržní a institucionální odolnosti z dubna 2008<sup>9</sup> zdůraznila některé slabé stránky ratingových modelů a metodik a navrhla řadu doporučení týkajících se dalších opatření ke zvýšení kvality ratingových postupů. S cílem řešit tuto problematiku vydala Evropská komise 31. července 2008 k projednání návrh nařízení o ratingových agenturách. Tento návrh nařízení se zabývá podmínkami pro autorizaci, fungování a dohled nad ratingovými agenturami a snaží se zajistit, aby tyto agentury splňovaly při plnění svých úkolů vysoké standardy nezávislosti, integrity a kvality. Na veřejnou diskuzi o tomto návrhu reagoval Eurosystem dne 25. září 2008<sup>10</sup> a v podstatě jej přivítal. Eurosystem zdůraznil, že nařízení EU o ratingových agenturách by mělo zvýšit míru transparentnosti související s přidělováním ratingů a probíhajícím sledováním těchto ratingů, zajistit, aby regulatorní rámec nenarušoval jejich obsah, a zaručit integritu a nezávislost agentur řešením konfliktů zájmů. Eurosystem navrhl regulatorní strukturu a strukturu dohledu EU, podle níž by ratingové agentury byly stále formálně autorizované a kontrolované národními supervizory, ale tato autorizace a dohled by se

řídily společnými postupy. CESR by mohl hrát určitou roli při koordinaci příslušných vnitrostátních orgánů, ať již jde o autorizaci nebo vymáhání.

Eurosystem zdůraznil, že by mu mělo být umožněno určité zapojení do koordinačních mechanismů pro řízení a dohled nad ratingovými agenturami, vzhledem k tomu, že již vytvořil Rámec hodnocení úvěrového rizika Eurosystemu (ECAE), který monitoruje výkon a činnosti agentur v kontextu implementace měnověpolitických operací.

Po veřejné diskuzi vydala Komise v listopadu 2008 návrh nařízení o ratingových agenturách.

<sup>9</sup> [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf)

<sup>10</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>

### 3 FINANČNÍ INTEGRACE

Eurosystém má velký zájem na finanční integraci v Evropě, neboť dobře integrovaný finanční systém podporuje plynulou a efektivní transmisi měnověpolitických impulzů v eurozóně a má vliv na úkol Eurosystému zachovat finanční stabilitu. Finanční integrace také napomáhá plynulému fungování platebních systémů a systémů vypořádání obchodů s cennými papíry. Finanční integrace jakožto prioritní cíl Evropské unie může navíc přispět k rozvoji finančního systému a zvýšit tak možnosti hospodářského růstu.

Eurosystém rozlišuje čtyři typy činností, jimiž napomáhá zvýšení finanční integrace v Evropě: i) zvyšování povědomí o finanční integraci a její monitorování, ii) působení jako katalyzátor činnosti soukromého sektoru usnadňující společný postup, iii) poradenství pro legislativní a regulatorní rámec finančního systému a přímá tvorba pravidel a iv) poskytování služeb centrální banky, které rovněž podporují finanční integraci. ECB v roce 2008 pokračovala ve svých aktivitách ve všech těchto čtyřech oblastech.

#### ZVYŠOVÁNÍ POVĚDOMÍ O FINANČNÍ INTEGRACI A JEJÍ MONITOROVÁNÍ

V dubnu 2008 ECB vydala druhou výroční zprávu o „Finanční integraci v Evropě“.<sup>11</sup> Hlavním cílem této zprávy je přispět k prohloubení evropské finanční integrace a zvýšit povědomí veřejnosti o úloze Eurosystému při podpoře tohoto integračního procesu. Ve zprávě se nejdříve uvádí hodnocení stavu finanční integrace v eurozóně. Toto hodnocení je založené na souboru kvantitativních ukazatelů, které jsou zveřejňovány dvakrát do roka na webových stránkách ECB a od roku 2008 zahrnují také infrastrukturu evropského trhu. Zpráva také obsahuje podrobné analýzy problémů vybraných podle jejich důležitosti pro program finanční integrace EU a podle významu pro úkoly ECB. V roce 2008 tyto odborné analýzy zahrnovaly čtyři oblasti: koncepce a ukazatele finančního vývoje, iniciativu STEP (Short-Term European Paper), integraci a vývoj hypotečních trhů v Evropě a integraci velkých plateb a transakcí s cennými

papíry. V závěru zprávy je uveden přehled toho, jak Eurosystém v průběhu minulého kalendářního roku přispíval k větší integraci a rozvoji finančních trhů v Evropě.

Jelikož se očekává, že finanční integrace ovlivní vývoj finančních systémů a hospodářský růst, je činnost ECB v oblasti finanční integrace úzce spjata s širší analýzou faktorů podporujících fungování finančních systémů. Práce v této oblasti pokračovaly i v roce 2008<sup>12</sup> s cílem vytvořit koncepční rámec pro pravidelné monitorování a hodnocení potenciálních rozdílů ve finančních systémech.

ECB v roce 2008 nadále pokračovala v práci na Výzkumném programu pro kapitálové trhy a finanční integraci v Evropě, který realizuje společně s Centrem pro finanční studia na univerzitě ve Frankfurtu nad Mohanem. V rámci tohoto programu se konala řada dalších konferencí s akademiky, účastníky trhu a tvůrci měnové politiky za aktivní účasti národních centrálních bank. V roce 2008 byla dokončena druhá fáze programu, která vyvrcholila na druhém sympóziu na téma „Kapitálové trhy a finanční integrace v Evropě“, pořádaném od 13. do 14. února ve Frankfurtu nad Mohanem. Třetí fáze programu byla zahájena 11. konferencí, kterou pořádala Česká národní banka v Praze od 20. do 21. října 2008 na téma „Trh pro retailové služby: vývoj, integrace a ekonomické vlivy“. V roce 2008, stejně jako v předchozích letech, nabídla ECB v rámci tohoto programu pět studijních pobytů („Lamfalussy Fellowships“), určených pro mladé výzkumné pracovníky. Prioritami tohoto programu jsou v současné době : i) finanční systémy jako správci rizika, distributoři rizika a tvůrci rizika, ii) integrace a rozvoj retailových finančních služeb a podpora novátorských firem a iii) finanční modernizace a správa a integrace Evropského finančního systému do globálních kapitálových trhů.

<sup>11</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

<sup>12</sup> Podrobněji viz „Finanční vývoj: koncepty a opatření“ v kapitole 2 nazvané „Finanční integrace v Evropě“, duben 2008.

### KATALYZÁTOR ČINNOSTÍ SOUKROMÉHO SEKTORU

Pokrok v evropské finanční integraci závisí do značné míry na tom, zda soukromý sektor využije současné možnosti přeshraničního obchodování. Veřejné orgány iniciativu soukromého sektoru podporují.

Eurosystém v roce 2008 nadále značně podporoval iniciativu jednotné oblasti pro platby v eurech (SEPA), která umožňuje fyzickým osobám, podnikům a orgánům státní správy provádět bezhotovostní platby v eurech v celé eurozóně a dalších zemích SEPA z jednoho účtu kdekoliv v SEPA, s využitím jednotného souboru platebních prostředků, stejně snadno, efektivně a bezpečně, jako to dělají dnes v rámci svých zemí. SEPA znamená přiblížení se k integrovanému platebnímu trhu ve Evropě, což bude mít významný hospodářský přínos pro společnost. SEPA je logické vyústění zavedení eura (v současné době v 16 zemích).

Úspěšné zahájení bezhotovostních převodů splňujících podmínky SEPA v lednu 2008 bylo prvním mezníkem v této iniciativě. Banky od té doby zaznamenaly již první přínosy systému SEPA, které, což je důležitější, zaznamenali již i koneční uživatelé platebních služeb. Eurosystém vyzval operátory infrastruktur, aby pravidelně hodnotili dodržování pravidel SEPA. Většina automatizovaných clearingových center zpracovávajících bezhotovostní převody v eurech již nyní dodržuje pravidla SEPA pro bezhotovostní převody. Některá centra již pokročila dál a přešla od provádění čistě vnitrostátních operací k poskytování služeb na celoevropské bázi. Jak se uvádí v šesté zprávě o pokroku v oblasti SEPA vydané v listopadu 2008, migrační proces je stále příliš pomalý a měla by být přijata opatření zaměřená na jeho urychlení.

V lednu 2008 byl spuštěn plán SEPA pro platby kartami, ale tato oblast vyžaduje stále ještě hodně úsilí. Systém SEPA pro platební karty byl měl umožnit větší výběr a efektivitu postupným odstraňováním právních a technických překážek, jakož i zvýšenou konkurencí v oblasti vydávání, získávání,

přijímání a zpracování karet. Migrace na čipové karty s osobním identifikačním číslem (PIN), což je velmi důležitý článek rámce SEPA, zaznamenala v roce 2008 velký pokrok. Několik systémů platebních karet upravilo své předpisy podle požadavků SEPA. Existují však pochybnosti, zdali všechny systémy platebních karet účinně oddělily aktivity v oblasti zpracování karet od řídicích funkcí programu. Eurosystém předpokládá, že se v příštích letech objeví alespoň ještě jeden další evropský systém platebních karet, který by splňoval jeho požadavky a požadavky držitelů karet, bank, obchodníků a orgánů pro hospodářskou soutěž. Eurosystém řeší tuto otázku společně s předními evropskými bankami a dalšími akcionáři již od dubna 2008 a dostává se mu stále větší podpory. Z trhů přicházejí různé podněty na vytvoření takového evropského systému platebních karet, což je pro Eurosystém jasné znamení, že trh takový systém potřebuje.

Pokračovaly přípravy na spuštění systému přímých inkas SEPA ke dni 1. listopadu 2009, které vedly k přijetí dvou souborů pravidel týkajících se hlavních a mezipodnikových služeb. Spuštění systému je však stále spojeno s určitými nejistotami, které je třeba rychle odstranit. Jedná se zejména o používání multilaterálních poplatků za směnu. Za účelem včasného spuštění systému ECB v těsné spolupráci s Evropskou komisí navrhla v září 2008 přechodné uspořádání, v němž by pro přímá inkasa SEPA platily stávající multilaterální poplatky. Po dobu tohoto přechodného období, které by trvalo jen několik let, by banky musely změnit své obchodní modely a adekvátním způsobem o tom informovat své zákazníky. Eurosystém i nadále usiloval o zajištění včasného zahájení těchto nových platebních služeb na evropské úrovni. Šestá zpráva o pokroku v oblasti SEPA v tomto kontextu ukazuje na priority tohoto projektu a podporuje jeho další rozvoj.

Trh krátkodobých cenných papírů v Evropě je převážně řízen vnitrostátní legislativou. Iniciativa v oblasti STEP projevovaná účastníky trhu pod záštitou Evropské bankovní federace a ACI – Asociace finančních trhů a řízená

Výborem pro trh STEP vyřešila tuto mezeru ve finanční integraci tím, že vytvořila základní soubor společně dohodnutých tržních standardů a praktik, které účastníci trhu dodržují na dobrovolné bázi.

Eurosystem podporoval iniciativu STEP od samého počátku v roce 2001 tím, že umožňoval interakci účastníků trhu, podporoval rozvoj „Tržní konvence STEP“ a zvyšoval povědomí veřejnosti o této iniciativě. Po úspěšném spuštění trhu STEP v červnu 2006 Eurosystem nadále přispívá k této iniciativě dvěma způsoby. ECB jednak poskytuje statistiku trhu STEP, jednak pomáhá Sekretariátu STEP při udělování značek cenným papírům STEP. Tato pomoc Sekretariátu je však dočasná a skončí v červnu 2010.

Výbor pro trh STEP (STEP Market Committee) zahájil revizi „Tržní konvence STEP“ s cílem usnadnit většímu počtu trhů její aplikaci z technického hlediska. Zároveň se snaží zachovat nebo dokonce i rozšířit její standardy. ECB tuto revizi vítá ze dvou důvodů: za prvé, „Tržní konvence“ musí být upravována v souladu s vývojem na trhu a za druhé je to dobrá příležitost pro inventarizaci procesů a postupů používaných od začátku trhu STEP v červnu 2006 a provedení nezbytných úprav této konvence.

ECB zveřejňuje denní statistiku výnosů nových emisí cenných papírů STEP denominovaných v eurech a jejich měsíční objemy. Navzdory zhoršeným podmínkám na trhu se celkový objem nesplacených dluhových cenných papírů STEP ve čtvrtém čtvrtletí 2008 meziročně zvýšil o 24 %.

#### **PORADENSTVÍ PRO LEGISLATIVNÍ A REGULATORNÍ RÁMEC FINANČNÍHO SYSTÉMU A PŘÍMÁ TVORBA PRAVIDEL**

Eurosystem pravidelně napomáhá rozvoji legislativního a regulatorního rámce EU tím, že poskytuje poradenství týkající se iniciativ probíhajících v oblasti měnové politiky.

V oblasti finančního dohledu v EU v roce 2008 pokračovala revize Lamfalussyho rámce, na

níž se Eurosystem také podílel (viz část 2 této kapitoly). ECB jako součást své poradní role podle čl. 105 odst. 4 Smlouvy poskytuje pravidelně poradenství ohledně legislativních návrhů Evropské komise (viz také část 2).

ECB poskytovala poradenství v otázkách integrace systémů vypořádání cenných papírů a platebních systémů. Byla intenzivně zapojena zejména do prací týkajících se „Kodexu chování pro zúčtování a vypořádání“ (Code of Conduct for Clearing and Settlement). Tento kodex má podporovat konkurenci na základě cenové transparentnosti, přístupu a interoperability a oddělení služeb a účetnictví. Vzhledem k tomu, že tento kodex je samoregulační nástroj, byl vytvořen přísný monitorovací mechanismus, který má zajistit, aby veškerá opatření byla prováděna správně a včas. Tento mechanismus se opírá o externí auditory a ad hoc monitorovací skupinu, kterou tvoří Evropská komise, Výbor evropských regulátorů cenných papírů a ECB. Monitorovací skupina se v roce 2008 sešla čtyřikrát. ECB společně s Evropskou asociací středisek evidence cenných papírů (European Central Securities Depositories Association) provedla analýzu cenové transparentnosti a předložila návrhy na její zlepšení.

Jelikož konečným cílem kodexu chování je svoboda výběru, je třeba, aby byly také zcela odstraněny tzv. Giovanniniho překážky efektivního zúčtování a vypořádání (pojmenované podle skupiny, která tyto překážky v roce 2001 identifikovala). Tyto překážky vyplývají z rozdílů v technických normách a obchodních praktikách, právní nejistoty a z rozdílů v daňových řízeních. ECB je i nadále účastníkem Expertní skupiny pro poradenství a monitorování vypořádání obchodů s cennými papíry (CESAME), zabývající se odstraněním prvního souboru překážek. ECB je nadále členem Odborné skupiny pro právní jistotu, která v srpnu 2008 přišla s návrhem 15 doporučení na odstranění právních překážek souvisejících s uzavřením obchodu.

Jelikož harmonizace evropského právního rámce je základem SEPA, Eurosystem se aktivně

zajímá o legislativu Společenství v této oblasti. Směrnice o platebních službách<sup>13</sup> byla formálně schválena v listopadu 2007. Členské státy udělaly podle Evropské komise velký pokrok v oblasti transpozice této směrnice do vnitrostátních předpisů, která má být provedena nejpozději do 1. listopadu 2009. ECB je členem pracovní skupiny Evropské komise pro transpozici této směrnice. Revize nařízení (ES) č. 2560/2001 o přeshraničních platbách v eurech<sup>14</sup> má také velké dopady na SEPA a zejména na její přímá inkasa. Panuje obecná shoda, že toto nařízení bylo aktivačním mechanismem pro rozhodnutí začít v roce 2002 s rozvojem SEPA. Návrh Komise<sup>15</sup> má přizpůsobit toto nařízení současným platebním podmínkám, např. rozšířením tohoto nařízení na přímá inkasa. Bude to znamenat, že ceny za provádění přeshraničních přímých inkas SEPA nebudou moci být vyšší než ceny za odpovídající vnitrostátní přímá inkasa. ECB se účastnila příprav Komise na návrh nařízení a vydala v tomto kontextu své stanovisko.<sup>16</sup>

ECB se také podílela na revizi směrnice o elektronických penězích, kterou připravovala Komise a kterou se stanoví právní rámec pro činnost institucí elektronických peněz.<sup>17</sup> Komise uvádí, že poskytování a používání elektronických peněz se nezvyšuje tak, jak se očekávalo, a navrhuje proto tuto směrnici pozměnit. ECB tuto revizi schvaluje. Některé části návrhu Komise však vzbuzují obavy, zejména pokud jde o rámec obezřetného podnikání a institucionální statut institucí elektronických peněz.<sup>18</sup>

### **POSKYTOVÁNÍ SLUŽEB CENTRÁLNÍ BANKY, KTERÉ PODPORUJÍ FINANČNÍ INTEGRACI**

Systém TARGET2 představující druhou generaci platebního systému pro velké platby Eurosystemu byl úspěšně spuštěn 19. listopadu 2007 a 19. května 2008 plně nahradil první generaci systému TARGET. Tento nový systém má poskytovat peněžním a finančním trhům v eurozóně efektivní a bezpečný mechanismus pro zúčtování eurových plateb v reálném čase v penězích centrální banky. TARGET2 je významným

příspěvkem Eurosystemu k evropské finanční integraci. Jde o první tržní infrastrukturu, která má být zcela integrovaná a sladěná na evropské úrovni a která odstranila předchozí fragmentaci v řízení likvidity centrální banky a provádění velkých plateb. Charakter tohoto nového systému umožnil a podporoval organizační změny v úvěrových institucích provozujících své aktivity v několika evropských zemích tím, že jim umožnil racionalizovat funkce back office a konsolidovat řízení likvidity v eurech (viz část 2.1 kapitoly 2).

Eurosystem a účastníci trhu pokračovali v práci na projektu TARGET2 – Securities (T2S). T2S bude platformou pro vypořádání transakcí s cennými papíry v penězích centrální banky ve více měnách, kterou budou používat evropská střediska evidence cenných papírů. Dne 17. července 2008 Rada guvernérů rozhodla o vybudování systému T2S a pověřila jeho technickým vývojem a provozem Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France a Banca d'Italia. T2S, který nabízí harmonizované, bezhraniční a neutrální vypořádací služby v eurech a ostatních měnách, bude zásadním krokem k zavedení integrovaného trhu cenných papírů a významným příspěvkem k finanční integraci v Evropě (viz část 2.2 kapitoly 2).

V oblasti řízení zajištění Rada guvernérů v červenci 2008 rozhodla vybudovat jednotnou sdílenou platformu (CCBM2) pro národní centrální banky v eurozóně s cílem konsolidovat vnitřní systémy eurozóny a zvýšit jejich efektivitu a rovněž zvýšit likviditu a řízení zajištění protistran. Rada guvernérů

13 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/64/ES ze dne 13. listopadu 2007 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice Rady 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a také směrnice 2006/48/ES a ruší směrnice 97/5/ES.

14 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2560/2001 ze dne 19. prosince 2001 o přeshraničních platbách v eurech.

15 Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm)

16 Stanovisko k novému nařízení o přeshraničních platbách ve Společenství (CON/2009/1).

17 Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm)

18 Stanovisko ke Směrnici o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetném dohledu nad touto činností (CON/2008/84).

pověřila vývojem a provozem platformy v zastoupení Eurosystemu Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a De Nederlandsche Bank. Tato platforma je vyvíjena v těsné spolupráci s účastníky trhu (viz část 2.3 kapitoly 2).

## 4 PLATEBNÍ SYSTÉMY A DOZOR NAD TRŽNÍMI INFRASTRUKTURAMI

Platební systémy a systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry jsou základní infrastruktury, které jsou nezbytné pro řádné fungování tržních ekonomik. Jsou potřebné pro efektivní tok plateb za zboží, služby a finanční aktiva a jejich hladké fungování má zásadní význam pro provádění měnové politiky centrální banky a pro udržení stability měny a důvěry v ni, ve finanční systém a ekonomiku obecně.

Prostřednictvím své dozorové funkce se Eurosystem snaží mimo jiné uplatňováním minimálních standardů a požadavků zajistit bezpečnost a efektivnost platebních systémů a systémů vypořádání obchodů s cennými papíry a ústředních protistran operujících v eurech. Cílem dozorové funkce je zejména udržet systémovou stabilitu v platebním systému omezením systémového rizika. V této souvislosti se orgány dozoru obecně zabývají jednotlivými platebními systémy a systémy vypořádání obchodů s cennými papíry a – vzhledem k závislosti mezi těmito dvěma systémy – tržní infrastrukturou jako celkem. Do dozoru Eurosystemu také spadají platební prostředky. Pozornost dozoru se zaměřuje především na jejich bezpečnost a efektivitu.

Podle Smlouvy je za dozor odpovědný Eurosystem. Za účelem účinného a efektivního dozoru vykonávají ECB a NCB Eurosystemu tyto úkoly způsobem, který umožňuje Eurosystemu využívat svou decentralizovanou strukturu a zároveň zajišťovat koordinaci svých dozorových činností a rovné uplatňování své politiky. Politika a požadavky dozoru Eurosystemu odrážejí mezinárodně uznávané standardy, jejichž detaily jsou přizpůsobeny specifickým podmínkám a potřebám Eurosystemu.

### 4.1 PLATEBNÍ SYSTÉMY PRO PLATBY VYSOKÝCH HODNOT A POSKYTOVATELÉ SLUŽEB INFRASTRUKTURY

Eurosystem vykonává dozor nad všemi platebními systémy pro platby vysokých hodnot, které vypořádávají obchody v eurech, včetně těch, které sám spravuje. Eurosystem

uplatňuje stejné standardy dozoru ve vztahu k vlastním systémům i systémům provozovaným soukromým sektorem. Těmito standardy jsou Základní principy systémově důležitých platebních systémů (Core Principles for Systemically Important Payment Systems) definované Výborem pro platební a vypořádací systémy G10 (G10 Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) a schválené Radou guvernérů v roce 2001. Doplnují je požadavky Eurosystemu týkající se dozoru na zachování kontinuity provozu pro systémově důležité platební systémy, které Rada guvernérů schválila v roce 2006 a které mají být implementovány všemi systémově důležitými platebními systémy v eurozóně do června 2009.

Hlavní platební infrastruktury na vypořádání obchodů v eurech (TARGET2, EURO1 a CLS), poskytovatelé služeb infrastruktury (jako je SWIFT) a infrastruktury na zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry v eurech se úspěšně vypořádaly s problémy vyplývajícími z turbulencí na trzích, které pokračovaly i v roce 2008. Z hlediska dozoru si lze z těchto událostí vzít ponaučení, zejména co se týká významu přiměřeného řízení kapacity ze strany provozovatelů systémů a významu zavedených rámců pro krizovou komunikaci mezi orgány dozoru, dalšími příslušnými úřady a poskytovateli tržní infrastruktury.

#### TARGET2

Postupný přechod ze systému TARGET na systém TARGET2, který začal v listopadu 2007, byl dokončen hladce a podle plánu 19. května 2008, kdy se třetí a poslední skupina národních bankovních sektorů úspěšně připojila k systému TARGET2. Veškerou dozorovou činnost nad systémem TARGET2 vede a koordinuje ECB v úzké spolupráci se zúčastněnými NCB. Národní centrální banky vykonávají dozor nad lokálními prvky systému TARGET2 a na dobrovolné bázi přispívají k dozoru nad centrálními prvky systému TARGET2.

Na začátku roku 2007, kdy byl systém TARGET2 ještě ve fázi vývoje, začaly orgány dozoru nad tímto systémem provádět komplexní hodnocení



návrhu systému ve vztahu k Základním principům systémově důležitých platebních systémů a požadavkům dozoru na zachování kontinuity provozu pro systémově důležité platební systémy. První výsledky hodnocení byly povzbudivé a na konci roku 2007 došly orgány dozoru nad systémem TARGET2 k závěru, že tento systém bude pravděpodobně zcela splňovat Základní principy za předpokladu, že provozovatel systému bude v průběhu roku 2008 na základě dohodnutého akčního plánu věnovat pozornost řadě zjištění. V listopadu 2008 provozovatel systému poskytl orgánům dozoru zprávu, v níž bylo podrobně uvedeno, jak byly řešeny jednotlivé body akčního plánu. Orgány dozoru nad systémem TARGET2 přezkoumaly zprávu a kroky podniknuté jeho provozovatelem a v březnu 2009 poskytly rozhodovacím orgánům ECB závěrečnou zprávu o hodnocení návrhu systému TARGET2. K dispozici bude veřejná verze hodnotící zprávy.

Orgány dozoru nad systémem TARGET2 mají za to, že provoz systému je v souladu s očekáváními. Zvláštní pozornost a kroky ze strany orgánů dozoru nad systémem TARGET2 si vyžádala pouze jedna závažnější nehoda, k níž došlo 30. června 2008. V souvislosti s touto nehodou bylo s provozovatelem systému projednáno několik doporučení a byla zavedena nezbytná opatření.

## EURO1

EURO1 je platební systém pro přeshraniční a domácí platby vysokých hodnot v eurech mezi bankami působícími v EU. Tento systém provozuje společnost EBA CLEARING ve vlastnictví Euro Banking Association. EURO1 funguje na mnohostranné netto bázi. Pozice účastníků EURO1 na konci každého obchodního dne jsou na závěr zúčtovány v penězích centrální banky prostřednictvím systému TARGET2, kdy ECB vystupuje jako zúčtovatel. Dozorové činnosti se v roce 2008 soustředily mimo jiné na přechod zúčtování pozic EURO1 na konci obchodního dne na systém TARGET2 v květnu 2008, kdy zanikl předchozí systém TARGET. Přechod zúčtování na systém TARGET2 byl dokončen bez problémů.

Dne 7. července 2008 společnost EBA CLEARING zavedla další dvě okna pro distribuci likvidity v EURO1 podle Flexible Settlement Capability (jež se označuje také jako přenos likvidity), jednou ve 13.00 hod a podruhé v 15.30 hod. Tento systém přenosu likvidity umožňuje zpracování plateb, které by jinak byly odloženy v důsledku toho, že banky dosáhly svých debetních a kreditních limitů v EURO1. Cílem dvou dalších oken pro distribuci likvidity je snížit zůstatek na vypořádacím účtu EURO1 v systému TARGET2 a maximalizovat recyklování předem financované likvidity. Tento krok byl ze strany orgánů dozoru hodnocen kladně z hlediska EURO1 i systému TRAGET2.

## SYSTÉM PRO ZÚČTOVÁNÍ DEVIZOVÝCH TRANSAKČÍ

Systém pro zúčtování devizových transakcí (Continuous Linked Settlement system, CLS) poskytuje službu zúčtování ve více měnách zároveň, tj. platba proti platbě, s neodvolatelností platebních příkazů týkajících se devizových transakcí. Prostřednictvím mechanismu platba proti platbě systém CLS v podstatě eliminuje riziko devizového vypořádání, tj. riziko toho, že jedna ze stran devizové transakce zaplatí měnu, kterou prodala, ale neobdrží měnu, kterou zakoupila.

Systém CLS byl spuštěn v roce 2002 a zpočátku zpracovával devizové transakce v sedmi hlavních měnách včetně eura. Poté, co orgány dozoru nad CLS v roce 2008 schválily, aby CLS zpracovával mexické peso a izraelský šekel, systém nyní provádí vypořádání v 17 měnách. Vedle toho CLS zpracovává platby v jedné měně, které jsou spojeny s omezeným souborem finančních nástrojů, tj. mimoburzovní obchody s úvěrovými deriváty a obchody s nedoručitelnými forwardy<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Definují se jako forwardové měnové transakce „vypořádané v čistých penězích“, při nichž dvě strany souhlasí, že uzavřou dva fiktivní devizové obchody a vypořádají rozdíl mezi těmito dvěma fiktivními obchody v hotovosti v dohodnuté měně. Měny uvedené v těchto dvou fiktivních devizových obchodech si smluvní strany nevyvění fyzicky na nedoručitelný forward.

Systém CLS je řízen newyorskou CLS Bank International (CLS Bank). Vlastníkem CLS Bank jsou banky ze soukromého sektoru a další finanční instituce. Federální rezervní systém přijímá primární odpovědnost za dozor nad CLS podle ujednání o spolupráci při dozoru, které se týká centrálních bank G10 a centrálních bank měn vypořádaných v systému CLS. V rámci ujednání o spolupráci při dozoru je ECB (ve spolupráci s NCB eurozóny) primárním orgánem dozoru nad vypořádáním eura ze strany CLS.

Systém CLS je z hlediska hodnoty největší platební systém mimo eurozónu, který vypořádává transakce v eurech. Bezpečnost a efektivita CLS a jeho dodržování principů Eurosystemu<sup>20</sup> je pro Eurosystem velmi důležitá. V prosinci 2008 systém CLS zpracovával v průměru 473 000 devizových transakcí denně v průměrné denní hodnotě odpovídající částce 3,3 bilionu EUR.<sup>21</sup> Jedná se o výrazný nárůst z hlediska objemu oproti prosinci 2007, kdy CLS zpracoval denně v průměru 381 436 transakcí v průměrné denní hodnotě odpovídající částce 2,9 bilionu EUR. S přibližně 21% podílem na všech transakcích vypořádaných v CLS je euro nadále druhou nejdůležitější vypořádací měnou (po americkém dolaru s přibližně 44% podílem). Průměrná denní hodnota obchodů CLS vypořádaných v eurech činila v roce 2008 560 mld. EUR.

V roce 2008 zveřejnila BIS zprávu nazvanou „Vývoj snižování rizika z vypořádání devizových transakcí“ („Progress in reducing foreign exchange settlement risk“).<sup>22</sup> Zpráva, která obsahuje příspěvky od Eurosystemu, naznačuje, že komplexní dlouhodobá strategie odsouhlasená centrálními bankami zemí G10 v roce 1996 významně snížila systémové riziko vyplývající ze způsobu vypořádání devizových transakcí. Také ale zdůrazňuje, že jednotlivé instituce, skupiny sektoru a centrální banky mohou a měly by udělat více ve věci odstraňování zbývajících rizik a na ochranu proti riziku obratu ve vývoji, kterého bylo dosaženo.

## SWIFT

ECB se spolu s ostatními centrálními bankami zemí G10 účastní kolektivního dozoru nad systémem SWIFT, přičemž orgánem dozoru s primární odpovědností je belgická centrální banka. Kolektivní dozor zemí G10 nad systémem SWIFT se soustřeďuje na bezpečnost, operační spolehlivost, zachování kontinuity provozu a odolnost infrastruktury SWIFT. Během roku 2008 dozorová skupina zkoumala, zda systém SWIFT plní tyto cíle a zajišťuje existenci řídicích mechanismů, struktur, postupů, metod řízení rizik a kontrol tak, aby bylo možné efektivně řídit potenciální rizika pro řádné fungování tržních infrastruktur za pomoci systému SWIFT a pro finanční stabilitu obecně.

V roce 2008 orgány dozoru nad systémem SWIFT věnovaly zvláštní pozornost projektu přechodu na multizónovou strukturu zasilání zpráv. Zpracování v rámci systému SWIFT bude rozděleno na dvě zóny, transatlantickou a evropskou, což povede ke zvýšení kapacity zpracování jeho infrastruktury, zvýšení jeho odolnosti a splnění evropských požadavků na ochranu údajů. V rámci projektu, který bude realizován ve dvou fázích do roku 2010 a 2013, bude v Evropě vytvořeno nové globální operační centrum pro transatlantickou i evropskou zónu. Evropští zákazníci systému SWIFT budou automaticky předáni do evropské zóny a jejich veškeré zprávy zasílané v rámci Evropy budou zpracovány a uloženy v Evropě. Orgány dozoru provádějí přezkum postupů systému SWIFT ohledně návrhu a zavádění této struktury a zároveň monitorují, zda je věnována patřičná pozornost odolnosti a dostupnosti služeb tohoto systému, které jsou zásadní pro udržení globální finanční stability.

20 „Principy Eurosystemu týkající se umístění a provozu infrastruktur na vypořádání plateb v eurech“ („Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions“), ECB, červenec 2007.

21 Hotovostní vypořádání každého obchodu se skládá ze dvou platebních transakcí, z nichž každá probíhá v jedné ze zúčastněných měn. V prosinci 2008 tak systém CLS zpracoval 236 396 transakcí v průměrné denní hodnotě odpovídající částce 1,65 bil. EUR.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>

## 4.2 PLATEBNÍ SYSTÉMY A NÁSTROJE PRO KLIENSKÉ PLATBY

Dozor Eurosystemu pokrývá také platební systémy a nástroje pro klientské retailové platby. V roce 2008 ECB nadále monitorovala hladké fungování systému STEP2, který je platebním systémem pro přeshraniční a stále ve větší míře i domácí klientské platby v eurech a který provozuje EBA CLEARING. V roce 2008 bylo třeba vyhodnotit řadu změn systému v porovnání s příslušnými standardy dozoru.

Dne 28. ledna 2008 společnost EBA CLEARING zahájila v rámci STEP2 službu bezhotovostních převodů SEPA pro zpracování bezhotovostních převodů v souladu s pravidly Evropské rady pro platby (EPC) pro systémy bezhotovostních převodů. V květnu 2008 byl do služby bezhotovostních převodů SEPA zařazen další vnitrodenní cyklus, jehož cílem bylo pokrýt poptávku vyplývající z přechodu vnitrostátních obchodů zemí eurozóny na tuto novou službu. K zásadní změně v systému došlo 8. prosince 2008, kdy bylo vypořádání bezhotovostních převodů SEPA přesunuto do systému TARGET2. Před tímto datem byly bezhotovostní převody zpracovávány v systému EURO1, jako je tomu nadále v případě ostatních služeb v rámci systému STEP2. Tyto změny neovlivnily úroveň dodržování příslušných standardů dozoru ze strany systému STEP2.

V lednu 2008 Rada guvernérů schválila rámec dozoru pro systémy platebních karet provozované v eurozóně a vzala při tom v úvahu komentáře získané při veřejné diskusi v roce 2007. V květnu 2008 Eurosystem zahájil posuzování systémů platebních karet provozovaných v eurozóně s nově vytvořenými standardy dozoru. Hodnocení zahrnuje 26 systémů, z nichž čtyři jsou mezinárodní. Mezinárodní systémy karet jsou posuzovány kolektivními hodnotícími skupinami skládajícími se z centrální banky v roli vedoucího orgánu dozoru a dalších dobrovolně se účastnících centrálních bank.<sup>23</sup> Hodnocení jednotlivých národních a mezinárodních systémů karet budou předmětem peer reviews, které zajistí rovné uplatňování

standardů dozoru. Předpokládá se, že bude zveřejněna celková zpráva shrnující hlavní výsledky tohoto hodnocení.

V roce 2008 začal Eurosystem vypracovávat rámce dozoru pro nové platební instrumenty SEPA vyvinuté EPC, a to systém bezhotovostních převodů, který byl zaveden k 28. lednu 2008, a systém přímých inkas naplánovaný na rok 2009. Jakmile budou rámce dozoru stanoveny, předpokládá se, že budou zveřejněny k veřejné diskusi.

## 4.3 ZÚČTOVÁNÍ A VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIRY A DERIVÁTY

Eurosystem má velký zájem na hladkém fungování systémů zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry vzhledem k tomu, že chyby v průběhu zúčtování, vypořádání a úschovy zajištění mohou ohrozit provádění měnové politiky, hladké fungování platebních systémů a zachování finanční stability.

Ze své funkce uživatele systémů vypořádání obchodů s cennými papíry (SSS) posuzuje Eurosystem soulad systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v eurozóně, jakož i spojení mezi těmito systémy, s uživatelskými standardy Eurosystemu.<sup>24</sup> SSS a spojení jsou způsobilá pro úvěrové operace v rámci Eurosystemu, pokud splňují tyto uživatelské standardy, které také poskytují základ, podle něhož Eurosystem posuzuje nové SSS a spojení nebo významné aktualizace těchto již způsobilých systémů.

V roce 2008 byl posouzen nový systém (VP Lux) a jedno nové zprostředkované spojení a bylo shledáno, že splňují uživatelské standardy Eurosystemu. V rámci přípravy na

<sup>23</sup> ECB je vedoucím orgánem dozoru Eurosystemu pro VISA, American Express a Diners/Discover. Jako člen hodnotící skupiny se účastní kolektivního dozoru nad MasterCard, přičemž centrální bankou v roli vedoucího orgánu dozoru je belgická centrální banka.

<sup>24</sup> „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“ (Standardy pro využití systémů vypořádání obchodů s cennými papíry EU v úvěrových operacích ESCB), leden 1998.

vstup Slovenska do eurozóny 1. ledna 2009 Rada guvernérů také posoudila slovenský SSS. Uznala, že SSS splňuje uživatelské standardy, a je tudíž způsobilý pro použití v operacích měnové politiky a vnitrodenních úvěrových operacích Euro systému. Kromě toho Euro systém také provedl první komplexní hodnocení všech již užívaných SSS, spojení a zprostředkovaných spojení, jehož výsledky by měly být k dispozici na jaře 2009.

V roce 2008 Euro systém posoudil nový mechanismus držby mezinárodních dluhových cenných papírů v globální registrované formě emitovaných společně dvěma mezinárodními středisky cenných papírů (ICSD) Euroclear Bank (Belgie) a Clearstream Banking Luxembourg. Tento nový mechanismus – který má být zaveden kolem poloviny roku 2010 – bude kopírovat hlavní zásady mechanismu „New Global Note“ zavedeného v roce 2006 pro mezinárodní dluhové cenné papíry v globální formě na doručitele. Vzhledem ke snižující se emisi mezinárodních dluhových cenných papírů ve formě „individual note“ nebyla odůvodněna revize struktury jejich držby. Bylo proto rozhodnuto, že tyto cenné papíry budou staženy ze seznamu způsobilých aktiv pro úvěrové operace Euro systému. Bylo stanoveno přechodné období končící 30. září 2010, v němž cenné papíry tohoto typu emitované před tímto datem nebo k tomuto datu budou nadále způsobilé pro použití jako zajištění do jejich splatnosti.

### **DOPORUČENÍ ESCB-CESR OHLEDNĚ ZÚČTOVÁNÍ A VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY V EVROPSKÉ UNII**

V roce 2001 Rada guvernérů schválila rámec spolupráce v oblasti systémů zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry mezi ESCB a CESR. V tom samém roce byla vytvořena společná pracovní skupina, jejímž cílem bylo přizpůsobit podmínkám EU doporučení pro SSS vytvořená CPSS a Mezinárodní organizací komise pro cenné papíry (doporučení CPSS-IOSCO) a od roku 2004 také doporučení pro ústřední protistrany. Práce byly zastaveny v roce 2005 kvůli třem

otevřeným otázkám ohledně rozsahu, obsahu a právního základu doporučení ESCB-CESR.

Dne 3. června Rada ECOFIN formálně vyzvala ESCB a CESR, aby přizpůsobily a do podzimu 2008 dokončily svůj návrh „Standardů pro zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry v EU“ a vzaly při tom v potaz řadu zásad, jmenovitě: i) přijatý text by měl mít podobu nezávazných doporučení určených výhradně pro veřejné orgány a nikoli po účastníky trhu, ii) jeho rozsah by měl pokrývat mezinárodní střediska evidence cenných papírů a nezahrnovat uschovatelské banky a iii) ohledně kontroly úvěrového rizika a rizika likvidity by měla být přijata referenční hodnota přijatá zeměmi G10 – konkrétně doporučení 9 CPSS-IOSCO pro SSS.

V souladu s žádostí Rady ECOFIN obnovila pracovní skupina ESCB-CESR svoji činnost a vypracovala soubor návrhů doporučení, které byly předmětem veřejné diskuse od 23. října 2008 do 23. ledna 2009. Během tohoto období se konalo veřejné slyšení zainteresovaných stran.

V různých fázích se na práci podílel Evropský parlament, Evropská komise, CEBS, účastníci trhu a asociace. Očekává se, že ke konečnému schválení revidovaných doporučení ze strany CESR, Rady guvernérů a NCB mimo eurozónu dojde na konci prvního čtvrtletí 2009. Souběžně s tím CEBS provádí analýzu za účelem stanovení oblastí, kde by mohly být zapotřebí další opatření na překlenutí mezery mezi doporučeními ESCB-CESR a bankovní regulací, již se řídí banky, které internalizovaly zúčtovací a vypořádací činnosti.

Jakmile budou doporučení dokončena, budou použita orgány dohledu centrálních bank a regulátory cenných papírů k zajištění zdraví i efektivitu zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry v EU, jakož i k zajištění srovnatelných podmínek pro různé infrastruktury. Doporučení ESCB-CESR doplňují práci dalších fór Evropské unie a společně se systémem TARGET2-Securities, Kodexem chování pro zúčtování a vypořádání a zrušením

tzv. Giovanniniho překážek se považují za jeden z pilířů politiky EU v oblasti sektoru po uzavření obchodů (post-trading sector).

#### **SNÍŽENÍ RIZIKA PROTISTRANY VE SWAPECH ÚVĚROVÉHO SELHÁNÍ**

Podle údajů BIS činila v červnu 2008 nesplacená jmenovitá hodnota swapů úvěrového selhání 57 bil. USD a tvořila přibližně 8 % všech mimoburzovních derivátů. Potřeba odolnějšího operačního rámce na podporu řádného zpracování obchodů s mimoburzovními deriváty, která byla identifikována ve zprávě CPSS z března 2007 nazvané „Nový vývoj v zúčtování a vypořádání mimoburzovních derivátů“ („New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives“), se stala ještě naléhavější v důsledku turbulencí na finančních trzích v roce 2008. Dne 3. listopadu 2008 byla ECB hostitelem jednání s evropskými zainteresovanými subjekty ve věci vytvoření ústředních protistran (CCP) pro swapy úvěrového selhání. Mezi účastníky byli potenciální poskytovatelé těchto CCP, obchodníci, uživatelé a regulátoři. Toto jednání doplnilo iniciativy Federal Reserve Bank of New York a Evropské komise v této oblasti. ECB se také účastnila pracovní skupiny, kterou vytvořila Evropská komise a která se zabývala krátkodobými i dlouhodobými otázkami dohledu, regulace a konkurence na trhu s deriváty s cílem podpořit finanční stabilitu. Zainteresované subjekty zdůraznily výhody vícenásobných řešení a nejméně jednoho evropského řešení. Dne 18. prosince 2008 Rada guvernérů připomněla význam posílení infrastruktury pro mimoburzovní deriváty a potřebu nejméně jedné evropské CCP pro úvěrové deriváty. Vzhledem ke svému potenciálnímu systémovému významu by tato evropská CCP měla být umístěna v rámci eurozóny.

Eurosystem sdílí názor Fóra pro finanční stabilitu a Evropské komise ohledně významu snížení rizika protistrany a zvýšení transparentnosti na trzích mimoburzovních derivátů, zejména v oblasti systémového významu (např. úvěrových derivátů). Zavedení CCP pro mimoburzovní

deriváty se považuje za vhodné řešení, protože CCP díky koncentraci otevřených pozic na jednom místě i) snižují riziko protistrany, jemuž jsou vystaveni účastníci trhu, a zvyšují efektivnost řízení rizika, ii) zvyšují integritu trhu, transparentnost a dostupnost informací, iii) standardizují kritéria pro hodnocení pozic a iv) uvolňují zajištění. Eurosystem oznámil svůj úmysl spolupracovat s jinými orgány a umožnit v tomto směru účinný společný postup soukromého sektoru. V prosinci 2008 Rada ECOFIN vyzvala ESCB a CESR, aby upravily své návrhy doporučení ohledně CPP tak, aby se explicitně zabývaly rizikem mimoburzovních derivátů.

#### **4.4 OSTATNÍ ČINNOSTI**

S cílem informovat veřejné orgány, poskytovatele tržních infrastruktur a jejich účastníky, stejně jako i širokou veřejnost o vývoji svého rámce dozoru a své dozorové činnosti týkající se konkrétních platebních systémů, ECB 11. července 2008 zveřejnila svou zprávu o platebních systémech a dozoru nad tržními infrastrukturami za rok 2007. Tato zpráva byla první publikací věnovanou dozorové činnosti ECB. Rozsah zprávy se bude rozšiřovat a další vydání budou mít podobu zprávy o dozoru Eurosystemu.

Vzhledem k tomu, že infrastruktura plateb a cenných papírů má zásadní význam pro řádné fungování tržních ekonomik, je důležité, aby tyto infrastruktury, včetně jejich účastníků a poskytovatelů služeb, kteří jsou třetími stranami, realizovaly účinné a efektivní postupy řízení rizika a kontinuity provozu a splňovaly příslušné národní a mezinárodní standardy. Vzhledem k mnoha závislostem mezi různými tržními infrastrukturami a potřebou zajistit vysokou úroveň výměny informací a vzájemného porozumění se ECB a NCB EU dohodly, že budou podporovat sdílení informací o mezinárodních a národních standardech vztahující se k provozní odolnosti a zejména o informacích týkajících se kontinuity provozu. V únoru 2008 ECB vytvořila na své internetové

stránce stránku věnovanou zajištění kontinuity provozu tržních infrastruktur.<sup>25</sup> Tato stránka poskytuje zainteresovaným stranám informace o nejnovějších standardech kontinuity provozu platných pro infrastrukturu provozovanou v Evropě, glosář termínů týkajících se kontinuity provozu a aktuální informace o nejnovějším evropském vývoji v této oblasti. Stránka také uvádí odkazy na centrální banky a ostatní regulační orgány, které vydaly příslušné standardy a tržní postupy ve svých zemích (včetně neevropských zemí jako Spojené státy americké, Hongkong a Japonsko).

K zajištění konzistentního použití termínů ve všech publikacích ESCB, které se týkají plateb, vypořádání a zúčtování, ECB vydala 30. září 2008 k veřejné diskusi glosář týkající se technických hledisek platebních systémů, systému vypořádání a zúčtování v EU. Termíny obsažené v glosáři byly definovány způsobem, který je přívětivý pro uživatele a neobsahuje složité právní výrazy, aby bylo jejich přijetí snazší. Konečná verze glosáře bude zveřejněna na internetových stránkách ECB.

ECB každoročně zveřejňuje statistické údaje o platbách a obchodech s cennými papíry a jejich zúčtování a vypořádání. Údaje jsou členěné podle zemí a od roku 2007 jsou dostupné výhradně v elektronické formě prostřednictvím rozhraní Statistical Data Warehouse na internetových stránkách ECB. Údaje za rok 2007 byly zveřejněny 26. listopadu 2008.

<sup>25</sup> Tuto stránku lze nalézt na adrese <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>



Prezident ECB Duisenberg a Jean-Claude Trichet na slavnostním večeru na rozloučenou 22. října 2003 při předávání zvonku, kterým se zahajuje zasedání Rady guvernérů

## KAPITOLA 5

# EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY



## I EVROPSKÉ OTÁZKY

I v roce 2008 ECB udržovala pravidelné kontakty s evropskými institucemi a fóry, zejména s Evropským parlamentem (viz kapitola 6), Radou ECOFIN, Euroskupinou a Evropskou komisí. Prezident ECB se pravidelně účastnil zasedání Rady ECOFIN, na kterých byly projednávány záležitosti související s úkoly a cíli ESCB, ale také setkání Euroskupiny. Předseda Euroskupiny a komisař pro hospodářské a měnové záležitosti se účastnili jednání Rady guvernérů, jestliže to považovali za vhodné.

### 1.1 HOSPODÁŘSKOPOLITICKÉ OTÁZKY

#### PAKT STABILITY A RŮSTU

Zpočátku příznivé makroekonomické prostředí v roce 2008 podporovalo zlepšování rozpočtových sald ve většině zemí. V důsledku toho byl ukončen postup při nadměrném schodku v případě pěti členských států ze šesti, které se v situaci nadměrného schodku nacházely na konci roku 2007. V červnu 2008 Rada ECOFIN ukončila postup při nadměrném schodku uplatňovaný vůči České republice, Itálii, Portugalsku a Slovensku, a v červenci učinila totéž ve vztahu k Polsku. V případě Slovenska tím byla odstraněna závažná překážka pro přijetí eura v roce 2009. Revize schodku Řecka za rok 2007 z 2,8 % na 3,5 % HDP nevedla k přijetí procedurálních kroků v rámci postupu při nadměrném schodku.

Zhoršení makroekonomické situace v průběhu roku a dopad finanční krize na daňové příjmy však vytvořily tlak na veřejné finance a vedly k opětovnému výskytu vysokých schodků, a to především v zemích, které byly zranitelné kvůli nedostatečné konsolidaci v příznivém období. V červenci 2008 Rada ECOFIN zahájila postup při nadměrném schodku vůči Velké Británii a podle čl. 104 odst. 7 Smlouvy vydala doporučení, podle něhož by Velká Británie měla snížit schodek pod 3 % HDP do finančního roku 2009/2010. V roce 2008 byl nadále uplatňován postup při nadměrném schodku vůči Maďarsku, přičemž nejzazším termínem pro nápravu schodku je rok 2009. V květnu 2008 Komise vydala „doporučení pro

hospodářskou a rozpočtovou politiku“ pro Francii, v němž tuto zemi vyzvala, aby provedla nezbytnou konsolidaci veřejných financí a uskutečnila strukturální reformy. S ohledem na potřebu závazného střednědobého fiskálního rámce a riziko schodku převyšujícího 3 % HDP Komise také vydala doporučení pro Rumunsko.

Euroskupina v květnu podpořila hospodářskopolitický rámec stanovený Paktem stability a růstu. Ministři konstatovali, že v několika zemích budou zapotřebí ambicióznější opatření, aby byla dodržena preventivní ustanovení Paktu a byly splněny rozpočtové cíle podle Berlínské dohody z roku 2007, konkrétně dosažení střednědobých cílů v roce 2008 nebo 2009, přičemž všechny země by měly usilovat o jejich dosažení nejpozději v roce 2010.

Vzhledem k zesílení finančních turbulencí během roku, které vedlo k poklesu důvěry ve finanční sektor, Rada ECOFIN v říjnu vyzvala k provádění omezitelné fiskální politiky s cílem podpořit důvěru. Ministři zopakovali, že Pakt je i nadále přiměřeným hospodářskopolitickým rámcem a měl by být uplatňován v plném rozsahu. Očekávané zpomalení by měly pomoci tlumit zejména automatické stabilizátory. Pokud jde o dlouhodobou udržitelnost veřejných financí, Rada se zabývala návrhy způsobu zahrnutí fiskálního zatížení souvisejícího se stárnutím populace do definice střednědobých cílů.

#### LISABONSKÁ STRATEGIE

Lisabonská strategie – program ekonomických, sociálních a environmentálních reforem pro celou EU – v roce 2008 vstoupila do druhého tříletého cyklu od revize v roce 2005.

Na jaře roku 2008 Evropská rada potvrdila platnost tzv. Integrovaných zásad přijatých pro cyklus 2005–2008 a zdůraznila, že těžiště snah v současném cyklu by mělo spočívat v dosažení dohodnutých cílů. Zároveň doplnila tyto zásady o konkrétní doporučení pro jednotlivé státy a pokyny pro země eurozóny. Evropská komise byla vyzvána, aby nadále spolupracovala s členskými státy na přípravě jasné a transparentní metodiky sledování a vyhodnocování reforem

v rámci lisabonské strategie. S cílem zajistit pokračování provádění strukturálních reforem Evropská rada rovněž vyzvala Komisi, Radu EU a národní koordinátory pro lisabonskou strategii, aby začali uvažovat o budoucnosti lisabonské strategie po roce 2010.

Na podzim roku 2008 členské státy předložily své národní programy reforem. Tyto programy se zabývají pokrokem, kterého členské státy zatím dosáhly v zavádění svých strategií strukturálních reforem. Cílem reformních strategií je zajištění udržitelnosti a kvality veřejných financí, zlepšení regulatorního prostředí pro podnikání, zvýšení investic do výzkumu, vývoje a inovací a zavedení opatření podporujících participaci na trhu práce a zvyšujících jeho pružnost. Na konci roku 2008 Evropská komise zveřejnila své první hodnocení zavádění lisabonského programu Společenství pro období let 2008–2010, který byl přijat na konci roku 2007 a doplňuje národní programy reforem podrobným výčtem kroků, které mají být učiněny na úrovni EU. Komise také navrhla dodatečná opatření k posílení úlohy lisabonské strategie v rámci Plánu na oživení evropského hospodářství (EERP).<sup>1</sup>

ECB opakovaně zdůraznila význam zavádění strukturálních reforem s cílem podpořit růst a zaměstnanost. Především země eurozóny by měly uskutečnit komplexní reformy, aby přispěly k bezproblémovému fungování HMU.

### **VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH A FINANČNÍ INTEGRACE**

Politika EU v oblasti finančních trhů byla v roce 2008 do značné míry ovlivněna finanční krizí. V druhé polovině roku 2007 Rada EU v reakci na srpnové turbulence na finančních trzích přijala tři plány (tzv. cestovní mapy), které konkretizovaly zamýšlené kroky týkající se i) reakce na finanční turbulence, ii) posílení opatření v oblasti finanční stability a iii) revize Lamfalussyho procesu pro finanční regulaci a dohled.

V průběhu roku 2008 bylo dosaženo značného pokroku v realizaci všech tří plánů. Pokud jde o reakci na finanční turbulence, Evropská komise

v červenci zveřejnila své návrhy na podmínky pro ratingové agentury pokud jde o udělování oprávnění, činnost těchto agentur a dohled nad nimi. V říjnu představila návrh na změnu směrnice o kapitálové přiměřenosti (podrobnosti viz část 2 kapitoly 4). S cílem posílit opatření EU v oblasti finanční stability podepsali zástupci orgánů dohledu, centrálních bank a ministerstev financí zemí EU dohodu o spolupráci při zajišťování přeshraniční finanční stability, která vstoupila v platnost v červnu. Došlo také k výraznému pokroku v revizi Lamfalussyho procesu, jehož výsledkem byla dohoda, že mandáty vnitrostátních orgánů dohledu by do poloviny roku 2009 měly být rozšířeny o evropský rozměr a že by pro největší přeshraniční finanční skupiny měla být vytvořena kolegia orgánů dohledu.

Po zintenzivnění finanční krize na podzim roku 2008 instituce a členské státy EU zvýšily koordinaci opatření, kterými chtějí čelit novým výzvám. Dne 12. října hlavy států a předsedové vlád zemí eurozóny přijali společný akční plán. Dne 15. října Evropská rada podpořila zásady dohodnuté zeměmi eurozóny a vyzvala členské státy EU, aby přijaly vnitrostátní opatření v souladu s akčním plánem. Obou jednání se zúčastnil i prezident ECB.

Hlavními cíli společného akčního plánu bylo zajistit odpovídající podmínky likvidity pro finanční instituce, podpořit financování bank, poskytnout finančním institucím dodatečný kapitál, umožnit rekapitalizaci bank, které se dostaly do potíží, a zajistit dostatečnou flexibilitu v uplatňování účetních předpisů. Dále byla vytvořena buňka pro zvládnání finanční krize, jejímž cílem je zajistit rychlé a efektivní jednání v krizové situaci. Jejimi členy jsou zástupci předsednické země EU, předseda Evropské komise, prezident ECB (společně s představiteli

1 Opatření strukturální politiky navržená Komisí v rámci EERP zahrnují mimo jiné: i) urychlení implementace opatření podporujících podnikatelské prostředí, ii) zlepšení fungování trhů práce, iii) omezení nedostatku kvalifikované pracovní síly a iv) urychlení veřejných investic do infrastruktury. EERP také zdůrazňuje význam zlepšení přístupu na mezinárodní trhy a intenzivnější mezinárodní spolupráce regulátorů.

dalších centrálních bank v EU), předseda Euroskupiny a zástupci vlád členských států.

### OSTATNÍ POLITIKY EU

ECB sledovala vývoj politik EU v oblasti změn klimatu a energetiky s ohledem na jejich případné dopady na makroekonomický vývoj, cenovou stabilitu a fiskální pozice. Pokud jde o energetickou politiku, lze očekávat, že zlepšené fungování vnitřního trhu EU s energiemi bude mít pozitivní vliv na ceny energií a zvýší předvídatelnost dodávek. V obou oblastech bylo v roce 2008 hlavní snahou promítnout ambiciózní závazky EU do legislativy.<sup>2</sup> ECB rovněž sledovala vývoj v oblasti společné zemědělské politiky, a to

zejména s ohledem na její vliv na ceny potravin. V reakci na prudký nárůst cen potravin se Rada EU shodla na několika opatřeních na zlepšení nabídky potravin, např. prodeji veřejných zásob, pozastavení povinnosti zemědělců ponechat určitou část orné půdy neobdělávanou, zvýšení kvót na mléko a pozastavení dovozních cel na obiloviny. Po zahájení „zdravotní prohlídky“ společné zemědělské politiky ze strany Komise dosáhla Rada EU v listopadu 2008 dohody o modernizaci a optimalizaci společné

2 Podle balíčku klimatických a energetických předpisů by EU do roku 2020 měla omezit emise skleníkových plynů o 20 % oproti roku 1990 a zvýšit využívání energie z obnovitelných zdrojů na 20 % celkové spotřeby energie v EU. Dále by měla zvýšit efektivnost využívání energie o 20 %.

## Box 12

### DESET LET HMU

Rok 2008 byl rokem desátého výročí existence ECB, Eurosystemu a ESCB. Toto výročí poskytlo příležitost zhodnotit prvních deset let fungování HMU a poučit se ze zkušeností získaných během tohoto období.

V květnu 2008 ECB zveřejnila zvláštní vydání Měsíčního bulletinu, které prezentovalo práci a úspěchy Eurosystemu a zabývalo se výzvami, kterým Eurosystem a eurozóna čelí na počátku druhého desetiletí své existence. Prvních deset let HMU prokázalo schopnost ECB plně dostát svému mandátu podle Smlouvy. Navzdory nestálému vnějšímu prostředí, v nedávné době charakterizovanému prudkým růstem cen komodit, se většinou dařilo dosahovat cenové stability. V eurozóně mezi roky 1999 a 2007 rostly spotřebitelské ceny meziročně v průměru o 2,1 %, což je o poznání méně než v období 1990–1998, kdy průměrný meziroční růst spotřebitelských cen činil 3 %. ECB byla rovněž úspěšná v ukotvení dlouhodobých inflačních očekávání na úrovni odpovídající cenové stabilitě. HMU také podpořila tvorbu pracovních míst. Zaměstnanost v eurozóně od roku 1999 do roku 2007 stoupla zhruba o 16 milionů osob ve srovnání s nárůstem o 6 milionů osob v období 1990–1998.

Evropská komise v květnu zveřejnila sdělení a zprávu nazvanou „Deset let HMU – úspěchy a problémy po prvních deseti letech fungování Hospodářské a měnové unie“, kde zdůraznila, že euro je deset let po svém zavedení úspěšná měna. Komise také předložila několik návrhů na zlepšení koordinace a dohledu v rámci HMU, posílení mezinárodní úlohy eura a podporu efektivního řízení HMU.

Rada ECOFIN se prvními deseti lety eura zabývala na svém jednání 7. října 2008. Ministři dospěli k závěru, že HMU během uplynulých deseti let přispěla k makroekonomické stabilitě a že EU je v návaznosti na reformní proces v rámci HMU nyní schopna lépe čelit hospodářským

otřesům. Rada ECOFIN se shodla na několika návrzích, které mají umožnit využití dalších výhod HMU a zlepšení hospodářských výsledků členských států. Patří mezi ně i) lepší sledování vývoje konkurenceschopnosti (především v zemích eurozóny a zemích účastnících se ERM II), ii) určení priorit v rámci doporučených strukturálních reforem s ohledem na ekonomickou situaci a iii) opatření, která umožní lépe zohlednit vliv hospodářského cyklu a souvisejících cyklů cen aktiv na daňové příjmy.

Evropský parlament také přijal usnesení k prvním deseti letům existence HMU (viz kapitola 6).

Obecný závěr vyplývající z diskuzí o prvních deseti letech HMU zněl, že institucionální uspořádání HMU funguje dobře. K zajištění dlouhodobého úspěchu HMU je však nezbytné, aby tvůrci hospodářské politiky byli pevně odhodláni plnit cíle dohodnuté na evropské úrovni a důsledně prováděli nezbytná opatření.

zemědělské politiky a odstranění zbývajících omezení vůči zemědělcům v reakci na rostoucí poptávku po potravinách.

## 1.2 INSTITUCIONÁLNÍ OTÁZKY

### LISABONSKÁ SMLOUVA

Po podpisu Lisabonské smlouvy hlavami států nebo předsedy vlád 13. prosince 2007 zahájily členské státy ratifikační postup v souladu se svými příslušnými ústavními požadavky. Lisabonskou smlouvu zatím ratifikovalo 23 členských států. Německo a Polsko jsou velmi blízko formálnímu završení ratifikačního postupu. V České republice dosud probíhá ratifikace parlamentem.

V Irsku byla Lisabonská smlouva povinně předmětem referenda, ve kterém nezískala většinovou podporu. V této souvislosti Evropská rada na svém zasedání 19.–20. června 2008 zopakovala, že Lisabonská smlouva, jejímž cílem je „napomoci tomu, aby rozšířená Evropská unie fungovala účinněji a demokratičtěji“, by měla být dále prosazována. Na zasedání Evropské rady 11.–12. prosince 2008 hlavy států a předsedové vlád souhlasili s poskytnutím „právních záruk“ Irsku po odmítnutí Lisabonské smlouvy. Irská vláda se zavázala pokusit se znovu o ratifikaci Lisabonské smlouvy do konce funkčního období současné Evropské komise.

### KONVERGENČNÍ ZPRÁVY

V souladu s čl. 122 Smlouvy ECB a Evropská komise vypracovaly konvergenční zprávy o pokroku dosaženém Bulharskem, Českou republikou, Estonskem, Lotyšskem, Litvou, Maďarskem, Polskem, Rumunskem, Slovenskem a Švédskem při plnění podmínek vstupu do eurozóny. V těchto zprávách, které byly zveřejněny 7. května 2008, bylo Slovensko hodnoceno poněkud podrobněji než ostatní země, neboť slovenské orgány podaly žádost o zhodnocení s ohledem na úmysl Slovenska přijmout euro k 1. lednu 2009. Na základě návrhu Komise Rada ECOFIN 8. července 2008 rozhodla, že Slovensko podmínky pro vstup do eurozóny k 1. lednu 2009 splnilo (viz kapitola 3).

## 1.3 VÝVOJ V KANDIDÁTSKÝCH ZEMÍCH EU A VZTAHY S NIMI

ECB pokračovala v měnověpolitickém dialogu s centrálními bankami kandidátských zemí prostřednictvím dvojstranných setkání i celkového institucionálního rámce EU pro proces rozšíření.

Přístupová jednání s Chorvatskem začala v říjnu 2005. Vyjednávání o jednotlivých kapitolách *acquis communautaire* bylo zahájeno v červnu 2006 a během roku 2008 výrazně pokročilo. Do konce roku bylo otevřeno 21 kapitol a 4 kapitoly

byly předběžně uzavřeny. ECB dále rozvíjela své mimořádně dobré vztahy s chorvatskou centrální bankou, například v oblasti měnověpolitického dialogu na vysoké úrovni.

Po zahájení přístupových jednání s Tureckem v říjnu 2005 Evropská komise v červnu 2006 zahájila rozhovory o jednotlivých kapitolách *acquis communautaire*. V prosinci 2006 Evropská rada rozhodla o pozastavení rozhovorů v 8 z 35 kapitol předstupního procesu z důvodu nedostatečného pokroku v rozšiřování celní unie na členské státy EU. Instituce EU dále vyhodnocují slučitelnost turecké legislativy s *acquis communautaire* a dosahují pokroku v otevírání dalších kapitol. ECB pokračovala v dlouhotrvajícím měnověpolitickém dialogu na vysoké úrovni s centrální bankou Turecké republiky.

Přestože byl Bývalé jugoslávské republice Makedonii v roce 2005 přiznán status kandidátské země, stále zbývá splnit řadu institucionálních kritérií, z nichž některá se týkají zásadních oblastí politických reforem, než bude moci být zahájeno vyjednávání o členství v EU. ECB a makedonská centrální banka nadále udržovaly intenzivní styky na pracovní úrovni.

## 2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY

### 2.1 HLAVNÍ ASPEKTY VÝVOJE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO A FINANČNÍHO SYSTÉMU

#### DOHLED NAD MAKROEKONOMICKÝMI POLITIKAMI VE SVĚTOVÉ EKONOMICE

Vzhledem k vysoké úrovni hospodářské a finanční integrace je globální ekonomické prostředí mimořádně důležité pro provádění hospodářské politiky v eurozóně. Eurosystem proto pozorně sleduje a analyzuje makroekonomické politiky a hlavní rysy vývoje v zemích mimo eurozónu. ECB také hraje významnou roli v procesu mezinárodního mnohostranného dohledu nad makroekonomickými politikami, který se uskutečňuje především na jednáních mezinárodních organizací jako např. BIS, MMF a OECD, ale také v rámci fór jako jednání ministrů financí a guvernérů centrálních bank zemí G7 a G20. Hodnocení mezinárodního vývoje s ohledem na to, zda přispívá ke stabilnímu makroekonomickému prostředí a k vyváženým makroekonomickým a finančním politikám, mělo v roce 2008 mimořádný význam.

Hlavním rysem mezinárodního ekonomického prostředí v roce 2008 byly globální finanční turbulence, které odrážely nerovnoměrné odeznívání domácí i zahraniční nerovnováhy nahromaděné v předchozích letech a naplnění souvisejících rizik.

Problémy plynoucí z naplnění těchto rizik se rychle přenesly do celého světa vzhledem ke globální povaze regulatorních, účetních a podnikatelských modelů, které přispěly k praxi, jež se později ukázala jako neudržitelná, ale také vzhledem k silným přeshraničním finančním a obchodním vztahům. Původní šok, který začal na americkém trhu rizikových hypoték, byl výrazně zesílen vysokou zadlužeností finančních institucí a podcenění rizik na globální úrovni. Ačkoli turbulence v období od srpna 2007 do září 2008 trvaly poměrně krátce a byly omezeny na relativně malý počet finančních institucí, výskyt problémů v řadě velkých a celosvětově působících institucí způsobil od září 2008 značné ořesy. Tyto ořesy vedly k výraznému

napětí na mezibankovních trzích a v ostatních segmentech finančních trhů, silnému tlaku na bankovní sektor v několika zemích, významným změnám směnných kurzů a cen ropy, prudkému poklesu cen aktiv po celém světě a značnému zpomalení reálné hospodářské aktivity (viz také kapitola 1). Přestože tato finanční krize vznikla ve Spojených státech, je jí ovlivňováno stále více zemí, ať již jde o rozvinuté země nebo v poslední době také o rozvíjející se tržní ekonomiky. Několik zemí požádalo o pomoc MMF (viz níže část o mezinárodní finanční architektuře). Největší centrální banky včetně ECB a Federálního rezervního systému také poskytly pomoc v oblasti likvidity centrálním bankám jiných zemí. Například Federální rezervní systém na konci října 2008 zřídil likviditní swapové facility pro centrální banky čtyř velkých a systémově významných zemí (Brazílie, Mexiko, Jižní Korea a Singapur) ve snaze odblokovat peněžní trhy rozvíjejících se zemí.<sup>3</sup>

Zejména v důsledku tohoto vývoje se v roce 2008 výrazně změnila bilance běžných účtů. Schodek běžného účtu Spojených států se snížil o 0,7 procentního bodu na 4,6 % HDP, což bylo způsobeno především nižší domácí poptávkou.<sup>4</sup> Přebytky běžných účtů některých zemí se značně snížily: Čína zaznamenala pokles o 1,9 procentního bodu a Japonsko o 0,8 procentního bodu. Celkově vzrostly přebytky běžných účtů zemí vyvážejících ropu. Přestože ceny ropy ke konci roku prudce klesaly, přebytky po většinu roku zůstaly nad úrovní dosaženou v roce 2007. Saldo běžného účtu eurozóny se ve stejném období propadlo do schodku ve výši 0,5 % HDP.

Eurosystem při několika příležitostech v roce 2008 zdůraznil rizika a zkreslení související s pokračováním globální nerovnováhy. Potvrdil také svoji plnou podporu spolupráci při zajišťování jejího řízeného zmírňování. Eurosystem především opakovaně zdůrazňoval

3 Informace o swapových linkách poskytnutých ECB naleznete v části 1 kapitoly 2.

4 Údaje v tomto odstavci jsou převzaty z publikace MMF „World Economic Outlook“, říjen 2008.

potřebu uplatňování politiky zaměřené na zvyšování soukromých i veřejných úspor v zemích se schodky běžného účtu, provádění dalších strukturálních reforem ve vyspělých ekonomikách s relativně nízkým potenciálním růstem, zavádění opatření ke zvýšení domácí poptávky a zefektivnění alokace kapitálu v rozvíjejících se ekonomikách, a v obecnější rovině také lepšího oceňování rizik. V kontextu pokračujících úvah o způsobu zkvalitnění mezinárodní finanční architektury (viz níže), jichž se ECB a ostatní centrální banky Eurosystemu účastní, Eurosystem zdůrazňoval nutnost zajistit, aby toto zkvalitnění kromě zvýšení disciplíny finančních trhů také zvýšilo disciplínu tvůrců makroekonomické politiky. Posílení mnohostranného rámce dohledu nad hospodářskými politikami by mělo pomoci zajistit, aby hospodářská politika byla udržitelná a orientovaná na stabilitu, a to zejména v systémově významných zemích.

V rámci vyhodnocování mezinárodní hospodářské politiky je zkoumána i eurozóna jako taková. V roce 2008 prováděly MMF i OECD vedle analýz jednotlivých zemí eurozóny rovněž pravidelné analýzy měnové, finanční a hospodářské politiky eurozóny. Konzultace MMF podle čl. IV a analýzy provedené Výborem pro ekonomické přehledy OECD (Economic and Development Review Committee, EDRC) poskytly příležitost k plodné výměně názorů mezi těmito mezinárodními organizacemi a ECB, předsednictvím Euroskupiny a Evropskou komisí. V návaznosti na tyto diskuze MMF i OECD sestavily zprávy obsahující hodnocení politik eurozóny.<sup>5</sup>

### MEZINÁRODNÍ FINANČNÍ ARCHITEKTURA

Finanční turbulence vedly k rozsáhlé debatě o uspořádání a fungování mezinárodního měnového a finančního systému. Hlavy států a předsedové vlád zemí EU se na svém neformálním setkání 7. listopadu 2008 v Bruselu shodli na koordinaci reakcí na finanční krizi a zavedení společných zásad, na nichž má být vybudován nový mezinárodní finanční systém. Čelní představitelé zemí skupiny G20 se 15. listopadu sešli ve Washingtonu ke svému

historicky prvnímu summitu o finančních trzích a světové ekonomice. Vyzvali k opatřením v oblasti finanční regulace a makroekonomické politiky a zdůraznili svoji podporu volného obchodu. Následná jednání po tomto summitu organizovaly čtyři pracovní skupiny, které podaly zprávu skupině náměstků ministrů financí a viceguvernérů centrálních bank zemí G20. Ti pak na jaře 2009 připravili zasedání ministrů financí a guvernérů centrálních bank G20.

V reakci na výzvy členů MMF byly provedeny konkrétní změny nástrojů finanční pomoci MMF. V říjnu byla zřízena nová krátkodobá likviditní facilitata. Účelem tohoto nástroje je poskytnout rychlé financování zemím se silnou hospodářskou politikou a dobrou úvěrovou historií, které čelí dočasným problémům s likviditou v důsledku vývoje na zahraničních kapitálových trzích. Kromě zavedení tohoto nového nástroje MMF také zahájil hodnocení různých aspektů své věřitelské role. Prostřednictvím svých pravidelných stálých nástrojů rovněž poskytl financování některým členským zemím, např. Bělorusku, Maďarsku, Islandu, Lotyšsku, Pákistánu a Ukrajině.

V roce 2008 pokračovalo několik dalších iniciativ k reformě MMF. Mezi klíčové reformní oblasti patřil dohled MMF, jeho věřitelská role, správa (včetně kvót a rozdělení vlivu) a rámec pro příjmy a výdaje. Hledání dohody o těchto otázkách probíhá prostřednictvím diskuzí uvnitř MMF i na jiných fórech, např. G7 a G20, přičemž ESCB a Eurosystem v něm hrají svoji úlohu tím, že tyto diskuze sledují a podle potřeby do nich přispívají.

Po přijetí nového rozhodnutí o dvojstranném dohledu nad politikami členských států v polovině roku 2007 se MMF zaměřil na jeho provádění v rámci pravidelných konzultací s členskými státy podle čl. IV. Nové rozhodnutí usiluje o to, aby byla věnována větší pozornost přenosu mezi jednotlivými zeměmi, a proto má být dohled organizován podle principu

<sup>5</sup> „Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report“, MMF, srpen 2008, a „Economic survey of the euro area“, OECD, leden 2009.

vnější stability. Vnější stabilita je definována pomocí směnného kurzu, jehož analýza se poté stává klíčovou složkou procesu dohledu. V říjnu MMF přijal své první „Prohlášení o prioritách dohledu“, jímž se má dohled MMF řídit do roku 2011. Toto prohlášení identifikuje čtyři hlavní priority MMF v oblasti dohledu: řešení napětí na finančních trzích, posílení světového finančního systému, přizpůsobení náhlým změnám cen komodit a podporu řízeného zmírňování globální nerovnováhy. MMF chce podpořit tyto priority vylepšením svého systému včasného varování před riziky a zranitelnými místy, k čemuž má přispět mimo jiné analýza makrofinančních vztahů, a rozšířením analýzy zranitelných míst na vyspělé ekonomiky. MMF se také nadále věnoval otázkám finančního sektoru a souvisejícím zkušenostem s hospodářskou politikou a usiloval o zlepšení spolupráce s Fórem pro finanční stabilitu.

Dále se Rada guvernérů MMF shodla na komplexní reformě kvót a rozdělení vlivu, která zahrnuje především nový vzorec pro výpočet kvót, druhé kolo ad hoc navýšení kvót na základě tohoto nového vzorce, ztrojnásobení základních hlasů, jehož cílem je zvýšení vlivu nízkopříjmových zemí, a zřízení funkce dalšího náhradníka za dva africké členy Výkonné rady MMF. Reformy sledovaly dva hlavní cíle: znovu sladit kvóty s relativní váhou členů a jejich postavením ve světové ekonomice a posílit vliv a participaci zemí s nízkými příjmy v rámci MMF. Úsilí o reformu správy MMF bude pokračovat mimo jiné na základě zprávy nezávislého hodnotícího útvaru MMF z roku 2008 a zprávy Výboru významných osobností, která má být zveřejněna do jara 2009.

Rada guvernérů MMF také odsouhlasila opatření na vytvoření zdravějšího finančního základu pro tuto instituci. Pokud jde o příjmy, MMF se v budoucnu bude spoléhat na širší a snáze udržitelnou skupinu zdrojů. K tomu patří rozšíření investičního mandátu MMF a zavedení dotací financovaných ze zisků z prísne omezeného prodeje zlata, který bude v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě. Zásadami

pro nový výdajový rámec, který přináší výrazné snížení rozpočtu, jsou zohlednění základního mandátu MMF a pečlivé stanovení priorit.

K posílení odolnosti světového finančního systému významně přispělo Fórum pro finanční stabilitu, které usnadnilo koordinaci různých národních a mezinárodních iniciativ a dohlíželo na jejich včasnou realizaci. Vydalo také doporučení pro pět klíčových oblastí a vyhodnocovalo jejich provádění. Těmito oblastmi byly obezřetnostní dohled, transparentnost a oceňování, úvěrové ratingy, schopnost úřadů reagovat na rizika a opatření k řešení napětí ve finančním systému.

Mezinárodní finanční společenství se rovněž dále věnovalo podpoře mechanismů prevence a řádného řešení krizí. V této souvislosti opět pokročilo zavádění zásad pro stabilní kapitálové toky a spravedlivou restrukturalizaci dluhu v rozvíjejících se ekonomikách, které přijala skupina ministrů financí a guvernérů centrálních bank zemí G20 v roce 2004. Cílem těchto dobrovolných tržních zásad je poskytnout návod k chování emitentů státních dluhopisů a jejich soukromých věřitelů v oblasti výměny informací, dialogu a těsné spolupráce. Podporu těmto zásadám a vážný zájem o jejich uvedení do praxe vyjadřuje rostoucí počet finančních institucí a emitujících zemí. Na svém posledním zasedání ve Washingtonu v říjnu 2008 Dozorčí rada, která je složena z předních osobností finančního světa a má dohlížet na provádění zásad, vyhodnotila pokrok dosažený v rámci mezinárodní finanční architektury a formulovala doporučení pro další práci.

Další iniciativou v oblasti finančního trhu bylo v roce 2008 vypracování tzv. Santiagských zásad Mezinárodní pracovní skupinou státních fondů. Zásady vznikly dohodou státních fondů investujících přebytečné úspory vyspělých, rozvíjejících se i rozvojových ekonomik a představují výsledek spolupráce zaměřené na zavedení komplexního rámce vedoucího k lepšímu porozumění operacím státních fondů. Cílem těchto dobrovolných zásad je posílit stabilizační roli státních fondů na finančních



tržích a pomoci zachovat volný pohyb přeshraničních investic. OECD analyzuje politiku cílových zemí ve vztahu k investicím státních fondů.

## 2.2 SPOLUPRÁCE SE ZEMĚMI MIMO EU

Eurosystem nadále podporoval své mezinárodní aktivity ve vztahu ke skupině centrálních bank mimo EU prostřednictvím organizování seminářů. Významnými nástroji posilování administrativní kapacity centrálních bank byly také technická pomoc Eurosystemu, a to zejména v regionech sousedících s EU, a zvyšování souladu s evropskými a mezinárodními standardy.

Ve dnech 26. – 27. listopadu 2008 se v Alexandrii uskutečnil pátý seminář Eurosystemu na vysoké úrovni za účasti guvernérů centrálních bank partnerů EU z jižního a východního Středozeří, který společně organizovaly ECB a egyptská centrální banka. Guvernéři zhodnotili poslední hospodářský a finanční vývoj v regionu a diskutovali o strategiích měnové politiky, režimech směnného kurzu a problematice bankovního sektoru ve státech Středozeří. Zástupci ECB se také účastnili řady jednání zaměřených na hospodářské a finanční otázky v rámci barcelonského procesu a Unie pro Středozeří.

Poprvé byl uspořádán seminář Eurosystemu na vysoké úrovni s guvernéry centrálních bank a měnových orgánů členských států Rady pro spolupráci v Zálivu (GCC)<sup>6</sup>, který uspořádaly ECB a Deutsche Bundesbank. Konal se 11. – 12. března 2008 v Mohuči. Diskuze se zaměřily na hospodářský vývoj a strukturu ekonomik zemí GCC a na úlohu GCC ve světové ekonomice, zejména pokud jde o peněžní a finanční otázky, ale také energetiku a obchod.

Během roku 2008 ECB dále posilovala své vztahy s čínskou centrální bankou. Byla obnovena dvojstranná dohoda o spolupráci, podepsaná v roce 2002. Vzájemná spolupráce

se během posledních let výrazně zintenzivnila, ať již v podobě jednání na vysoké úrovni nebo posílené spolupráce na pracovní úrovni. Prezident ECB a guvernér Čínské lidové banky se 5. září 2008 setkali na půdě ECB při jednání o otázkách hospodářské politiky.

ECB spolu s čínskou a italskou centrální bankou zorganizovala čtvrtý seminář na vysoké úrovni za účasti centrálních bank východoasijského a tichomořského regionu a eurozóny, který se konal 26. a 27. června v italské centrální bance. Cílem semináře byla výměna názorů na otázky, kterým čelí tvůrci hospodářské politiky v obou regionech, např. finanční krizi, světovou nerovnováhu a výhled růstu.

Technická spolupráce s ruskou centrální bankou byla posílena díky novému programu spolupráce mezi centrálními bankami financovaného Evropskou komisí, který byl spuštěn 1. dubna 2008. Tohoto programu se účastní ECB ve spolupráci s centrálními bankami Německa, Řecka, Španělska, Francie, Itálie, Nizozemska, Rakouska a Finska (společně s finským orgánem dohledu nad finančním trhem Rahoitustarkastus). Program bude završen v prosinci 2010. Jeho cílem je sdílet znalosti a zkušenosti EU s ruskou centrální bankou v oblasti interního auditu a podpořit ji v postupném zavádění principů Basel II do bankovního dohledu.

Pokračující spolupráce s egyptskou centrální bankou vyústila v zahájení nového tříletého programu, který financuje Evropská komise, k 1. lednu 2009. Programu se zúčastní odborníci z centrálních bank Bulharska, České republiky, Německa, Řecka, Francie, Itálie a Rumunska. Program má tři hlavní cíle: připravit zásady, které pomohou egyptské centrální bance při zavádění nových předpisů v souladu se základním režimem Basel II, dokončit tyto předpisy a organizaci jejich zavádění a navrhnout nový systém vykazování údajů bankami, aby nové předpisy mohly být zavedeny.

6 Bahrajn, Katar, Kuvajt, Omán, Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty.

ECB pokračovala v prohlubování svých vztahů se zeměmi západního Balkánu. K 1. září 2008 ECB společně se 17 národními centrálními bankami zemí EU<sup>7</sup> spustila devítiměsíční program technické pomoci pro srbskou centrální banku. Tento program, financovaný Evropskou agenturou pro obnovu, poskytne srbské centrální bance analýzu kroků, které je třeba udělat ve vybraných oblastech centrálního bankovníctví při přípravě na přistoupení k EU. Mezi témata, která program pokrývá, patří bankovní dohled, harmonizace legislativy s *acquis communautaire* v kompetenci srbské centrální banky, liberalizace kapitálových toků, provádění měnové politiky a režim směnného kurzu, měnová a finanční statistika a statistika platební bilance a ochrana spotřebitele na trhu finančních služeb.

ECB se také společně s Evropskou komisí aktivně účastnila makroekonomického dialogu EU s Čínou, Indií a Ruskem.

<sup>7</sup> Jednalo se o centrální banky Belgie, Bulharska, České republiky, Dánska, Německa, Estonska, Řecka, Francie, Itálie, Kypru, Lotyšska, Maďarska, Nizozemska, Rakouska, Polska, Rumunska a Velké Británie.



Bývalý italský prezident Carlo Azeglio Ciampi (vpravo) a prezident ECB Jean Claude Trichet na cestě na slavnostní ceremoniál u příležitosti oslav desátého výročí ECB v Alte Oper ve Frankfurtu nad Mohanem 2. června 2008

## KAPITOLA 6

# ODPOVĚDNOST

## I ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU

V posledních desetiletích se nezávislost centrální banky stala nezbytnou součástí měnověpolitických režimů rozvinutých a rozvíjejících se ekonomik. Rozhodnutí udělit centrálním bankám nezávislost je pevně zakotveno v ekonomické teorii a empirických důkazech, které ukazují, že takové nastavení přispívá k udržení cenové stability. Základním principem demokratických společností je zároveň to, že každá nezávislá instituce, jíž je svěřena veřejná funkce, odpovídá za své činy občanům a jejich voleným zástupcům. V případě nezávislé centrální banky lze odpovědnost chápat jako povinnost vysvětlovat a odůvodňovat její rozhodnutí občanům a jejich politickým zástupcům. Z toho důvodu je odpovědnost důležitým protipólem nezávislosti centrální banky.

Od svého založení ECB uznává zásadní význam odpovědnosti za svá měnověpolitická rozhodnutí. Podle požadavků Smlouvy udržuje pravidelný dialog s občany EU a Evropským parlamentem. Tento závazek ECB ilustruje mimo jiné řada publikací, které ECB vydala v roce 2008, a velký počet projevů přednesených členy Rady guvernérů v průběhu roku.

Smlouva přesně stanoví informační povinnosti ECB, které zahrnují vydávání čtvrtletní zprávy, týdenní konsolidované rozvahy a výroční zprávy. ECB jedná vlastně nad rámec těchto povinností, zveřejňuje například Měsíční bulletin (nikoli pouze čtvrtletní zprávu) a jednou měsíčně pořádá tiskové konference po prvním zasedání Rady guvernérů v měsíci.

Evropský parlament – jako orgán, který odvozuje svou legitimitu přímo od občanů EU – má nadále významnou roli ve vztahu k odpovědnosti ECB. V souladu se Smlouvou prezident ECB prezentoval v roce 2008 Výroční zprávu ECB za rok 2007 plenárnímu zasedání Evropského parlamentu. Prezident navíc nadále pravidelně podával zprávy o měnové politice ECB a jejich dalších úkolech při svých čtvrtletních slyšeních před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti Evropského parlamentu. Prezident rovněž vystoupil před společným zasedáním

Evropského parlamentu a národních parlamentů za účelem projednání rámce ECB v oblasti zachování finanční stability.

Také další členové Výkonné rady vystoupili při řadě příležitostí před Evropským parlamentem. Viceprezident prezentoval Výroční zprávu ECB za rok 2007 Výboru pro hospodářské a měnové záležitosti. Gertrude Tumpel-Gugerellová dvakrát vystoupila před Výborem a poskytla jeho členům informace o nedávném vývoji v oblasti zúčtování a vypořádání cenných papírů a projektu Euro systému nazvaném TARGET2-Securities. Jürgen Stark prezentoval Výboru Konvergenční zprávu ECB za rok 2008 a účastnil se diskuse o vstupu Slovenska do eurozóny. Lorenzo Bini Smaghi se účastnil panelové diskuze organizované Výborem, která se zabývala prvními deseti lety HMU a budoucími výzvami.

Kromě toho mezi pracovníky ECB a členy Evropského parlamentu probíhaly diskuze o otázkách, ohledně nichž ECB disponuje odbornými znalostmi (např. padělání eura, kapitálové požadavky a statistika). V souladu se zavedenou praxí delegace Výboru pro hospodářské a měnové záležitosti navštívila ECB a vyměnila si s členy Výkonné rady názory na řadu otázek. ECB také nadále odpovídala na písemné otázky předložené poslanci Evropského parlamentu k problematice dotýkající se působnosti ECB.

## 2 VYBRANÁ TÉMATA NASTOLENÁ V PRŮBĚHU JEDNÁNÍ S EVROPSKÝM PARLAMENTEM

Při nejrůznějších výměnách názorů mezi Evropským parlamentem a ECB byla řešena široká škála otázek. Nejdůležitější otázky, jež byly nastoleny během těchto diskuzí, jsou uvedeny níže.

### USNESENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU O VÝROČNÍ ZPRÁVĚ ECB ZA ROK 2007

V souladu se zavedenou praxí Evropský parlament přijal 9. července 2008 usnesení z vlastní iniciativy o Výroční zprávě ECB za rok 2007. V něm potvrdil plnou nezávislost ECB a konstatoval, že zveřejňování zápisů z jednání Rady guvernérů by mohlo vést k politickému tlaku na členy Rady guvernérů. V tomto usnesení také uznal vynikající práci ECB při řešení finančních turbulencí a zdůraznil skutečnost, že významné centrální banky včetně ECB varovaly před podceňováním rizik již před začátkem finanční krize. Kromě toho vyzvedl přínos dvoupilířové měnověpolitické strategie Eurosystemu.

### FINANČNÍ REGULACE

Evropský parlament a ECB pokračovaly ve svém úzkém dialogu o záležitostech týkajících se finanční regulace. Ve svém usnesení o této problematice Evropský parlament požadoval, aby veškeré subjekty působící na finančních trzích splnily odpovídající proticyklické kapitálové požadavky. Evropský parlament měl také za to, že je třeba stanovit příslušné postupy pro účtování o podrozvahových položkách a jejich zveřejňování, a požadoval větší množství a zvýšení kvality informací o komplikovaných produktech a procesu sekuritizace. Co se týká ratingových agentur, Parlament prosazoval vytvoření revizního mechanismu EU a požadoval opatření na zlepšení transparentnosti metod hodnocení a systému zabezpečení kvality.

Během svého vystoupení před společným zasedáním Evropského parlamentu a národních parlamentů 23. ledna 2008 prezident upozornil, že rostoucí složitost finančních nástrojů a nejasnosti ohledně angažovanosti finančních institucí by mohly vést k vyšší nejistotě ohledně míry rizika a konečného příjemce těchto rizik, což by mohlo podnítit všeobecnější nákazu. Prezident zdůraznil, že je třeba zvýšit

transparentnost a posílit proticyklický charakter regulačního rámce. Také vyzval finanční instituce, aby zlepšily své postupy řízení rizika. Při několika příležitostech prezident zdůraznil potřebu urychlené implementace strategického plánu Rady ECOFIN, který stanovuje nezbytné hospodářskopolitické reakce na finanční turbulence.

### RÁMEC EU PRO FINANČNÍ DOHLED A STABILITU

Významnou roli v diskusích mezi ECB a Evropským parlamentem hrál také rámec EU pro finanční dohled a stabilitu. Ve svých nejrůznějších usneseních na toto téma Evropský parlament poznamenal, že finanční dohled v Evropě nedržel krok s integrací finančních trhů EU. V souladu s tím měl Evropský parlament za to, že je v případě největších přeshraničních finančních skupin třeba vytvořit „kolegia orgánů dohledu“ a posílit a ujasnit status a odpovědnost třech výborů třetí úrovně Lamfalussyho rámce (více informací o Lamfalussyho rámci viz část 2 kapitoly 4). Evropský parlament také vybídl ECB a ESCB, aby hrály aktivní roli při zpracování a implementaci politiky EU v oblasti makrobezpečnostního dohledu a finanční stability, a vyzval orgány dohledu a centrální banky, aby prostřednictvím Výboru pro bankovní dohled poskytly ECB příslušné mikrobezpečnostní informace. Parlament také prosazoval legislativní kroky s cílem zlepšit opatření k prevenci a řízení krizí.

Při svém vystoupení před Parlamentem prezident zdůraznil, že by měl být dále využit potenciál Lamfalussyho rámce a že by měla být urychleně implementována rozhodnutí uvedená v plánu v souvislosti s revizí Lamfalussyho rámce. Prezident také vyzval k rychlé implementaci kroků uvedených v plánu zaměřeném na posílení opatření EU v oblasti finanční stability. Zdůraznil zejména potřebu bezproblémové interakce a vhodné výměny informací mezi orgány dohledu a centrálními bankami.

### DESET LET HMU

Evropský parlament také přispěl k diskusi o prvních deseti letech HMU (viz box 12). Dne 18. listopadu 2008 přijal usnesení, v

němž prezentoval svůj pohled na prvních deset let HMU. Usnesení konstatovalo, že HMU je úspěšná, a že jednotná měna zvyšuje hospodářskou stabilitu a integraci v zemích eurozóny. Zároveň měl Parlament za to, že pro využití všech výhod HMU je třeba učinit více, zejména v oblasti provádění strukturálních reforem a zdravé fiskální politiky.

Prezident ECB souhlasil s názorem, že strukturální reformy a obezřetná fiskální politika jsou nezbytné pro zajištění bezproblémového fungování HMU. Vyjádřil také své obavy ohledně pomalejšího provádění strukturálních reforem a fiskální konsolidace.







Jean-Claude Trichet při krájení narozeninového dortu u příležitosti oslav desátého výročí ECB v Alte Oper ve Frankfurtu nad Mohanem 2. června 2008. Zleva: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichetová, Hans-Gert Pöttering, Gretta Duisenbergová, Janez Janša

**KAPITOLA 7**

# **VNĚJŠÍ KOMUNIKACE**

## I KOMUNIKAČNÍ POLITIKA

Cílem vnější komunikace v ECB je zvýšit povědomí veřejnosti o rozhodování a politice ECB. Je nedílnou součástí měnové politiky ECB a jejích dalších úkolů. Komunikační činnosti ECB jsou určovány dvěma klíčovými prvky – otevřeností a transparentností. Oba tyto prvky přispívají k efektivnosti, účinnosti a důvěryhodnosti měnové politiky ECB. Podporují také úsilí ECB informovat v plném rozsahu o jejích krocích, jak je podrobněji vysvětleno v kapitole 6.

Strategie okamžitého, pravidelného a komplexního vysvětlování měnové politiky a měnověpolitických rozhodnutí, která byla zavedena v roce 1999, představuje mimořádně otevřený a transparentní přístup ke komunikaci centrální banky. Měnověpolitická rozhodnutí jsou vysvětlována na tiskové konferenci bezprostředně poté, co je Rada guvernérů přijme. Na tiskové konferenci prezident přednese podrobné úvodní prohlášení a vysvětlí rozhodnutí Rady guvernérů. Poté je s viceprezidentem k dispozici médiím pro další dotazy. Na internetových stránkách centrálních bank Eurosystemu jsou od prosince 2004 každý měsíc kromě rozhodnutí o úrokových sazbách zveřejňována také rozhodnutí přijatá Radou guvernérů v jiných oblastech.

Právní akty ECB, jakož i konsolidované účetní závěrky Eurosystemu, jsou k dispozici ve všech úředních jazycích Eurosystemu.<sup>1</sup> Také výroční zpráva ECB a čtvrtletní vydání Měsíčního bulletinu jsou k dispozici v oficiálních jazycích EU v plném znění.<sup>2</sup> Konvergenční zpráva je k dispozici ve všech oficiálních jazycích EU, buď v plném znění, nebo ve zkrácené verzi.<sup>3</sup> S cílem zajistit odpovědnost a transparentnost ve vztahu k veřejnosti ECB zveřejňuje kromě povinných publikací také další dokumenty v některých nebo všech úředních jazycích, zejména tiskové zprávy o měnověpolitických rozhodnutích, makroekonomické projekce<sup>4</sup>, měnová stanoviska a informace, které jsou relevantní pro širokou veřejnost. Příprava, zveřejňování a distribuce národních jazykových verzí klíčových publikací ECB se realizuje v úzké spolupráci s NCB.

1 S výjimkou irštiny, na kterou se vztahuje na úrovni EU výjimka.

2 S výjimkou irštiny (na základě výjimky EU) a maltštiny (na základě dohody s centrální bankou Malty po zrušení dočasné výjimky EU v květnu 2007).

3 Viz poznámka pod čarou 2.

4 Projekce ECB od září 2004 a projekce odborníků Eurosystemu od prosince 2000.

## 2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI

ECB oslovuje široké spektrum osob s rozdílnými stupni znalostí financí a ekonomie, jako jsou finanční experti, média, vlády, parlamenty a široká veřejnost. K výkladu jejího mandátu a rozhodnutí se tudíž používá řada komunikačních nástrojů a činností, které jsou neustále zdokonalovány, aby byly co nejefektivnější, přičemž se bere v úvahu různorodost oslovovaných osob a komunikační prostředí a potřeby.

ECB zveřejňuje řadu studií a zpráv, jako je výroční zpráva, která prezentuje analýzu činností ECB za uplynulý rok a tak přispívá k odpovědnosti ECB. Měsíční bulletin přináší pravidelnou aktualizaci hodnocení hospodářského a měnového vývoje ze strany ECB a podrobné informace, které jsou východiskem pro rozhodování ECB, zatímco Financial Stability Review hodnotí stabilitu finančního systému eurozóny z hlediska jeho schopnosti absorbovat nepříznivé šoky.

Všichni členové Rady guvernérů přímo přispívají k lepší úrovni obeznámenosti veřejnosti s úkoly a politikami Eurosystemu a k jejich chápání prostřednictvím slyšení před Evropským parlamentem a národními parlamenty a prostřednictvím veřejných projevů a rozhovorů poskytovaných médiím. Prezident ECB vystoupil v roce 2008 pětkrát před Evropským parlamentem. Členové Výkonné rady ECB přednesli v roce 2008 přibližně 300 projevů před širokým spektrem osob, poskytli asi 200 rozhovorů médiím a přispěli články do odborného tisku, časopisů a novin.

NCB eurozóny hrají důležitou roli při šíření informací Eurosystemu určených široké veřejnosti a zainteresovaným stranám na národní úrovni. Oslovují široké spektrum občanů na národní i regionální úrovni v jejich vlastních jazycích a prostředích.

ECB v roce 2008 uspořádala 12 seminářů s cílem prohloubit informovanost a znalosti zástupců mezinárodních i národních médií, a to buď vlastními silami, nebo ve spolupráci s NCB EU a s Evropským centrem pro žurnalistiku

(European Journalism Centre). Jeden takový seminář byl poprvé uspořádán u příležitosti výjezdního zasedání Rady guvernérů, a to dne 4. prosince v Bruselu.

ECB ve svém sídle ve Frankfurtu přivítala v roce 2008 přibližně 14 000 návštěvníků. Návštěvníci získali informace z první ruky formou prezentací odborníků a manažerů ECB. Návštěvníky byli převážně středoškolští a vysokoškolští studenti společně s odbornými pracovníky z finančního sektoru.

Všechny dokumenty zveřejňované ECB a její různé činnosti jsou prezentovány na internetových stránkách ECB. V roce 2008 zaznamenaly internetové stránky 18 milionů návštěv (o 20 % více než v předchozím roce), přičemž bylo prohlíženo 126 milionů stránek a staženo 25 milionů dokumentů. ECB v roce 2008 zodpověděla přibližně 60 000 dotazů veřejnosti týkajících se řady informací o činnosti, politice a rozhodnutích ECB.

Komunikační činnost ECB se v roce 2008 soustředovala zejména na vysvětlování událostí a důsledků globálních finančních turbulencí a opatření přijatých ECB a Eurosystemem. Čtvrtina všech veřejných projevů přednesených členy Výkonné rady a třetina všech tiskových zpráv ECB se týkala tohoto problému a byla soustředěna do druhé poloviny roku 2008. Bylo zaznamenáno zvýšení počtu stanovisek vydaných ECB k fiskálním a regulatorním opatřením, která přijaly jednotlivé členské státy EU. Významně vzrostl také počet žádostí ze strany tisku, veřejnosti a návštěvníků ECB o informace o finančních turbulencích a o opatřeních přijatých Eurosystemem. Část internetových stránek ECB věnovaná operacím na volném trhu byla rozšířena tak, aby vyhověla zvýšené poptávce po informacích: byla zavedena rubrika „news feed“ s informacemi o měnověpolitických nabídkových řízeních a byly zveřejněny údaje o všech operacích na trhu od roku 1999.

U příležitosti 10. výročí svého založení ECB uspořádala dne 1. června den otevřených dveří.

Prohlídek budov s průvodcem, workshopů, výstav a her se zúčastnilo 1 400 registrovaných návštěvníků.

Kulturní dny ECB, které byly v roce 2008 uspořádány ve spolupráci se všemi centrálními bankami ESCB, byly věnovány EU a představily umělecká díla ze všech 27 členských států EU. Program kulturních dnů byl načasován tak, aby připadl na stejnou dobu jako oslavy výročí ECB, jichž se zúčastnily hlavy států a předsedové vlád EU a řada osobností, které významně přispěly k realizaci HMU. Byl vydán jubilejní Měsíční bulletin, který shrnul prvních deset let fungování HMU a naznačil výzvy pro budoucnost. Ve dnech 13. a 14. listopadu 2008 se ve Frankfurtu konala 5. konference o centrálním bankovníctví na téma „Euro ve věku deseti let: poučení a výzvy“, kde se sešli centrální bankéři, akademici, účastníci trhu a média z celého světa.

V roce 2008 uspořádala ECB ve spolupráci se slovenskou centrální bankou informační kampaň v rámci příprav na zavedení eura na Slovensku k 1. lednu 2009. Logo „€ naše měna“, vytvořené Eurosystémem, figurovalo ve všech komunikačních činnostech vztahujících se k přechodu na hotovostní euro na Slovensku. Kampaň na Slovensku se podobala komunikační strategii vypracované pro Slovinsko, Kypr a Maltu. Jejím cílem bylo obeznámit osoby manipulující s hotovostí a širokou veřejnost se vzhledem a ochrannými prvky eurobankovek a euromincí i s postupy přechodu na hotovostní euro (viz kapitola 3). Centrální banky Eurosystému nyní připravují komunikační strategii pro vydání druhé série eurobankovek v příštích letech.





Řečníci na 5. konferenci ECB o centrálním bankovníctví ve dnech 13.–14. listopadu 2008

**INSTITUCIONÁLNÍ  
RÁMEC, ORGANIZACE  
A ROČNÍ ÚČETNÍ  
ZÁVĚRKA**



# I ROZHODOVACÍ ORGÁNY A SPRÁVA A ŘÍZENÍ ECB

## I.1 EUROSYSTÉM A EVROPSKÝ SYSTÉM CENTRÁLNÍCH BANK



Eurosystém je systém centrálního bankovníctví eurozóny. Tvoří jej ECB a národní centrální banky (NCB) členských států, které zavedly euro jako svou měnu (16 států od 1. ledna 2009). Rada guvernérů přijala název Eurosystém proto, aby usnadnila pochopení struktury centrálního bankovníctví v eurozóně. Tento termín zdůrazňuje společnou identitu, týmovou práci a spolupráci všech členů. Termín „Eurosystém“ je zakotven i v Lisabonské smlouvě<sup>1</sup>.

Evropský systém centrálních bank (ESCB) se skládá z Evropské centrální banky a národních centrálních bank všech členských států EU (27 států od 1. ledna 2007), tj. zahrnuje i NCB členských států, které dosud nezavedly euro.

ECB je základem Eurosystému a ESCB a zajišťuje plnění příslušných úkolů buď

vlastními silami nebo prostřednictvím NCB. Má právní subjektivitu podle mezinárodního práva.

Každá NCB má právní subjektivitu podle práva své země. NCB eurozóny, které jsou nedílnou součástí Eurosystému, plní úkoly Eurosystému v souladu s pravidly stanovenými rozhodovacími orgány ECB. NCB dále přispívají k práci Eurosystému a ESCB svou účastí v různých výborech Eurosystému a ESCB (viz část 1.5 této kapitoly). Na svou odpovědnost mohou NCB vykonávat funkce, které nejsou spojeny s Eurosystémem, pokud Rada guvernérů neshledá, že tyto funkce jsou v rozporu s cíli a úkoly Eurosystému.

<sup>1</sup> Více informací o Lisabonské smlouvě viz část 1.2 kapitoly 5.

Eurosystém a ESCB jsou řízeny rozhodovacími orgány ECB: Radou guvernérů a Výkonnou radou. Generální rada byla zřízena jako třetí rozhodovací orgán ECB, který bude fungovat, dokud budou existovat členské země EU, které dosud nezavedly euro. Činnost rozhodovacích orgánů je upravena Smlouvou, statutem ESCB a příslušnými jednacími řády<sup>2</sup>. Rozhodování v rámci Eurosystému a ESCB je centralizované. Avšak ze strategického i provozního hlediska se ECB a NCB eurozóny podílejí na plnění společných cílů Eurosystému, přičemž dodržují zásadu decentralizace podle statutu ESCB.

## 1.2 RADA GUVERNÉRŮ

Rada guvernérů se skládá z členů Výkonné rady ECB a guvernérů NCB členských zemí, které zavedly euro. Její hlavní úkoly, stanovené Smlouvou, jsou:

- přijímání obecných zásad a rozhodnutí nezbytných pro provádění činnosti, kterou byl pověřen Eurosystém
- určování měnové politiky eurozóny včetně přijímání rozhodnutí týkajících se střednědobých měnových cílů, základních úrokových sazeb a vytváření měnových rezerv Eurosystému. Rada guvernérů také přijímá obecné zásady pro provádění těchto rozhodnutí.

Rada guvernérů zasedá obvykle dvakrát měsíčně v budově ECB ve Frankfurtu nad Mohanem. Provádí kromě jiného hloubkové hodnocení měnového a hospodářského vývoje a přijímá příslušná rozhodnutí, a to zejména na prvním zasedání v měsíci, zatímco druhé zasedání se většinou zabývá ostatními záležitostmi spojenými s úkoly a činností ECB a Eurosystému. V roce 2008 se dvě zasedání konala mimo Frankfurt: jednou byla hostitelem řecká národní banka v Aténách a v druhém případě belgická národní banka v Bruselu.

Při rozhodování o měnové politice a dalších úkolech ECB a Eurosystému nejednají členové

Rady guvernérů jako zástupci svých zemí, ale jako zcela nezávislé osoby. V Radě guvernérů je tedy uplatňována zásada „jeden člen, jeden hlas“. Dne 18. prosince 2008 Rada guvernérů rozhodla o pokračování současného systému hlasování<sup>3</sup> a o zavedení rotačního systému teprve až počet guvernérů národních centrálních bank eurozóny bude vyšší než 18.<sup>4</sup> Toto rozhodnutí bylo přijato v souvislosti se zvýšením počtu guvernérů v Radě guvernérů na 16 v důsledku přijetí eura na Slovensku od 1. ledna 2009. Rada guvernérů zároveň přijala rozhodnutí týkající se hlavních aspektů zavedení rotačního systému<sup>5</sup>, jakmile počet guvernérů překročí 18. Po vyhodnocení několika modelů Rada guvernérů zvolila následující model rotace: guvernéri si budou střídát hlasovací právo vždy po jednom měsíci. Počet střídajících se guvernérů bude v jakémkoliv jednom období dán rozdílem mezi počtem guvernérů a počtem hlasů přidělených jednotlivým skupinám minus dva, přičemž v případě záporného čísla se použije absolutní hodnota. Tento rotační model zajišťuje jednotlivým guvernérům krátká období bez hlasu a současně relativní stabilitu ve složení hlasující skupiny.<sup>6</sup>

2 Viz rozhodnutí ECB/2004/2 z 19. února 2004, jímž se schvaluje jednací řád Evropské centrální banky, Úř. věst. L 80, 18.3. 2004, s. 33; rozhodnutí ECB/2004/12 ze 17. června 2004, jímž se schvaluje jednací řád Rady guvernérů ECB, Úř. věst. L 230, 30.6. 2004, s. 61 a rozhodnutí ECB 1999/7 z 12. října 1999 o jednací řádu Výkonné rady ECB, Úř. věst. L 314, 8.12. 1999, s. 34. Tyto jednací řády jsou rovněž k dispozici na internetových stránkách ECB.

3 Jak je uvedeno v čl. 10.2 statutu ESCB, který omezuje počet guvernérů s hlasovacím právem na 15, ale zároveň počítá s možností, že Rada guvernérů odloží zavedení rotačního systému do doby, kdy počet guvernérů bude vyšší než 18.

4 Viz tisková zpráva z 18. prosince 2008 a rozhodnutí ECB/2008/29 o odkladu zahájení rotačního systému v Radě guvernérů Evropské centrální banky.

5 Dne 19. prosince 2002 Rada guvernérů rozhodla o systému rotace, podle něhož guvernéri NCB budou uplatňovat hlasovací právo v různé periodicitě v závislosti na ukazateli relativní velikosti ekonomik svých zemí v eurozóně. Na základě tohoto ukazatele budou guvernéri NCB rozděleni do různých skupin. Toto rozdělení určuje, jak často guvernéri mohou uplatňovat hlasovací právo. Z počátku budou dvě skupiny, a jakmile bude členy eurozóny 22 zemí, budou skupiny tři. Popis systému rotace viz také tisková zpráva z 20. prosince 2002 na adrese <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>

6 Model rotace bude formálně zaveden rozhodnutím ECB, kterým se mění rozhodnutí ECB/2004/2 ze dne 19. února 2004, kterým se přijímá jednací řád Evropské centrální banky; více podrobností viz článek v příštím vydání Měsíčního bulletinu ECB.

## RADA GUVERNÉRŮ

### Přední řada (zleva):

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

### Prostřední řada (zleva):

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

### Zadní řada (zleva):

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark



**Jean-Claude Trichet**  
prezident ECB

**Lucas D. Papademos**  
viceprezident ECB

**Lorenzo Bini Smaghi**  
člen Výkonné rady ECB

**Michael C. Bonello**  
guvernér, Central Bank of Malta

**Vitor Constâncio**  
guvernér, Banco de Portugal

**Mario Draghi**  
guvernér, Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**  
guvernér, Banco de España

**Nicholas C. Garganas**  
guvernér, Bank of Greece (do 13. června 2008)

**José Manuel González-Páramo**  
člen Výkonné rady ECB

**Tony Grimes**  
úřadující guvernér, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (od 19. července do 19. září 2008)

**John Hurley**  
guvernér, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (od 1. ledna do 18. července 2008 a od 20. září 2008)

**Marko Kranjec**  
guvernér, Banka Slovenije

**Klaus Liebscher**  
guvernér, Oesterreichische Nationalbank (do 31. srpna 2008)

**Erkki Liikanen**  
guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**  
guvernér, Banque centrale du Luxembourg

**Ewald Nowotny**  
guvernér, Oesterreichische Nationalbank (od 1. září 2008)

**Christian Noyer**  
guvernér, Banque de France

**Athanasios Orphanides**  
guvernér, Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**  
guvernér, Bank of Greece (od 20. června 2008)

**Guy Quaden**  
guvernér, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

**Ivan Šramko<sup>7</sup>**  
guvernér, Národná banka Slovenska (od 1. ledna 2009)

**Jürgen Stark**  
člen Výkonné rady ECB

**Gertrude Tumpel-Gugerellová**  
členka Výkonné rady ECB

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**  
úřadující guvernér, Bank of Greece (od 14. června do 19. června 2008)

**Axel A. Weber**  
prezident, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**  
prezident, De Nederlandsche Bank

Poznámka: Mario Draghi a Athanasios Orphanides se společného fotografování nezúčastnili.

<sup>7</sup> Guvernér slovenské centrální banky se v roce 2008 účastnil zasedání Rady guvernérů jako „zvláštní pozvaná osoba“ na základě rozhodnutí Rady ECOFIN z 8. července 2008 týkajícího se zrušení výjimky Slovenska s účinkem od 1. ledna 2009.



### 1.3 VÝKONNÁ RADA

Výkonná rada se skládá z prezidenta a viceprezidenta ECB a čtyř dalších členů jmenovaných na základě vzájemné dohody hlav států nebo předsedů vlád členských zemí, které zavedly euro. Hlavní úkoly Výkonné rady, která se obvykle schází jednou týdně, jsou:

- příprava zasedání Rady guvernérů;
- provádění měnové politiky v eurozóně na základě rozhodnutí a obecných zásad přijatých Radou guvernérů. Při této činnosti dává Výkonná rada nezbytné

pokyny národním centrálním bankám států eurozóny;

- řízení běžné činnosti ECB;
- výkon pravomocí, které Výkonné radě svěří Rada guvernérů. Mezi tyto pravomoci částečně spadá regulatorní činnost.

Výkonné radě poskytuje pomoc v oblasti řízení, plánování činnosti a ročního rozpočtového procesu ECB Řídící výbor. Řídící výbor se skládá z jednoho člena Výkonné rady, který vykonává funkci předsedy, a řady vyšších vedoucích pracovníků.

**Zadní řada (zleva):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

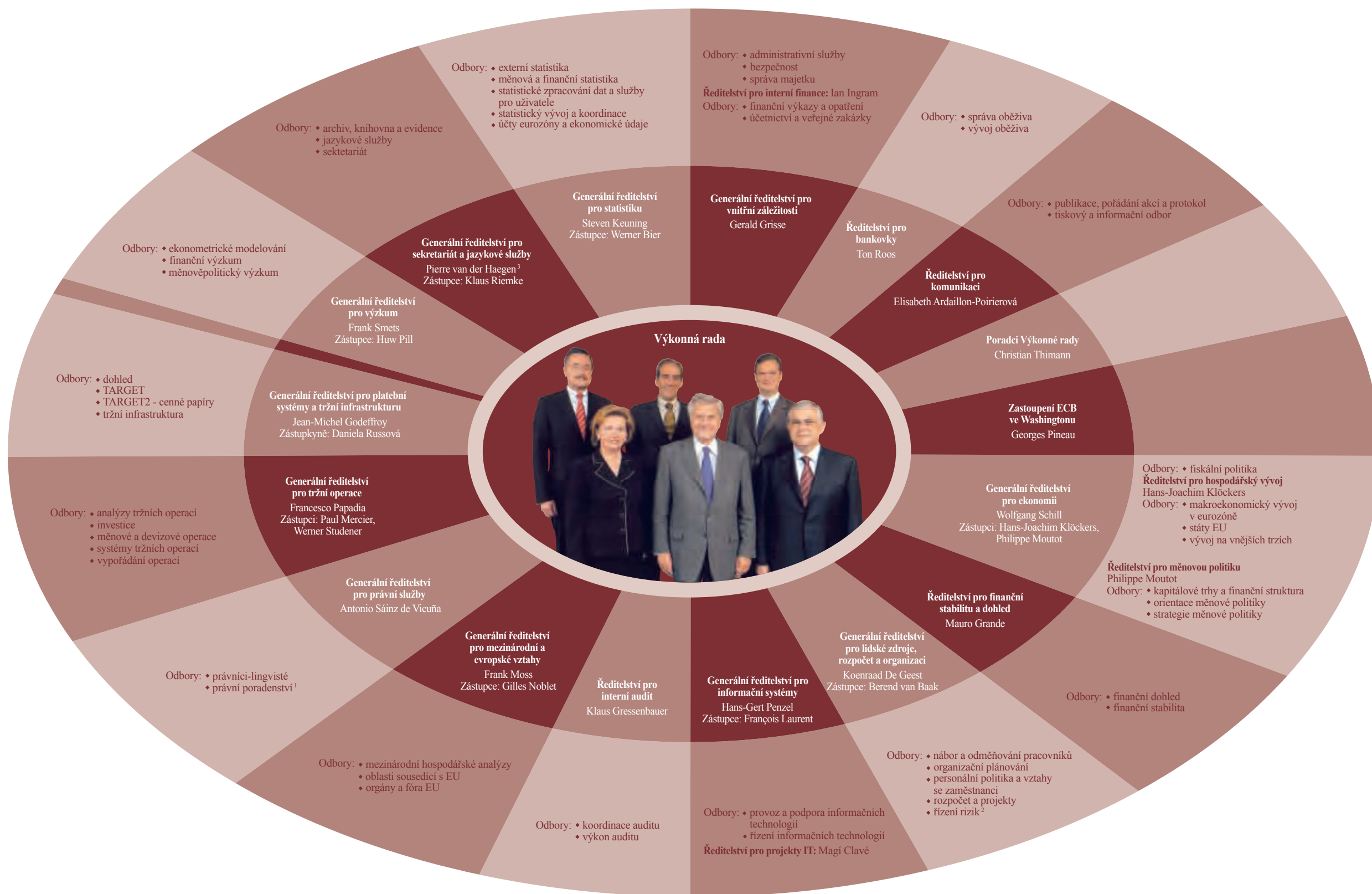
**Přední řada (zleva):**

Gertrude Tumpel-Gugerellová,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
prezident ECB  
**Lucas D. Papademos**  
viceprezident ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
člen Výkonné rady ECB

**José Manuel González-Páramo**  
člen Výkonné rady ECB  
**Jürgen Stark**  
člen Výkonné rady ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerellová**  
členka Výkonné rady ECB



**Výkonná rada**

Zadní řada, zleva: Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi  
 Přední řada, zleva: Gertrude Tumpel-Gugereillová, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

<sup>1</sup> Včetně funkce ochrany dat.

<sup>2</sup> Odpovídá přímo Výkonné radě.

<sup>3</sup> Tajemník Výkonné rady, Rady guvernérů a Generální rady.

## I.4 GENERÁLNÍ RADA

Generální rada se skládá z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů NCB všech 27 členských zemí EU. Plní zejména úkoly

převzaté od Evropského měnového institutu, které ECB musí nadále plnit vzhledem k tomu, že ne všechny členské státy zavedly euro. V roce 2008 se Generální rada sešla pětkrát.

### Přední řada (zleva):

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

### Prostřední řada (zleva):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

### Zadní řada (zleva):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor

Poznámka: Mario Draghi, Mervyn King, Athanasios Orphanides a Mugur Constantin Isărescu se společného fotografování nezúčastnili.



### Jean-Claude Trichet

prezident ECB

### Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

### Nils Bernstein

guvernér, Danmarks Nationalbank

### Michael C. Bonello

guvernér, Central Bank of Malta

### Vitor Constâncio

guvernér, Banco de Portugal

### Mario Draghi

guvernér, Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

guvernér, Banco de España

### Nicholas C. Garganas

guvernér, Bank of Greece

(od 13. června 2008)

### Tony Grimes

úřadující guvernér, Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

(od 19. července do 19. září 2008)

### John Hurley

guvernér, Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

(od 1. ledna do 18. července 2008 a od  
20. září 2008)

### Stefan Ingves

guvernér, Sveriges Riksbank

### Mugur Constantin Isărescu

guvernér, Banca Națională a României

### Ivan Iskrov

guvernér, Българска народна банка

(Bulgarian National Bank)

### Mervyn King

guvernér, Bank of England

### Marko Kranjec

guvernér, Banka Slovenije

### Klaus Liebscher

guvernér, Oesterreichische Nationalbank

(do 31. srpna 2008)

### Erkki Liikanen

guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

### Andres Lipstok

guvernér, Eesti Pank

### Yves Mersch

guvernér, Banque centrale du Luxembourg

### Ewald Nowotny

guvernér, Oesterreichische Nationalbank

(od 1. září 2008)

### Christian Noyer

guvernér, Banque de France

### Athanasios Orphanides

guvernér, Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**  
guvernér, Bank of Greece  
(od 20. června 2008)

**Guy Quaden**  
guvernér, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Ilmars Rimševičs**  
guvernér, Latvijas Banka

**András Simor**  
guvernér, Magyar Nemzeti Bank

**Slawomir Skrzypek**  
prezident, Narodowy Bank Polski

**Reinoldijus Šarkinas**  
předseda Rady, Lietuvos bankas

**Ivan Šramko**  
guvernér, Národná banka Slovenska

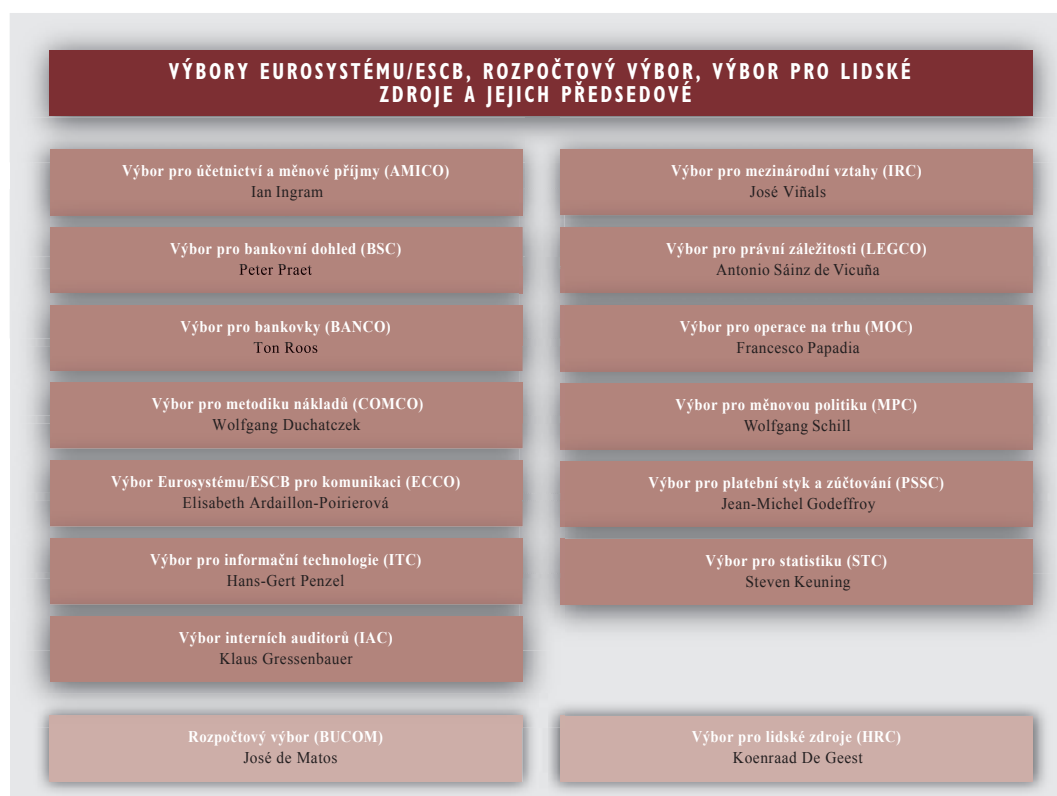
**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**  
úřadující guvernér, Bank of Greece  
(od 14. června do 19. června 2008)

**Zdeněk Tůma**  
guvernér, Česká národní banka

**Axel A. Weber**  
prezident, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**  
prezident, De Nederlandsche Bank

## 1.5 VÝBORY EUROSYSTÉMU/ESCB, ROZPOČTOVÝ VÝBOR, VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE A ŘÍDÍCÍ VÝBOR EUROSYSTÉMU PRO IT



Výbory Eurosystemu/ESCB nadále pomáhaly rozhodovacím orgánům ECB při plnění jejich úkolů. Na žádost Rady guvernérů a Výkonné rady tyto výbory poskytovaly expertizy v oblasti svých kompetencí a napomáhaly tak

rozhodovacímu procesu. Členství ve výborech se obvykle omezuje na zaměstnance centrálních bank Eurosystemu. Pokud se však projednává problematika spadající do kompetence Generální rady, účastní se zasedání výborů i národní



centrální banky členských států, které dosud nezavedly euro. Někdy mohou být přizvány i další kompetentní orgány, např. národní orgány bankovního dohledu v případě Výboru pro bankovní dohled. Ke dni 31. prosince 2008 bylo podle čl. 9.1 jednacího řádu ECB ustaveno 13 výborů Euro systému/ESCB.

Rozpočtový výbor, který byl ustaven podle čl. 15 jednacího řádu ECB, pomáhá Radě guvernérů v záležitostech týkajících se rozpočtu ECB.

Výbor pro lidské zdroje (Human Resources Conference) byl vytvořen v roce 2005 podle čl. 9a jednacího řádu jako fórum pro výměnu zkušeností, odborných znalostí a informací mezi centrálními bankami Euro systému/ESCB v oblasti řízení lidských zdrojů.

Na základě dokumentu Úloha Euro systému a organizačních principů, jejichž cílem je využívání výhod spolupráce v rámci Euro systému a dosahování vyšší efektivity prostřednictvím úspor z rozsahu ustavila Rada guvernérů v srpnu 2007 Řídicí výbor Euro systému pro IT (EISC) s mandátem řídit trvalý rozvoj využívání IT v rámci Euro systému. Působnost EISC se vztahuje zejména k řízení IT Euro systému a jeho cílem je zvýšit účinnost a efektivitu rozhodování Rady guvernérů o projektech a operacích IT Euro systému/ESCB. EISC se skládá ze zástupců centrálních bank Euro systému (jeden člen z každé centrální banky) a podává zprávy Radě guvernérů prostřednictvím Výkonné rady.

## 1.6 SPRÁVA A ŘÍZENÍ

Vedle rozhodovacích orgánů je v řídicí struktuře ECB zastoupena celá řada vnějších a vnitřních kontrolních mechanismů, tři kodexy chování a pravidla týkající se přístupu veřejnosti k dokumentům ECB.

### VNĚJŠÍ KONTROLNÍ MECHANISMY

Statut ESCB stanoví dva mechanismy, a to externího auditora, jehož úkolem je ověřit roční účetní závěrku ECB (čl. 27.1 statutu ESCB), a Evropský účetní dvůr, který prověřuje efektivitu

řízení ECB (čl. 27.2). Výroční zpráva Evropského účetního dvora je společně s odpovědí ECB zveřejňována na internetových stránkách ECB a v Úředním věstníku Evropské unie. V zájmu posílení jistoty ohledně nezávislosti externího auditora ECB je aplikována zásada rotace auditorských firem.<sup>8</sup> V roce 2008, v souvislosti se statutárním úkolem Rady guvernérů poskytovat Radě EU doporučení ohledně jmenování externích auditorů pro centrální banky ESCB podle čl. 27.1 statutu ESCB, ECB schválila a publikovala na svých internetových stránkách „Hlavní zásady pro výběr a mandát externích auditorů“ (Good practices for the selection and mandate of External Auditors). Tyto zásady, které každé centrální bance Euro systému poskytují vedení při výběru externích auditorů a poté při stanovení jejich mandátu, zajišťují, že Rada guvernérů formuluje svá doporučení Radě EU na základě harmonizovaných, důsledných a transparentních výběrových kritérií.

### VNITŘNÍ KONTROLNÍ MECHANISMY

Struktura vnitřní kontroly ECB vychází z přístupu, kdy každá organizační jednotka (sekce, odbor, ředitelství a generální ředitelství) odpovídá za řízení svých rizik a kontrol i za účinnost a efektivitu svých operací. Každá organizační jednotka zavádí v rámci své působnosti soubor provozních kontrolních postupů podle tolerance rizika, kterou ex ante stanoví Výkonná rada. Například soubor pravidel a postupů známý jako čínská zeď byl zaveden, aby nedocházelo k přenosu informací z útvarů odpovědných za měnovou politiku na útvary odpovědné za řízení devizových rezerv ECB a za portfolia související s vlastním jměním. V roce 2008 ECB dosáhla dalšího pokroku ve svém přístupu k řízení operačního rizika. Za prvé, hlavní útvary Generálního ředitelství pro lidské zdroje, rozpočet a organizaci koordinoval komplexní kontrolu shora dolů, v jejímž rámci jednotlivé obchodní útvary identifikovaly operační rizika, která, pokud by se naplnila, by mohla mít

<sup>8</sup> Pro finanční roky 2003-2007 byla externím auditorem ECB firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Po uzavření výběrového řízení a v souladu s praxí rotace auditorských firem byla externím auditorem ECB pro finanční roky 2008-2012 jmenována firma PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

pro ECB značné negativní obchodní, reputační nebo finanční důsledky. Za druhé, ECB a NCB eurozóny vytvořily systém řízení operačního rizika pro úkoly a procesy v rámci Eurosystemu, který bude zaváděn od roku 2009.

Nezávisle na struktuře vnitřního kontrolního mechanismu a sledování rizika v ECB je prováděn audit ředitelstvím pro vnitřní audit v působnosti Výkonné rady. V souladu s mandátem definovaným v Zásadách ECB pro oblast auditu<sup>9</sup> vnitřní auditoři poskytují nezávislé a objektivní ověřovací a poradenské služby a zavádějí systematický přístup k hodnocení a zvyšování efektivity řízení, kontroly a správy rizika. Ředitelství pro vnitřní audit se přitom řídí Mezinárodními standardy pro profesní praxi vnitřní kontroly, které vypracoval Institut interních auditorů.

Výbor interních auditorů (výbor Eurosystemu/ ESCB), který se skládá z vedoucích interního auditu v ECB a NCB, odpovídá za koordinaci pokrytí společných projektů a provozních systémů Eurosystemu a ESCB auditem.

Za účelem dalšího posílení správy a řízení vytvořila Rada guvernérů v dubnu 2007 výbor ECB pro audit, který se skládá ze tří jejích členů a jehož předsedou je John Hurley (guvernér Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

## KODEXY CHOVÁNÍ

V ECB existují tři kodexy chování. První z nich je pro členy Rady guvernérů a vyjadřuje jejich odpovědnost za zachování důvěryhodnosti a dobrého jména Eurosystemu a za udržení efektivity jeho fungování.<sup>10</sup> Poskytuje členům Rady guvernérů a jejich náhradníkům odborné vedení při výkonu jejich funkcí členů Rady guvernérů a stanovuje pro ně etické standardy. Rada guvernérů rovněž jmenovala poradce, který má poskytovat jejím členům odborné vedení pokud jde o některé aspekty profesního chování. Druhým kodexem je Kodex chování ECB, který stanovuje obecné zásady a normy pro zaměstnance ECB a členy Výkonné rady, od nichž se očekává, že budou při plnění svých povinností dodržovat vysokou

úroveň profesní etiky.<sup>11</sup> V souladu s pravidly Kodexu chování týkajícími se obchodování zasvěcených osob nesmějí zaměstnanci ECB a členové Výkonné rady využívat vnitřních informací při provádění finančních aktivit na vlastní riziko, na vlastní účet či na účet třetí strany.<sup>12</sup> Třetím kodexem je Doplňkový kodex etických kritérií pro členy Výkonné rady.<sup>13</sup> Doplňuje druhé dva kodexy o další detaily etického režimu pro členy Výkonné rady. Jednotný výklad těchto pravidel zajišťuje poradce pro záležitosti etiky jmenovaný Výkonnou radou.

## OPATŘENÍ PROTI PODVODNÉMU JEDNÁNÍ

V roce 1999 Evropský parlament a Rada EU schválily nařízení<sup>14</sup> s cílem posílit boj proti podvodnému jednání, korupci a dalším protiprávním činnostem, které poškozují finanční zájmy Společenství. Nařízení mimo jiné upravuje vnitřní šetření Evropským úřadem pro boj proti podvodům (OLAF) při podezření z podvodného jednání v institucích, orgánech, úřadech a agenturách Společenství.

Nařízení o OLAF předpokládá, že všechny výše uvedené instituce přijmou taková rozhodnutí, aby OLAF mohl provádět šetření uvnitř každé z nich. V červnu 2004 schválila Rada guvernérů rozhodnutí<sup>15</sup> o podmínkách

9 V zájmu zvýšení transparentnosti kontrolních mechanismů uplatňovaných v ECB jsou tyto Zásady uveřejněny na jejich internetových stránkách.

10 Viz Kodex chování pro členy Rady guvernérů, Úř. věst. C 123, 24.5.2002, s. 9, jeho novela, Úř. věst. C 10, 16.1.2007, s. 6 a internetové stránky ECB.

11 Viz Kodex chování Evropské centrální banky v souladu s čl. 11.3 jednacího řádu Evropské centrální banky, Úř. věst. C 76, 8.3.2001, s. 12 a internetové stránky ECB.

12 Viz Část 1.2 Pravidel pro zaměstnance ECB, která obsahují pravidla profesního chování a zachování služebního tajemství, Úř. věst. C 92, 16.4.2004, s. 31 a internetové stránky ECB.

13 Viz Doplňkový kodex etických kritérií pro členy Výkonné rady, Úř. věst. C 230, 23. září 2006, s. 46 a internetové stránky ECB.

14 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1073/1999 ze dne 25. května 1999 o vyšetřování prováděném Evropským úřadem pro boj proti podvodům (OLAF), Úř. věst. L 136, 31.5.1999, s.1.

15 Rozhodnutí ECB/2004/11 o podmínkách vyšetřování prováděného Evropským úřadem pro boj proti podvodům v Evropské centrální bance v souvislosti s předcházením podvodům, úplatkářství a jakýmkoli jiným protiprávním činnostem poškozujícím finanční zájmy Společenství, kterým se mění pracovní řád pro zaměstnance Evropské centrální banky, Úř. věst. L 230, 30.6.2004, str. 56. Toto rozhodnutí bylo přijato v reakci na rozsudek Evropského soudního dvora z 10. července 2003 v případě C-II/00 *Komise versus Evropská centrální banka*, ECR I-7147.

šetření prováděných v ECB Evropským úřadem pro boj proti podvodům, které vstoupilo v platnost 1. července 2004.

#### **PŘÍSTUP VEŘEJNOSTI K DOKUMENTŮM ECB**

Rozhodnutí ECB o přístupu veřejnosti k dokumentům ECB<sup>16</sup>, přijaté v březnu 2004, je v souladu s cíli a normami jiných institucí a orgánů Společenství v oblasti přístupu veřejnosti k jejich dokumentům. Zvyšuje to transparentnost a zároveň zohledňuje nezávislost ECB a NCB a zajišťuje zachování služebního tajemství v některých záležitostech specifických pro plnění úkolů ECB.<sup>17</sup>

V roce 2008 byl počet žádostí o přístup veřejnosti nadále omezený.

<sup>16</sup> Rozhodnutí ECB/2004/3 o přístupu veřejnosti k dokumentům Evropské centrální banky, Úř. věst. L 80, 18.3. 2004, s. 42

<sup>17</sup> V souladu se závazkem ECB zachovávat zásady otevřenosti a transparentnosti zajišťují internetové stránky ECB, část „Archív“, přístup k historické dokumentaci.

## 2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ

### 2.1 LIDSKÉ ZDROJE

V roce 2008 ECB pokračovala v implementaci svého rámce politiky lidských zdrojů, který zahrnuje hodnoty ECB a základní principy lidských zdrojů<sup>18</sup>. Tento rámec objasňuje volby specifických opatření v oblasti lidských zdrojů a jejich vzájemných souvislostí. Strategie lidských zdrojů se podle tohoto rámce dělí do čtyř hlavních oblastí.

#### FIREMNÍ KULTURA

Vzhledem k tomu, že zaměstnanci ECB pocházejí z 27 členských států, zařadila ECB řízení diverzity do své praxe řízení lidských zdrojů a chce zajistit, aby při dosahování cílů ECB byly rozpoznány a plně využity schopnosti jednotlivých zaměstnanců. Řízení diverzity v ECB vychází ze strategie diverzity uplatňované od roku 2006. Cílem řízení diverzity je zajistit, aby se všemi zaměstnanci bylo zacházeno s úctou a aby byli hodnoceni podle vykonané práce. V roce 2008 ECB organizovala první fórum v oblasti řízení diverzity pro vedoucí pracovníky, jehož cílem bylo zvýšení povědomí o otázkách diverzity a výměna názorů a zkušeností k nejrůznějším tématům týkajícím se pohlaví, národnosti a věku.

Do strategie lidských zdrojů bylo dále zakotveno šest základních hodnot ECB (kompetence, efektivita a účinnost, integrita, týmový duch, transparentnost a odpovědnost a práce pro Evropu) s cílem převést je do každodenního chování a zlepšit výkon zaměstnanců.

#### ROZVOJ ZAMĚSTNANCŮ

Všeobecné zásady interní mobility, které motivují zaměstnance změnit každých pět let místo, nadále získávaly značnou podporu. Mobilita představuje příležitost pro rozšíření odbornosti zaměstnanců a rozvoj jejich dovedností a je pro ECB prostředkem k rozšíření povědomí jejich zaměstnanců a zvýšení synergií v jednotlivých oblastech činnosti. Cílem interního náboru, který klade důraz na širokou kvalifikaci, je ještě více usnadnit interní mobilitu zaměstnanců. V roce 2008 bylo celkem 165 zaměstnanců, včetně 17 manažerů

a poradců, přesunuto dočasně nebo dlouhodobě na jiné pracovní místo.

Program ECB External Work Experience Scheme umožňuje vysílání zaměstnanců do 27 národních centrálních bank EU nebo do příslušných mezinárodních organizací (např. MMF nebo BIS) na dobu od dvou do dvanácti měsíců. V rámci tohoto programu bylo v roce 2008 vysláno 23 pracovníků. Kromě toho ECB poskytla 30 pracovníkům neplacenou dovolenou na dobu až tří let. Mnozí z nich (19) nastoupili do národních centrálních bank, mezinárodních organizací nebo soukromých společností. Jiní tuto neplacenou dovolenou využili ke studijním účelům. Na konci prosince 2008 činil celkový počet zaměstnanců na neplacené dovolené 54 (oproti 56 v roce 2007) a počet zaměstnanců na rodičovské dovolené činil 26 (oproti 23 v roce 2007).

Kromě podpory mobility včetně rotace vedoucích zaměstnanců se strategie lidských zdrojů nadále zaměřovala na rozvoj zaměstnanců ECB a zejména na posilování manažerských dovedností prostřednictvím vzdělávání a individuálního koučování. Vzdělávání pro vedoucí zaměstnance se soustřeďovalo na prohloubení výkonnosti týmu, řídicích a náborových dovedností a různých aspektů řízení výkonnosti.

Vedoucí zaměstnanci se také zúčastnili cvičení využívajícího zpětnou vazbu z více zdrojů, kdy přímí podřízení, osoby se stejným postavením a externí spolupracovníci určují oblasti pro osobní rozvoj vedoucích zaměstnanců. Na základě výsledků zpětné vazby z více zdrojů bylo poskytováno individuální koučování.

Trvalé osvojování a rozvíjení dovedností a kompetencí všemi zaměstnanci je stále základním prvkem strategie ECB v oblasti lidských zdrojů. Vzdělávání a rozvoj jsou principiálně společným úkolem zaměstnanců a instituce. Na jedné straně ECB poskytuje

<sup>18</sup> Základní principy lidských zdrojů jsou tyto: organizační potřeba, decentralizované řízení lidských zdrojů, vykonaná práce, diverzita, atraktivní podmínky zaměstnanosti a vzájemný závazek.

rozpočtové prostředky a vzdělávací rámec a vedoucí zaměstnanci definují vzdělávací potřeby zaměstnanců pro vykonávání jednotlivých funkcí. Na druhé straně zaměstnanci musí pro své další vzdělávání a rozvoj podniknout další kroky a zajistit, aby si udrželi odborné znalosti na co nejvyšší úrovni. Kromě četných nabídek interního vzdělávání zaměstnanci nadále využívali možnosti externího vzdělávání k řešení individuálních specifických požadavků na vzdělávání odbornějšího charakteru. Využívali také vzdělávací aktivity organizované v rámci společných programů ESCB nebo nabízených NCB.

V souladu s politikou sekundárního vzdělávání ECB pomohla 12 zaměstnancům získat kvalifikaci, která je vyšší, než vyžaduje jejich stávající funkce.

### **NÁBOR**

Na konci roku 2008 činil faktický ekvivalent počtu zaměstnanců ECB na plný úvazek 1 536<sup>19</sup> (oproti 1 478 zaměstnanců na konci roku 2007). Externí nábor k obsazení stálých pracovních míst probíhal na základě smluv na dobu určitou na 5 let v případě vedoucích pozic a smluv na dobu určitou na 3 roky v případě ostatních míst, které mohou být po posouzení potřeb organizace a pracovního výkonu jednotlivce změněny na smlouvy na dobu neurčitou. Smlouvy na dobu určitou mohou být také uzavírány k nahrazení stálých zaměstnanců, kteří jsou dočasně nepřítomni po dobu delší než 12 měsíců, například v případě rodičovské nebo neplacené dovolené. V roce 2008 ECB nabídla celkem 108 smluv na dobu určitou. Oproti tomu v roce 2008 45 zaměstnanců se smlouvou na dobu určitou nebo neurčitou z ECB odešlo. Během roku 2008 bylo dále uzavřeno 113 krátkodobých smluv (kromě prodloužení smluv z roku 2007) k pokrytí absence zaměstnanců kratší než jeden rok a 83 krátkodobých smluv během roku skončilo.

ECB také nabízí krátkodobé smlouvy zaměstnancům NCB a mezinárodních organizací a umožňuje tak ECB a těmto organizacím těžit ze vzájemných zkušeností. Krátkodobé

zaměstnávání zaměstnanců NCB pomáhá také podporovat týmového ducha v celém ESCB. K 31. prosinci 2008 pracovalo v ECB v rámci nejrůznějších stáží 122 zaměstnanců z NCB a mezinárodních organizací (oproti 91 k 31. prosinci 2007).

V září 2008 začali v bance pracovat na základě dvouletých smluv bez možnosti změny na smlouvu na dobu neurčitou další účastníci programu ECB pro nové absolventy vysokých škol se širokým spektrem vzdělání. První generace účastníků dokončila program pro absolventy v roce 2008 a velká řada z nich se úspěšně ucházela o pozice v ECB se smlouvou na dobu určitou s možností změny na smlouvu na dobu neurčitou.

ECB rovněž nabídla stáže pro studenty a absolventy oborů ekonomie, statistika, podniková ekonomika, právo a překladatelství. K 31. prosinci 2008 ECB hostila 84 stážistů.

ECB rovněž nabídla dva studijní pobyty v rámci Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, který je určen pro přední ekonomy, a pět studijních pobytů mladým výzkumným pracovníkům v rámci svého programu Lamfalussy Fellowship.

### **PODMÍNKY ZAMĚSTNANOSTI**

V souvislosti s vývojem délky života v poslední době provádí ECB revizi penzijního plánu, který nabízí svým zaměstnancům. Výsledky této revize by měly být implementovány na začátku roku 2009.

V roce 2008 ECB také zahájila revizi svých disciplinárních a odvolacích postupů. Cílem zaváděných změn bylo zvýšit účinnost a efektivitu obou postupů a zároveň zachovat práva přiznaná zaměstnancům.

19 Zaměstnanci na neplacené dovolené nejsou zahrnuti. Tento počet zahrnuje zaměstnance se smlouvou na dobu neurčitou, určitou a krátkodobou a účastníky programu pro absolventy vysokých škol. Zahrnuti jsou také zaměstnanci na mateřské dovolené nebo dlouhodobě nemocní.

Za účelem zlepšení rovnováhy mezi profesním a soukromým životem a dalšího rozvoje pružnosti ECB Výkonná rada v roce 2008 rozhodla spustit pilotní projekt pro postupné zavádění práce z domova. Po dokončení projektu v roce 2009 budou nejdříve pečlivě posouzeny všechny jeho klady a zápory, a poté se rozhodne o jeho případném rozšíření.

## 2.2 VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE

Činnost Výboru pro lidské zdroje (HRC) a jeho podvýborů se v roce 2008 zaměřila na různé aspekty vzdělávání a rozvoje zaměstnanců. Na základě analýzy potřeb byly vypracovány nové vzdělávací aktivity ESCB, které budou představeny v roce 2009. HRC také přijal opatření na zvýšení mobility v rámci ESCB s cílem dát zaměstnancům centrálních bank Euro systému/ESCB větší příležitost učit se od sebe navzájem a prohloubit spolupráci a týmového ducha.

Za účelem výměny zkušeností a vytvoření nejlepších postupů pořádal navíc HRC a Výbor Euro systému/ESCB pro komunikaci konferenci o komunikaci v oblasti lidských zdrojů, na níž byly zastoupeny všechny centrální banky ESCB. Na svých jednáních se HRC zabýval dalšími tématy, jako je demografický vývoj, hodnotící střediska, budoucnost lidských zdrojů v Evropě a hlavní výzvy do roku 2015.

## 2.3 NOVÉ SÍDLO ECB

V roce 2008 došlo k dalšímu vývoji v otázce nového sídla ECB ve frankfurtské čtvrti Ostend.

V dubnu 2008 byly před stavebními pracemi zahájeny na novém místě přípravné práce. Na konci Grossmarkthalle byly ručně zbourány dvě čtyřpatrové přístavby. Většina lícových cihel byla vyhrazena pro renovaci fasády Grossmarkthalle, čímž bude zachována barva a struktura původních cihel. Na konci jara začaly v jižní části parcely první výkopové práce na budoucím místě dvou podzemních podlaží

kancelářských věží a podzemního parkoviště pro zaměstnance. Do země byly posléze zasazeny základové pilíře. Tyto předběžné práce byly dokončeny do září 2008, dle plánu a v rámci rozpočtu.

Dne 6. května 2008 starostka Frankfurtu Petra Roth předala prezidentovi ECB stavební povolení na nové sídlo ECB. Stavební povolení představuje formální zákonné schválení nového sídla na místě bývalé Grossmarkthalle.

Dne 25. června 2008 se ECB rozhodla formálně uzavřít mezinárodní veřejné výběrové řízení na generálního dodavatele na výstavbu nového sídla ECB, jelikož nemělo uspokojivý ekonomický výsledek (obdržená nabídka značně překračovala odhad rozpočtu ECB). V létě a na podzim 2008 architekti a projektanti provedli hloubkovou analýzu situace na stavebním trhu. Na základě této analýzy se Rada guvernérů rozhodla v listopadu 2008 změnit strategii výběrového řízení, rozdělit stavební práce na jednotlivé činnosti a části a znovu vypsat výběrové řízení na stavební práce. V průběhu roku 2009 bude uveřejněno přibližně 15 různých výzev k podávání nabídek na stavební práce, fasádu a další části budovy. Cílem této strategie je přitáhnout více nabídek, i od středně velkých firem, a najít specializované společnosti pro každou činnost. Tato strategie bude založena na vyvážených smluvních podmínkách, které se obvykle používají na stavebním trhu.

ECB je nadále plně odhodlána dodržet odhadované stavební náklady ve výši přibližně 500 milionů EUR (ve stálých cenách roku 2005). Tyto náklady jsou přehodnoceny v souladu s příslušnými oficiálními cenovými indexy sestavenými německým statistickým úřadem (Statistisches Bundesamt). Výstavba nového sídla navrženého pro konkrétní potřeby ECB se považuje za nejlepší možnost z hlediska využití zdrojů.

Po vyhodnocení výběrového řízení na konci roku 2009 Rada guvernérů provede nezbytná rozhodnutí o dalším postupu.

## **2.4 ÚŘAD EUROSYSTÉMU PRO KOORDINACI ZADÁVÁNÍ VEŘEJNÝCH ZAKÁZEK**

V červenci 2007 Rada guvernérů rozhodla o zřízení Úřadu Eurosystemu pro koordinaci zadávání veřejných zakázek (EPCO) za účelem zvýšení spolupráce v Eurosystemu v oblasti zadávání veřejných zakázek. Zapojeno je na dobrovolném základě celkem 20 centrálních bank z ESCB. V prosinci 2007 byla pořádací organizací EPCO pro období od 1. ledna 2008 do 31. prosince 2012 stanovena Banque centrale du Luxembourg. V roce 2008 byli přijati všichni čtyři zaměstnanci EPCO a konalo se sedm jednání odborníků na zadávání veřejných zakázek ze zúčastněných centrálních bank. Práce se soustředila na vytvoření nejlepších postupů. V listopadu 2008 Rada guvernérů přijala rozhodnutí, kterým se stanoví rámec Eurosystemu pro společné zadávání zakázek. Na základě tohoto rozhodnutí, jehož cílem je zajistit srovnatelné podmínky pro centrální banky účastníci se společného zadávání zakázek, Rada guvernérů také schválila plán zadávání zakázek pro rok 2009. EPCO řídí Řídící výbor EPCO, který je odpovědný Radě guvernérů prostřednictvím Výkonné rady.

### 3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB

Sociální dialog ESCB je konzultační fórum zahrnující ECB a zástupce zaměstnanců z centrálních bank ESCB a evropských odborových federací.<sup>20</sup> Jeho účelem je poskytování informací a výměna názorů na otázky, které mohou mít závažný dopad na pracovní podmínky a podmínky zaměstnanosti v národních centrálních bankách ESCB.

ECB informuje o těchto otázkách ve zpravodaji, který je vydáván dvakrát do roka, a také na zasedáních v dubnu a v říjnu. V roce 2008 byla zasedání zaměřena na otázky spolupráce a specializace v Eurosystemu, na Lisabonskou smlouvu a její vliv na ESCB a na úlohu operací na trhu a finančního dohledu v době turbulencí. Diskuze se týkaly také výroby a oběhu bankovek a platebních systémů (TARGET2, TARGET2-Securities a CCBM2). Zástupci zaměstnanců byli také informováni o otázkách, kterými se v současnosti zabývá HRC.

Byla ustavena ad hoc pracovní skupina pro výrobu a oběh bankovek. Tato skupina měla jen velmi omezený počet účastníků a jejím cílem bylo zabývat se technickými otázkami týkajícími se bankovek před plenárním zasedáním Sociálního dialogu ESCB.

<sup>20</sup> Stálý výbor odborových svazů Evropské centrální banky (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) a Evropská federace odborových svazů veřejných služeb (EPSU).



## 4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB

# ZPRÁVA O ČINNOSTI ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2008

## 1 HLAVNÍ ČINNOST

Činnost ECB v roce 2008 je podrobně popsána v příslušných kapitolách Výroční zprávy.

## 2 CÍLE A ÚKOLY

Cíle a úkoly ECB jsou popsány ve Statutu ESCB (články 2 a 3). Přehled plnění těchto cílů je dále uveden v předmluvě prezidenta ECB k Výroční zprávě.

## 3 HLAVNÍ ZDROJE, RIZIKA A PROCESY

### ZPŮSOB ŘÍZENÍ ECB

Informace o způsobu řízení ECB jsou uvedeny v kapitole 8.

### ČLENOVÉ VÝKONNÉ RADY

Členové Výkonné rady jsou jmenováni z uznávaných osobností s profesionální zkušeností v měnových a bankovních záležitostech vzájemnou dohodou vlád členských států na úrovni hlav států nebo předsedů vlád na doporučení Rady EU, která své doporučení konzultuje s Evropským parlamentem a Radou guvernérů.

Pracovní řád členů Výkonné rady určuje Rada guvernérů na základě návrhu výboru, který se skládá ze tří členů nominovaných Radou guvernérů a tří členů nominovaných Radou EU.

Funkční požitky členů Výkonné rady jsou popsány v komentáři č. 29 roční účetní závěrky („osobní náklady“).

### ZAMĚSTNANCI

Průměrný počet zaměstnanců ECB (ekvivalent počtu zaměstnanců na plný úvazek)<sup>1</sup> vzrostl z 1 448 v roce 2007 na 1 499 v roce 2008. Na konci roku 2008 měla ECB 1 536 zaměstnanců. Podrobnější informace jsou uvedeny v komentáři č. 29 roční účetní závěrky („osobní náklady“) a

v kapitole 8, části 2, v níž je popsána také strategie ECB v oblasti lidských zdrojů.

### INVESTIČNÍ ČINNOST A ŘÍZENÍ RIZIK

Portfolio devizových rezerv ECB se skládá z devizových rezerv, které národní centrální banky Eurosystemu převedly na ECB v souladu s ustanoveními článku 30 Statutu ESCB, a z výnosu z těchto rezerv. Tyto rezervy jsou určeny k financování operací ECB na devizovém trhu pro účely, které jsou stanoveny ve Smlouvě.

Portfolio vlastních zdrojů ECB se skládá z investovaného splaceného kapitálu ECB, protipoložky rezervy na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata, ze všeobecného rezervního fondu a minulých zisků v portfoliu. Jeho účelem je vytvářet pro ECB příjem, který bude přispívat ke krytí jejich provozních nákladů.

Investiční činnost ECB a řízení souvisejících rizik jsou podrobněji popsány v kapitole 2.

### ROZPOČTOVÝ PROCES

Rozpočtový výbor (BUCOM), který se skládá z odborníků ECB a národních centrálních bank zemí eurozóny, hraje jednu z hlavních rolí ve finančním řízení ECB. V souladu s článkem 15 Jednacího řádu přispívá Rozpočtový výbor k činnosti Rady guvernérů tím, že jí poskytuje podrobné hodnocení návrhů ročního rozpočtu ECB a dodatečných žádostí Výkonné rady o rozpočtové financování. Tato hodnocení poskytuje Rozpočtový výbor ještě předtím, než jsou tyto návrhy a žádosti předloženy Radě guvernérů ke schválení. Vynakládání prostředků v souladu se schválenými rozpočty pravidelně vyhodnocuje Výkonná rada, přičemž přihlíží k doporučením interních kontrolorů ECB, a

<sup>1</sup> Zaměstnanci na neplacené dovolené zde nejsou započtení. Do této položky patří zaměstnanci v pracovním poměru na dobu neurčitou, na dobu určitou nebo v krátkodobém pracovním poměru a účastníci programu ECB pro nové absolventy vysokých škol. Zaměstnanci na mateřské dovolené a dlouhodobě nemocní jsou zde rovněž zahrnuti.

dále Rada guvernérů za podpory Rozpočtového výboru.

#### **4 HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK**

##### **FINANČNÍ ÚČTY**

Podle článku 26.2 Statutu ESCB sestavuje roční účetní závěrku ECB Výkonná rada, která postupuje podle zásad stanovených Radou guvernérů. Účetní závěrku pak Rada guvernérů schválí a zveřejní.

##### **REZERVA NA KRYTÍ RIZIK SOUVISEJÍCÍCH SE ZMĚNAMI SMĚNNÉHO KURZU, ÚROKOVÝCH SAZEB A CENY ZLATA**

Vzhledem k tomu, že většina aktiv a pasiv ECB je pravidelně přeceňována za použití aktuálních tržních směnných kurzů a cen cenných papírů, ziskovost ECB je výrazně ovlivňována pohyby směnných kurzů a v menší míře změnami úrokových sazeb. Tato rizika jsou zejména způsobena devizovými rezervami drženími v amerických dolarech, japonských jenech a ve zlatě, které jsou investovány zejména do určených nástrojů.

Vzhledem k tomu, že ECB je do velké míry vystavena těmto rizikům, a vzhledem k objemu účtů přecenění se Rada guvernérů v roce 2005 rozhodla vytvořit rezervu na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata. K 31. prosinci 2007 dosáhla tato rezerva hodnoty 2 668 758 313 EUR. S účinností od 1. ledna 2008 přispěly v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB rovněž Central Bank of Cyprus a Bank Āentralí ta' Malta / Central Bank of Malta k rezervám částkami 4 795 450 EUR a 2 388 127 EUR. S ohledem na výsledky svého hodnocení se Rada guvernérů rozhodla převést k 31. prosinci 2008 do této rezervy dodatečnou částku 1 339 019 690 EUR. V důsledku tohoto převodu vzrostl objem rezervy na své povolené maximum 4 014 961 580 EUR. Rada guvernérů rozhodla, že tato rezerva spolu s jakoukoli částkou drženou ve všeobecném rezervním

fondů ECB nesmí přesáhnout hodnotu podílů na základním kapitálu ECB splacených národními centrálními bankami zemí eurozóny.

Rezerva bude použita na krytí realizovaných a nerealizovaných ztrát, a zejména kurzových ztrát, které nejsou kryty účty přecenění. Objem této rezervy a její další nutnost se každoročně posuzuje, přičemž se zohledňuje řada faktorů, zejména objem rizikových aktiv, objem naplněných rizik v běžném účetním období, očekávané výsledky v následujícím roce a hodnocení rizik zahrnující výpočty Value-at-Risk (VaR) u rizikových aktiv, které se používají konzistentně po delší dobu.

##### **HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK ZA ROK 2008**

Čistý výnos ECB před odvodem do rezervy ke krytí rizik dosáhl 2 661 mil. EUR v porovnání s 286 mil. EUR v roce 2007. Čistý zisk 1 322 mil. EUR po tomto odvodu byl rozdělen národním centrálním bankám.

Za rok 2007 mělo posílení eura vůči americkému dolaru a v menším rozsahu také vůči japonskému jenu za důsledek snížení eurové hodnoty devizových aktiv ECB znějících na tyto měny. Toto snížení dosáhlo hodnoty zhruba 2,5 mld. EUR a je jako náklad zachyceno ve výkazu zisků a ztrát. Za rok 2008 mělo oslabení eura vůči japonskému jenu a americkému dolaru za důsledek dosažení nerealizovaného zisku v objemu zhruba 3,6 mld. EUR. Tento zisk byl zachycen na účtech přecenění v souladu se společnými účetními postupy, které Rada guvernérů stanovila pro Eurosystem.

V roce 2008 poklesly čisté úrokové příjmy na 2 381 mil. EUR (z úrovně 2 421 mil. EUR za rok 2007), a to zejména v důsledku (a) nižšího čistého úrokového příjmu v amerických dolarech a (b) vyššího úročení pohledávek národních centrálních bank z převedených devizových rezerv. Z toho vyplývající pokles čistých úrokových příjmů byl pouze částečně kompenzován růstem úrokových příjmů z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu.

Tento růst odrážel především celkové zvýšení objemu eurobankovek v oběhu.

Čisté realizované zisky z finančních operací klesly ze 779 mil. EUR v roce 2007 na 662 mil. EUR v roce 2008 zejména v důsledku nižšího objemu zlata prodaného v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě (Central Bank Gold Agreement), která vstoupila v platnost 27. září 2004 a k níž přistoupila i ECB. Výsledné nižší realizované zisky z těchto operací byly pouze částečně kompenzovány vyššími čistými realizovanými zisky z prodeje cenných papírů v roce 2008 poté, co v uvedeném roce v USA poklesly úrokové sazby.

Celkové správní náklady ECB včetně odpisů vzrostly z 385 mil. EUR v roce 2007 na 388 mil. EUR v roce 2008.

## ZMĚNA ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU ECB

Podle rozhodnutí Rady 2007/503/ES a 2007/504/ES ze dne 10. července 2007 přijaly Kypr a Malta jednotnou měnu 1. ledna 2008. V souladu se článkem 49.1 Statutu ESCB následně splatily k tomuto datu Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta zbývající část svého úpisu základního kapitálu ECB. V důsledku těchto plateb se splacený základní kapitál ECB zvýšil ze 4 127 mil. EUR 31. prosince 2007 na 4 137 mil. EUR 1. ledna 2008.

## 5 OSTATNÍ

### OCHRANA ŽIVOTNÍHO PROSTŘEDÍ

Na základě „Rámce environmentální politiky“, který ECB schválila na konci roku 2007, byl v roce 2008 vypracován seznam ekologických aspektů spojených se správou ECB a také první odhad jejího dopadu na životní prostředí. ECB rovněž rozhodla zavést systém environmentálního managementu, který bude splňovat mezinárodně uznávané normy ISO 14001 a EMAS. Pro systém environmentálního managementu byl zahájen

projekt certifikace, která by měla proběhnout v roce 2010. Některá opatření již byla úspěšně zavedena v roce 2008.

### ŘÍZENÍ SLUŽEB INFORMAČNÍ TECHNIKY

V roce 2008 získala ECB jako první centrální banka certifikaci shody s mezinárodní normou ISO/IEC 20000 za vynikající výsledky v oblasti řízení služeb informační techniky (ITSM). Norma ISO/IEC 20000 je popisuje ucelený soubor řídicích procesů pro efektivní poskytování služeb IT organizacím, podnikům a jejich zákazníkům. Její uplatnění výrazně přispělo ke zkvalitnění služeb IT v ECB a již se projevilo měřitelnými výsledky i větší spokojeností koncových uživatelů.

## ROZVAHA K 31. PROSINCI 2008

AKTIVA	ČÍSLO KOMENT.	2008 €	2007 €
<b>Zlato a pohledávky ve zlatě</b>	<b>1</b>	<b>10 663 514 154</b>	<b>10 280 374 109</b>
<b>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>2</b>		
Pohledávky vůči Mezinárodnímu měnovému fondu		346 651 334	449 565 998
Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva		41 264 100 632	28 721 418 912
		<b>41 610 751 966</b>	<b>29 170 984 910</b>
<b>Pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>2</b>	<b>22 225 882 711</b>	<b>3 868 163 459</b>
<b>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>3</b>		
Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky		<b>629 326 381</b>	<b>0</b>
<b>Ostatní pohledávky vůči úvěrovým institucím eurozóny v eurech</b>	<b>4</b>	<b>25 006</b>	<b>13 774</b>
<b>Pohledávky uvnitř Euro systému</b>	<b>5</b>		
Pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Euro systému		61 021 794 350	54 130 517 580
Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)		234 095 515 333	17 241 183 222
		<b>295 117 309 683</b>	<b>71 371 700 802</b>
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>6</b>		
Hmotná stálá aktiva		202 690 344	188 209 963
Ostatní finanční aktiva		10 351 859 696	9 678 817 294
Rozdíly z přecenění podrozvahových položek		23 493 348	34 986 651
Položky časového rozlišení		1 806 184 794	1 365 938 582
Ostatní		1 272 185 672	69 064 934
		<b>13 656 413 854</b>	<b>11 337 017 424</b>
<b>Aktiva celkem</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

PASIVA	ČÍSLO KOMENT.	2008 €	2007 €
<b>Bankovky v oběhu</b>	<b>7</b>	<b>61 021 794 350</b>	<b>54 130 517 580</b>
<b>Závazky k jiným rezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>8</b>	<b>1 020 000 000</b>	<b>1 050 000 000</b>
<b>Závazky k nerezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>9</b>	<b>253 930 530 070</b>	<b>14 571 253 753</b>
<b>Závazky k rezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>10</b>	<b>272 822 807</b>	<b>0</b>
<b>Závazky k nerezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>10</b>	<b>1 444 797 283</b>	<b>667 076 397</b>
Vklady, zůstatky a jiné závazky			
<b>Závazky uvnitř Euro systému</b>	<b>11</b>	<b>40 149 615 805</b>	<b>40 041 833 998</b>
Závazky z převodu devizových rezerv			
<b>Ostatní závazky</b>	<b>12</b>		
Rozdíly z přecenění podrozvahových položek		1 130 580 103	69 589 536
Položky časového rozlišení		2 284 795 433	1 848 257 491
Ostatní		1 797 414 878	659 763 920
		<b>5 212 790 414</b>	<b>2 577 610 947</b>
<b>Rezervy</b>	<b>13</b>	<b>4 038 858 227</b>	<b>2 693 816 002</b>
<b>Účty přecenění</b>	<b>14</b>	<b>11 352 601 325</b>	<b>6 169 009 571</b>
<b>Kapitál a rezervní fondy</b>	<b>15</b>		
Kapitál		<b>4 137 159 938</b>	<b>4 127 136 230</b>
<b>Zisk za rok</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>
<b>Pasiva celkem</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

# VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2008

	ČÍSLO KOMENT.	2008 €	2007 €
Úrokové výnosy z devizových rezerv		997 075 442	1 354 887 368
Úrokové výnosy z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu		2 230 477 327	2 004 355 782
Ostatní úrokové výnosy		8 430 894 437	4 380 066 479
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>11 658 447 206</i>	<i>7 739 309 629</i>
Úročení pohledávek národních centrálních bank z převedených devizových rezerv		(1 400 368 012)	(1 356 536 045)
Ostatní úrokové náklady		(7 876 884 520)	(3 962 006 944)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(5 318 542 989)</i>
<b>Čistý úrokový výnos</b>	<b>23</b>	<b>2 381 194 674</b>	<b>2 420 766 640</b>
Realizované zisky nebo ztráty z finančních operací	<b>24</b>	662 342 084	778 547 213
Snížení hodnoty finančních aktiv a pozic	<b>25</b>	(2 662 102)	(2 534 252 814)
Převod do/z rezerv pro měnová a cenová rizika		(1 339 019 690)	(286 416 109)
<b>Čistý výsledek finančních operací, snížení hodnoty a rezerv ke krytí rizik</b>		<b>(679 339 708)</b>	<b>(2 042 121 710)</b>
<b>Čisté náklady na poplatky a provize</b>	<b>26</b>	<b>(149 007)</b>	<b>(621 691)</b>
<b>Výnosy z akcií a majetkových účastí</b>	<b>27</b>	<b>882 152</b>	<b>920 730</b>
<b>Ostatní výnosy</b>	<b>28</b>	<b>7 245 593</b>	<b>6 345 668</b>
<b>Čisté výnosy celkem</b>		<b>1 709 833 704</b>	<b>385 289 637</b>
Osobní náklady	<b>29</b>	(174 200 469)	(168 870 244)
Správní náklady	<b>30</b>	(183 224 063)	(184 589 229)
Odpisy stálých hmotných aktiv		(23 284 586)	(26 478 405)
Náklady na bankovky	<b>31</b>	(6 871 050)	(5 351 759)
<b>Zisk za rok</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>

Frankfurt nad Mohanem, 24. února 2009

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

Jean-Claude Trichet  
prezident

# ÚČETNÍ POSTUPY<sup>1</sup>

## FORMA A PREZENTACE FINANČNÍCH VÝKAZŮ

Finanční výkazy ECB byly navrženy tak, aby věrně odrážely finanční pozici ECB a výsledky jejích operací. Finanční výkazy byly sestaveny v souladu s níže uvedenými účetními postupy<sup>2</sup>, které Rada guvernérů ECB považuje za odpovídající vzhledem k charakteru činnosti centrální banky.

## ÚČETNÍ ZÁSADY

Uplatňují se následující základní účetní zásady: ekonomická realita a transparentnost, obezřetnost, zohlednění událostí po rozvahovém dni, podstatnost, časové rozlišení, zásada trvání subjektu, souvztažnost a srovnatelnost.

## VYKAZOVÁNÍ AKTIV A PASIV

Aktiva nebo pasiva se v rozvaze vykazují, pokud je pravděpodobné, že budoucí hospodářský výnos nebo náklad související s položkou aktiva nebo pasiva půjde ve prospěch nebo na vrub ECB, pokud v podstatě všechna související rizika a prospěch byla převedena na ECB a pořizovací cenu nebo hodnotu aktiva nebo výši závazku lze spolehlivě ocenit.

## ZÁKLAD ÚČTOVÁNÍ

Účty jsou sestavovány na základě pořizovacích cen, které jsou upraveny tak, aby zahrnovaly tržní ocenění obchodovatelných cenných papírů, zlata a dalších rozvahových a podrozvahových aktiv a pasiv v cizí měně. Transakce s finančními aktivy a pasivy jsou v účtech vykazovány podle data vypořádání těchto transakcí.

S výjimkou cenných papírů jsou nyní transakce s finančními nástroji v cizí měně zachycovány v podrozvahových účtech v obchodní den. Ke dni vypořádání se podrozvahové položky zúčtují opačně a transakce jsou vykázány v rozvaze. Prodej a nákup cizí měny ovlivňuje čistou měnovou pozici v cizí měně v obchodní den a realizované výsledky prodeje se vypočítávají rovněž v obchodní den. Naběhlý úrok, prémie a diskonty související s finančními nástroji v cizí

měně se vypočítávají a účtují denně. Těmito položkami časového rozlišení se také denně mění pozice v cizí měně.

## ZLATO, AKTIVA A PASIVA V CIZÍ MĚNĚ

Aktiva a pasiva v cizí měně jsou převáděna na eura v kurzu platném v rozvahový den. Výnosy a náklady jsou přepočteny za použití směnného kurzu platného v době zaúčtování. Přecenění devizových aktiv a pasiv včetně rozvahových i podrozvahových nástrojů probíhá pro každou měnu zvlášť.

Přecenění aktiv a pasiv v cizí měně na tržní ceny se provádí odděleně od přecenění odvozeného od směnného kurzu.

Zlato je oceňováno v tržní ceně platné na konci roku. U zlata se nerozlišuje mezi cenovými a kurzovými rozdíly z přecenění, ale účtuje se podle jedné ceny zlata založené na ceně unce ryzího zlata v eurech odvozené pro rok končící 31. prosince 2008 ze směnného kurzu eura k americkému dolaru k 31. prosinci 2008.

## CENNÉ PAPIŘY

Veškeré obchodovatelné cenné papíry a podobná aktiva jsou oceňovány zvlášť pro každý cenný papír za použití střední tržní ceny nebo na základě příslušné výnosové křivky platné k rozvahovému dni. Pro rok končící dnem 31. prosince 2008 byly použity střední tržní ceny k 30. prosinci 2008. Neobchodovatelné cenné papíry jsou oceňovány pořizovací cenou, zatímco nelikvidní kapitálové podíly jsou oceňovány s ohledem na znehodnocení.

## ZACHYCOVÁNÍ VÝNOSŮ

Výnosy a náklady se zachycují v období, kdy vznikly. Realizované zisky a ztráty z prodeje

- <sup>1</sup> Podrobné účetní postupy ECB jsou stanoveny v rozhodnutí ECB/2006/17, Úř. věst. L 348, 11.12.2006, s. 38, v platném znění.
- <sup>2</sup> Tyto postupy odpovídají ustanovením článku 26.4 Statutu ESCB, která vyžadují harmonizovaný přístup k pravidlům pro účtování a vykazování operací Euro systému.



deviz, zlata a cenných papírů se zachycují ve výkazu zisků a ztrát a vypočítávají se odkazem na průměrné pořizovací náklady příslušného aktiva.

Nerealizované zisky se nezachycují jako výnosy, ale převádějí se přímo na účet přecenění.

Nerealizované ztráty se převedou na výkaz zisků a ztrát, pokud překračují zisky z předešlého přecenění zachyceného na příslušném účtu přecenění. Nerealizované ztráty z určitého druhu cenného papíru či měny nebo zlata se nezapočítávají vůči nerealizovaným ziskům z ostatních cenných papírů či měn nebo zlata. V případě nerealizované ztráty z jakékoli položky na konci roku se průměrná pořizovací cena této položky sníží na směnný kurz nebo tržní cenu na konci roku.

Prémie nebo diskonty při nákupu cenných papírů se počítají a zachycují jako součást úrokového výnosu a odepisují se během zbývajících životnosti těchto aktiv.

### REVERZNÍ TRANSAKCE

Reverzní transakce jsou obchody, při nichž ECB nakupuje nebo prodává aktiva na základě dohody o zpětném odkupu nebo provádí úvěrové operace proti poskytnutému zajištění.

V rámci dohody o zpětném odkupu jsou cenné papíry prodány za hotovost a současně je uzavřena dohoda o jejich zpětné koupi od protistrany za dohodnutou cenu k určitému datu v budoucnu. Tyto dohody o zpětném odkupu jsou v rozvaze vykazovány na straně pasiv jako zajištěné přijaté vklady, úrokový náklad s nimi spojený se zachycuje na výkazu zisků a ztrát. Cenné papíry prodané na základě takovýchto dohod jsou ponechány v rozvaze ECB.

V rámci reverzní dohody o zpětném odkupu jsou cenné papíry nakupovány za hotovost a současně je uzavřena dohoda o jejich zpětném prodeji protistraně za dohodnutou cenu k určitému datu v budoucnu. Tyto dohody jsou v rozvaze vykazovány na straně aktiv jako zajištěné úvěry, ale nejsou zahrnuty do cenných papírů v držení

ECB. Úrokový výnos z těchto cenných papírů se zachycuje na výkazu zisků a ztrát.

Reverzní transakce (včetně zápůjček cenných papírů) provedené v rámci automatizovaného systému zápůjček cenných papírů se vykazují v rozvaze pouze v případě, že je poskytnuto zajištění ve formě hotovosti uložené na účet ECB. V roce 2008 nepřijala ECB v souvislosti s těmito operacemi žádné zajištění ve formě hotovosti.

### PODROZVAHOVÉ NÁSTROJE

Měnové nástroje, jmenovitě forwardové měnové transakce, forwardové části měnových swapů a ostatní měnové nástroje zahrnující směnu jedné měny za druhou k budoucímu datu se pro výpočet kurzových zisků a ztrát zahrnují do pozice cizí měna netto.

Úrokové nástroje se přeceňují jednotlivě. Denní změny variační marže nesplacených úrokových futures se zachycují na výkazu zisků a ztrát. Ocenění forwardových transakcí s cennými papíry a úrokových swapů je založeno na obecně přijatých metodách oceňování, které vychází z pozorovatelných tržních cen a kurzů a diskontních faktorů od dat vypořádání do data ocenění.

### UDÁLOSTI PO ROZVAHOVÉM DNI

Aktiva a pasiva jsou upravena o události (pokud tyto události výrazně ovlivňují stav aktiv a pasiv k rozvahovému dni), které nastaly mezi datem roční rozvahy a dnem, kdy Rada guvernérů ECB schválila finanční výkazy.

Důležité události po rozvahovém dni, které neovlivňují stav aktiv a pasiv k rozvahovému dni, jsou uvedeny v komentáři.

### ZŮSTATKY UVNITŘ ESCB / ZŮSTATKY UVNITŘ EUROSYSTÉMU

Transakce uvnitř ESCB jsou přeshraniční transakce mezi dvěma centrálními bankami zemí EU. Tyto transakce se zpracovávají převážně v systému

TARGET2<sup>3</sup> – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (viz kapitola 2) – a jsou vykazovány jako dvoustranné zůstatky na účtech mezi centrálními bankami zemí EU, které jsou připojeny k systému TARGET2. Tyto dvoustranné zůstatky jsou následně každý den postupovány ECB, přičemž každé z národních centrálních bank je ponechána pouze jedna čistá dvoustranná pozice vůči ECB. Tato pozice v účetnictví ECB představuje čistou pohledávku nebo závazek jednotlivých národních centrálních bank vůči zbytku ESCB.

Zůstatky uvnitř ESCB v eurech vedené u ECB, které přísluší národním centrálním bankám zemí eurozóny (s výjimkou základního kapitálu ECB a položek vyplývajících z převodu devizových rezerv na ECB), jsou vykazovány jako pohledávky nebo závazky uvnitř Eurosystemu a jsou zachyceny v rozvaze ECB jako jedna čistá aktivní nebo pasivní pozice.

Zůstatky uvnitř Eurosystemu z umístění eurobankovek uvnitř Eurosystemu jsou vykazovány jako jedno čisté aktivum pod položkou „pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Eurosystemu“ (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

Zůstatky uvnitř ESCB vedené u ECB, které přísluší některým národním centrálním bankám zemí mimo eurozónu a které vyplývají z jejich účasti v systému TARGET2<sup>4</sup>, jsou vykazovány pod položkou „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“.

## NAKLÁDÁNÍ SE STÁLÝMI AKTIVY

Stálá aktiva s výjimkou pozemků jsou oceňována pořizovací cenou sníženou o odpisy. Pozemky jsou oceňovány pořizovací cenou. Odpisy jsou uplatňovány rovnoměrně od čtvrtletí, které následuje po pořízení aktiva, po dobu jeho předpokládané použitelnosti, a to takto:

Počítačové a související technické nebo programové vybavení a motorová vozidla	4 roky
Zařízení, vybavení a vestavěné části	10 let
Stálá aktiva s pořizovací cenou méně než 10 000 EUR	odpisují se v roce pořízení

Doba odpisování aktivovaných nákladů na budovy a jejich modernizaci byla u stávajících objektů ECB zkrácena tak, aby byla tato aktiva odepsána dříve, než se ECB přemístí do svého nového sídla.

## PENZIJNÍ PLÁN ECB A OSTATNÍ POŽITKY PO SKONČENÍ PRACOVNÍHO POMĚRU

ECB pro své zaměstnance provozuje dávkově definovaný penzijní plán. Tento plán je financován aktivy z dlouhodobého fondu zaměstnaneckých dávek.

## ROZVAHA

Závazek, který se nyní v rozvaze v souvislosti s dávkově definovaným plánem vykazuje, je současná hodnota dávkově definovaných závazků k rozvahovému dni *minus* tržní hodnota aktiv, která jsou v plánu určena k financování těchto závazků, upravená o nevykázané zisky nebo ztráty vypočtené pojistným znalcem.

Výši dávkově definovaných závazků vypočítávají každý rok nezávislí pojistní znalci pomocí tzv. metody předpokládaného ročního zhodnocení požitků (projected credit unit method). Současná hodnota dávkově definovaných závazků se určí jako upravená hodnota předpokládaných budoucích peněžních toků vypočtená za použití úrokové sazby na velmi kvalitní podnikové dluhopisy, které jsou denominovány v eurech a mají obdobné lhůty splatnosti jako související penzijní závazky.

Zisky nebo ztráty vypočtené pojistnými znalci mohou vznikat při úpravách na základě zkušeností (když se skutečné výsledky liší od dřívějších předpokladů založených na výpočtech

3 Technicky decentralizovaný systém první generace byl postupně nahrazen systémem druhé generace (TARGET2), který je postaven na jednotné technické infrastruktuře, s názvem jednotná sdílená platforma (SSP). Přechod na systém TARGET2 byl zahájen v listopadu 2007 a dokončen v květnu 2008.

4 K 31. prosinci 2008 se systému TARGET2 účastnily tyto národní centrální banky zemí vně eurozóny: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski a Eesti Pank.

pojistných matematiků) a při změnách předpokladů pro pojistné výpočty.

### VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

Čistá částka, která se nyní zaznamenává na výkazu zisků a ztrát, obsahuje:

- (a) náklady na běžný provoz spojené s dávkami v daném roce,
- (b) úrok z dávkově definovaných závazků vypočtený pomocí diskontní sazby,
- (c) očekávaný výnos aktiv v penzijním plánu a
- (d) jakékoliv zisky/ztráty vypočtené pojistnými znalci zachycované ve výkazu zisků a ztrát pomocí tzv. metody 10% koridoru.

### METODA 10% KORIDORU

Čisté kumulativní nevykázané ztráty nebo zisky vypočtené pojistným znalcem, které přesáhnou vyšší z těchto částek: (a) 10 % stávající hodnoty dávkově definovaného závazku nebo (b) 10 % z tržní hodnoty aktiv v penzijním plánu, se amortizují po dobu průměrné očekávané zbývající doby před odchodem do důchodu u účastníků se zaměstnanců.

### DŮCHODY ČLENŮ VÝKONNÉ RADY A DALŠÍ PENZIJNÍ ZÁVAZKY

Důchody členů Výkonné rady ECB a invalidní penze pro zaměstnance jsou kryty na základě nefinancovaných opatření. Předpokládané náklady na tato plnění se načítají po dobu výkonu funkce v případě členů Výkonné rady a po dobu výkonu zaměstnání v případě zaměstnanců. Používá se při tom účetní metodika, která se podobá metodice pro dávkově definované plány. Ztráty nebo zisky vypočtené pojistným znalcem se zúčtovávají stejným způsobem jako ve výše popsaném případě.

Tyto závazky každý rok oceňují nezávislí pojistní znalci, kteří tak stanoví odpovídající výši závazku, která se má vykázat ve finančních výkazech.

### BANKOVKY V OBĚHU

Eurobankovky<sup>5</sup> vydává ECB a národní centrální banky států eurozóny, které společně tvoří Eurosystem. Celková hodnota eurobankovek v oběhu je rozdělována mezi centrální banky Eurosystemu vždy v poslední pracovní den v měsíci podle klíče pro přidělování bankovek<sup>6</sup>.

ECB je přidělen podíl o objemu 8 % celkové hodnoty eurobankovek v oběhu, který je vykazován v rozvaze v pasivech pod položkou „bankovky v oběhu“. Podíl ECB na celkové emisi eurobankovek je kryt pohledávkami vůči národním centrálním bankám. Tyto pohledávky, které jsou úročeny<sup>7</sup>, jsou vykazovány v podpoložce „pohledávky uvnitř Eurosystemu: pohledávky z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu“ (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Eurosystemu“ v komentáři k účetním postupům). Úrokový výnos z těchto pohledávek je zahrnut do položky „čistý úrokový výnos“. Tento výnos náleží národním centrálním bankám v účetním roce, v němž vznikl, rozdělen však je v druhý pracovní den následujícího roku.<sup>8</sup> Výnos je rozdělen v plném rozsahu, není-li čistý zisk ECB za daný rok menší než její výnos z eurobankovek v oběhu a pokud nerozhodne Rada guvernérů o odvodu do rezerv na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata nebo o snížení tohoto výnosu z důvodu nákladů vzniklých ECB v souvislosti s vydáváním eurobankovek a manipulací s nimi.

5 Rozhodnutí ECB/2001/15 ze dne 6. prosince 2001 o vydávání eurobankovek, Úř. věst. L 337, 20.12.2001, s. 52, v platném znění.

6 „Klíčem pro přidělování bankovek“ se rozumí procentní podíly, které vyplývají z přihlídnutí k podílu ECB na celkové emisi eurobankovek a z použití klíče k upisování základního kapitálu na podíl národních centrálních bank na této celkové emisi.

7 Rozhodnutí ECB/2001/16 ze dne 6. prosince 2001 o přerozdělování měnových příjmů národních centrálních bank zúčastněných členských států od účetního roku 2002, Úř. věst. L 337, 20.12.2001, s. 55, v platném znění.

8 Rozhodnutí ECB/2005/11 ze dne 17. listopadu 2005 o přerozdělování příjmů Evropské centrální banky z eurobankovek v oběhu mezi národní centrální banky zúčastněných členských států, Úř. věst. L 311, 26.11.2005, s. 41.

## REKLASIFIKACE

Několik položek bylo v roce 2008 z prezentačních důvodů překlasifikováno a srovnatelné zůstatky k 31. prosinci 2007 byly odpovídajícím způsobem upraveny. Tyto změny zařídění jsou popsány v komentáři k rozvaze.<sup>9</sup>

## OSTATNÍ

Vzhledem k úloze ECB jakožto centrální banky je Výkonná rada ECB toho názoru, že zveřejnění výkazu peněžních toků by neposkytlo uživatelům finančních výkazů žádné další významné informace.

Podle článku 27 Statutu ESCB a na základě doporučení Rady guvernérů schválila Rada Evropské unie jmenování PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft externím auditorem ECB na dobu pěti let do konce účetního roku 2012.

<sup>9</sup> Tyto změny zařídění jsou v souladu s podrobnými účetními postupy ECB stanovenými v rozhodnutí ECB/2006/17, Úř. věst. L 348, 11.12.2006, s. 38, v platném znění.

# KOMENTÁŘ K ROZVAZE

## I ZLATO A POHLEDÁVKY VE ZLATĚ

K 31. prosinci 2008 držela ECB 17 156 546 uncí ryzího zlata (18 091 733 uncí v roce 2007). K poklesu došlo z důvodu (a) prodeje 963 987 uncí ryzího zlata v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě, která vstoupila v platnost 27. září 2004 a již je ECB signatářem, a (b) převodu 19 151 uncí ryzího zlata ze strany Central Bank of Cyprus a 9 649 uncí ryzího zlata ze strany Bank Āentralita' Malta / Central Bank of Malta na ECB<sup>10</sup> v souvislosti s přijetím jednotné měny na Kypru a Maltě, jak je stanoveno v článku 30.1 Statutu ESCB. Pokles eurové hodnoty těchto aktiv v důsledku uvedených transakcí byl více než vykompenzován výrazným nárůstem cen zlata během roku 2008 (viz „zlato, aktiva a pasiva v cizí měně“ v komentáři k účetním postupům).

## 2 POHLEDÁVKY VŮČI REZIDENTŮM A NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V CIZÍ MĚNĚ

### POHLEDÁVKY VŮČI MEZINÁRODNÍMU MĚNOVÉMU FONDU

Toto aktivum představuje zvláštní práva čerpání (Special Drawing Rights – SDR), která ECB držela k 31. prosinci 2008, a vyplývá z dohody s Mezinárodním měnovým fondem (MMF) o prodeji a nákupu, podle níž je MMF oprávněn organizovat za ECB prodeje nebo koupě SDR vůči euru při dodržení stanoveného maximálního a minimálního objemu SDR v držbě ECB. Zvláštní práva čerpání jsou definována na základě koše měn. Hodnota SDR je stanovena jako vážený součet směnných kurzů čtyř hlavních měn (euro, japonský jen, libra šterlinků a americký dolar). Pro účely účtování se k SDR přistupuje jako k cizí měně (viz „zlato, aktiva a pasiva v cizí měně“ v komentáři k účetním postupům).

### ZŮSTATKY U BANK A INVESTICE DO CENNÝCH PAPIRŮ, ZAHRANIČNÍ PŮJČKY A JINÁ ZAHRANIČNÍ AKTIVA A POHLEDÁVKY VŮČI REZIDENTŮM EUROZÓNY V CIZÍ MĚNĚ

Tyto dvě položky sestávají ze zůstatků u bank, půjček v cizí měně a investic do cenných papírů

v amerických dolarech a japonských jenech. Odpisy diskontů a premií cenných papírů v cizí měně byly v minulosti vykazovány v „položkách časového rozlišení“ v aktivech nebo v pasivech. ECB se z důvodu větší přehlednosti rozhodla tyto položky přearadit pod záhlaví „zůstatky u bank, investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva“. Srovnatelné zůstatky k 31. prosinci 2007 byly odpovídajícím způsobem upraveny.

<i>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny</i>	2008 €	2007 €	Změna €
Běžné účty	5 808 582 148	761 073 851	5 047 508 297
Vklady na peněžním trhu	573 557 686	688 783 688	(115 226 002)
Dohody o zpětném odprodeji	379 961 453	543 247 188	(163 285 735)
Investice do cenných papírů	34 501 999 345	26 728 314 185	7 773 685 160
Celkem	41 264 100 632	28 721 418 912	12 542 681 720

<i>Pohledávky vůči rezidentům eurozóny</i>	2008 €	2007 €	Změna €
Běžné účty	619 534	574 945	44 589
Vklady na peněžním trhu	22 225 263 177	3 867 588 514	18 357 674 663
Celkem	22 225 882 711	3 868 163 459	18 357 719 252

Zůstatek na běžných účtech vedených u nerezidentů eurozóny vzrostl zejména v důsledku a) vypořádání části swapů v dánských korunách s Danmarks Nationalbank, které byly splatné k 31. prosinci 2008 a činily 3,9 mld. EUR (viz komentář č. 20, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“) a b) zůstatků ve švýcarských francích v hodnotě 1,2 mld. EUR, které vznikly v souvislosti se swapovou dohodou se Švýcarskou národní bankou<sup>11</sup> (viz komentář č. 9, „závazky

<sup>10</sup> Tyto převody, jejichž souhrnná hodnota odpovídá 16,5 mil. EUR, byly provedeny s účinností od 1. ledna 2008.

<sup>11</sup> V zůstatcích ve švýcarských francích se odrážejí opatření na kontrolu rizika, která ECB uplatňuje při svých nabídkových řízeních pro měnové swapy v eurech a švýcarských francích a jež se uskutečňují v podobě 5% počáteční marže v případě týdenních operací a 15% počáteční marže v případě operací v délce 84 dní.

k nerezidentům eurozóny v eurech<sup>12</sup>). K nárůstu celkové hodnoty těchto položek přispělo také zhodnocení japonského jenu a amerického dolaru vůči euru, nerealizované zisky z cenných papírů (viz komentář č. 14, „účty přecenění“), investice výnosů z prodeje zlata (viz komentář č. 1, „zlato a pohledávky ve zlatě“) a výnosy obdržené především z portfolia amerického dolaru.

Vklady související s operacemi prováděnými centrálními bankami Eurosystemu, jejichž cílem je poskytnout úvěrovým institucím v eurozóně likviditu v amerických dolarech, se vykazují pod položkou vklady na peněžním trhu u rezidentů eurozóny.

Kromě toho v souvislosti s přijetím jednotné měny na Kypru a Maltě s účinností od 1. ledna 2008 převedly v souladu s článkem 30.1 Statutu ESCB Central Bank of Cyprus a Bank Āentralita' Malta / Central Bank of Malta americké dolary v hodnotě 93,5 mil. EUR ve prospěch ECB.

Objem čistých devizových rezerv ECB<sup>12</sup> v amerických dolarech a japonských jenech k 31. prosinci 2008:

	v mil. měnových jednotek
Americký dolar	40 062
Japonský jen	1 084 548

### 3 POHLEDÁVKY VŮČI NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

Pod toto záhlaví byly za rok 2007 zahrnuty vklady na peněžním trhu a běžné účty vedené u nerezidentů eurozóny jako přímá protipoložka základního kapitálu a rezervních fondů ECB. ECB se rozhodla uvedené vklady a účty překlasifikovat na samostatné portfolio, které je nyní vykázáno pod záhlavím „ostatní finanční aktiva“. Srovnatelný zůstatek k 31. prosinci 2007 byl odpovídajícím způsobem upraven.

K 31. prosinci 2008 byla tato položka tvořena zejména pohledávkou za Magyar Nemzeti Bank

ve výši 460,0 mil. EUR v souvislosti s dohodou s ECB o transakcích zpětného odkupu. Tato dohoda poskytuje Magyar Nemzeti Bank zápůjční facilitu do výše 5 mld. EUR na podporu jejích domácích operací zaměřených na poskytování likvidity v eurech.

### 4 OSTATNÍ POHLEDÁVKY VŮČI ÚVĚROVÝM INSTITUCÍM EUROZÓNY V EURECH

Pod toto záhlaví byly za rok 2007 zahrnuty vklady na peněžním trhu a běžné účty vedené u rezidentů eurozóny jako přímá protipoložka základního kapitálu a rezervních fondů ECB. ECB se rozhodla uvedené vklady a účty překlasifikovat na samostatné portfolio, které je nyní vykázáno pod záhlavím „ostatní finanční aktiva“. Srovnatelný zůstatek k 31. prosinci 2007 byl odpovídajícím způsobem upraven.

K 31. prosinci 2008 tvořil tuto pohledávku běžný účet vedený u jednoho rezidenta eurozóny.

### 5 POHLEDÁVKY UVNITŘ EUROSISTÉMU

#### POHLEDÁVKY Z ROZDĚLENÍ EUROBANKOVEK UVNITŘ EUROSISTÉMU

Tato položka se skládá z pohledávek ECB vůči národním centrálním bankám zemí eurozóny vyplývajících z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

<sup>12</sup> Aktiva minus pasiva v příslušné cizí měně, která podléhají přecenění podle kurzu cizí měny. Tato aktiva jsou zahrnuta pod záhlavími „pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v cizí měně“, „pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně“, aktivní „položky časového rozlišení“, „závazky k rezidentům eurozóny v cizí měně“, „závazky k nerezidentům eurozóny v cizí měně“, pasivní „rozdíly z přecenění podrozvahových položek“ a pasivní „položky časového rozlišení“ a rovněž zohledňují forwardové měnové transakce a měnové swapy pod podrozvahovými položkami. Vliv zisku z přecenění na finanční nástroje v cizí měně není zahrnut.

## OSTATNÍ POHLEDÁVKY UVNITŘ EUROSYSTÉMU (NETTO)

Za rok 2008 byly do této položky zahrnuty zejména zůstatky na účtech systému TARGET2 u ECB, které přísluší národním centrálním bankám států eurozóny (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Euro systému“ v komentáři k účetním postupům). Tato položka se zvýšila především v důsledku vzájemných swapů, které byly provedeny s národními centrálními bankami v souvislosti s operacemi na poskytnutí likvidity v amerických dolarech (viz komentář č. 9, „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“).

Tato položka zahrnuje rovněž částku splatnou ve prospěch národních centrálních bank zemí eurozóny v souvislosti s přerozdělením příjmů ECB z eurobankovek (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

	2008 €	2007 €
Pohledávky vůči NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET2	420 833 781 929	145 320 642 526
Závazky k NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET2	(185 532 591 178)	(128 079 459 304)
Závazky k NCB zemí eurozóny z prozatímního rozdělení příjmů ECB z eurobankovek	(1 205 675 418)	0
Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)	234 095 515 333	17 241 183 222

## 6 OSTATNÍ AKTIVA

### HMOTNÁ STÁLÁ AKTIVA

Tato aktiva k 31. prosinci 2008 tvořily následující položky:

	2008 €	2007 €	Změna €
<b>Náklady</b>			
Pozemky a budovy	159 972 149	156 964 236	3 007 913
Počítačové technické a programové vybavení	174 191 055	168 730 634	5 460 421
Zařízení, vybavení, vestavěné části a motorová vozidla	28 862 720	27 105 564	1 757 156
Nedokončená aktiva	83 407 619	59 791 855	23 615 764
Ostatní stálá aktiva	3 577 485	1 195 290	2 382 195
<b>Náklady celkem</b>	<b>450 011 028</b>	<b>413 787 579</b>	<b>36 223 449</b>
<b>Oprávký</b>			
Pozemky a budovy	(59 885 983)	(49 672 589)	(10 213 394)
Počítačové technické a programové vybavení	(160 665 542)	(150 195 777)	(10 469 765)
Zařízení, vybavení, vestavěné části a motorová vozidla	(26 618 732)	(25 562 068)	(1 056 664)
Ostatní stálá aktiva	(150 427)	(147 182)	(3 245)
<b>Oprávký celkem</b>	<b>(247 320 684)</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(21 743 068)</b>
<b>Čistá účetní hodnota</b>	<b>202 690 344</b>	<b>188 209 963</b>	<b>14 480 381</b>

Nárůst v kategorii „nedokončená aktiva“ souvisí především s počátečními pracemi na novém sídle ECB. Převody z této kategorie do příslušných skupin stálých aktiv budou provedeny, jakmile budou aktiva v užívání.

### OSTATNÍ FINANČNÍ AKTIVA

Odpisy diskontů a premií cenných papírů v eurech byly v minulosti vykazovány v „položkách časového rozlišení“ v aktivech nebo v pasivech. ECB se z důvodů větší přehlednosti rozhodla tyto položky přeradit pod výše uvedené záhlaví. Nově jsou pod ním dále zahrnuty vklady na peněžním trhu a běžné účty v eurech vedené jako přímá protipoložka základního kapitálu a rezervních fondů ECB (viz komentář č. 3, „pohledávky

vůči nerezidentům eurozóny v eurech“, a komentář č. 4, „ostatní pohledávky vůči úvěrovým institucím eurozóny v eurech“). Srovnatelné zůstatky k 31. prosinci 2007 byly odpovídajícím způsobem upraveny.

Hlavními aktivy této položky jsou:

	2008 €	2007 €	Změna €
Běžné účty v eurech	4 936 630	5 153 295	(216 665)
Vklady na peněžním trhu v eurech	150 000 000	120 000 000	30 000 000
Cenné papíry v eurech	9 675 505 128	8 843 080 586	832 424 542
Dohody o zpětném odprodeji v eurech	479 293 075	668 392 837	(189 099 762)
Ostatní finanční aktiva	42 124 863	42 190 576	(65 713)
<b>Celkem</b>	<b>10 351 859 696</b>	<b>9 678 817 294</b>	<b>673 042 402</b>

(a) Běžné účty, vklady na peněžním trhu, cenné papíry a dohody o zpětném odprodeji v eurech představují investici vlastních zdrojů ECB (viz komentář č. 12, „ostatní závazky“). K čistému zvýšení hodnoty vlastních zdrojů ECB došlo zejména vlivem investice protipoložky částky převedené do rezervy ECB na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata v roce 2007 do portfolia vlastních zdrojů, vlivem nerealizovaných zisků z cenných papírů (viz komentář č. 14, „účty přecenění“) a příjmů získaných z portfolia vlastních zdrojů.

(b) ECB drží 3 211 kusů akcií Banky pro mezinárodní platby (BIS), které jsou vykázaný v pořizovací ceně 41,8 mil. EUR.

## ROZDÍLY Z PŘECENĚNÍ PODROZVAHOVÝCH POLOŽEK

V roce 2008 tato položka zahrnovala zejména zisky z ocenění nesplacených transakcí úrokových swapů (viz komentář č. 19, „úrokové swapy“).

## POLOŽKY ČASOVÉHO ROZLIŠENÍ

Tato položka v roce 2008 obsahovala časově rozlišené naběhlé úroky z pohledávek ECB z rozdělení eurobankovek uvnitř Euro systému za poslední čtvrtletí (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům), které dosáhly částky 500,4 mil. EUR, a časově rozlišené naběhlé úroky z pohledávek vůči národním centrálním bankám zemí eurozóny ze zůstatků na účtech systému TARGET2 za poslední měsíc roku 2008, které činily 648,9 mil. EUR.

Do této položky jsou zahrnuty také naběhlý úrok z cenných papírů (viz také komentář č. 2, „pohledávky vůči rezidentům a nerezidentům eurozóny v cizí měně“, a komentář č. 6, „ostatní aktiva“) a další finanční aktiva.

## OSTATNÍ

Tato položka sestává především z časově rozlišeného prozatímního přerozdělení příjmů ECB z eurobankovek (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům a komentář č. 5, „pohledávky uvnitř Euro systému“).

Tato položka rovněž zahrnuje kladné zůstatky v souvislosti se swapy a forwardovými transakcemi v cizí měně, které byly nesplaceny k 31. prosinci 2008 (viz komentář č. 20, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“). Tyto zůstatky vyplývají z přepočtu těchto transakcí na eura průměrnou cenou příslušné měny platnou v rozvahový den v porovnání s eurovými hodnotami, v nichž byly tyto transakce původně zúčtovány (viz „podrozvahové nástroje“ v komentáři k účetním postupům).

Součástí této položky je rovněž pohledávka vůči Spolkovému ministerstvu financí SRN z titulu vrácení daně z přidané hodnoty a ostatních zaplacených nepřímých daní. Podle ustanovení článku 3 Protokolu o výsadách a imunitách Evropských společenství, který se na základě čl. 40 Statutu ESCB vztahuje na ECB, se tyto daně vracejí.



## 7 BANKOVKY V OBĚHU

Tato položka se skládá z podílu ECB (8 %) na úhrnu eurobankovek v oběhu (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

## 8 ZÁVAZKY K JINÝM REZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

Tato položka obsahuje vklady členů Euro Banking Association (EBA), které ECB používá jako zajištění plateb EBA vypořádaných prostřednictvím systému TARGET2.

## 9 ZÁVAZKY K NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

Tato položka zahrnuje především závazek vůči Federálnímu rezervnímu systému, který v souvislosti s termínovou aukcí (Term Auction Facility) v amerických dolarech dosahuje 219,7 mld. EUR. V rámci tohoto programu poskytl Federální rezervní systém ECB prostřednictvím dočasné vzájemné měnové dohody (swapové linky) americké dolary s cílem nabídnout protistranám v Eurosystemu krátkodobé financování v amerických dolarech. ECB současně zahájila vzájemné swapové transakce s národními centrálními bankami zemí eurozóny, které využily získané prostředky k provádění operací na poskytnutí likvidity v amerických dolarech protistranám v Eurosystemu formou reverzních a swapových transakcí. Vzájemné swapové transakce mezi ECB a národními centrálními bankami vedly k zůstatkům uvnitř Eurosystemu mezi ECB a národními centrálními bankami, které se vykazují v „ostatních pohledávkách uvnitř Eurosystemu (netto)“.

Tato položka rovněž zahrnuje závazek vůči Švýcarské národní bance o objemu 18,4 mld. EUR. Švýcarská národní banka poskytla prostřednictvím swapové dohody švýcarské franky s cílem nabídnout protistranám v Eurosystemu krátkodobé financování ve švýcarských francích. ECB současně zahájila swapové transakce s národními centrálními

bankami zemí eurozóny, které využily získané prostředky k provádění operací na poskytnutí likvidity ve švýcarských francích protistranám v Eurosystemu proti hotovosti v eurech formou swapových transakcí. Tyto swapové transakce mezi ECB a národními centrálními bankami vedly k zůstatkům uvnitř Eurosystemu, které se vykazují v „ostatních pohledávkách uvnitř Eurosystemu (netto)“. Položka dále zahrnuje závazky vůči Švýcarské národní bance o objemu 15,4 mld. EUR. Uvedený závazek vyplývá ze skutečnosti, že u ECB byly umístěny fondy v eurech, které obdržela Švýcarská národní banka z operací s dalšími protistranami.

Ostatní části této položky představují zůstatky, které u ECB drží národní centrální banky zemí mimo eurozónu a které vznikají z transakcí zpracovávaných systémem TARGET2 (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Eurosystemu“ v komentáři k účetním postupům).

## 10 POHLEDÁVKY VŮČI REZIDENTŮM A NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V CIZÍ MĚNĚ

Jedná se především o závazky z dohod o zpětném odkupu uzavřených s rezidenty a nerezidenty eurozóny v souvislosti se správou devizových rezerv ECB.

## 11 ZÁVAZKY UVNITŘ EUROSYSTEMU

Závazky uvnitř Eurosystemu jsou závazky k národním centrálním bankám zemí eurozóny, které vznikly z převodu devizových rezerv na ECB, když tyto banky vstoupily do Eurosystemu. Jsou úročeny poslední dostupnou mezní úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace Eurosystemu upravenou tak, aby odrážela nulové úročení položky zlato (viz komentář č. 23, „čistý úrokový výnos“).

Převod devizových rezerv provedený Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta po zavedení jednotné měny na Kypru a Maltě vedl k nárůstu těchto závazků o 107 781 807 EUR.

	Do 31. prosince 2007 €	Od 1. ledna 2008 <sup>1)</sup> €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 423 341 996	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 821 492 402	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511 833 966	511 833 966
Bank of Greece	1 046 595 329	1 046 595 329
Banco de España	4 349 177 351	4 349 177 351
Banque de France	8 288 138 644	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 217 924 641	7 217 924 641
Central Bank of Cyprus	-	71 950 549
Banque centrale du Luxembourg	90 730 275	90 730 275
Bank Āentrali ta' Malta / Central bank of Malta	-	35 831 258
De Nederlandsche Bank	2 243 025 226	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 161 289 918	1 161 289 918
Banco de Portugal	987 203 002	987 203 002
Banka Slovenije	183 995 238	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 086 011	717 086 011
<b>Celkem</b>	<b>40 041 833 998</b>	<b>40 149 615 805</b>

1) Jednotlivé částky jsou zaokrouhleny na nejbližší celé euro.  
Celkový výsledek nemusí souhlasit z důvodu zaokrouhlování.

Pohledávky Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta byly stanoveny ve výši 71 950 549 EUR a 35 831 258 EUR, aby tak bylo zajištěno, že poměr mezi těmito pohledávkami a agregovanou pohledávkou připisanou ostatním národním centrálním bankám, které přijaly euro, bude odpovídat poměru mezi váženými podíly Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta v klíči pro upisování základního kapitálu ECB a agregovaným váženým podílem ostatních zúčastněných národních centrálních bank v tomto klíči. Rozdíl mezi pohledávkou a hodnotou převedených aktiv (viz komentář č. 1, „zlato a pohledávky ve zlatě“, a komentář č. 2, „pohledávky vůči rezidentům a nerezidentům eurozóny v cizí měně“) představuje v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB část příspěvků Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta na rezervní fondy a rezervy ECB k 31. prosinci 2007 (viz komentář č. 13, „rezervy“, a č. 14, „účty přecenění“).

## 12 OSTATNÍ ZÁVAZKY

### ROZDÍLY Z PŘECENĚNÍ PODROZVAHOVÝCH POLOŽEK

Tato položka se skládá především ze změn ocenění swapů a forwardových transakcí v cizí měně, které byly nesplaceny k 31. prosinci 2008 (viz komentář č. 20, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“). Změny ocenění jsou důsledkem přepočtu těchto transakcí na eura směnným kurzem platným v rozvahový den v porovnání s eurovými hodnotami, které vyplývají z přepočtu transakcí průměrnou cenou dané cizí měny (viz „zlato, aktiva a pasiva v cizí měně“ v komentáři k účetním postupům a komentář č. 6, „ostatní aktiva“).

Do této položky jsou rovněž zahrnuty ztráty z ocenění úrokových swapů.

### POLOŽKY ČASOVÉHO ROZLIŠENÍ

Do této položky patří především úroky ve výši 1,4 mld. EUR splatné národním centrálním bankám z jejich pohledávek vyplývajících z převedených devizových rezerv (viz komentář č. 11, „závazky uvnitř Eurosystemu“). Do tohoto zůstatku jsou zahrnuty také položky časového rozlišení zůstatků splatných národním centrálním bankám v rámci systému TARGET2, položky časového rozlišení finančních nástrojů (viz také komentář č. 2, „pohledávky vůči rezidentům a nerezidentům eurozóny v cizí měně“, a komentář č. 6, „ostatní aktiva“) a další položky časového rozlišení.

### OSTATNÍ

Tato položka se skládá především ze záporných zůstatků v souvislosti se swapy a forwardovými transakcemi v cizí měně, které byly nesplaceny k 31. prosinci 2008 (viz komentář č. 20, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“). Tyto zůstatky vyplývají z přepočtu těchto transakcí na euro průměrnou cenou příslušné měny platnou v rozvahový den v porovnání s eurovými hodnotami, v nichž byly tyto transakce původně

zúčtovány (viz „podrozvahové nástroje“ v komentáři k účetním postupům).

Tato položka zahrnuje také nesplacené prodeje se zpětným odkupem o objemu 337,6 mil. EUR uskutečněné v souvislosti se správou vlastních zdrojů ECB (viz komentář č. 6, „ostatní aktiva“) a čisté pasivum v souvislosti s penzijními závazky ECB, které je popsáno níže.

### PENZIJNÍ PLÁN ECB A OSTATNÍ POŽITKY PO SKONČENÍ PRACOVNÍHO POMĚRU

V souvislosti s penzijními závazky ECB (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení pracovního poměru“ v komentáři k účetním postupům) jsou v rozvaze zachyceny tyto částky:

	2008 mil. €	2007 mil. €
Současná hodnota závazků	317,0	285,8
Reálná hodnota aktiv plánu	(226,7)	(229,8)
Nevykázané zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	7,6	35,4
Pasivum vykázané v rozvaze	97,9	91,4

Součástí současné hodnoty závazků jsou nefinancované závazky v objemu 42,3 mil. EUR související s penzemi členů Výkonné rady a rezervami na invalidní penze pro zaměstnance (36,8 mil. EUR v roce 2007).

Dále jsou uvedeny částky zachycené ve výkazu zisků a ztrát za rok 2008 a 2007 ohledně „nákladů současné služby“, „úroků ze závazků“, „očekávaného výnosu z aktiv plánu“ a „čistých (zisků)/ztrát vykázaných v roce vypočtených pojistným znalcem“:

	2008 mil. €	2007 mil. €
Náklady současné služby	24,7	26,5
Úroky ze závazků	10,7	8,6
Očekávaný výnos z aktiv plánu	(10,0)	(7,9)
Čisté (zisky)/ztráty vykázané v roce vypočtené pojistným znalcem	(1,1)	0
Celkem zahrnuto do „osobních nákladů“	24,3	27,2

V rámci metody tzv. 10% koridoru (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení pracovního poměru“ v komentáři k účetním postupům) se čisté kumulativní nevykázané zisky vypočtené pojistným znalcem, které přesáhnou vyšší z těchto částek: (a) 10 % stávající hodnoty dávkově definovaného závazku nebo (b) 10 % z tržní hodnoty aktiv v penzijním plánu, amortizují po dobu průměrné očekávané zbývající doby před odchodem do důchodu u účastnících se zaměstnanců.

Změny v současné hodnotě dávkově definovaného závazku:

	2008 mil. €	2007 mil. €
Počáteční výše dávkově definovaného závazku	285,8	258,5
Náklady na službu	24,7	26,5
Úrokové náklady	10,7	8,6
Příspěvky hrazené účastníky plánu	17,9	14,2
Ostatní čisté změny v pasivech představujících příspěvky účastníků plánu	(12,3)	2,5
Vyplacené požitky (Zisky)/ztráty vypočtené pojistným znalcem	(3,8)	(2,5)
	(6,0)	(22,0)
Konečná výše dávkově definovaného závazku	317,0	285,8

Změny reálné hodnoty aktiv plánu:

	2008 mil. €	2007 mil. €
Počáteční reálná hodnota aktiv plánu	229,8	195,3
Očekávaný výnos	10,0	7,9
Zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	(32,7)	(4,0)
Příspěvky hrazené zaměstnavatelem	17,5	16,2
Příspěvky hrazené účastníky plánu	17,8	14,1
Vyplacené požitky	(3,4)	(2,2)
Ostatní čisté změny v aktivech představujících příspěvky účastníků plánu	(12,3)	2,5
Konečná reálná hodnota aktiv plánu	226,7	229,8

Při sestavování ocenění, na něž se odkazuje v tomto komentáři, použili pojistní znalci předpoklady, které pro účely účtování a vykazování schválila Výkonná rada.

Pro výpočet pasiv zaměstnaneckého plánu byly použity hlavní předpoklady uvedené v následující tabulce. K výpočtu ročních nákladů ve výkazu zisků a ztrát použili pojistní znalci očekávanou návratnost aktiv penzijního plánu.

	2008 %	2007 %
Diskontní sazba	5,75	5,30
Očekávaná návratnost aktiv plánu	6,50	6,50
Budoucí růst mezd	2,00	2,00
Budoucí růst důchodů	2,00	2,00

### 13 REZERVY

Tato položka obsahuje rezervu na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata a ostatní různé rezervy. Jejich součástí je rovněž odpovídající rezerva na smluvní závazek ECB uvést své stávající prostory do jejich původního stavu, jakmile je ECB uvolní a přestěhuje se do svého nového objektu.

Vzhledem k vysoké expozici ECB vůči rizikům souvisejícím se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata i vzhledem k objemu přečíslovaných účtů ECB považovala Rada guvernérů ECB za vhodné vytvořit k 31. prosinci 2005 vůči těmto rizikům rezervu. Tato rezerva bude použita v rozsahu, který bude Rada guvernérů považovat za nezbytný, na financování budoucích realizovaných a nerealizovaných ztrát a zejména ztrát z ocenění, které nejsou kryty účty přecenění. Objem této rezervy a její další nutnost se každoročně posuzuje podle toho, jak ECB vyhodnotí svou expozici vůči zmíněným rizikům. Toto hodnocení zohledňuje řadu faktorů, a to především objem rizikových aktiv, objem naplněných rizik v běžném účetním období, očekávané výsledky v následujícím roce a hodnocení rizik zahrnující výpočty Value-at-Risk (VaR) u rizikových aktiv, které se používají konzistentně po delší dobu.<sup>13</sup> Rezerva spolu s jakoukoli částkou drženou ve všeobecném rezervním fondu nesmí přesáhnout hodnotu základního kapitálu ECB splaceného národními centrálními bankami zemí eurozóny.

K 31. prosinci 2007 dosáhla rezerva na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata hodnoty 2 668 758 313 EUR. S účinností od 1. ledna 2008 přispěly v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB rovněž Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta k rezervám částkami 4 795 450 EUR a 2 388 127 EUR. S ohledem na výsledky hodnocení se Rada guvernérů rozhodla převést k 31. prosinci 2008 do této rezervy dodatečnou částku 1 339 019 690 EUR.<sup>14</sup> Tím objem rezervy vzrostl na 4 014 961 580 EUR, což je hodnota základního kapitálu ECB, která byla k 31. prosinci 2008 splacena národními centrálními bankami zemí eurozóny, a čistý zisk se snížil na 1 322 253 536 EUR.

### 14 ÚČTY PŘECENĚNÍ

Tyto účty představují zůstatky přecenění z důvodu nerealizovaných zisků z aktiv a pasiv. S účinností od 1. ledna 2008 přispěly v souladu s čl. 49.2 Statutu ESCB Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta k těmto zůstatkům částkami 11,1 mil. EUR a 5,5 mil. EUR.

	2008 €	2007 €	Změna €
Zlato	6 449 713 267	5 830 485 388	619 227 879
Cizí měna	3 616 514 710	0	3 616 514 710
Cenné papíry a ostatní nástroje	1 286 373 348	338 524 183	947 849 165
<b>Celkem</b>	<b>11 352 601 325</b>	<b>6 169 009 571</b>	<b>5 183 591 754</b>

Pro přecenění na konci roku byly použity tyto směnné kurzy:

Směnné kurzy	2008	2007
USD za EUR	1,3917	1,4721
JPY za EUR	126,14	164,93
EUR za SDR	1,1048	1,0740
CHF za EUR	1,4850	neuplatňuje se
DKK za EUR	7,4506	neuplatňuje se
EUR za unci ryzího zlata	621,542	568,236

<sup>13</sup> Viz též kapitola 2 Výroční zprávy ECB.

<sup>14</sup> Tento převod byl financován z realizovaných zisků z prodeje zlata o objemu 0,3 mld. EUR a z příjmu ECB z eurobankovk v oběhu, který dosáhl 1,0 mld. EUR.

## 15 KAPITÁL A REZERVNÍ FONDY

### KAPITÁL

Na základě rozhodnutí Rady 2007/503/ES a 2007/504/ES ze dne 10. července 2007 přijatých v souladu se čl. 122 odst. 2 Smlouvy přijaly Kypr a Malta společnou měnu k 1. lednu 2008. V souladu s článkem 49.1 Statutu ESCB a právními akty přijatými Radou guvernérů dne 31. prosince 2007<sup>15</sup> splatila k 1. lednu 2008 Central Bank of Cyprus částku 6 691 401 EUR a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta částku 3 332 307 EUR, které představují zbývající část jejich úpisu základního kapitálu ECB. V důsledku toho vzrostl splacený základní kapitál ECB ze 4 127 136 230 EUR k 31. prosinci 2007 na 4 137 159 938 EUR k 1. lednu 2008, jak je uvedeno v tabulce níže:<sup>16</sup>

Národní centrální banky zemí mimo eurozónu musí jako příspěvek na provozní náklady ECB splatit 7% podíl jimi upsaného základního kapitálu. Na konci roku 2008 dosáhl tento příspěvek celkem 122 198 358 EUR. Národní

- <sup>15</sup> Rozhodnutí ECB/2007/22 ze dne 31. prosince 2007 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvku na rezervní fondy a rezervy Evropské centrální banky ze strany Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta, Úř. věst. L 28, 1.2.2008, s. 36; Dohoda ze dne 31. prosince 2007 mezi Evropskou centrální bankou a Central Bank of Cyprus o pohledávce připsané Evropskou centrální bankou ve prospěch Central Bank of Cyprus podle čl. 30.3 Statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, Úř. věst. C 29, 1.2.2008, s. 4; Dohoda ze dne 31. prosince 2007 mezi Evropskou centrální bankou a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta o pohledávce připsané Evropskou centrální bankou ve prospěch Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta podle čl. 30.3 Statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, Úř. věst. C 29, 1.2.2008, s. 6.
- <sup>16</sup> Jednotlivé částky jsou zaokrouhleny na nejbližší celé euro. Mezisoučty v tabulkách v tomto oddíle nemusí odpovídat uváděným celkovým součtům v důsledku zaokrouhlování.

	Klíč pro upisování základního kapitálu do 31. prosince 2007 %	Splacený základní kapitál do 31. prosince 2007 €	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2008 %	Splacený základní kapitál od 1. ledna 2008 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142 334 200	2,4708	142 334 200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1 182 149 240	20,5211	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51 183 397	0,8885	51 183 397
Bank of Greece	1,8168	104 659 533	1,8168	104 659 533
Banco de España	7,5498	434 917 735	7,5498	434 917 735
Banque de France	14,3875	828 813 864	14,3875	828 813 864
Banca d'Italia	12,5297	721 792 464	12,5297	721 792 464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9 073 028	0,1575	9 073 028
Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3 583 126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224 302 523	3,8937	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116 128 992	2,0159	116 128 992
Banco de Portugal	1,7137	98 720 300	1,7137	98 720 300
Banka Slovenije	0,3194	18 399 524	0,3194	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71 708 601	1,2448	71 708 601
<b>Mezisoučet pro NCB zemí eurozóny</b>	<b>69,5092</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4 014 961 580</b>
Българска народна банка (Bulharská národní banka)	0,8833	3 561 869	0,8833	3 561 869
Česká národní banka	1,3880	5 597 050	1,3880	5 597 050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6 104 333	1,5138	6 104 333
Eesti Pank	0,1703	686 727	0,1703	686 727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503 654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1 134 330	0,2813	1 134 330
Lietuvos bankas	0,4178	1 684 760	0,4178	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5 299 051	1,3141	5 299 051
Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	0,0622	250 819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19 657 420	4,8748	19 657 420

	Klíč pro upisování základního kapitálu do 31. prosince 2007 %	Splacený základní kapitál do 31. prosince 2007 €	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2008 %	Splacený základní kapitál od 1. ledna 2008 €
Banca Națională a României	2,5188	10 156 952	2,5188	10 156 952
Národná banka Slovenska	0,6765	2 727 957	0,6765	2 727 957
Sveriges Riksbank	2,3313	9 400 866	2,3313	9 400 866
Bank of England	13,9337	56 187 042	13,9337	56 187 042
<b>Mezisoučet pro NCB zemí mimo eurozónu</b>	<b>30,4908</b>	<b>122 952 830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122 198 358</b>
<b>Celkem</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 127 136 230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 137 159 938</b>

centrální banky zemí mimo eurozónu nejsou oprávněny získat podíl na zisku ECB určeném k rozdělení, a to ani na výnosech z rozdělování eurobankovek v rámci Eurosystemu, ale také neodpovídají za financování případné ztráty ECB.

## 16 UDÁLOSTI PO ROZVAHOVÉM DNI

### ZMĚNY V KLÍČI PRO UPISOVÁNÍ ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU ECB

Podle čl. 29 Statutu ESCB jsou váhy podílů národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu ECB stanoveny rovným dílem podle podílu příslušného členského státu na celkovém počtu obyvatel a na hrubém domácím produktu EU. Při výpočtu se vychází z údajů, které ECB poskytne Evropská komise. Tyto vážené podíly jsou upravovány jednou za pět let.<sup>17</sup> Druhá pravidelná úprava od vzniku ECB proběhla 1. ledna 2009. V souladu s rozhodnutím Rady 2003/517/ES ze dne 15. července 2003 o statistických údajích, jež mají být použity k úpravě klíče pro upisování základního kapitálu Evropské centrální banky<sup>18</sup>, byly podíly národních centrálních bank upraveny 1. ledna 2009 takto:

	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2008 do 31. prosince 2008 %	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Mezisoučet pro NCB zemí eurozóny</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Българска народна банка (Bulharská národní banka)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256

<sup>17</sup> Tyto vážené podíly jsou rovněž upravovány, kdykoli k EU přistoupí nový členský stát.

<sup>18</sup> Úř. věst. L 181, 19.7.2003, s. 43.

	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2008 do 31. prosince 2008 %	Klíč pro upisování základního kapitálu od 1. ledna 2009 %
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<i>Mezisoučet pro NCB zemí mimo eurozónu</i>	<i>30,3037</i>	<i>30,2085</i>
<b>Celkem</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

#### VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY

Na základě rozhodnutí Rady 2008/608/ES ze dne 8. července 2008, přijatého v souladu s čl. 122 odst. 2 Smlouvy, přijalo Slovensko jednotnou měnu k 1. lednu 2009. V souladu s článkem 49.1 Statutu ESCB a právními akty přijatými Radou guvernérů dne 31. prosince 2008<sup>19</sup> splatila Národní banka Slovenska k 1. lednu 2009 částku 37 216 407 EUR, která představuje zbývající část jejího úpisu základního kapitálu ECB. V souladu s čl. 30.1 Statutu ESCB převedla Národní banka Slovenska s účinností od 1. ledna 2009 na ECB devizové rezervy odpovídající celkové hodnotě 443 086 156 EUR. Celková převedená částka byla určena násobkem hodnoty devizových rezerv, které již byly převedeny na ECB, vyjádřené v EUR podle směnných kurzů platných k 31. prosinci 2008, a poměru mezi počtem podílů upsaných Národní bankou Slovenska a počtem podílů již splacených ostatními národními centrálními bankami, na něž se nevztahuje výjimka. Tyto devizové rezervy se skládaly z částek v amerických dolarech v podobě cenných papírů a hotovosti a ze zlata. Jejich poměr činil 85 ku 15.

Národní bance Slovenska byla připsána pohledávka ze splaceného základního kapitálu a z devizových rezerv rovnající se převedeným

částkám. Pohledávka z devizových rezerv se vykazuje stejným způsobem jako stávající pohledávky ostatních zúčastněných národních centrálních bank (viz komentář č. 11, „závazky uvnitř Euro systému“).

#### VLIV NA ZÁKLADNÍ KAPITÁL ECB

Úpravy podílů národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu v souvislosti se vstupem Slovenska do eurozóny vedly ke zvýšení splaceného základního kapitálu ECB o 5 100 251 EUR.

#### VLIV NA POHLEDÁVKY NCB ROVNAJÍCÍ SE DEVIZOVÝM REZERVÁM PŘEVEDENÝM NA ECB

Čistý vliv změny vážených podílů národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu ECB a čistý vliv převodu devizových rezerv Národní bankou Slovenska na pohledávky národních centrálních bank rovnající se devizovým aktivům převedeným na ECB představoval nárůst o objemu 54 841 411 EUR.

#### PODROZVAHOVÉ NÁSTROJE

#### 17 STANDARDIZOVANÝ PROGRAM ZÁPŮJČEK CENNÝCH PAPIRŮ

V rámci správy vlastních zdrojů uzavřela ECB dohodu o standardizovaném programu zápůjček cenných papírů, podle níž jmenovaný zprostředkovatel uzavírá za ECB zápůjčky cenných papírů s více protistranami, které ECB určí jako způsobilé protistrany. Nesplacené reverzní transakce v rámci této smlouvy dosahovaly k 31. prosinci 2008 objemu 1,2 mld. EUR (3,0 mld. EUR v roce 2007) (viz „reverzní transakce“ v komentáři k účetním postupům).

<sup>19</sup> Rozhodnutí ECB/2008/33 ze dne 31. prosince 2008 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvku na rezervní fondy a rezervy Evropské centrální banky ze strany Národní banky Slovenska, Úř. věst. L 21, 24.1.2009, s. 83, Dohoda ze dne 31. prosince 2008 mezi Evropskou centrální bankou a Národní bankou Slovenska o pohledávce připsané Evropskou centrální bankou ve prospěch Národní banky Slovenska podle čl. 30.3 Statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, Úř. věst. C 18, 24.1.2009, s. 3.

## 18 ÚROKOVÉ FUTURES

Při správě devizových rezerv ECB a vlastních zdrojů byly v roce 2008 používány úrokové futures. K 31. prosinci 2008 byly neuhrazeny tyto transakce:

Úrokové futures v cizí měně	Hodnota transakcí €
Nákup	2 041 082 857
Prodej	1 209 470 518

Úrokové futures v eurech	Hodnota transakcí €
Nákup	50 000 000
Prodej	33 000 000

## 19 ÚROKOVÉ SWAPY

K 31. prosinci 2008 byly neuhrazeny transakce úrokových swapů v hodnotě 459,3 mil. EUR. Tyto transakce byly prováděny v rámci správy devizových rezerv ECB.

## 20 MĚNOVÉ SWAPY A FORWARDOVÉ MĚNOVÉ TRANSAKCE

### SPRÁVA DEVIZOVÝCH REZERV

K 31. prosinci 2008 zůstávaly z měnových swapů a forwardových měnových transakcí nesplacené pohledávky ve výši 358,1 mil. EUR a závazky ve výši 404,3 mil. EUR. Tyto transakce byly prováděny v rámci správy devizových rezerv ECB.

### OPERACE NA POSKYTNUTÍ LIKVIDITY

K 31. prosinci 2008 zůstávaly nesplacené forwardové závazky vůči Danmarks Nationalbank ve výši 3,9 mld. EUR. Tyto závazky vznikly v souvislosti s vzájemnou měnovou dohodou (swapovou linkou) uzavřenou s ECB. Podle této dohody poskytuje ECB po dobu těchto transakcí finanční prostředky v eurech Danmarks Nationalbank proti dánské koruně. Získané finanční prostředky jsou

použity na opatření ke zlepšení likvidity na krátkodobých trzích s eurem.

Dále k 31. prosinci 2008 zůstávaly nesplacené forwardové pohledávky vůči národním centrálním bankám a závazky vůči Federálnímu rezervnímu systému, které vznikly v souvislosti s poskytováním likvidity v amerických dolarech protistranám Eurosystemu (viz komentář č. 9, „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“).

K 31. prosinci 2008 zůstávaly rovněž nesplacené forwardové pohledávky vůči národním centrálním bankám a závazky vůči Švýcarské národní bance, které vznikly v souvislosti s poskytováním likvidity ve švýcarských francích protistranám Eurosystemu (viz komentář č. 9, „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“).

## 21 SPRÁVA VÝPŮJČNÍCH A ÚVĚROVÝCH OPERACÍ

V souladu s čl. 123 odst. 2 Smlouvy a čl. 9 nařízení Rady (ES) č. 332/2002 ze dne 18. února 2002 má ECB odpovědnost za správu výpůjčních a úvěrových operací Evropského společenství na základě mechanismu střednědobé finanční pomoci (Medium-Term Financial Assistance). V rámci tohoto mechanismu byla k 31. prosinci 2008 nesplacená půjčka Evropského společenství Maďarsku ve výši 2,0 mld. EUR.

## 22 PROBÍHAJÍCÍ SOUDNÍ ŘÍZENÍ

Společnost Document Security Systems Inc. (DSSI) vnesla proti ECB u Soudu prvního stupně Evropských společenství žalobu o náhradu škody za údajné porušení patentové ochrany DSSI<sup>20</sup> při výrobě eurobankovek. Soud prvního stupně žalobu DSSI o náhradu škody ze strany ECB v plném rozsahu zamítl.<sup>21</sup> ECB

<sup>20</sup> Evropský patent DSSI č. 0455 750 B1.

<sup>21</sup> Usnesení Soudu prvního stupně ze dne 5. září 2007, věc T-295/05. Dostupné na [www.curia.eu](http://www.curia.eu).



v současné době podniká kroky ke zrušení tohoto patentu na úrovni několika národních jurisdikcí. Kromě toho je ECB plně přesvědčena, že žádným způsobem patentovou ochranu neporušila, a bude se tudíž také bránit jakékoli žalobě na porušení patentové ochrany, kterou by mohla společnost DSSI podat u kteréhokoli příslušného vnitrostátního soudu.

Vzhledem k tomu, že soud prvního stupně žalobu společnosti DSSI o náhradu škody za strany ECB zamítnul a ECB v současné době úspěšně podniká kroky ke zrušení vnitrostátních částí patentu DSSI na úrovni některých národních jurisdikcí, je ECB nadále přesvědčena, že pravděpodobnost plnění vůči DSSI je malá. ECB aktivně sleduje veškerý vývoj, který s probíhajícím soudním sporem souvisí.

# KOMENTÁŘ K VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

## 23 ČISTÝ ÚROKOVÝ VÝNOS

### ÚROKOVÉ VÝNOSY Z DEVIZOVÝCH REZERV

Tato položka obsahuje úrokové výnosy (po odečtení úrokových výdajů) z aktiv a pasiv v cizí měně:

	2008 €	2007 €	Změna €
Úrokové výnosy z běžných účtů	11 202 181	24 052 321	(12 850 140)
Úrokové výnosy z vkladů na peněžním trhu	218 184 237	196 784 561	21 399 676
Úrokové výnosy z dohod o zpětném odprodeji	42 404 485	138 079 630	(95 675 145)
Úrokové výnosy z cenných papírů	885 725 044	1 036 836 752	(151 111 708)
Čisté úrokové výnosy z úrokových swapů	2 299 631	0	2 299 631
Čistý výnos z forwardových a swapových transakcí v cizí měně	0	19 766 033	(19 766 033)
<b>Úrokový výnos z devizových rezerv celkem</b>	<b>1 159 815 578</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>(255 703 719)</b>
Úrokové náklady na běžné účty	(45 896)	(154 041)	108 145
Úrokové náklady na přijaté vklady	(1 574 337)	0	(1 574 337)
Čisté úrokové náklady na dohody o zpětném odkupu	(29 492 415)	(60 476 997)	30 984 582
Čisté úrokové náklady na úrokové swapy	0	(891)	891
Čisté úrokové náklady na forwardové a swapové transakce v cizí měně	(131 627 488)	0	(131 627 488)
<b>Úrokový výnos z devizových rezerv (netto)</b>	<b>997 075 442</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>(357 811 926)</b>

### ÚROKOVÉ VÝNOSY Z ROZDĚLENÍ EUROBANKOVEK V RÁMCI EUROSYSTÉMU

Tuto položku tvoří úrokové výnosy ECB z jejího podílu na celkové emisi eurobankovek. Pohledávky ECB z jejího podílu na bankovkách

jsou úročeny poslední dostupnou mezní sazbou pro hlavní refinanční operace Eurosystemu. Růst výnosů v roce 2008 odráží především celkový růst množství bankovek v oběhu.

Tyto výnosy jsou rozděleny národním centrálním bankám (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům). Na základě předpokládaného výsledku hospodaření ECB za rok 2008 a rozhodnutí financovat odvod do rezerv na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata z výnosů ECB z bankovek v oběhu (viz komentář č. 13, „rezervy“) rozhodla Rada guvernérů rozdělit zbývajících 1,2 mld. EUR z tohoto výnosu mezi národní centrální banky zemí eurozóny, a to v souladu s jejich příslušnými podíly na základním kapitálu ECB.

### ÚROČENÍ POHLEDÁVEK NÁRODNÍCH CENTRÁLNÍCH BANK Z PŘEVEDENÝCH DEVIZOVÝCH REZERV

V této položce je vykázáno úročení pohledávek národních centrálních bank zemí eurozóny vůči ECB z devizových rezerv převedených podle čl. 30.1 Statutu ESCB.

### OSTATNÍ ÚROKOVÉ VÝNOSY A OSTATNÍ ÚROKOVÉ NÁKLADY

Do těchto položek jsou zahrnuty úrokové výnosy ve výši 8,0 mld. EUR (3,9 mld. EUR v roce 2007) a úrokové náklady ve výši 7,6 mld. EUR (3,8 mld. EUR v roce 2007) ze zůstatků systému TARGET2 (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Eurosystemu“ v komentáři k účetním postupům). Jsou zde zachyceny rovněž úrokové výnosy a náklady z ostatních aktiv a pasiv v eurech.

## 24 REALIZOVANÉ ZISKY NEBO ZTRÁTY Z FINANČNÍCH OPERACÍ

V roce 2008 byly dosaženy tyto čisté realizované zisky/ztráty z finančních operací:

	2008 €	2007 €	Změna €
Čisté realizované zisky/(ztráty) z cenných papírů a z úrokových futures vyplývající ze změn cen	349 179 481	69 252 941	279 926 540
Čisté realizované zisky ze změn cen zlata nebo směnných kurzů	313 162 603	709 294 272	(396 131 669)
Realizované zisky z finančních operací	662 342 084	778 547 213	(116 205 129)

Celkový pokles čistých realizovaných zisků ze změn směnných kurzů a cen zlata byl způsoben především nižším objemem zlata prodaného v daném roce (viz komentář č. 1, „zlato a pohledávky ve zlatě“).

## 25 SNÍŽENÍ HODNOTY FINANČNÍCH AKTIV A POZIC

	2008 €	2007 €	Změna €
Nerealizované ztráty z cenných papírů vyplývající ze změn cen	(2 164 000)	(15 864 181)	13 700 181
Nerealizované ztráty z úrokových swapů vyplývající ze změn cen	(476 831)	(18 899)	(457 932)
Nerealizované kurzové ztráty	(21 271)	(2 518 369 734)	2 518 348 463
Snížení hodnoty celkem	(2 662 102)	(2 534 252 814)	2 531 590 712

V roce 2008 souvisejí tyto náklady především se snížením hodnoty pořizovacích nákladů jednotlivých cenných papírů zachycených v rozvaze podle jejich tržního kurzu k 30. prosinci 2008.

## 26 ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVIZE

Výnosy pod touto položkou zahrnují sankce vyměřené úvěrovým institucím za nedodržení

povinných minimálních rezerv. Náklady souvisejí s poplatky za běžné účty a s poplatky spojenými se sjednáváním úrokových futures v cizí měně (viz komentář č. 18, „úrokové futures“).

	2008 €	2007 €	Změna €
Výnosy z poplatků a provizí	588 052	263 440	324 612
Náklady na poplatky a provize	(737 059)	(885 131)	148 072
Čisté náklady na poplatky a provize	(149 007)	(621 691)	472 684

## 27 VÝNOSY Z AKCIÍ A MAJETKOVÝCH ÚČASTÍ

Pod touto položkou jsou vykázány přijaté dividendy z akcií Banky pro mezinárodní platby (BIS) (viz komentář č. 6, „ostatní aktiva“).

## 28 OSTATNÍ VÝNOSY

Různé ostatní výnosy během roku pocházejí především z příspěvků ostatních centrálních bank na náklady servisní smlouvy, kterou uzavřela centrálně ECB s externím poskytovatelem počítačové sítě, a z převodu rezerv na správní náklady na účet zisků a ztrát.

## 29 OSOBNÍ NÁKLADY

Do této položky patří mzdy, náhrady, náklady na pojištění zaměstnanců a další různé náklady ve výši 149,9 mil. EUR (141,7 mil. EUR v roce 2007). Osobní náklady ve výši 1,1 mil. EUR (1,1 mil. EUR v roce 2007) vzniklé v souvislosti s výstavbou nového sídla ECB byly aktivovány a do této položky nejsou zahrnuty. Mzdy, náhrady i funkční požitky představitelů vrcholného vedení v zásadě vychází ze systému odměňování, který je uplatňován v Evropských společnostech, a jsou s ním srovnatelné.

Členové Výkonné rady dostávají základní mzdu a další náhrady na bydlení a reprezentaci. Prezident nepobírá náhrady na bydlení a místo

toho je mu k dispozici oficiální sídlo, jehož vlastníkem je ECB. V souladu s pracovním řádem pro zaměstnance Evropské centrální banky mají členové Výkonné rady podle své životní situace nárok na náhrady na domácnost, dítě a vzdělání dítěte. Základní mzda podléhá dani ve prospěch Evropských společenství a jsou z ní strhávány příspěvky na penzijní, zdravotní a úrazové pojištění. Náhrady jsou nezdanitelné a nezapočítávají se do nároku na důchod.

Níže jsou uvedeny základní mzdy vyplacené členům Výkonné rady v letech 2008 a 2007:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (prezident)	351 816	345 252
Lucas D. Papademos (viceprezident)	301 548	295 920
Gertrude Tumpel-Gugerellová (členka rady)	251 280	246 588
José Manuel González-Páramo (člen rady)	251 280	246 588
Lorenzo Bini Smaghi (člen rady)	251 280	246 588
Jürgen Stark (člen rady)	251 280	246 588
Celkem	1 658 484	1 627 524

Celkový objem náhrad vyplacených členům Výkonné rady a jejich příjmů z příspěvku ECB na zdravotní a úrazové pojištění dosáhl 600 523 EUR (579 842 EUR v roce 2007), takže jejich funkční požitky činily celkem 2 259 007 EUR (2 207 366 EUR v roce 2007).

Bývalým členům Výkonné rady jsou po skončení jejich funkce vypláceny po přechodnou dobu platby spojené s odchodem z funkce. V roce 2008 činily tyto platby spolu s příspěvkem ECB na zdravotní a úrazové pojištění bývalých členů 30 748 EUR (52 020 EUR v roce 2007). Penze a související náhrady vyplácené bývalým členům Výkonné rady či osobám na nich závislým a příspěvky na jejich zdravotní a úrazové pojištění dosáhly 306 798 EUR (249 902 EUR v roce 2007).

Do této položky je rovněž zahrnuta částka ve výši 24,3 mil. EUR (27,2 mil. EUR v roce 2007) vykázaná v souvislosti s penzijním plánem ECB a ostatními požitky po skončení pracovního poměru (viz komentář č. 12, „ostatní závazky“).

Na konci roku 2008 dosahoval faktický ekvivalent počtu zaměstnanců na plný pracovní úvazek 1 536<sup>22</sup>, včetně 144 na vedoucích místech.

V roce 2008 došlo k této změně v počtu zaměstnanců:<sup>23</sup>

	2008	2007
K 1. lednu	1 478	1 416
Noví zaměstnanci	307	310
Skončení prac. poměru	238	235
Čistý pokles v důsledku změn v systému práce na částečný pracovní úvazek	11	13
K 31. prosinci	1 536	1 478
Průměrný počet zaměstnanců	1 499	1 448

### 30 SPRÁVNÍ NÁKLADY

Do této položky patří veškeré ostatní běžné výdaje související s nájmem a údržbou prostor, zbožím a zařízením neinvestiční povahy, odměnami a dalšími službami a dodávkami a dále náklady na zaměstnance spojené s jejich náborem, přemístěním a vzděláváním a s jejich přestěhováním po skončení pracovního poměru.

### 31 NÁKLADY NA BANKOVKY

Tyto náklady souvisejí s přeshraniční přepravou eurobankovek mezi národními centrálními bankami na vyrovnávání neočekávaných výkyvů v poptávce. Tyto náklady nese centrálně ECB.

22 Zaměstnanci na neplacené dovolené zde nejsou započtení. Do této položky patří zaměstnanci v pracovním poměru na dobu neurčitou, na dobu určitou nebo v krátkodobém pracovním poměru a účastníci programu ECB pro nové absolventy vysokých škol. Zaměstnanci na mateřské dovolené a dlouhodobě nemocní jsou zde rovněž zahrnuti.

23 V roce 2007 zahrnoval počet zaměstnanců v této tabulce zaměstnance na neplacené a mateřské dovolené, zatímco zaměstnanci v krátkodobém pracovním poměru i zaměstnanci z ostatních centrálních bank ESCB přechodně pracující v ECB a účastníci vzdělávacího programu ECB pro nové absolventy vysokých škol zde nebyli zahrnuti. Prezentace čísel za rok 2008 byla upravena tak, aby uživatelům finančních výkazů více vyhovovala. Hodnoty za rok 2007 byly odpovídajícím způsobem upraveny.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olaf-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olaf-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.


We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jens Rohrbach  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Alton  
ppa. Muriel Alton  
Wirtschaftsprüfer

**Tuto stranu vypracovala ECB jako překlad zprávy externího auditora.  
V případě rozdílů mezi jazykovými verzemi je rozhodné anglické znění podepsané PWC.**

## **Zpráva nezávislého auditora**

Prezident a Rada guvernérů  
Evropské centrální banky

Frankfurt nad Mohanem

Provedli jsme audit přiložené účetní závěrky Evropské centrální banky, která se skládá z rozvahy k 31. prosinci 2008, výkazu zisků a ztrát za rok končící ke stejnému dni, přehledu důležitých účetních zásad a dalších vysvětlujících komentářů.

### *Odpovědnost Výkonné rady Evropské centrální banky za účetní závěrku*

Výkonná rada odpovídá za přípravu účetní závěrky a za to, že tato účetní závěrka přináší věrný obraz v souladu se zásadami, které stanovila Rada guvernérů a které jsou uvedeny v rozhodnutí ECB/2006/17 o ročních účetních závěrkách Evropské centrální banky, ve znění pozdějších předpisů. Tato odpovědnost Výkonné rady zahrnuje navrhování, provádění a udržování interních kontrolních funkcí, které souvisejí s přípravou účetní závěrky, která představuje věrný obraz skutečné situace a neobsahuje významné nesprávnosti, ať už v důsledku chyby nebo úmyslného zkreslení. Výkonná rada dále odpovídá za to, že v účetní závěrce jsou použity odpovídající účetní postupy a že odhady používané v účetnictví jsou za daných okolností realistické.

### *Odpovědnost auditora*

Naší úlohou je vydat na základě auditu výrok k této účetní závěrce. Audit jsme provedli v souladu s Mezinárodními standardy auditu. Tyto normy požadují, abychom dodržovali etické zásady a naplánovali a provedli audit tak, abychom získali přiměřenou jistotu, že účetní závěrka neobsahuje významné nesprávnosti.

Audit zahrnuje provedení postupů, které ověří průkaznost částek a informací uvedených v účetní závěrce. Výběr postupů záleží na auditorově zvážení, včetně posouzení rizik, zda se v účetní závěrce může objevit významná nesprávnost, ať už záměrně, nebo omylem. Při vyhodnocování těchto rizik posuzuje auditor interní kontrolní funkce, které souvisejí s přípravou účetní závěrky a s tím, že představuje věrný obraz skutečné situace, a následně navrhuje auditorský postup, který je za dané situace vhodný. Účelem tohoto postupu však není vyjádřit stanovisko k efektivitě interních kontrolních funkcí daného subjektu. Audit rovněž zahrnuje posouzení použitých účetních postupů, reálnost účetních odhadů učiněných vedením a zhodnocení celkové prezentace účetní závěrky.

Jsme přesvědčeni, že provedený audit poskytuje přiměřený a vhodný podklad pro vydání výroku.

### *Výrok*

Podle našeho názoru přiložená účetní závěrka podává věrný a pravdivý obraz finanční situace Evropské centrální banky k 31. prosinci 2008 a výsledků hospodaření za uplynulý rok v souladu se zásadami, které stanovila Rada guvernérů a které jsou uvedeny v rozhodnutí ECB/2006/17 o ročních účetních závěrkách Evropské centrální banky, ve znění pozdějších předpisů.

Frankfurt nad Mohanem, 25. února 2009

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönneberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer



## ROZHODNUTÍ O ROZDĚLENÍ ZISKU / ÚHRADĚ ZTRÁTY

*Toto rozhodnutí není součástí účetní závěrky ECB za rok 2008.*

### PŘÍJMY SOUVISEJÍCÍ S PODÍLEM ECB NA CELKOVÉM OBJEMU BANKOVEK V OBĚHU

Celou výši příjmů v hodnotě 2 004 mil. EUR za rok 2007 získaných z podílu na celkovém objemu bankovek v oběhu ECB na základě rozhodnutí Rady guvernérů nerozdělila, aby celkový zisk ECB k rozdělení za daný rok nepřesáhl její čistý zisk za stejné období. Za rok 2008 byla mezi národní centrální banky rozdělena 5. ledna 2009 částka 1 206 mil. EUR, kterou tvoří část příjmů z podílu ECB na všech bankovkách v oběhu, v poměru k jejich splaceným podílům na upsaném základním kapitálu ECB.

### ROZDĚLENÍ ZISKU / ÚHRADA ZTRÁTY

Podle článku 33 Statutu ESCB je čistý zisk ECB převáděn v tomto pořadí:

- (a) částka, kterou určí Rada guvernérů a jež nesmí překročit 20 % čistého zisku, se převede do všeobecného rezervního fondu až do výše 100 % základního kapitálu a
- (b) zbývající čistý zisk se rozděluje podílníkům ECB v poměru k jejich splaceným podílům.

Zaznamená-li ECB ztrátu, může být schodek vyrovnán ze všeobecného rezervního fondu ECB, a bude-li to nezbytné, na základě rozhodnutí Rady guvernérů z měnových příjmů příslušného účetního roku, a to poměrně až do výše částek přidělených národním centrálním bankám podle článku 32.5 Statutu ESCB<sup>1</sup>.

Rada guvernérů 5. března 2009 rozhodla, že nebudou převedeny žádné prostředky do všeobecného rezervního fondu a že zbývající částka 117 mil. EUR bude rozdělena mezi národní centrální banky zemí eurozóny v poměru k jejich splacenému základnímu kapitálu.

Národní centrální banky států, které nejsou členy eurozóny, nejsou oprávněny získat podíl na zisku ECB.

	2008	2007
	€	€
Zisk za rok	1 322 253 536	0
Výnosy z emise bankovek ECB rozdělených mezi národní centrální banky	(1 205 675 418)	0
Zisk za rok po rozdělení výnosů z emise bankovek ECB	116 578 118	0
Rozdělení zisku mezi národní centrální banky	(116 578 118)	0
Celkem	0	0

<sup>1</sup> Podle článku 32.5 Statutu ESCB se úhrnný měnový příjem národních centrálních bank rozdělí mezi národní centrální banky v poměru k jejich splaceným podílům na základním kapitálu ECB.



# 5 KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA EUROSYSTÉMU K 31. PROSINCI 2008

(V MIL. EUR)

AKTIVA	31. PROSINCE 2008 <sup>1</sup>	31. PROSINCE 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Zlato a pohledávky ve zlatě</b>	<b>217 722</b>	<b>201 584</b>
<b>2 Pohledávky v cizí měně za nerezidenty eurozóny</b>	<b>160 372</b>	<b>139 030</b>
2.1 Pohledávky za MMF	13 192	9 057
2.2 Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva	147 180	129 973
<b>3 Pohledávky v cizí měně za rezidenty eurozóny</b>	<b>234 293</b>	<b>41 975</b>
<b>4 Pohledávky v eurech za nerezidenty eurozóny</b>	<b>18 651</b>	<b>18 822</b>
4.1 Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky	18 651	18 822
4.2 Pohledávky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
<b>5 Úvěry v eurech úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi</b>	<b>860 312</b>	<b>637 178</b>
5.1 Hlavní refinanční operace	239 527	368 607
5.2 Dlouhodobější refinanční operace	616 662	268 477
5.3 Reverzní operace jemného doladování	0	0
5.4 Strukturální reverzní operace	0	0
5.5 Mezní zápůjční facility	4 057	91
5.6 Pohledávky z vyrovnání marže	66	2
<b>6 Ostatní pohledávky v eurech za úvěrovými institucemi eurozóny</b>	<b>56 988</b>	<b>23 798</b>
<b>7 Cenné papíry rezidentů eurozóny v eurech</b>	<b>271 196</b>	<b>143 983</b>
<b>8 Pohledávky v eurech za veřejnými rozpočty</b>	<b>37 438</b>	<b>37 062</b>
<b>9 Ostatní aktiva</b>	<b>218 134</b>	<b>264 454</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>

V důsledku zaokrouhlování nemusí součty/mezisoučty souhlasit.

1 Konsolidované údaje k 31. prosinci 2008 zahrnují rovněž Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta, které jsou od 1. ledna 2008 členy Eurosystemu.

2 Srovnatelné údaje k 31. prosinci 2007 byly přepracovány tak, aby zahrnovaly reklasifikace provedené 31. prosince 2008.

PASIVA	31. PROSINCE 2008	31. PROSINCE 2007
<b>1 Bankovky v oběhu</b>	<b>762 921</b>	<b>676 678</b>
<b>2 Závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi</b>	<b>492 310</b>	<b>379 183</b>
2.1 Běžné účty (systém povinných minimálních rezerv)	291 710	267 337
2.2 Vkladová facilita	200 487	8 831
2.3 Termínované vklady	0	101 580
2.4 Reverzní operace jemného doladování	0	0
2.5 Závazky z vyrovnání marže	113	1 435
<b>3 Ostatní závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Emitované dluhopisy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Závazky v eurech vůči ostatním rezidentům eurozóny</b>	<b>91 077</b>	<b>46 183</b>
5.1 Závazky vůči veřejným rozpočtům	83 282	38 115
5.2 Ostatní závazky	7 794	8 069
<b>6 Závazky v eurech vůči nerezidentům eurozóny</b>	<b>293 592</b>	<b>45 094</b>
<b>7 Závazky v cizí měně vůči rezidentům eurozóny</b>	<b>5 723</b>	<b>2 490</b>
<b>8 Závazky v cizí měně vůči nerezidentům eurozóny</b>	<b>10 258</b>	<b>15 553</b>
8.1 Vklady, zůstatky a jiné závazky	10 258	15 553
8.2 Závazky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
<b>9 Vyrovnávací položka zvláštních práv čerpání MMF</b>	<b>5 465</b>	<b>5 279</b>
<b>10 Ostatní závazky</b>	<b>166 500</b>	<b>123 076</b>
<b>11 Účty přecenění</b>	<b>175 735</b>	<b>147 123</b>
<b>12 Kapitál a rezervní fondy</b>	<b>71 200</b>	<b>67 101</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>



# PŘÍLOHY

## PŘÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB

Následující tabulka uvádí právní nástroje, které ECB přijala v roce 2008 a na začátku roku 2009 a které byly zveřejněny v Úředním věstníku Evropské unie. Kopie Úředního věstníku lze získat od Úřadu pro úřední tisky Evropských

společenství. Seznam všech právních nástrojů přijatých ECB od jejího ustavení a zveřejněných v Úředním věstníku je k dispozici na internetových stránkách ECB v části „Právní rámec“.

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2008/1	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 28. ledna 2008 Radě Evropské unie o externích auditorech Suomen Pankki	Úř. věst. C 29, 1.2.2008, s. 1
ECB/2008/2	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 30. dubna 2008 Radě Evropské unie o externích auditorech Evropské centrální banky	Úř. věst. C 114, 9.5.2008, s. 1
ECB/2008/3	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 15. května 2008 o postupech pro bezpečnostní akreditaci výrobců ochraňovaných hodnot eura ve vztahu k eurobankovkám	Úř. věst. L 140, 30.5. 2008, s. 26
ECB/2008/4	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 19. června 2008, kterými se mění obecné zásady o některých přípravách na přechod na hotovostní euro a o předzásobení a druhotném předzásobení eurobankovými a euromincemi mimo eurozónu	Úř. věst. L 176, 4.7. 2008, s. 16
ECB/2008/5	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 20. června 2008 o správě devizových rezerv Evropské centrální banky národními centrálními bankami a o právních podkladech pro operace s těmito rezervami (přepracované znění)	Úř. věst. L 192, 19.7. 2008, s. 63
ECB/2008/6	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 26. srpna 2008, kterými se mění obecné zásady ECB/2002/7 o statistické zpravodajské povinnosti stanovené Evropskou centrální bankou v oblasti čtvrtletních finančních účtů	Úř. věst. L 259, 27.9. 2008, s. 12
ECB/2008/7	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 5. září 2008, kterými se mění obecné zásady ECB/2005/5 ze dne 17. února 2005 o požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti a o postupech pro výměnu statistických informací v rámci Evropského systému centrálních bank v oblasti vládní finanční statistiky	Úř. věst. L 276, 17.10. 2008, s. 32
ECB/2008/8	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 11. září 2008 o shromažďování informací týkajících se eura a provozování Systému měnových informací 2	Úř. věst. L 346, 23.12. 2008, s. 89
ECB/2008/9	Doporučení k nařízení Rady, kterým se mění nařízení Rady (ES) č. 2533/98 o shromažďování statistických informací Evropskou centrální bankou	Úř. věst. C 251, 3.10. 2008, s. 1

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2008/10	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 22. října 2008, kterým se mění nařízení ECB/2003/9 o uplatňování minimálních rezerv	Úř. věst. L 282, 25.10. 2008, s. 14
ECB/2008/11	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 23. října 2008 o dočasných změnách pravidel týkajících se způsobilosti zajištění	Úř. věst. L 282, 25.10. 2008, s. 17
ECB/2008/13	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 23. října 2008, kterými se mění obecné zásady ECB/2000/7 o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu	Úř. věst. L 36, 5.2. 2009, s. 31
ECB/2008/14	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 28. října 2008 o přechodných ustanoveních pro uplatňování minimálních rezerv Evropskou centrální bankou po zavedení eura na Slovensku	Úř. věst. L 319, 29.11. 2008, s. 73
ECB/2008/15	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 14. listopadu 2008 o uplatňování nařízení ECB/2008/11 ze dne 23. října 2008 o dočasných změnách pravidel týkajících se způsobilosti zajištění	Úř. věst. L 309, 20.11. 2008, s. 8
ECB/2008/16	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 17. listopadu 2008 Radě Evropské unie o externích auditorech Banque centrale du Luxembourg	Úř. věst. C 299, 22.11. 2008, s. 5
ECB/2008/17	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 17. listopadu 2008, kterým se stanoví rámec Eurosystemu pro společné zadávání zakázek	Úř. věst. L 319, 29.11. 2008, s. 76
ECB/2008/18	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 21. listopadu 2008 o dočasných změnách pravidel týkajících se způsobilosti zajištění	Úř. věst. L 314, 25.11. 2008, s. 14
ECB/2008/19	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 5. prosince 2008 Radě Evropské unie o externích auditorech Central Bank of Malta	Úř. věst. C 322, 17.12. 2008, s. 1

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2008/20	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 11. prosince 2008 o schválení objemu emise mincí pro rok 2009	Úř. věst. L 352, 31.12. 2008, s. 58
ECB/2008/21	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 11. prosince 2007, kterými se mění obecné zásady ECB/2006/16 o právním rámci pro účetnictví a finanční vykazování v Evropském systému centrálních bank	Úř. věst. L 36, 5.2. 2009, s. 46
ECB/2008/22	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 11. prosince 2008, kterým se mění rozhodnutí ECB/2006/17 o ročních účetních závěrkách Evropské centrální banky	Úř. věst. L 36, 5.2. 2009, s. 22
ECB/2008/23	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 12. prosince 2008 o procentních podílech národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu Evropské centrální banky	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 66
ECB/2008/24	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 12. dubna 2008 o opatřeních nezbytných ke splacení základního kapitálu Evropské centrální banky národními centrálními bankami zúčastněných členských států	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 69
ECB/2008/25	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 12. prosince 2008 o podmínkách pro převody podílů na základním kapitálu Evropské centrální banky mezi národními centrálními bankami a pro úpravu splaceného základního kapitálu	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 71
ECB/2008/26	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 12. prosince 2008, kterým se mění rozhodnutí ECB/2001/15 ze dne 6. prosince 2001 o vydávání eurobankovek	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 75
ECB/2008/27	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 12. prosince 2008 o opatřeních nezbytných pro příspěvek na souhrnnou hodnotu kapitálu Evropské centrální banky, pro úpravu pohledávek národních centrálních bank ve výši převedených devizových rezerv	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 77
ECB/2008/28	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 15. prosince 2008 o opatřeních nezbytných ke splacení základního kapitálu Evropské centrální banky národními centrálními bankami nezúčastněných členských států	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 81
ECB/2008/29	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 18. prosince 2008 o odkladu zahájení rotačního systému v Radě guvernérů Evropské centrální banky	Úř. věst. L 3, 7.1. 2009, s. 4

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2008/30	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 19. prosince 2008 o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí	Úř. věst. L 15, 20.1. 2009, s. 1
ECB/2008/31	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 19. prosince 2008, kterými se mění obecné zásady ECB/2007/9 o měnové statistice a statistice finančních institucí a trhů (přepřacované znění)	Úř. věst. L 53, 26.2. 2009, s. 76
ECB/2008/32	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 19. prosince 2008 o rozvaze sektoru měnových finančních institucí (přepřacované znění)	Úř. věst. L 15, 20.1. 2009, s. 14
ECB/2008/33	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 31. prosince 2008 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvcích na rezervní fondy a rezervy Evropské centrální banky ze strany Národní banky Slovenska	Úř. věst. L 21, 24.1. 2009, s. 83
ECB/2009/1	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 20. ledna 2009, kterými se mění rozhodnutí ECB/2007/7 o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu	Úř. Věst. L 36, 5.2. 2009, s. 59
ECB/2009/2	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 27. ledna 2009, kterým se mění rozhodnutí ECB/2007/5, kterým se stanoví pravidla pro zadávání zakázek	Úř. věst. L 51, 24.2. 2009, s. 10
ECB/2009/3	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 16. února 2009 Radě Evropské unie o externích auditorech Deutsche Bundesbank	Úř. věst. C 43, 21.2. 2009, s. 1



## STANOVISKA PŘIJATÁ ECB

Následující tabulka podává přehled stanovisek ECB přijatých v roce 2008 a na začátku roku 2009 podle čl. 105 odst. 4 Smlouvy a čl. 4 Statutu ESCB, čl. 112 odst. 2 písm. b) Smlouvy a čl. 11.2 Statutu. Seznam všech stanovisek přijatých ECB od jejího ustavení je k dispozici na internetových stránkách ECB.

### (a) Stanoviska ECB vydaná na žádost členského státu <sup>1</sup>.

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2008/1	Kypr	Dozor nad reprodukcí eurobankovek a euromincí na Kypru
CON/2008/2	Česká republika	Vymezení pravomocí České národní banky a Ministerstva financí připravovat a předkládat vládě návrhy zákonných úprav
CON/2008/3	Německo	Právní úprava mincí
CON/2008/4	Švédsko	Změny statutu Sveriges Riksbank týkající se funkčního období členů výkonné rady
CON/2008/5	Polsko	Změny, které se týkají správy a způsobu financování systému ochrany vkladů, jakož i dohledu nad ním, zejména pokud jde o účast Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugalsko	Zásady, pravidla a struktura národního statistického systému a postavení Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumunsko	Změny zákonné úpravy šeků a směnec
CON/2008/8	Francie	Důsledky změny postavení ostrovů Svatý Martin a Svatý Bartoloměj podle francouzského práva na jejich měnový režim
CON/2008/9	Německo	Pracovní vztahy mezi Deutsche Bundesbank a jejími zaměstnanci
CON/2008/10	Itálie	Odměňování v Banca d'Italia a strukturální reforma vládního účtu vedeného Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugalsko	Dohled nad auditory a úloha Banco de Portugal v této souvislosti
CON/2008/13	Řecko	Reforma řeckého systému sociálního zabezpečení ve vztahu k Bank of Greece
CON/2008/14	Estonsko	Změny zákona o Eesti Pank

<sup>1</sup> V prosinci 2004 rozhodla Rada guvernérů, že stanoviska ECB vydaná na žádost národních orgánů budou zveřejňována ihned po přijetí a následném doručení orgánu, který žádost podal.

<sup>2</sup> Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém Rada guvernérů obdržela žádosti.

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2008/16	Finsko	Sjednocení dohledu nad finančním trhem a pojišťovnictvím
CON/2008/17	Lucembursko	Pravomoci Banque centrale du Luxembourg a penzijní plán pro její zaměstnance
CON/2008/18	Slovensko	Právní úprava platebního styku s cílem zajistit soulad se Smlouvou a usnadnit hladký přechod vnitrostátního platebního systému na TARGET2
CON/2008/20	Polsko	Úloha Narodowy Bank Polski, pokud jde o zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a systém centrální evidence cenných papírů
CON/2008/21	Česká republika	Návrh zákona o České národní bance
CON/2008/23	Slovensko	Návrh právních předpisů týkajících se dvojího označování cen v oblastech bankovníctví, kapitálového trhu, pojišťovnictví a důchodového spoření a dále pravidla pro zaokrouhlování u určitých druhů cenných papírů
CON/2008/24	Řecko	Výjimka z práva obchodních společností, pokud jde o určité transakce úvěrových institucí
CON/2008/25	Slovensko	Dvojí označování částek v sázkovém sektoru
CON/2008/26	Polsko	Pravidla pro výměnu bankovek a mincí
CON/2008/27	Slovensko	Dvojí označování cen a pravidla zaokrouhlování v pracovněprávní oblasti a oblasti práva sociálního zabezpečení
CON/2008/29	Bulharsko	Změny zákona, který se týká statistiky
CON/2008/30	Rakousko	Zavedení investičně zaměřeného životního pojištění a pravidla obchodování pro pojišťovny
CON/2008/31	Rumunsko	Změny statutu Banca Națională a României
CON/2008/32	Polsko	Změny, které se týkají správy a způsobu financování systému ochrany vkladů, jakož i dohledu nad ním, zejména pokud jde o účast Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Belgie	Zřízení výboru pro audit Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Švédsko	Finanční nezávislost Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Dánsko	Stažení mincí nejmenší nominální hodnoty jako zákonného platidla z oběhu
CON/2008/36	Lotyšsko	Právní úprava bankovek a mincí

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2008/38	Malta	Právní rámec pro navrácení bankovek zpět do oběhu úvěrovými institucemi a ostatními subjekty zpracovávajícími hotovost
CON/2008/39	Polsko	Výbor pro finanční stabilitu
CON/2008/40	Slovensko	Další podrobná pravidla přechodu na euro
CON/2008/41	Rakousko	Financování příspěvku Rakouska na oddlužení Libérie
CON/2008/42	Lucembursko	Změny, které umožní Banque centrale du Luxembourg účinněji přispívat k finanční stabilitě a které upřesňují úpravu povinnosti minimálních rezerv
CON/2008/43	Slovinsko	Omezení a zákazy pro veřejné funkcionáře
CON/2008/44	Irsko	Finanční podpora úvěrových institucí
CON/2008/46	Belgie	Státní záruka za úvěr poskytnutý ze strany Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique v souvislosti s jejím příspěvkem k finanční stabilitě
CON/2008/47	Švédsko	Výměna a stahování bankovek a mincí
CON/2008/48	Irsko	Provádění opatření k finanční podpoře úvěrových institucí
CON/2008/49	Německo	Nahrazení euromincí a německých pamětních euromincí
CON/2008/50	Belgie	Státní záruka za závazky úvěrových institucí
CON/2008/51	Řecko	Systémy ochrany vkladů a investorů
CON/2008/52	Španělsko	Zřízení fondu pro nabývání finančních aktiv a další vládní opatření, která přispívají k finanční stabilitě
CON/2008/53	Polsko	Rozšíření právního rámce, na jehož základě Narodowy Bank Polski shromažďuje statistické informace
CON/2008/54	Dánsko	Systém finanční stability, který zaručuje náhradu pohledávek vkladatelů a běžných věřitelů v plné výši
CON/2008/55	Rakousko	Právní opatření na obnovení stability finančního trhu
CON/2008/56	Francie	Poskytnutí státních záruk s cílem přispět k finanční stabilitě
CON/2008/57	Německo	Zřízení Fondu stabilizace finančního trhu a další opatření k zajištění finanční stability
CON/2008/58	Itálie	Opatření k zajištění stability bankovního systému
CON/2008/59	Švédsko	Opatření ke stabilizaci finančního systému

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2008/60	Španělsko	Operace Fondu pro nabývání finančních aktiv
CON/2008/61	Belgie	Ochrana vkladů a některých produktů životního pojištění
CON/2008/62	Švédsko	Poskytnutí státních záruk bankám a společnostem působícím na úvěrovém trhu
CON/2008/64	Belgie	Správa informací o emitentech v souvislosti s dematerializací jimi vydaných cenných papírů
CON/2008/65	Itálie	Ustanovení, kterými se provádějí opatření k zajištění stability úvěrového systému
CON/2008/66	Litva	Změny povinnosti minimálních rezerv
CON/2008/67	Španělsko	Požadavky na poskytování státních záruk
CON/2008/68	Finsko	Opatření na zajištění finanční stability, která se týkají státního zajišťovacího fondu
CON/2008/69	Irsko	Rozšíření oblasti působnosti systému pojištění vkladů
CON/2008/71	Bulharsko	Zřízení rejstříku finančních institucí, který vede Българска народна банка (the Bulgarian National Bank)
CON/2008/72	Rumunsko	Použití devizových rezerv v oblasti turistiky
CON/2008/73	Bulharsko	Změny statutu Българска народна банка (Bulharská národní banka) v rámci příprav na přijetí eura
CON/2008/74	Belgie	Státní záruka s cílem zamezit odlivu likvidity
CON/2008/75	Finsko	Státní kapitálová podpora pro banky
CON/2008/76	Slovensko	Státní záruky a další opatření na zachování stability finančního systému
CON/2008/78	Bulharsko	Úloha Българска народна банка (Bulharská národní banka) ve vztahu k platebním institucím a provozovatelům platebního systému a dohled nad platebními a vypořádacími systémy
CON/2008/79	Řecko	Opatření na zvýšení likvidity v hospodářství
CON/2008/80	Polsko	Poskytnutí pomoci finančním institucím ze strany státní pokladny
CON/2008/81	Maďarsko	Opatření na posílení systému finančního zprostředkování s cílem udržet finanční stabilitu
CON/2008/82	Španělsko	Odvod zisku Banco de España do státní pokladny

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2008/83	Maďarsko	Zajišťování souladu statutu Magyar Nemzeti Bank s právem Společenství
CON/2008/85	Francie	Modernizace právního rámce pro finanční nástroje
CON/2008/86	Slovensko	Hotovostní peněžní oběh
CON/2008/87	Španělsko	Změny zákona o platebních systémech a systémech vypořádání obchodů s cennými papíry
CON/2008/88	Slovinsko	Kritéria a podmínky pro poskytování státní záruky
CON/2008/89	Lotyšsko	Nástroje měnové politiky
CON/2008/90	Maďarsko	Zpracování a distribuce bankovek a mincí a technická opatření na ochranu proti padělení
CON/2008/91	Belgie	Uplatnění omezení týkajících se odstupného pro výkonné členy představenstva společností kotovaných na burze ve vztahu k Nationale Bank van Belgie/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/92	Slovinsko	Kritéria a podmínky pro poskytování státních úvěrů
CON/2009/2	Lotyšsko	Státní záruky za bankovní úvěry
CON/2009/3	Slovinsko	Podmínky státních kapitálových investic a přeměna dluhu na akciový podíl podle zákona o veřejných financích
CON/2009/4	Belgie	Změny pravidel, která upravují rozdělování příjmů Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a odvod jejího zisku belgickému státu
CON/2009/5	Rakousko	Financování navrhovaného zvýšení kvóty Rakouska v MMF ze strany Oesterreichische Nationalbank
CON/2009/6	Dánsko	Rozšíření systému finanční stability, který zaručuje náhradu pohledávek vkladatelů a běžných věřitelů v plné výši, a systém poskytování státního kapitálu úvěrovým institucím
CON/2009/7	Lucembursko	Úloha Banque centrale du Luxembourg při sestavování některých statistik
CON/2009/8	Švédsko	Ukončení platnosti mincí nejmenší nominální hodnoty a změny pravidel zaokrouhlování
CON/2009/9	Maďarsko	Provozní pravidla centrálního depozitáře, clearingové instituce a centrální protistrany
CON/2009/10	Lotyšsko	Systém pojištění vkladů a úloha orgánu dohledu v insolvenčním řízení

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2009/11	Lotyšsko	Náhrady vyplácené státem v souvislosti s převzetím bank
CON/2009/12	Kypr	Podmínky pro poskytování státních úvěrů a záruk v mimořádných situacích
CON/2009/13	Bulharsko	Dodatečné podmínky pro výkon funkce člena řídicí rady Българска народна банка (Bulharská národní banka) a další pravidla o poskytování informací v této souvislosti
CON/2009/15	Irsko	Opatření finanční podpory, která se vztahují na odměňování státních zaměstnanců
CON/2009/16	Irsko	Právní úprava, která umožňuje ministru financí nařídit Národnímu penzijnímu rezervnímu fondu, aby investoval do finančních institucí v rámci procesu rekapitalizace bank

**(b) Stanoviska ECB vydaná na žádost evropské instituce<sup>3</sup>**

<b>Číslo<sup>4</sup></b>	<b>Původce</b>	<b>Předmět</b>	<b>Odkaz na Úř. věst.</b>
CON/2008/12	Rada EU	Statistika Společenství týkající se zahraničního obchodu se třetími zeměmi	Úř. věst. C 70, 15.3.2008, s. 1
CON/2008/15	Rada EU	Kodifikace nařízení Rady o použití Protokolu o postupu při nadměrném schodku	Úř. věst. C 88, 9.4.2008, s. 1
CON/2008/19	Rada EU	Zavedení regulativního postupu s kontrolou, pokud jde o určité právní akty v oblasti statistiky	Úř. věst. C 117, 14.5.2008, s. 1
CON/2008/22	Evropská komise	Provádění nařízení o statistice volných pracovních míst ve Společenství, pokud jde o postupy pro sezonní očištění, zprávy o kvalitě, shromažďování údajů, specifikace týkající se předávání údajů a studie proveditelnosti	Úř. věst. C 134, 31.5.2008, s. 10
CON/2008/28	Rada EU	Zavedení eura na Slovensku a přepočítací koeficient mezi eurem a slovenskou korunou	Úř. věst. C 180, 17.7.2008, s. 1
CON/2008/37	Rada EU	Změna směrnice o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry a směrnice o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a úvěrové pohledávky	Úř. věst. C 216, 23.8.2008, s. 1
CON/2008/45	Rada EU	Medaile a žetony podobné euromincím	Úř. věst. C 283, 7.11.2008, s. 1
CON/2008/63	Evropská komise	Nové rozhodnutí Výboru evropských orgánů bankovního dohledu	Úř. věst. C 45, 24.2.2009, s. 1
CON/2008/70	Rada EU	Změny směrnice o systémech pojištění vkladů, pokud jde o úroveň krytí a lhůtu k výplatě	Úř. věst. C 314, 9.12.2008, s. 1
CON/2008/77	Rada EU	Návrh nařízení Rady, kterým se zavádí systém střednědobé finanční pomoci platebním bilancím členských států	Úř. věst. C 328, 23.12.2008, s. 1

<sup>3</sup> Zveřejňováno také na internetových stránkách ECB.

<sup>4</sup> Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém Rada guvernérů obdržela žádosti.

Číslo <sup>4</sup>	Původce	Předmět	Odkaz na Úř. věst.
CON/2008/84	Rada EU	Směrnice o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností	Úř. věst. C 30, 6.2.2009, s.1
CON/2009/1	Rada EU	Nové nařízení o přeshraničních platbách ve Společenství	Úř. věst. C 21, 28.1.2009, s.1
CON/2009/14	Evropská komise	Standardy pro zacházení se sezonními výrobky v harmonizovaných indexech spotřebních cen	Nebylo dosud uveřejněno



# CHRONOLOGIE MĚNOVÝCH ROZHODNUTÍ EUROSYSTÉMU<sup>1</sup>

## 11. LEDNA A 8. ÚNORA 2007

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 3,50 %, 4,50 % a 2,50 %.

## 8. BŘEZNA 2007

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 3,75 % počínaje operací, která bude vypořádána 14. března 2007. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 4,75 % a 2,75 %, obojí s účinností od 14. března 2007.

## 12. DUBNA A 10. KVĚTNA 2007

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 3,75 %, 4,75 % a 2,75 %.

## 6. ČERVNA 2007

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 4,00 % počínaje operací, která bude vypořádána 13. června 2007. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 5,00 % a 3,00 %, obojí s účinností od 13. června 2007.

## 5. ČERVENCE, 2. SRPNA, 6. ZÁŘÍ, 4. ŘÍJNA, 8. LISTOPADU A 6. PROSINCE 2007, 10. LEDNA, 7. ÚNORA, 6. BŘEZNA, 10. DUBNA, 8. KVĚTNA A 5. ČERVNA 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a

úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 4,00 %, 5,00 % a 3,00 %.

## 3. ČERVENCE 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 4,25 % počínaje operací, která bude vypořádána 9. července 2008. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 5,25 % a 3,25 %, obojí s účinností od 9. července 2008.

## 7. SRPNA, 4. ZÁŘÍ A 2. ŘÍJNA 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 4,25 %, 5,25 % a 3,25 %.

## 8. ŘÍJNA 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla snížit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 50 bazických bodů na 3,75 % počínaje operací, která bude vypořádána 15. října 2008. Rozhodla také snížit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 50 bazických bodů na 4,75 % a 2,75 %, obojí s okamžitou účinností. Dále Rada guvernérů rozhodla, že od operace, která bude vypořádána 15. října 2008, budou týdenní hlavní refinanční operace prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením za úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace. Od 9. října zmenší ECB koridor pro stálé facility z 200 bazických bodů na 100 bazických bodů kolem úrokové sazby pro hlavní refinanční operace. Tato dvě opatření zůstanou účinná po potřebnou dobu, ale nejméně do konce prvního udržovacího období roku 2009, tj. 20. ledna.

<sup>1</sup> Chronologie měnových rozhodnutí Eurosystemu v letech 1999 až 2006 je k dispozici ve Výročních zprávách ECB za příslušné roky.

## 15. ŘÍJNA 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla dále rozšířit rámec pro zajištění a podpořit poskytování likvidity. Za tímto účelem Rada guvernérů rozhodla: (i) s účinností do konce roku 2009 rozšířit seznam aktiv způsobilých jako zajištění v úvěrových operacích Euro systému, (ii) s účinností od 30. října 2008 do konce 1. čtvrtletí roku 2009 podpořit poskytování dlouhodobějšího refinancování a (iii) poskytovat likviditu v amerických dolarech prostřednictvím měnových swapů.

## 6. LISTOPADU 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla snížit úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 50 bazických bodů na 3,25 % počínaje operací, která bude vypořádána 12. listopadu 2008. Rozhodla také snížit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 50 bazických bodů na 3,75 % a 2,75 %, obojí s účinností od 12. listopadu 2008.

## 4. PROSINCE 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla snížit úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 75 bazických bodů na 2,50 % počínaje operací, která bude vypořádána 10. prosince 2008. Rozhodla také snížit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 75 bazických bodů na 3,00 % a 2,00 %, obojí s účinností od 10. prosince 2008.

## 18. PROSINCE 2008

Rada guvernérů ECB rozhodla, že hlavní refinanční operace budou i po udržovacím období, které skončí 20. ledna 2009, prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením. Toto opatření zůstane v účinnosti po potřebnou dobu, ale nejméně do posledního přidělení v rámci třetího udržovacího období roku 2009, tj. 31. března.

Koridor pro sazby stálých facilit, který byl 9. října 2008 zúžen na 100 bazických bodů kolem úrokové sazby pro hlavní refinanční operace, se s platností od 21. ledna 2009 symetricky rozšíří zpět na 200 bazických bodů.

## 15. LEDNA 2009

Rada guvernérů ECB rozhodla snížit pevnou úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 50 bazických bodů na 2,00 % počínaje operací, která bude vypořádána 21. ledna 2009. Rozhodla také v souladu se svým rozhodnutím z 18. prosince 2008 stanovit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu na 3,00 % a 1,00 %, obojí s účinností od 21. ledna 2009.

## 5. ÚNORA 2009

Rada guvernérů ECB rozhodla, že úroková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 2,00 %, 3,00 % a 1,00 %.

## 5. BŘEZNA 2009

Rada guvernérů ECB rozhodla snížit pevnou úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 50 bazických bodů na 1,50 % počínaje operací, která bude vypořádána 11. března 2009. Rozhodla také stanovit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu na 2,50 % a 0,50 %, obojí s účinností od 11. března 2009. Dále Rada guvernérů rozhodla, že všechny hlavní refinanční operace, refinanční operace se zvláštní dobou trvání a dlouhodobější refinanční operace budou nadále prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou s plným přidělením. Toto opatření zůstane v účinnosti po potřebnou dobu, ale nejméně do konce roku 2009. Rada guvernérů rovněž rozhodla, že současná četnost a doba splatnosti doplňujících dlouhodobějších refinančních operací a refinančních operací se zvláštní dobou trvání zůstane zachována po potřebnou dobu, ale nejméně do konce roku 2009.

# PŘEHLED SDĚLENÍ ECB SOUVISEJÍCÍCH S POSKYTOVÁNÍM LIKVIDITY V EURECH<sup>1</sup>

14. LEDNA 2008

## HLAVNÍ REFINANČNÍ OPERACE

ECB nadále podrobně sleduje podmínky likvidity a jejím cílem je udržovat velmi krátkodobé sazby blízko základní nabídkové sazby pro hlavní refinanční operace. Dokud to bude nezbytné, ECB bude v hlavních refinančních operacích přidělovat více likvidity, než je srovnávací částka, aby vyhověla poptávce protistran na doplnění povinných minimálních rezerv na počátku udržovacího období. Cílem ECB jsou vyvážené podmínky likvidity na konci udržovacího období.

7. ÚNORA 2008

## DOPLŇJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE

Rada guvernérů dnes rozhodla obnovit dvě doplňující LTRO (dlouhodobější refinanční operace), které byly přiděleny 23. listopadu 2007 (60 mld. EUR) a 12. prosince 2007 (60 mld. EUR) a jež budou splatné 21. února 2008, resp. 13. března 2008. Obnovení uvedených dvou doplňujících LTRO má za cíl dále posílit pokrok, kterého bylo již dosaženo při normalizaci fungování peněžního trhu s eurem. Jejich obnovení bude provedeno následujícím způsobem, aniž by ovlivnilo běžné LTRO: dvě doplňující LTRO budou uskutečněny prostřednictvím nabídkových řízení s proměnlivou sazbou a jejich objem bude v obou případech předem nastaven na 60 mld. EUR. První operace bude vypořádána 21. února 2008, splatná bude 22. května 2008. Druhá operace bude vypořádána 13. března 2008, splatná bude 12. června 2008. Dvě doplňující LTRO budou uskutečněny prostřednictvím standardního nabídkového řízení, v rámci něhož budou vyhlášeny dva dny před vypořádáním a přiděleny jeden den před vypořádáním.

28. BŘEZNA 2008

## DOPLŇJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE

Rada guvernérů na svém zasedání 27. března 2008 rozhodla provést doplňující dlouhodobější refinanční operace (LTRO) se splatností šest měsíců. Kromě toho Rada guvernérů rozhodla provést další LTRO se splatností tři měsíce. Pravidelné měsíční LTRO zůstávají beze změny. Tyto doplňující tříměsíční a šestiměsíční LTRO jsou prováděny s cílem podpořit normalizaci fungování peněžního trhu s eurem. Doplňující tříměsíční a šestiměsíční operace se uskuteční následujícím způsobem: všechny proběhnou prostřednictvím nabídkového řízení s proměnlivou sazbou a jejich objem bude nastaven předem. Splatné budou zpravidla druhý čtvrtek daného měsíce. Jedna doplňující šestiměsíční LTRO s předem stanoveným objemem 25 mld. EUR bude přidělena ve středu 2. dubna, vypořádána bude ve čtvrtek 3. dubna a splatná bude ve čtvrtek 9. října 2008. Další doplňující šestiměsíční LTRO v objemu 25 mld. EUR bude přidělena ve středu 9. července, vypořádána bude ve čtvrtek 10. července 2008 a splatná bude ve čtvrtek 8. ledna 2009. Dvě nové doplňující tříměsíční LTRO, každá o předem nastaveném objemu 50 mld. EUR, nahradí dvě v současné době nesplacené tříměsíční doplňující LTRO, každou o objemu 60 mld. EUR. První operace bude přidělena ve středu 21. května, vypořádána ve čtvrtek 22. května a splatná bude ve čtvrtek 14. srpna 2008. Druhá operace bude přidělena ve středu 11. června, vypořádána ve čtvrtek 12. června a splatná bude ve čtvrtek 11. září 2008.

<sup>1</sup> Přehled sdělení souvisejících s poskytováním likvidity v jiných měnách, než je euro, lze dohledat na internetových stránkách ECB.

### 31. ČERVENCE 2008

#### DOPLŇJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE

Rada guvernérů dnes rozhodla obnovit dvě nesplacené tříměsíční doplňující LTRO (dlouhodobější refinanční operace), které byly přiděleny 21. května 2008 (50 mld. EUR) a 11. června 2008 (50 mld. EUR) a jež budou splatné 14. srpna 2008, resp. 11. září 2008. Obnovení uvedených dvou doplňujících tříměsíčních LTRO má za cíl dále posílit pokrok, kterého bylo již dosaženo při normalizaci fungování peněžního trhu s eurem. Jejich obnovení neovlivní běžné LTRO a provedeno bude následujícím způsobem: dvě doplňující LTRO budou uskutečněny prostřednictvím nabídkových řízení s proměnlivou sazbou a jejich objem bude v obou případech předem nastaven na 50 mld. EUR. První operace bude vypořádána 14. srpna 2008, splatná bude 13. listopadu 2008. Druhá operace bude vypořádána 11. září 2008, splatná bude 11. prosince 2008. Dvě doplňující LTRO budou uskutečněny prostřednictvím standardního nabídkového řízení, v rámci něhož budou vyhlášeny dva dny před vypořádáním a přiděleny jeden den před vypořádáním.

### 4. ZÁŘÍ 2008

#### DOPLŇJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE

Rada guvernérů dnes rozhodla obnovit nesplacenou šestiměsíční doplňující LTRO (dlouhodobější refinanční operaci) o objemu 25 mld. EUR, která byla přidělena 2. dubna a jež bude splatná 9. října 2008. Dále rozhodla obnovit dvě tříměsíční doplňující LTRO (50 mld. EUR), které budou splatné 13. listopadu, resp. 11. prosince 2008. Obnovení těchto doplňujících LTRO má za cíl podpořit další normalizaci fungování peněžního trhu s eurem. Jejich obnovení neovlivní běžné LTRO. Doplňující LTRO budou uskutečněny následujícím způsobem: dvě doplňující tříměsíční LTRO budou uskutečněny prostřednictvím nabídkových řízení s proměnlivou sazbou a jejich objem bude v obou případech předem

nastaven na 50 mld. EUR. První operace bude vypořádána 13. listopadu 2008, splatná bude 12. února 2009. Druhá operace bude vypořádána 11. prosince 2008, splatná bude 12. března 2009. Doplňující šestiměsíční LTRO bude uskutečněna prostřednictvím nabídkového řízení s proměnlivou sazbou a její objem bude předem nastaven na 25 mld. EUR. Tato operace bude vypořádána 9. října 2008, splatná bude 9. dubna 2009. Jako v předešlých případech také na šestiměsíční doplňující LTRO bude uplatněna maximální částka nabídek ve výši 2,5 mld. EUR. Doplňující LTRO budou uskutečněny prostřednictvím standardního nabídkového řízení, v rámci něhož budou vyhlášeny dva dny před vypořádáním a přiděleny jeden den před vypořádáním.

### 29. ZÁŘÍ 2008

#### REFINANČNÍ OPERACE SE ZVLÁŠTNÍ DOBOU TRVÁNÍ

Rada guvernérů ECB rozhodla provést refinanční operaci se zvláštní dobou trvání. Jejím cílem je zlepšit celkovou likvidní pozici bankovního systému eurozóny. Operace bude uskutečněna následujícím způsobem: proběhne dnes standardním postupem nabídkového řízení, a to nabídkového řízení s proměnlivou sazbou, aniž by byl předem nastaven její objem. Tato operace bude vypořádána v úterý 30. září 2008, splatná bude v pátek 7. listopadu 2008. ECB bude likviditu nadále směřovat k vyváženým podmínkám v souladu s cílem zachovat velmi krátkodobé sazby v blízkosti základní nabídkové sazby. Refinanční operace se zvláštní dobou trvání bude obnovena tak, aby zahrнула přinejmenším také začátek příštího roku.

### 3. ŘÍJNA 2008<sup>2</sup>

#### OZNÁMENÍ O OPATŘENÍCH TÝKAJÍCÍCH SE LIKVIDITY

Rada guvernérů ECB rozhodla, že všechny finanční instituce oprávněně účastnit se operací

2 Obecná oznámení týkající se opatření v oblasti likvidity, která nebyla přímo spojena s poskytováním likvidity, nejsou v tomto přehledu zahrnuta. Jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

Eurosystému na volném trhu, které jsou založeny na standardních nabídkových řízeních a splňují dodatečná provozní a další výběrová kritéria určená příslušnými národními centrálními bankami, se od 6. října 2008 až do odvolání mohou účastnit také rychlých nabídkových řízení, která se běžně využívají k operacím jemného doladění. Národní centrální banky mohou podle potřeby oznámit další podrobné informace, které se vztahují na instituce se sídlem v příslušném členském státě.

## 7. ŘÍJNA 2008

### DOPLŇUJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE

Rada guvernérů ECB dnes rozhodla částku přidělenou pro šestiměsíční dlouhodobější refinanční operaci, která byla předběžně oznámena v tiskové zprávě ze 4. září 2008 a bude přidělena 8. října 2008, zvýšit z 25 mld. EUR na 50 mld. EUR. Na tuto operaci se tedy bude uplatňovat maximální částka nabídek ve výši 5 mld. EUR.

## 8. ŘÍJNA 2008

### OZNÁMENÍ O OPATŘENÍCH TÝKAJÍCÍCH SE LIKVIDITY

Rada guvernérů ECB dnes prostřednictvím telekonference rozhodla o následujících dvou opatřeních. Počínaje operací vypořádanou 15. října budou týdenní hlavní refinanční operace prováděny prostřednictvím nabídkového řízení s pevnou sazbou s plným přidělením při úrokové sazbě pro hlavní refinanční operace, v současné době tedy při 3,75 %. K 9. říjnu ECB zúží koridor pro sazby stálých facilit z 200 bazických bodů na 100 bazických bodů kolem úrokové sazby pro hlavní refinanční operace. Od 9. října se tedy sazba pro mezní zápůjční facilitu sníží ze 100 na 50 bazických bodů nad úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace, v současné době tedy na 4,25 %, a sazba pro vkladovou facilitu se zvýší ze 100 na 50 bazických bodů pod úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace, v současné době

tedy na 3,25 %. Tato dvě opatření budou platit tak dlouho, jak to bude nutné, a to nejméně do 20. ledna, kdy končí první udržovací období v roce 2009. ECB bude likviditu nadále směřovat k vyváženým podmínkám v souladu s cílem zachovat krátkodobé sazby v blízkosti úrokové sazby pro hlavní refinanční operace.

## 9. ŘÍJNA 2008

### OPERACE JEMNÉHO DOLADĚNÍ

Touto operací se provádí včerejší rozhodnutí (viz tisková zpráva z 8. října) uspokojovat veškerou poptávku protistran, tzn. plné přidělení, po refinancování při hlavní refinanční sazbě ve výši 3,75 % oproti zajištění tak dlouho, jak to bude nutné, a to nejméně do 20. ledna, kdy končí první udržovací období v roce 2009.

## 15. ŘÍJNA 2008

### DOPLŇUJÍCÍ DLOUHODOBĚJŠÍ REFINANČNÍ OPERACE / REFINANČNÍ OPERACE SE ZVLÁŠTNÍ DOBOU TRVÁNÍ<sup>3</sup>

Rada guvernérů ECB dnes rozhodla prostřednictvím telekonference, že počínaje operací vypořádanou dne 30. října 2008 do konce prvního čtvrtletí 2009 bude poskytování dlouhodobějšího refinancování Eurosystémem v souladu se současným rozšířením akceptovaného zajištění zdokonaleno následovně:

Všechny dlouhodobější refinanční operace (LTRO) budou až do března 2009 prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s plným přidělením za pevnou sazbou. Dvě doplňující tříměsíční dlouhodobější refinanční operace splatné v únoru a březnu 2009 budou obnoveny a v lednu 2009 se uskuteční dodatečná tříměsíční operace. Nesplacené doplňující šestiměsíční LTRO splatné v lednu 2009 budou obnoveny a v listopadu 2008, prosinci 2008, únoru 2009 a v březnu 2009 budou zároveň s odpovídajícími

<sup>3</sup> Oznámení o pevné sazbě pro LTRO, doplňující LTRO a refinanční operace se zvláštní dobou čerpání z období od 30. října do 31. prosince 2008 nejsou v tomto přehledu uvedena. Jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

tříměsíčními doplňujícími LTRO uskutečněny čtyři dodatečné doplňující šestiměsíční LTRO. Do konce března 2009 tak budou každý měsíc uskutečněny dvě tříměsíční LTRO / doplňující LTRO a jedna šestiměsíční LTRO. Navíc bude v den splatnosti 7. listopadu 2008 obnovena refinanční operace se zvláštní dobou trvání přidělená 29. září 2008, a její splatnost se bude rovnat délce udržovacího období.

ECB bude likviditu nadále směřovat k vyváženým podmínkám v souladu s cílem zachovat velmi krátkodobé sazby v blízkosti základní nabídkové sazby pro hlavní refinanční operace. Za tímto účelem bude rovněž přijímat termínové vklady se splatností jeden týden.

## 16. ŘÍJNA 2008

### DALŠÍ POSKYTNUTÍ LIKVIDITY V EURECH

Dne 10. října 2008 Magyar Nemzeti Bank oznámila novou operaci na volném trhu ve snaze podpořit likviditu na domácím trhu měnových swapů. Magyar Nemzeti Bank a ECB dnes společně oznámily dohodu o podpoře instrumentů Magyar Nemzeti Bank na poskytování likvidity v eurech. Uzavřely dohodu o repo operacích, které poskytnou Magyar Nemzeti Bank facilitu na výpůjčku až 5 mld. EUR s cílem dále podpořit její operace. Další informace o nabídkových řízeních Magyar Nemzeti Bank pro měnové swapy jsou k dispozici na internetových stránkách Magyar Nemzeti Bank: <http://www.mnb.hu>.

## 27. ŘÍJNA 2008

### DALŠÍ POSKYTOVÁNÍ LIKVIDITY V EURECH

Danmarks Nationalbank dnes oznámila opatření na zlepšení likvidity na krátkodobých peněžních eurových trzích. Na podporu těchto opatření ECB a Danmarks Nationalbank dnes uzavřely reciproční měnovou dohodu (swap line) ve výši 12 mld. EUR, která bude v platnosti, dokud bude třeba.

## 21. LISTOPADU 2008

### DALŠÍ POSKYTOVÁNÍ LIKVIDITY V EURECH

Narodowy Bank Polski a ECB dnes společně oznámily dohodu o podpoře instrumentů Narodowy Bank Polski na poskytování likvidity v eurech. Tato dohoda byla uzavřena 6. listopadu 2008 a týkala se repo operací, které poskytnou Narodowy Bank Polski facilitu na výpůjčku až 10 mld. EUR s cílem dále podpořit její operace. Další informace o operacích Narodowy Bank Polski jsou k dispozici na internetových stránkách Narodowy Bank Polski: <http://www.nbp.pl>.

## 18. PROSINCE 2008

### OZNÁMENÍ O OPATŘENÍCH TÝKAJÍCÍCH SE LIKVIDITY

S ohledem na tiskovou zprávu o změnách v nabídkovém řízení a v koridoru pro stálé facility ze dne 8. října 2008 rozhodla dnes Rada guvernérů ECB o následujících opatřeních: Hlavní refinanční operace budou po udržovacím období končícím 20. ledna 2009 nadále prováděny prostřednictvím nabídkového řízení s pevnou sazbou s plným přidělením. Toto opatření bude platit tak dlouho, jak to bude nutné, a to nejméně do posledního přidělení třetího udržovacího období v roce 2009 dne 31. března. K 21. lednu 2009 se koridor pro sazby stálých facilit, který byl 9. října 2008 zúžen na 100 bazických bodů kolem aktuální úrokové sazby pro hlavní refinanční operace, rozšíří zpět na 200 bazických bodů. K 21. lednu se tedy sazba pro mezní zápůjční facilitu zvýší z 50 na 100 bazických bodů nad úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace a sazba pro vkladovou facilitu se sníží z 50 na 100 bazických bodů pod úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operaci.

## OPERACE NA VOLNÉM THRU PODLE MĚN

### Operace v EUR

Typ operace <sup>1)</sup>	Doba trvání (dny)	Vypořádáno dne	Přídělná částka <sup>2)</sup> (v mld. EUR)	Celková částka nabídky <sup>2)</sup> (v mld. EUR)	Mezní sazba (v %)	Vážená průměrná sazba (v %)	Pevná sazba (v %)	Počet účastníků	Poměr pokrytí nabídek
FTO	1	2. 1. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTO	1	3. 1. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
MRO	5	4. 1. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
MRO	7	9. 1. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTO	1	15. 1. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
MRO	7	16. 1. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
MRO	7	23. 1. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
MRO	7	30. 1. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LTRO	92	31. 1. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
MRO	7	6. 2. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTO	1	12. 2. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
MRO	7	13. 2. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
MRO	7	20. 2. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
SLTRO	91	21. 2. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
MRO	7	27. 2. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LTRO	91	28. 2. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
MRO	7	5. 3. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTO	1	11. 3. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
MRO	7	12. 3. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
SLTRO	91	13. 3. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
MRO	7	19. 3. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTO	5	20. 3. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
MRO	7	26. 3. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LTRO	91	27. 3. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTO	1	31. 3. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
MRO	7	2. 4. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
SLTRO	189	3. 4. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
MRO	7	9. 4. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTO	1	15. 4. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
MRO	7	16. 4. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
MRO	7	23. 4. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
MRO	7	30. 4. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LTRO	90	2. 5. 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
MRO	7	7. 5. 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTO	1	13. 5. 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
MRO	7	14. 5. 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
MRO	7	21. 5. 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
SLTRO	84	22. 5. 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
MRO	7	28. 5. 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LTRO	91	29. 5. 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
MRO	7	4. 6. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTO	1	10. 6. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
MRO	7	11. 6. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
SLTRO	91	12. 6. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
MRO	7	18. 6. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
MRO	7	25. 6. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LTRO	91	26. 6. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
MRO	7	2. 7. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTO	1	8. 7. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
MRO	7	9. 7. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
SLTRO	182	10. 7. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
MRO	7	16. 7. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
MRO	7	23. 7. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
MRO	7	30. 7. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LTRO	91	31. 7. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
MRO	7	6. 8. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
FTO	1	12. 8. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
MRO	7	13. 8. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
SLTRO	91	14. 8. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
MRO	7	20. 8. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51

1) MRO = hlavní refinanční operace, LTRO = dlouhodobější refinanční operace, SLTRO = doplňující dlouhodobější refinanční operace, STRO = refinanční operace se zvláštní dobou trvání, FTO = operace jemného doladění.

2) Kladné částky v případě operací na poskytování likvidity, záporné částky v případě operací na stahování likvidity.

## Operace v EUR

Typ operace <sup>1)</sup>	Doba trvání (dny)	Vypořádáno dne	Přidělená částka <sup>2)</sup> (v mld. EUR)	Celková částka nabídky <sup>2)</sup> (v mld. EUR)	Mezní sazba (v %)	Vážená průměrná sazba (v %)	Pevná sazba (v %)	Počet účastníků	Poměr pokrytí nabídek
MRO	7	27. 8. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LTRO	91	28. 8. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
MRO	7	3. 9. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTO	1	9. 9. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
MRO	7	10. 9. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
SLTRO	91	11. 9. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTO	1	15. 9. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTO	1	16. 9. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
MRO	7	17. 9. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTO	1	18. 9. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
MRO	7	24. 9. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTO	1	24. 9. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LTRO	84	25. 9. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	30. 9. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
MRO	7	1. 10. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTO	1	1. 10. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTO	1	2. 10. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTO	3	3. 10. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTO	1	6. 10. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTO	1	7. 10. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
MRO	7	8. 10. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
SLTRO	182	9. 10. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTO	6	9. 10. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
MRO	7	15. 10. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
MRO	7	22. 10. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
MRO	7	29. 10. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LTRO	91	30. 10. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
MRO	7	5. 11. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	7. 11. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTO	1	11. 11. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
MRO	7	12. 11. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
SLTRO	91	13. 11. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
SLTRO	182	13. 11. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
MRO	7	19. 11. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
MRO	7	26. 11. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LTRO	91	27. 11. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
MRO	7	3. 12. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTO	1	9. 12. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
MRO	7	10. 12. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	10. 12. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
SLTRO	91	11. 12. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
SLTRO	182	11. 12. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
MRO	6	17. 12. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LTRO	98	18. 12. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
MRO	7	23. 12. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
MRO	7	30. 12. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) MRO = hlavní refinanční operace, LTRO = dlouhodobější refinanční operace, SLTRO = doplňující dlouhodobější refinanční operace, STRO = refinanční operace se zvláštní dobou trvání, FTO = operace jemného doladění.

2) Kladné částky v případě operací na poskytování likvidity, záporné částky v případě operací na stahování likvidity.



## Operace v USD

Typ transakce <sup>1)</sup>	Vypořádáno dne	Doba trvání (dny)	Přidělená částka (v mld. EUR)	Mezní sazba (v %)	Pevná sazba (v %) (RT) / Stanovené swapové body (FX)	Celková částka nabídky (v mld. EUR)	Počet účastníků	Poměr pokrytí nabídek
RT	17. 1. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
RT	31. 1. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
RT	27. 3. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
RT	10. 4. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
RT	24. 4. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
RT	8. 5. 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
RT	22. 5. 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
RT	5. 6. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
RT	19. 6. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
RT	3. 7. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
RT	17. 7. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
RT	31. 7. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
RT	14. 8. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
RT	24. 8. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
RT	28. 8. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
RT	11. 9. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
RT	11. 9. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
RT	18. 9. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
RT	19. 9. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
RT	22. 9. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
RT	23. 9. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
RT	24. 9. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
RT	25. 9. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
RT	25. 9. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
RT	26. 9. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
RT	26. 9. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
RT	29. 9. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
RT	30. 9. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
RT	30. 9. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
RT	1. 10. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
RT	2. 10. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
RT	3. 10. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
RT	6. 10. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
RT	7. 10. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
RT	8. 10. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	9. 10. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
RT	9. 10. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
RT	10. 10. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
RT	14. 10. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
RT	15. 10. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
RT	16. 10. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23. 10. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
RT	23. 10. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23. 10. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
RT	23. 10. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30. 10. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
RT	30. 10. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6. 11. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
RT	6. 11. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6. 11. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
RT	6. 11. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	13. 11. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
RT	13. 11. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20. 11. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
RT	20. 11. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20. 11. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
RT	20. 11. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
FX	28. 11. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
RT	28. 11. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
FX	4. 12. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00

1) RT = reverzní transakce, FX = měnový swap.

#### Operace v USD

Typ transakce <sup>1)</sup>	Vypořádáno dne	Doba trvání (dny)	Přidělená částka (v mld. EUR)	Mezní sazba (v %)	Pevná sazba (v %) (RT) / Stanovené swapové body (FX)	Celková částka nabídky (v mld. EUR)	Počet účastníků	Poměr pokrytí nabídek
RT	4. 12. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4. 12. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
RT	4. 12. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11. 12. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
RT	11. 12. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18. 12. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
RT	18. 12. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18. 12. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
RT	18. 12. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23. 12. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
RT	23. 12. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30. 12. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
RT	30. 12. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) RT = reverzní transakce, FX = měnový swap.

#### Operace v CHF

Typ transakce <sup>1)</sup>	Vypořádáno dne	Doba trvání (dny)	Přidělená částka (v mld. EUR)	Mezní sazba (v %)	Stanovené swapové body	Celková částka nabídky (v mld. EUR)	Počet účastníků	Poměr pokrytí nabídek
FX	22. 10. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29. 10. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5. 11. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7. 11. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12. 11. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19. 11. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21. 11. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26. 11. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3. 12. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5. 12. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10. 12. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17. 12. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19. 12. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23. 12. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30. 12. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = měnový swap.

# DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU OD ROKU 2008

Tento přehled má informovat čtenáře o vybraných dokumentech publikovaných Evropskou centrální bankou od ledna 2008. Pokud jde o publikace řady Working Papers, jsou uvedeny pouze materiály vydané od prosince 2008 do února 2009. Není-li uvedeno jinak, je možno tištěné verze publikací do vyčerpání zásob získat nebo se přihlásit k jejich pravidelnému odběru zdarma prostřednictvím adresy [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Úplný seznam dokumentů publikovaných Evropskou centrální bankou a Evropským měnovým institutem najdete na internetových stránkách ECB (<http://www.ecb.europa.eu>).

## VÝROČNÍ ZPRÁVA

“Annual Report 2007”, April 2008.

## KONVERGENČNÍ ZPRÁVA

“Convergence Report May 2008”.

## MĚSÍČNÍ BULLETIN – MIMOŘÁDNÉ VYDÁNÍ

“10th anniversary of the ECB 1998–2008”, May 2008.

## ČLÁNKY V MĚSÍČNÍCH BULLETINECH

“Productivity developments and monetary policy”, January 2008.

“Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, January 2008.

“The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, January 2008.

“The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, February 2008.

“Securitisation in the euro area”, February 2008.

“The new euro area yield curves”, February 2008.

“Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions”, April 2008.

“Short-term forecasts of economic activity in the euro area”, April 2008.

“Developments in the EU arrangements for financial stability”, April 2008.

“Price stability and growth”, May 2008.

“The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility”, May 2008.

“One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, July 2008.

“Euro area trade in services: some key stylised facts”, July 2008.

“The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions”, July 2008.

“The external dimension of monetary analysis”, August 2008.

“The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, August 2008.

“Ten years of the Stability and Growth Pact”, October 2008.

“Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors”, October 2008.

“Monitoring labour cost developments across euro area countries”, November 2008.

“Valuing stock markets and the equity risk premium”, November 2008.

“Ten years of TARGET and the launch of TARGET2”, November 2008.

“Housing wealth and private consumption in the euro area”, January 2009.

“Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets”, January 2009.

“New survey evidence on wage setting in Europe”, February 2009.

“Assessing global trends in protectionism”, February 2009.

### **STATISTICS POCKET BOOK**

K dispozici každý měsíc od srpna 2003.

### **ŘADA LEGAL WORKING PAPERS**

6 “The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law”, by S. Kerjean, June 2008.

7 “Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects” by P. Athanassiou and N. Mas-Guix, July 2008.

### **ŘADA OCCASIONAL PAPERS**

78 “A framework for assessing global imbalances” by T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora and R. Straub, January 2008.

79 “The working of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” by P. Moutot, A. Jung and F. P. Mongelli, January 2008.

80 “China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” by M. Bussière and A. Mehl, January 2008.

81 “Measuring financial integration in new EU Member States” by M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis and S. Manganeli, March 2008.

82 “The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation” by L. Cappiello and G. Ferrucci, March 2008.

83 “The predictability of monetary policy” by T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch and J. Turunen, March 2008.

84 “Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise” by G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk and C. Van Nieuwenhuyze, May 2008.

85 “Benchmarking the Lisbon Strategy” by D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca, and W. Coussens, May 2008.

86 “Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach” by M. M. Borys, É. K. Polgár and A. Zlate, June 2008.

87 “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, June 2008.

88 “Real convergence, financial markets, and the current account – Emerging Europe versus emerging Asia” by S. Herrmann and A. Winkler, June 2008.

89 “An analysis of youth unemployment in the euro area” by R. Gomez-Salvador and N. Leiner-Killinger, June 2008.

90 “Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts” by M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi and N. Vidalis, July 2008.

91 “The impact of sovereign wealth funds on global financial markets” by R. Beck and M. Fidora, July 2008.

92 “The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy” by M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf and D. Peschel, July 2008.

93 “Russia, EU enlargement and the euro” by Z. Polański and A. Winkler, August 2008.

- 94 “The changing role of the exchange rate in a globalised economy” by F. di Mauro, R. Ruffer and I. Bunda, September 2008.
- 95 “Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems” by the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, September 2008.
- 96 “The monetary presentation of the euro area balance of payments” by L. Bê Duc, F. Mayerlen and P. Sola, September 2008.
- 97 “Globalisation and the competitiveness of the euro area” by F. di Mauro and K. Forster, September 2008.
- 98 “Will oil prices decline over the long run?” by R. Kaufmann, P. Karadeloglou and F. di Mauro, October 2008.
- 99 “The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches” by A. M. Agresti, P. Baudino and P. Poloni, November 2008.
- 100 “Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use” by the Eurosystem Household Finance and Consumption Network, January 2009.

#### **RESEARCH BULLETIN**

“Research Bulletin”, No 7, May 2008.

#### **ŘADA WORKING PAPERS**

- 973 “Do China and oil exporters influence major currency configurations?” by M. Fratzscher and A. Mehl, December 2008.
- 974 “Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan” by P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou and M. Ward-Warmedinger, December 2008.
- 975 “Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side” by E. Hahn and F. Skudelny, December 2008.
- 976 “The term structure of interest rates across frequencies” by K. Assenmacher-Wesche and S. Gerlach, December 2008.
- 977 “Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates” by M. Guidolin and D. L. Thornton, December 2008.
- 978 “Measuring monetary policy expectations from financial market instruments” by M. Joyce, J. Relleen and S. Sorensen, December 2008.
- 979 “Futures contract rates as monetary policy forecasts” by G. Ferrero and A. Nobili, December 2008.
- 980 “Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan” by T. Nagano and N. Baba, December 2008.
- 981 “Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?” by T. Välimäki, December 2008.
- 982 “Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market” by N. Cassola and C. Morana, December 2008.
- 983 “What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?” by T. Linzert and S. Schmidt, December 2008.
- 984 “The daily and policy-relevant liquidity effects” by D. L. Thornton, December 2008.
- 985 “Portuguese banks in the euro area market for daily funds” by L. Farinha and V. Gaspar, December 2008.

- 986 “The topology of the federal funds market” by M. L. Bech and E. Atalay, December 2008.
- 987 “Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update” by J. Idier and S. Nardelli, December 2008.
- 988 “The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform” by R. Beaupain and A. Durré, December 2008.
- 989 “Modelling loans to non-financial corporations in the euro area” by C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez and C. Rossi, January 2009.
- 990 “Fiscal policy, housing and stock prices” by A. Afonso and R. M. Sousa, January 2009.
- 991 “The macroeconomic effects of fiscal policy” by A. Afonso and R. M. Sousa, January 2009.
- 992 “FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation” by M. Bijsterbosch and M. Kolasa, January 2009.
- 993 “Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table” by G. Pula and T. A. Peltonen, January 2009.
- 994 “Fiscal sustainability and policy implications for the euro area” by F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer and P. Tommasino, January 2009.
- 995 “Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?” by M. Ca’ Zorzi, A. Chudik and A. Dieppe, January 2009.
- 996 “What drives euro area break-even inflation rates?” by M. Ciccarelli and J. A. García, January 2009.
- 997 “Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations” by C. Coluzzi, A. Ferrando and C. Martinez-Carrascal, January 2009.
- 998 “Infinite-dimensional VARs and factor models” by A. Chudik and M. H. Pesaran, January 2009.
- 999 “Risk-adjusted forecasts of oil prices” by P. Pagano and M. Pisani, January 2009.
- 1000 “Wealth effects in emerging market economies” by T. A. Peltonen, R. M. Sousa and I. S. Vansteenkiste, January 2009.
- 1001 “Identifying the elasticity of substitution with biased technical change” by M. A. León-Ledesma, P. McAdam and A. Willman, January 2009.
- 1002 “Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks” by O. Castrén, T. Fitzpatrick and M. Sydow, February 2009.
- 1003 “Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains” by J. Messina, C. Strozzi and J. Turunen, February 2009.
- 1004 “Characterising the inflation-targeting regime in South Korea” by M. Sánchez, February 2009.
- 1005 “Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries” by F. Rumler and J. Scharler, February 2009.
- 1006 “Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition” by P. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr, February 2009.
- 1007 “Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation” by G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens and R. Wouters, February 2009.
- 1008 “Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions” by K. Nikolaou, February 2009.
- 1009 “Optimal sticky prices under rational inattention” by B. Maćkowiak and M. Wiederholt, February 2009.
- 1010 “Business cycles in the euro area” by D. Giannone, M. Lenza and L. Reichlin, February 2009.

- 1011 “The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves” by S. Eickmeier and K. Moll, February 2009.
- 1012 “Petrodollars and imports of oil-exporting countries” by R. Beck and A. Kamps, February 2009.
- 1013 “Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect” by A. Beyer, A. Haug and B. Dewald, February 2009.
- 1014 “Asset prices and current account fluctuations in G7 economies” by M. Fratzscher and R. Straub, February 2009.
- 1015 “Inflation forecasting in the new EU Member States” by O. Arratibel, C. Kamps and N. Leiner-Killinger, February 2009.

#### **OSTATNÍ PUBLIKACE**

- “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, January 2008 (online only).
- “Oversight framework for card payment schemes – standards”, January 2008 (online only).
- “The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, February 2008.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, March 2008 (online only).
- “ECB statistics quality framework (SQF)”, April 2008 (online only).
- “Quality assurance procedures within the ECB statistical function”, April 2008 (online only).
- “ECB statistics – an overview”, April 2008 (online only).
- “TARGET Annual Report 2007”, April 2008 (online only).
- “Financial integration in Europe”, April 2008.
- “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, June 2008.
- “The international role of the euro”, July 2008 (online only).
- “Payment systems and market infrastructure oversight report”, July 2008 (online only).
- “Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament”, July 2008 (online only).
- “Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, July 2008 (online only).
- “Legal framework of the Eurosystem and the ESCB-ECB legal acts and instruments”, July 2008.
- “CCBM2 User Requirements 4.1”, July 2008 (online only).
- “Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12–13 July 2007”, September 2008.
- “New procedure for constructing ECB staff projection ranges”, September 2008 (online only).
- “Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation”, September 2008 (online only).
- “Euro money market survey”, September 2008 (online only).
- “EU banking structures”, October 2008 (online only).
- “Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament”, October 2008 (online only).
- “Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, October 2008 (online only).
- “A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008”, November 2008.

“The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, November 2008.

“The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’ ”, November 2008 (online only).

“Single Euro Payments Area – sixth progress report”, November 2008 (online only).

“EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans”, November 2008 (online only).

“Government finance statistics guide”, December 2008 (online only).

“Financial Stability Review”, December 2008.

“Covered bonds in the EU financial system”, December 2008 (online only).

“The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model”, December 2008 (online only).

“Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations”, December 2008 (online only).

“Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt”, December 2008 (online only).

“Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures”, December 2008 (online only).

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties”, December 2008 (online only).

“Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament”, January 2009 (online only).

“Euro money market study 2008”, February 2009 (online only).

“Eurosystem oversight policy framework”, February 2009 (online only).

“Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments”, February 2009 (online only).

“European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution”, February 2009 (online only).

#### **INFORMAČNÍ BROŽURY**

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”, 2nd edition, April 2008.

“Price stability – why is it important for you?”, June 2008.

“A single currency – an integrated market infrastructure”, September 2008.



## GLOSÁŘ

*Tento glosář obsahuje vybrané termíny použité ve Výroční zprávě. Obsáhlejší a podrobnější glosář je k dispozici na internetových stránkách ECB.*

**Akcie:** cenné papíry, které představují vlastnictví podílu v podniku. Zahrnují akcie obchodované na burzách cenných papírů (kotované akcie), nekotované akcie a další formy akcií. Akcie jsou obvykle zdrojem příjmů v podobě dividend.

**Akciový trh:** trh, kde se emitují a obchodují akcie.

**Cenová stabilita:** udržování cenové stability je hlavním cílem **Eurosystému**. Rada guvernérů definuje cenovou stabilitu jako meziroční zvýšení **harmonizovaného indexu spotřebitelských cen** (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. Rada guvernérů dala také zřetelně najevo, že pro účely cenové stability hodlá udržet míru inflace ve střednědobém horizontu těsně pod 2 %.

**Čistá zahraniční aktiva MFI:** zahraniční aktiva sektoru **MFI eurozóny** (např. zlato, bankovky a mince jiných měn než eura, cenné papíry emitované nerezidenty eurozóny a úvěry poskytnuté nerezidentům eurozóny) minus zahraniční pasiva sektoru MFI eurozóny (např. vklady a **dohody o zpětném odkupu** nerezidentů eurozóny, jimi držené podílové listy a akcie **fondů peněžního trhu a dluhové cenné papíry** emitované MFI a splatné do dvou let včetně).

**Dlouhodobější refinanční operace:** pravidelná **operace na volném trhu** prováděná **Eurosystémem** v podobě **reverzních transakcí**. Tyto operace se uskutečňují každý měsíc ve formě standardního tendru a obvykle mají dobu splatnosti tři měsíce.

**Dlouhodobější finanční závazky MFI:** vklady s dohodnutou dobou splatnosti přesahující dva roky, vklady s výpovědní lhůtou přesahující tři měsíce, **dluhové cenné papíry** emitované **MFI eurozóny** s původní dobou splatnosti delší než dva roky a kapitál a rezervy sektoru MFI **eurozóny**.

**Dluhový cenný papír:** slib ze strany emitenta (tj. vypůjčovatele) splatit držiteli (půjčovatel) jednu nebo více plateb v určitý konkrétní den nebo dny v budoucnu. Obvykle mají konkrétní úrokovou sazbu (kupon) a/nebo se prodávají s diskontem do výše částky, která bude splacena v době splatnosti. Dluhové cenné papíry s původní dobou splatnosti přesahující jeden rok jsou klasifikovány jako dlouhodobé.

**Dohoda o zpětném odkupu:** dohoda o prodeji a následném zpětném odkupu cenných papírů ke stanovenému datu a za stanovenou cenu. Nazývá se též „repo operace“.

**Efektivní směnné kurzy eura (EER, nominální/reálné):** vážené průměry dvoustranných směnných kurzů eura vůči měnám hlavních obchodních partnerů **eurozóny**. **Evropská centrální banka** zveřejňuje indexy nominálních EER pro euro vůči dvěma skupinám obchodních partnerů: EER-21 (zahrnující 11 členských států EU, jež nejsou součástí eurozóny, a 10 hlavních obchodních partnerů mimo EU) a EER-41 (zahrnující EER-21 a dalších 20 zemí). Použité váhy odrážejí podíl každé partnerské země na obchodu eurozóny a zohledňují konkurenci na třetích trzích. Reálné efektivní kurzy jsou nominální EER deflované váženým průměrem zahraničních cen nebo nákladů v poměru k domácím. Jsou tedy měřítkem cenové a nákladové konkurenceschopnosti.

**EONIA (průměrná jednodenní sazba v EUR):** ukazatel efektivní úrokové sazby na mezibankovním trhu jednodenních vkladů v eurech. Vypočítá se jako vážený průměr úrokových sazeb z nezajištěných jednodenních úvěrů v eurech, které vykazuje vybraná skupina bank.

**ERM II:** kurzový mechanismus, který poskytuje rámec pro spolupráci v oblasti kurzové politiky mezi zeměmi **eurozóny** a členskými státy EU mimo eurozónu. ERM II je mnohostranný mechanismus se stanovenými, ovšem nikoli neměnnými centrálními paritami a standardním flukтуаčním pásmem  $\pm 15\%$ . Rozhodnutí o centrálních paritách a případně i o užších flukтуаčních pásmech jsou přijímána po dohodě mezi příslušnými členskými státy EU, zeměmi eurozóny, **Evropskou centrální bankou (ECB)** a ostatními členskými státy EU, které se mechanismu účastní. Všichni účastníci ERM II včetně ECB mají právo iniciovat důvěrný postup vedoucí ke změně centrální parity.

**EURIBOR (úroková sazba na mezibankovním trhu v EUR – sazba prodej):** sazba, za kterou je referenční banka ochotna půjčovat finanční prostředky v eurech jiné referenční bance. Sazba je denně vypočítávána pro mezibankovní vklady s různou dobou splatnosti dosahující až 12 měsíců na základě údajů vykazovaných vybranou skupinou bank.

**Eurosystem:** systém centrálních bank **eurozóny**. Skládá se z **Evropské centrální banky (ECB)** a národních centrálních bank členských států, které v třetí etapě **Hospodářské a měnové unie** přijaly euro.

**Eurozóna:** oblast zahrnující členské státy EU, které v souladu se **Smlouvou** přijaly euro za svou jednotnou měnu a ve kterých se provádí jednotná měnová politika, za niž odpovídá **Rada guvernérů Evropské centrální banky**. Eurozóna se v současné době skládá z Belgie, Německa, Irsko, Řecko, Španělska, Francie, Itálie, Kypru, Lucemburska, Malty, Nizozemska, Rakouska, Portugalska, Slovinska, Slovenska a Finska.

**Evropská centrální banka (ECB):** ECB tvoří jádro **Eurosystemu** a **Evropského systému centrálních bank (ESCB)**, které má právní subjektivitu podle čl. 107(2) **Smlouvy**. Zajišťuje, že jsou plněny úkoly svěřené Eurosystemu a ESCB, a to buď vlastními kroky nebo kroky národních centrálních bank v souladu se statutem ESCB. ECB je řízena **Radou guvernérů** a **Výkonnou radou**, a také třetím výkonným orgánem, **Generální radou**.

**Evropský měnový institut (EMI):** dočasná instituce, založená na začátku druhé etapy **Hospodářské a měnové unie** 1. ledna 1994. Po ustavení **Evropské centrální banky** 1. června 1998 vstoupila do likvidace.

**Evropský systém centrálních bank (ESCB):** skládá se z **Evropské centrální banky (ECB)** a národních centrálních bank všech 27 členských států EU. Kromě členů **Eurosystemu** tedy zahrnuje národní centrální banky těch členských států, které dosud nepřijaly euro. ESCB je řízen **Radou guvernérů** a **Výkonnou radou**, a také **Generální radou** jako třetím rozhodovacím orgánem ECB.

**Evropský systém účtů 1995 (ESA 95):** obecný a integrovaný systém makroekonomických účtů založený na mezinárodně uznávaných statistických definicích, klasifikacích a účetních pravidlech, zaměřený na dosažení harmonizovaného kvantitativního popisu ekonomik členských států. ESA 95 je pro Společenství upravená verze světového Systému národních účtů 1993 (SNA 93).

**Finanční stabilita:** stav, kdy finanční systém – který se skládá z finančních zprostředkovatelů, trhů a tržních infrastruktur – je schopen čelit otřesům a působení finanční nerovnováhy, což snižuje pravděpodobnost případů narušení procesu finančního zprostředkování, které by byly natolik závažné, že by výrazně zhoršily alokaci úspor do ziskových investičních příležitostí.

**Generální rada:** jeden z rozhodovacích orgánů **Evropské centrální banky (ECB)**. Skládá se z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů národních centrálních bank všech zemí EU.

**Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP):** ukazatel vývoje spotřebitelských cen, který sestavuje Eurostat a který je harmonizován pro všechny země EU.

**Hlavní refinanční operace:** pravidelná **operace na volném trhu** prováděná **Eurosystémem** ve formě **reverzních transakcí**. Tyto operace se provádějí každý týden ve formě standardních nabídkových řízení a obvykle mají dobu splatnosti jeden týden.

**Hospodářská a měnová unie (HMU):** proces, který vedl k jednotné měně euro, jednotné měnové politice v **eurozóně** a koordinaci hospodářských politik členských států EU. Tento ve **Smlouvě** popsáný proces se odehrál ve třech etapách. Třetí a poslední etapa začala 1. ledna 1999 přechodem měnových kompetencí na **Evropskou centrální banku** a zavedením eura. Proces budování HMU završilo zavedení hotovostního eura 1. ledna 2002.

**Hospodářská analýza:** jeden z pilířů rámce **Evropské centrální banky** pro provádění komplexní analýzy rizik pro **cenovou stabilitu**, který je základem pro měnověpolitické rozhodování **Rady guvernérů**. Hospodářská analýza se zaměřuje převážně na hodnocení současného hospodářského a finančního vývoje a implikovaná rizika pro cenovou stabilitu v krátkém až středně dlouhém období z pohledu interakce nabídky a poptávky na trzích zboží, služeb a výrobních faktorů v tomto časovém horizontu. V tomto ohledu je patřičná pozornost věnována potřebě identifikovat otřesy ovlivňující ekonomiku, jejich dopad na náklady a tvorbu cen a krátkodobé až střednědobé vyhlídky pro jejich šíření v ekonomice (viz také **měnová analýza**).

**Hospodářský a finanční výbor (EFC):** poradní orgán Společenství, který se podílí na přípravě agendy **Rady ECOFIN** a Evropské komise. Mezi jeho úkoly patří sledování hospodářské a finanční situace v členských státech a Společenství, a také rozpočtový dohled.

**Hrubý provozní přebytek:** přebytek (schodek) hodnoty produkce po odečtení nákladů na mezispotřebu, náhrad poskytnutých zaměstnancům a daní minus dotací na výrobu, ale před započtením plateb a příjmů spojených s výpůjčkou/pronájmem či vlastnictvím finančních a nevyroběných aktiv.

**Implikovaná volatilita:** očekávaná volatilita (tj. standardní odchylka) tempa růstu ceny určitého aktiva (např. akcie nebo dluhopisu). Lze ji vypočítat z ceny aktiva, data jeho splatnosti, realizační ceny **opcí** na toto aktivum či z bezrizikové výnosnosti s použitím modelu oceňování opcí, např. Black-Scholesova modelu.

**Investiční pozice vůči zahraničí:** hodnota a složení čistých finančních pohledávek (nebo finančních závazků) dané ekonomiky vůči zbytku světa.

**Kandidátské země:** země, jejichž přihlášku ke členství EU přijala. Rozhovory o přistoupení s Chorvatskem a Tureckem byly zahájeny 3. října 2005, zatímco rozhovory s Bývalou jugoslávskou republikou Makedonie dosud nebyly zahájeny.

**Konsolidovaná rozvaha sektoru MFI:** rozvaha získaná vyloučením vzájemných pozic mezi **MFI** (tj. vzájemných úvěrů a vkladů) v jejich agregované rozvaze. Poskytuje statistické údaje o aktivech a pasivech MFI vůči rezidentům **eurozóny**, kteří nejsou součástí tohoto sektoru (tj. **vládní instituce**

a ostatní rezidenti eurozóny) a vůči nerezidentům eurozóny. Je hlavním zdrojem statistických údajů pro výpočet peněžních agregátů a poskytuje základnu pro pravidelnou analýzu protipoložek **M3**.

**Lisabonská strategie:** komplexní program strukturálních reforem s cílem transformovat EU na „nejdynamičtější a nejvíce konkurenceschopnou znalostní ekonomiku světa“, zahájený na zasedání Rady EU v Lisabonu v roce 2000.

**M1:** úzký peněžní agregát, který zahrnuje oběživo a jednodenní vklady u **MFI** a **ústřední vlády** (například na poště nebo ve státní pokladně).

**M2:** střední peněžní agregát, který zahrnuje **M1** a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců včetně (tj. krátkodobé spořicí vklady) a vklady s dohodnutou splatností do dvou let včetně (tj. krátkodobé termínové vklady) u **MFI** a **ústřední vlády**.

**M3:** široký peněžní agregát, který zahrnuje **M2** a obchodovatelné nástroje, zejména **dohody o zpětném odkupu**, akcie a podílové listy **fondů peněžního trhu** a **dluhové cenné papíry** emitované **MFI** se splatností do dvou let včetně.

**Mezera financování nefinančních podniků:** Mezera financování lze definovat jako mezeru mezi úsporami podniků (v podobě nerozdělených zisků a odpisů) a nefinančními investicemi nefinančních podniků. Mezera financování je také možné definovat na základě finančních účtů jako mezeru mezi čistým pořízením finančních aktiv a čistým zvýšením pasiv nefinančních podniků. Mezi těmito dvěma ukazateli existují statistické odchylky z důvodu rozdílných zdrojových statistik.

**Mezní zápujční facilitita: stálá facilitita Eurosystemu,** kterou mohou **protistrany** využívat k získání jednodenního úvěru od národní centrální banky za předem stanovenou úrokovou sazbu oproti způsobilým aktivům (viz také **základní úrokové sazby ECB**).

**Měnová analýza:** jeden z pilířů rámce **Evropské centrální banky** pro provádění komplexní analýzy rizik pro **cenovou stabilitu**, který je základem pro měnověpolitické rozhodování **Rady guvernérů**. Měnová analýza pomáhá vyhodnocovat střednědobý až dlouhodobý vývoj inflace z hlediska těsného vztahu mezi penězi a cenami v delších časových horizontech. Měnová analýza bere v úvahu vývoj široké škály měnových ukazatelů včetně **M3**, jeho složek a protipoložek, zejména úvěrů, a rozličných ukazatelů přebytečné likvidity (viz také **hospodářská analýza**).

**Měnový příjem:** příjem národní centrální banky z provádění funkcí měnové politiky **Eurosystemu**, odvozený z aktiv vedených odděleně v souladu s pravidly stanovenými **Radou guvernérů**, a na druhé straně z oběživa a vkladových závazků vůči **úvěrovým institucím**.

**Měnový swap:** souběžná spotová operace nákupu/prodeje a forwardová operace prodeje/nákupu jedné měny proti měně druhé.

**MFI (měnové finanční instituce):** finanční instituce, které tvoří sektor emise peněz v **eurozóně**. Patří sem **Eurosystem**, **úvěrové instituce** sídlící v eurozóně (podle definice obsažené v právu Společenství) a veškeré ostatní finanční instituce, jež jsou rezidenty eurozóny a jejichž předmětem činnosti je přijímání vkladů a/nebo blízkých náhražek vkladů od subjektů jiných než MFI a poskytování úvěrů a/nebo investování do cenných papírů na vlastní účet (alespoň v ekonomickém smyslu slova). Druhá z těchto skupin se skládá především z **fondů peněžního trhu**.

**Model korespondentské centrální banky (CCBM):** mechanismus zřízený **Eurosystemem** s cílem umožnit **protistranám** využívat způsobilá aktiva na přeshraničním základě. V rámci CCBM jednají národní centrální banky vůči sobě navzájem jako uschovatelé. Každá národní centrální banka má v rámci své správy cenných papírů účet cenných papírů každé z ostatních národních centrálních bank (a **Evropské centrální banky**).

**Náklady externího financování nefinančních podniků (reálné):** náklady nefinančních podniků na získání nových vnějších zdrojů. V případě nefinančních podniků v eurozóně se vypočítá jako vážený průměr nákladů na bankovní úvěry, nákladů na dluhové cenné papíry a nákladů na emise akcií na základě zůstatků (očistěných o vliv oceňování), deflovaný inflačními očekáváním.

**Opce:** finanční nástroj, který majiteli dává právo (nikoli povinnost) koupit či prodat konkrétní aktiva (např. dluhopisy nebo akcie) za předem určenou cenu (realizační cena) v předem určený den v budoucnosti (datum realizace nebo splatnosti) nebo před tímto dnem.

**Operace jemného doladění: operace na volném trhu** prováděná **Eurosystemem** zejména za účelem vypořádání se s nepředvídanými výkyvy likvidity na trhu. Četnost a splatnost operace jemného doladění není jednotná.

**Operace na volném trhu:** operace prováděná z podnětu centrální banky na finančním trhu. S ohledem na cíle, pravidelnost a postupy je možné operace **Eurosystemu** na volném trhu rozdělit do čtyř kategorií: **hlavní refinanční operace**, **dlohodobější refinanční operace**, **operace jemného doladění** a strukturální operace. Pokud jde o použité nástroje, jsou hlavním nástrojem Eurosystemu na volném trhu **reverzní transakce**, které mohou být využity pro všechny čtyři kategorie operací. Kromě toho jsou pro potřeby strukturálních operací rovněž k dispozici vydávání dluhových cenných papírů a přímé transakce, zatímco pro provádění operací jemného doladění jsou k dispozici přímé transakce, **měnové swapy** a příjem termínovaných vkladů.

**Ostatní finanční zprostředkovatelé (OFI):** společnosti nebo kvazispolečnosti jiné než pojišťovny či penzijní fondy, které se převážně zabývají finančním zprostředkováním ve formě přijímání závazků v jiných formách, než jsou oběživo, vklady nebo blízké náhražky vkladů, od institucí jiných než **MFI**. Mezi OFI patří zejména společnosti, které se primárně zabývají dlouhodobým financováním (např. společnosti poskytující finanční leasing), subjekty zřízené za účelem držby sekuritizovaných aktiv, finanční holdingové společnosti, obchodníci s cennými papíry a deriváty (obchodují-li na vlastní účet) a společnosti poskytující rizikový či rozvojový kapitál.

**Pakt stability a růstu:** Pakt stability a růstu má sloužit jako prostředek k zabezpečení zdravých veřejných financí v III. etapě **Hospodářské a měnové unie** za účelem zlepšování podmínek pro **cenovou stabilitu** a pro silný a udržitelný růst podporující tvorbu pracovních míst. Za tímto účelem Pakt stability a růstu předepisuje členským státům střednědobé rozpočtové cíle a konkrétně specifikuje **postup při nadměrném schodku**. Skládá se ze dvou nařízení Rady, konkrétně (i) nařízení (ES) č. 1466/97 ze dne 7. července 1997 o posilování kontroly rozpočtové disciplíny a dohledu a koordinaci v oblasti hospodářské politiky a (ii) nařízení (ES) č. 1467/97 ze dne 7. července 1997 o urychlení a vyjasnění implementace postupu při nadměrném schodku, a z rezoluce Evropské rady o Paktu stability a růstu, přijaté na amsterdamském summitu 17. června 1997. Pakt stability a růstu byl doplněn zprávou **Rady ECOFIN** o zlepšení uplatňování Paktu stability a růstu, která byla schválena na zasedání Evropské rady v Bruselu 22. a 23. března 2005. Byl také doplněn novým prováděcím kodexem konkretizujícím uplatňování Paktu stability a růstu

a pravidel pro formát a obsah programů stability a konvergenčních programů, který byl schválen Radou ECOFIN 11. října 2005.

**Peněžní trh:** trh, kde se získávají, investují a s využitím nástrojů s obvyklou původní splatností do jednoho roku včetně obchodují krátkodobé finanční prostředky.

**Platební bilance:** statistický výkaz, který shrnuje hospodářské transakce určité ekonomiky se zbytkem světa za dané období. Sledují se transakce týkající se zboží, služeb, výnosů, finančních pohledávek a závazků vůči zbytku světa a transakce klasifikované jako transfery (např. odpuštění dluhu).

**Portfoliové investice:** čisté transakce a/nebo pozice rezidentů **eurozóny** týkající se cenných papírů emitovaných nerezidenty eurozóny („aktiva“) a čisté transakce a/nebo pozice nerezidentů eurozóny týkající se cenných papírů emitovaných rezidenty eurozóny („pasiva“). Zahrnují majetkové cenné papíry a **dluhové cenné papíry** (dluhopisy a nástroje **peněžního trhu**), s výjimkou **přímých investic** či rezervních aktiv.

**Postup při nadměrném schodku:** ustanovení čl. 104 **Smlouvy**, upřesněné v protokolu č. 20 o postupu při nadměrném schodku, vyžaduje, aby členské státy udržovaly rozpočtovou disciplínu, definuje, kdy je rozpočtová pozice považována za nadměrný schodek a určuje kroky, které následují po zjištění, že nebyly splněny požadavky na rozpočtové saldo nebo vládní dluh. Tato ustanovení jsou doplněna nařízením Rady (ES) č. 1467/97 ze dne 7. července 1997 o urychlení a vyjasnění implementace postupu při nadměrném schodku, které je jedním z prvků **Paktu stability a růstu**.

**Povinné minimální rezervy:** minimální výše rezerv, které jsou **úvěrové instituce** povinny udržovat u **Eurosystemu** v rámci předem stanoveného **udržovacího období**. Výše povinných minimálních rezerv se určuje na základě průměru denních sald na účtech povinných minimálních rezerv v průběhu udržovacího období.

**Primární saldo:** čisté výpůjčky nebo čisté půjčky vlády s výjimkou úrokových plateb či konsolidovaných vládních závazků.

**Projekce:** výsledky čtyřikrát ročně publikovaných propočtů, které předvídají možný makroekonomický vývoj v **eurozóně**. Projekce odborníků **Eurosystemu** jsou zveřejňovány v červnu a prosinci, zatímco projekce pracovníků **Evropské centrální banky (ECB)** se publikují v březnu a září. Tvoří součást **hospodářské analýzy**, která je pilířem měnověpolitické strategie ECB, a jsou tedy jedním ze vstupů pro hodnocení rizik pro **cenovou stabilitu**, prováděného **Radou guvernérů**.

**Protistrana:** druhá strana finanční transakce (např. jakékoli transakce s centrální bankou).

**Přímé investice:** přeshraniční investice, které odráží záměr získat trvalý podíl v podniku sídlícím v jiné zemi (v praxi se předpokládá vlastnictví odpovídající alespoň 10 % kmenových akcií či hlasovacích práv). Přímé investice zahrnují základní kapitál, reinvestované zisky a ostatní kapitál spojený s operacemi mezi podniky.

**Přímé zpracování (STP):** automatizované úplné zpracování obchodů/plateb, v některých případech včetně automatického dokončení, potvrzení, párování, generování, zúčtování a vypořádání pokynů.

**Rada ECOFIN:** rada EU, která se schází ve složení ministrů hospodářství a ministrů financí.

**Rada guvernérů:** nejvyšší rozhodovací orgán **Evropské centrální banky (ECB)**. Skládá se ze všech členů **Výkonné rady** ECB a guvernérů národních centrálních bank zemí, které přijaly euro.

**Referenční hodnota pro růst M3:** roční tempo růstu **M3** ve střednědobém horizontu odpovídající zachování **cenové stability**. V současnosti je referenční hodnota ročního růstu M3 4½ %.

**Referenční portfolio:** v oblasti investic se jedná o portfolio či index sestavený na základě cílů pro likviditu, riziko a výnos investic. Referenční portfolio slouží jako základna ke srovnání s výkonností skutečného portfolia.

**Reverzní transakce:** operace, kterou národní centrální banka nakupuje nebo prodává aktiva podle **dohody o zpětném odkupu** a provádí **zajištěné** úvěrové operace.

**Riziko tržní likvidity:** riziko, že transakce na finančním trhu nebude moci být uzavřena nebo bude moci být uzavřena jen za horších než očekávaných podmínek z důvodu nedostatečné hloubky trhu nebo narušení trhu.

**Riziko z vypořádání:** riziko, že vypořádání v systému zúčtování plateb neproběhne podle očekávání, zpravidla v důsledku selhání protistrany v případě jednoho či více závazků. Toto riziko zahrnuje především operační riziko, **úvěrové riziko** a riziko likvidity.

**Sazba minimálních rezerv:** sazba určená centrální bankou pro každou kategorii způsobilých položek rozvahy obsažených v **základu pro stanovení minimálních rezerv**. S pomocí této sazby se vypočítají **povinné minimální rezervy**.

**Sekuritizace:** sdružování finančních aktiv (např. hypotečních úvěrů) a jejich následný prodej tzv. jednotce pro speciální účel, která poté emituje cenné papíry s pevným výnosem k prodeji investorům. Jistina a úrok těchto cenných papírů závisí na peněžních tocích generovaných souborem podkladových finančních aktiv.

**Smlouva:** Smlouva o založení Evropského společenství („Římská smlouva“). Smlouva byla vícekrát upravena, zejména Smlouvou o Evropské unii („Maastrichtská smlouva“), která položila základy **Hospodářské a měnové unie** a obsahovala Statut **ESCB**.

**Správa a řízení společnosti (corporate governance):** pravidla, postupy a procesy, podle kterých je řízena a kontrolována organizace. Struktura správy a řízení společnosti specifikuje rozdělení práv a pravomocí v rámci organizace – např. mezi představenstvo, manažery, akcionáře a ostatní zainteresované osoby – a stanoví pravidla a procedury pro rozhodování.

**Stálá facilitita:** facilitita centrální banky přístupná **protistranám** z jejich podnětu. **Eurosystem** nabízí dvě stálé jednodenní facility: **mezní zápůjční facilitu** a **vkladovou facilitu**.

**Středisko evidence cenných papírů (CSD):** subjekt, který (i) umožňuje zpracování a vypořádání transakcí s cennými papíry zaknihováním a (ii) aktivně se podílí na zajišťování integrity emisí cenných papírů. Cenné papíry mohou být drženy v listinné podobě (ale imobilizované) nebo v dematerializované podobě (tj. pouze jako elektronické záznamy).

**Systém vypořádání obchodů s cennými papíry:** zúčtovací systém pro vypořádání obchodů s cennými papíry. Splňuje všechny institucionální požadavky nutné k provádění zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry a poskytování služeb úschovy cenných papírů.

**Systém zúčtování plateb v reálném čase (RTGS):** systém zúčtování, v jehož rámci dochází ke zpracování a vypořádání na základě jednotlivých příkazů (bez vzájemného započtení – nettingu) v reálném čase (průběžně). Viz také **TARGET**.

**Systémové riziko:** riziko, že neschopnost jedné instituce splnit své závazky v rámci systému způsobí neschopnost jiných institucí plnit své závazky při splatnosti, přičemž může dojít k přenosu v podobě výrazných problémů s likviditou či úvěry, které mohou ohrozit stabilitu finančního systému. Tato neschopnost může být způsobena provozními nebo finančními problémy.

**TARGET (Transevropský expresní automatizovaný systém zúčtování plateb v reálném čase):** systém zúčtování plateb v reálném čase (RTGS) pro euro.

**TARGET2:** nová generace systému TARGET, která nahrazuje předchozí decentralizovanou technickou strukturu jednotnou sdílenou platformou nabízející harmonizované služby oceňované jednotným způsobem.

**Trh dluhopisů:** trh, kde se emitují a obchodují dlouhodobější **dluhové cenné papíry**.

**Tržní riziko:** riziko ztrát (z rozvahových i podrozvahových pozic) vyplývajících ze změny tržních cen.

**Udržovací období:** období, na které se propočítává dodržování povinnosti **minimálních rezerv** ze strany **úvěrových institucí**. Udržovací období začíná dnem vypořádání první **hlavní refinanční operace**, která následuje po zasedání **Rady guvernérů**, na jehož programu je měsíční vyhodnocení orientace měnové politiky. **Evropská centrální banka** zveřejňuje kalendář udržovacích období nejméně tři měsíce před začátkem každého roku.

**Úrokové sazby MFI:** úrokové sazby aplikované úvěrovými institucemi a ostatními **MFI** sídlícími v **eurozóně**, s výjimkou centrálních bank a **fondů peněžního trhu**, na vklady a úvěry v eurech ve vztahu k domácnostem a nefinančním podnikům sídlícím v eurozóně.

**Ústřední protistrana:** subjekt, který vstupuje mezi **protistrany** kontraktů obchodovaných na jednom či více finančních trzích a stává se kupujícím ve vztahu ke každému prodávajícímu a prodávajícím ve vztahu ke každému kupujícímu.

**Ústřední vláda:** vláda podle definice v **Evropském systému účtů 1995**, ale s vyloučením regionálních a místních vlád (viz také **vládní instituce**).

**Úvěrová instituce:** (i) podnik, jehož činnost spočívá v přijímání vkladů nebo jiných splatných peněžních prostředků od veřejnosti a v poskytování úvěrů na vlastní účet; nebo (ii) podnik nebo jakákoli jiná právnická osoba jiná než osoba podle bodu (i), která vydává platební prostředky ve formě elektronických peněz.



**Úvěrové riziko:** riziko, že **protistrana** neuhradí plnou výši závazku v okamžiku splatnosti nebo později. Úvěrové riziko zahrnuje riziko reprodukčních nákladů a riziko ztráty jistiny. Jeho součástí je i riziko úpadku zúčtovací banky.

**Úvěrový derivát:** finanční nástroj, který odděluje **úvěrové riziko** od podkladové finanční transakce, čímž umožňuje, aby bylo samostatně oceňováno a převáděno.

**Úvěry MFI rezidentům eurozóny:** úvěry **MFI** rezidentům **eurozóny**, kteří nejsou MFI (zahrnuje **vládní instituce** i soukromý sektor), a cenné papíry v držbě MFI, emitované rezidenty eurozóny (akcie, ostatní majetkové cenné papíry a **dluhové cenné papíry**), kteří nejsou MFI.

**Vkladová facilita: stálá facilita Eurosystemu,** kterou mohou **protistrany** využít k jednodenním vkladům u národní centrální banky za předem stanovenou úrokovou sazbu (viz také **základní úrokové sazby ECB**).

**Vládní instituce:** sektor, který se podle definice v **ESA 95** skládá z domácích subjektů, které se zabývají převážně produkcí netržního zboží a netržních služeb určených pro individuální i kolektivní spotřebu a/nebo přerozdělováním národního důchodu a bohatství. Zahrnuje ústřední, národní a místní vládní instituce a fondy sociálního zabezpečení. Právnícké osoby s vlastnickým podílem státu provádějící podnikatelskou činnost (například státní podniky), se do vládních institucí nezahrnují.

**Výkonná rada:** jeden z rozhodovacích orgánů **Evropské centrální banky (ECB)**. Skládá se z prezidenta a viceprezidenta ECB a čtyř dalších členů, jmenovaných ve shodě hlavami států či vlád zemí, které přijaly euro.

**Zajištění:** aktiva použitá (např. **úvěrovými institucemi** u centrálních bank) jako záruka za splacení úvěrů, případně aktiva prodaná (např. úvěrovými institucemi centrálním bankám) podle **dohod o zpětném odkupu**.

**Základ pro stanovení minimálních rezerv:** suma způsobilých položek rozvahy (zejména závazků), která tvoří základ pro výpočet **povinných minimálních rezerv úvěrové instituce**.

**Základní nabídková sazba:** spodní hranice úrokové sazby, pro kterou mohou **protistrany** podávat své nabídky v rámci nabídkového řízení s proměnlivou sazbou.

**Základní úrokové sazby ECB:** úrokové sazby stanovené **Radou guvernérů**, které odrážejí měnovou politiku **Evropské centrální banky**. Jedná se o sazby pro **hlavní refinanční operace, mezní zápůjční facilitu a vkladovou facilitu**.

**Ziskovost (rentabilita) podniků:** ukazatel schopnosti podniků vytvářet zisk, zejména ve vztahu k jejich tržbám, aktivům či základnímu kapitálu. Existuje řada různých ukazatelů rentability vycházejících z účetních výkazů podniku, např. poměr provozního zisku (tržby minus provozní náklady) k tržbám, poměr čistého zisku (provozní a ostatní zisk po zdanění, odpisech a odpočtu mimořádných položek) k tržbám, rentabilita aktiv (poměr čistého zisku k celkovým aktivům) a rentabilita vlastního kapitálu (poměr čistého zisku k vlastnímu kapitálu). Na makroekonomické úrovni se jako ukazatel ziskovosti často používá **hrubý provozní přebytek**, založený na národních účtech, např. ve vztahu k HDP nebo přidané hodnotě.

