



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

VÝROČNÍ ZPRÁVA 2007

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

VÝROČNÍ ZPRÁVA 2007

10





EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM



VÝROČNÍ ZPRÁVA 2007

V roce 2008
je na všech
publikacích ECB
vyobrazen motiv
z bankovky
10 €.

© Evropská centrální banka, 2008

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.int>

Fax

+49 69 1334 6000

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

Fotografie:

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

Uzávěrka statistických údajů pro tuto zprávu proběhla 29. února 2008.

ISSN 1830-2947 (elektronická verze)

OBSAH

PŘEDMLUVA	9	5 EKONOMICKÝ VÝZKUM	120
KAPITOLA I		5.1 Priority výzkumu	120
HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ A MĚNOVÁ POLITIKA		5.2 Publikace a konference	121
1 MĚNOVÁ ROZHODNUTÍ	18	6 JINÉ ÚKOLY A ČINNOSTI	123
2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ	24	6.1 Dodržování zákazu měnového financování a zvýhodněného přístupu	123
2.1 Globální makroekonomické prostředí	24	6.2 Poradní funkce	123
2.2 Měnový a finanční vývoj	28	6.3 Správa výpůjčních a úvěrových operací Evropského společenství	126
2.3 Vývoj cen a nákladů	52	6.4 Služby správy rezerv Eurosystemu	126
2.4 Nabídka, poptávka a trh práce	62		
2.5 Fiskální vývoj	68		
2.6 Vývoj směnných kurzů a platební bilance	76	KAPITOLA 3	
3 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH STÁTECH EU MIMO EUROZÓNU	81	VSTUP KYPRU A MALTY DO EUROZÓNY	
		1 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ NA KYPRU A MALTĚ	130
KAPITOLA 2		2 PRÁVNÍ ASPEKTY INTEGRACE KYPERSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A MALTSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY DO EUROSYSTEMU	134
OPERACE A AKTIVITY CENTRÁLNÍ BANKY		3 PROVOZNÍ ASPEKTY INTEGRACE KYPERSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A MALTSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY DO EUROSYSTEMU	136
1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY		3.1 Operace měnové politiky	136
1.1 Operace měnové politiky	94	3.2 Podíl na základním kapitálu, rezervách a devizových rezervách ECB	137
1.2 Devizové operace	102	4 ZAVEDENÍ HOTOVOSTNÍHO EURA NA KYPRU A NA MALTĚ	138
1.3 Investiční aktivity	102		
2 PLATEBNÍ SYSTÉMY A SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIRY	105	KAPITOLA 4	
2.1 Systém TARGET	105	FINANČNÍ STABILITA A INTEGRACE	
2.2 TARGET2	106	1 FINANČNÍ STABILITA	142
2.3 TARGET2-Securities	108	1.1 Monitorování finanční stability	142
2.4 Postupy vypořádání zajištění	110	1.2 Opatření v oblasti finanční stability	144
3 BANKOVKY A MINCE	112	2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED	146
3.1 Peněžní oběh a zpracování oběživa	112	2.1 Obecné otázky	146
3.2 Padělání bankovek a boj proti padělání	113	2.2 Bankovnictví	147
3.3 Emise a výroba bankovek	114	2.3 Cenné papíry	147
4 STATISTIKA	117		
4.1 Nové nebo rozšířené statistiky eurozóny	117		
4.2 Další vývoj v oblasti statistiky	118		
4.3 Příprava na rozšíření eurozóny	119		

3 FINANČNÍ INTEGRACE	149	KAPITOLA 8	149
4 DOZOR NAD INFRASTRUKTURAMI FINANČNÍHO TRHU	153	INSTITUCIONÁLNÍ RÁMEC, ORGANIZACE A ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA	
4.1 Dozor nad platebními systémy a infrastrukturami pro platby vysokých hodnot v eurech	153	1 ROZHODOVACÍ ORGÁNY A SPRÁVA A ŘÍZENÍ ECB	187
4.2 Platební systémy pro klientské platby	156	1.1 Eurosystem a Evropský systém centrálních bank	187
4.3 Systémy platebních karet	156	1.2 Rada guvernérů	188
4.4 Zúčtování a vypořádání cenných papírů	157	1.3 Výkonná rada	190
		1.4 Generální rada	192
		1.5 Výbory Eurosystemu/ESCB, Rozpočtový výbor, Výbor pro lidské zdroje a Řídící výbor Eurosystemu pro IT	193
KAPITOLA 5		1.6 Správa a řízení ECB	194
EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY		2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ	196
1 EVROPSKÉ OTÁZKY	162	2.1 Lidské zdroje	196
1.1 Hospodářskopolitické otázky	162	2.2 Nové sídlo ECB	198
1.2 Institucionální otázky	163	2.3 Úřad Eurosystemu pro koordinaci zadávání veřejných zakázek	199
1.3 Vývoj v kandidátských zemích EU a vztahy s nimi	164	3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB	200
2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY	166	4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB	201
2.1 Hlavní aspekty vývoje mezinárodního měnového a finančního systému	166	Zpráva o činnosti za rok končící 31. prosince 2007	202
2.2 Spolupráce se zeměmi mimo EU	168	Rozvaha k 31. prosinci 2007	206
		Výkaz zisků a ztrát za rok končící 31. prosince 2007	208
KAPITOLA 6		Účetní postupy	209
ODPOVĚDNOST		Komentář k rozvaze	214
1 ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU	174	Komentář k výkazu zisků a ztrát	225
2 VYBRANÁ TÉMATA NASTOLENÁ V PRŮBĚHU JEDNÁNÍ S EVROPSKÝM PARLAMENTEM	175	Zpráva nezávislého auditora	231
		Rozhodnutí o rozdělení zisku/úhradě ztráty	232
KAPITOLA 7		5 KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA EUROSISTÉMU K 31. PROSINCI 2007	234
VNĚJŠÍ KOMUNIKACE			
1 KOMUNIKAČNÍ POLITIKA	180	PŘÍLOHY	
2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI	181	PRÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB	238
		STANOVISKA PŘIJATÁ ECB	241

CHRONOLOGIE MĚNOVÝCH ROZHODNUTÍ EUROSYSTÉMU	245	Graf C	Struktura změn meziroční inflace měřené HICP od prosince 2006	56
DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ ECB OD ROKU 2007	247	5	Růst cen potravin v eurozóně	57
GLOSÁŘ	257	Graf A	Příspěvky cen zpracovaných potravin k meziroční inflaci měřené HICP	58
SEZNAM BOXŮ		Graf B	Vývoj cen potravin a tropických nápojů	58
1 Čistá zahraniční aktiva MFI a jejich vliv na měnový vývoj	33	Tabulka	HICP pro zpracované potraviny kromě tabáku v zemích eurozóny	58
Graf A Vývoj čistých zahraničních aktiv MFI a agregátu M3	33	6	Pokles nezaměstnanosti v eurozóně v posledních letech	66
Graf B Struktura kapitálových toků sektoru držby peněz a čistá zahraniční aktiva MFI	35	Graf A	Míra nezaměstnanosti v eurozóně a růst HDP	66
Graf C Struktura toků portfoliových investic	35	Graf B	Intenzita reforem v eurozóně a rozdělení podle oblasti reform, 2000–2006	68
Graf D Vývoj hrubých zahraničních aktiv a pasiv	36	Tabulka	Míra nezaměstnanosti v eurozóně podle pohlaví, věkové skupiny a kvalifikace	67
2 Volatilita úrokových sazeb peněžního trhu v roce 2007	38	7	Vývoj emise dluhových cenných papírů vládních institucí a spreadů výnosů z dluhopisů v eurozóně	70
Graf A Denní historická volatilita jednodenní úrokové sazby	39	Graf A	Struktura změn úrokových plateb	72
Graf B Denní historická volatilita sazeb z dlouhodobějších vkladů	39	Graf B	Spready mezi výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a Německa	72
Graf C Historická a implikovaná volatilita 3měsíčních úrokových sazeb peněžního trhu	40	Graf C	Swapy úvěrového selhání pro státní dluh	72
3 Podobnost a rozdíly mezi obdobími turbulencí na finančním trhu v letech 2007 a 1998	45	Tabulka A	Dluhové cenné papíry emitované vládami zemí eurozóny	70
Graf A Výnosy z dlouhodobých dluhopisů v USA a v eurozóně v letech 1998 a 2007	46	Tabulka B	Struktura zůstatků dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny	71
Graf B Ceny akcií v USA a v eurozóně v letech 1998 a 2007	46	8	Poučení z fiskálního vývoje v letech 2000–2001	74
4 Dopad vlivu srovnávací základny pro energie na inflaci měřenou HICP v roce 2007	55	Graf A	Fiskální vývoj v období 1998–2007	75
Graf A Příspěvky ke změnám meziroční inflace měřené HICP od prosince 2006	55	Graf B	Rozpočtové saldo a cyklická složka	75
Graf B Struktura meziměsíčních změn meziroční inflace měřené HICP	56			

9	Operace měnové politiky v době volatility na finančních trzích	96	7.	Úrokové sazby MFI z krátkodobých vkladů a úroková sazba peněžního trhu	30
	Graf Denní přebytek rezerv během udržovacího období	97	8.	Vklady v rámci M3 podle sektoru	31
10	Statistické důsledky rozšíření eurozóny o Kypr a Maltu	132	9.	Úvěry rezidentům eurozóny	31
			10.	Úrokové sazby peněžního trhu	37
SEZNAM TABULEK			11.	Tříměsíční sazby EUREPO, EURIBOR a jednodenní úrokový swap	37
1.	Cenový vývoj	53	12.	Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů	42
2.	Ukazatele mzdových nákladů	60	13.	Spotové a forwardové zlomové míry inflace v eurozóně	42
3.	Složení růstu reálného HDP	63	14.	Indexy cen akcií na hlavních trzích	44
4.	Vývoj trhu práce	64	15.	Implikovaná volatilita akciových trhů	44
5.	Fiskální pozice v eurozóně	69	16.	Úvěry MFI domácnostem	48
6.	Růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	81	17.	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům	48
7.	Inflace měřená HICP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	82	18.	Dluh a úrokové platby domácností	48
8.	Fiskální pozice v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	84	19.	Reálné náklady externího financování nefinančních podniků v eurozóně	49
9.	Platební bilance v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	85	20.	Ukazatele ziskovosti kotovaných nefinančních podniků v eurozóně	51
10.	Vývoj v ERM II	86	21.	Struktura reálného meziročního tempa růstu vnějšího financování nefinančních podniků	51
11.	Oficiální měnověpolitické strategie členských států EU mimo eurozónu	89	22.	Mezera financování nefinančních podniků a její hlavní složky	52
12.	Platby v systému TARGET	105	23.	Ukazatele dluhu nefinančních podniků	52
13.	Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2007	116	24.	Struktura inflace měřené HICP: hlavní složky	54
14.	Hlavní ekonomické ukazatele Kypru	130	25.	Příspěvky hlavních složek HICP k inflaci	54
15.	Hlavní ekonomické ukazatele Malty	131	26.	Struktura cen průmyslových výrobců	59
SEZNAM GRAFŮ			27.	Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech	60
1.	Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu	18	28.	Vývoj cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně	61
2.	Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích	24	29.	Kvalitativní ukazatele vnímání inflace a inflačních očekávání spotřebitelů v eurozóně	62
3.	Příspěvky zemí k růstu světového HDP	26			
4.	Vývoj na komoditních trzích	27			
5.	Agregát M3 a úvěry soukromému sektoru	28			
6.	Hlavní složky M3	29			

30. Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP	62
31. Ukazatele důvěry	64
32. Nezaměstnanost	65
33. Nominální a reálný efektivní směnný kurz eura	76
34. Saldo běžného účtu a jeho složky	78
35. Objem vývozu do zemí vybraných obchodních partnerů	78
36. Přímé a portfoliové investice v eurozóně	79
37. Čistá investiční pozice vůči zahraničí	79
38. Změny směnného kurzu eura vůči měnám členských států EU mimo mechanismus ERM II	87
39. Úvěry soukromému sektoru v roce 2007	88
40. Spread sazby EONIA	94
41. Faktory likvidity v eurozóně v roce 2007	95
42. Způsobila zajištění podle typu aktiva	99
43. Zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu a nesplacené úvěry v operacích měnové politiky	100
44. Členění aktiv (včetně úvěrových pohledávek) předložených jako zajištění podle typu aktiv	101
45. Celkový počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007	112
46. Celková hodnota eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007	112
47. Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007	112
48. Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2007	113
49. Struktura padělků eurobankovek podle nominální hodnoty	114

ZKRATKY

STÁTY

BE	Belgie
BG	Bulharsko
CZ	Česká
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	
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



Důležitou událostí minulého roku bylo již třetí rozšíření eurozóny od jejího vytvoření v roce 1999. Po Řecku a Slovinsku, které přijaly euro v roce 2001 a v roce 2007, se dne 1. ledna 2008 Kypr a Malta na základě rozhodnutí z roku 2007 staly 14. a 15. členskými státy, který přijal euro, a jejich národní centrální banky se připojily k Eurosystemu. Chtěl bych tímto srdečně přivítat občany Kypru a Malty. Dobré hospodářské výsledky Kypru a Malty, kterých dosáhly díky tomu, že v posledních letech prováděly makroekonomickou politiku orientovanou na stabilitu, umožnily těmto dvěma zemím zavést euro jako svou měnu. Přejít na euro proběhl v obou zemích plynule a efektivně. Po přijetí eura je hlavním úkolem těchto dvou zemí zajistit provádění vhodné národní hospodářské politiky tak, aby byl zajištěn vysoký stupeň udržitelné konvergence.

Další důležitou událostí roku 2007 byl podpis nové Smlouvy EU hlavami států nebo předsedy vlád dne 13. prosince v Lisabonu. V současné době probíhá ratifikace této Smlouvy ve všech 27 členských státech s tím, že by měla

vstoupit v platnost dne 1. ledna 2009. ECB vítá skutečnost, že nová Smlouva stanoví, že cílem EU je cenová stabilita a že Hospodářská a měnová unie (HMU) a euro jako její měna se rovněž stávají jejím cílem. ECB se stává unijní institucí a nová Smlouva potvrzuje nezávislost ECB, ESCB a národních centrálních bank, stejně jako právní subjektivitu, regulační pravomoci a finanční nezávislost ECB. ECB se domnívá, že nová Smlouva potvrzuje současné uspořádání HMU, a těší se na úspěšné dokončení ratifikačního procesu.

Meziroční inflace měřená HICP činila v roce 2007 2,1 % oproti 2,2 % v roce 2006. I když je tato hodnota vyšší než definice cenové stability ECB, tj. „nižší než 2 %, ale blízko této úrovně“, měnová politika ECB nadále pevně ukotvuje střednědobá až dlouhodobá inflační očekávání na úrovni celkově odpovídající cenové stabilitě bez ohledu na hospodářskou situaci charakterizovanou značnými tlaky na růst cen. Tyto tlaky byly vyvolány zejména růstem cen komodit, zejména energií a – hlavně ve čtvrtém čtvrtletí – potravin, a uvnitř eurozóny rovněž růstem nepřímých daní, kapacitních omezení v kontextu rostoucí ekonomiky a zpřísnění na trhu práce. Pokračující ukotvení inflačních očekávání ve střednědobém a dlouhodobém horizontu v roce 2007 se proto příznivě projevuje v důvěryhodnosti ECB pokud jde o udržování cenové stability ve střednědobém horizontu, tak jak to odpovídá jejímu mandátu. Toto ukotvení je nezbytným předpokladem pro dobře fungující trhy, udržitelný hospodářský růst a tvorbu pracovních míst v eurozóně a pro Radu guvernérů má prvořadý význam.

Rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu byla po celý rok 2007 jednoznačně proinflační. Tato rizika zahrnují možnost dalšího růstu cen ropy a zemědělských produktů a potenciální neočekávané zvyšování regulovaných cen a nepřímých daní. Dále existovalo značné riziko rostoucího vlivu podniků na tvorbu cen, zejména v segmentech

trhu s nízkou konkurencí, a riziko silnějšího růstu mezd, než se očekávalo, což implikuje hrozbu sekundárních vlivů vyplývajících z dočasně zvýšené míry inflace na vývoj mezd a tvorbu cen. V zájmu udržení cenové stability ve střednědobém horizontu sledovala Rada guvernérů mzdová vyjednávání a tvorbu cen v eurozóně s velkou pozorností.

Ekonomická aktivita v eurozóně v roce 2007 nadále rostla solidním tempem. Navzdory volatilitám cenám energií a zvýšené nejistotě vyplývající z finančních turbulencí ve druhé polovině roku se reálný HDP meziročně zvýšil o 2,6 %. Vývoz z eurozóny stále těžil ze silného, i když zpomalujícího globálního hospodářského růstu – zejména ve složce fixních investic – avšak hlavní hnací silou růstu ekonomické aktivity byla i nadále domácí poptávka. V první polovině roku 2007 byl silný růst investic podporován příznivými podmínkami financování, vysokými zisky podniků a dalším zvyšováním efektivnosti. Ve druhé polovině roku 2007 zvýšená finanční nejistota částečně zhoršila situaci v reálné ekonomice a rovnováha rizik ohrožujících základní scénář pro eurozónu se vychýlila protiinflačním směrem.

Porovnání výsledků hospodářské analýzy a analýzy měnového vývoje potvrdilo hodnocení Rady guvernérů, že rizika ohrožující cenovou stabilitu jsou ve středním až delším horizontu nadále proinflační. Celkové hodnocení dostupných údajů potvrdilo, že tempo růstu peněžní zásoby a objemu úvěrů bylo velmi silné. Ve druhé polovině roku 2007 byl vliv finančních turbulencí na dynamiku růstu širokých peněz a objemu úvěrů nadále omezený. Přispěl k tomu zejména trvalý růst bankovních úvěrů domácímu soukromému sektoru, zejména nefinančním podnikům, což naznačuje, že úvěrová emise nebyla vážně narušena. V tomto období věnovala Rada guvernérů velkou pozornost měnovému vývoji.

S cílem zmírnit převažující proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu ve střednědobém

horizontu Rada guvernérů v březnu a v červnu 2007 zvýšila základní úrokové sazby ECB vždy o 25 bazických bodů. V důsledku toho se základní nabídková sazba hlavních refinančních operací Eurosystemu zvýšila z 3,50 % na konci roku 2006 na 4,00 % v červnu 2007. Ve druhé polovině roku se Rada guvernérů rozhodla ponechat základní úrokové sazby ECB beze změny. S ohledem na nezvykle vysokou míru nejistoty ohledně dopadu finančních turbulencí na reálnou ekonomiku Rada guvernérů považovala za nutné shromažďovat a hodnotit další informace a sledovat zvláště pečlivě vývoj na finančních trzích před tím, než vyvodí další závěry pro měnovou politiku. Rada guvernérů zároveň potvrdila, že je neustále připravena učinit co bude třeba, aby se nenaplnila proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu a aby bylo zachováno pevné ukotvení dlouhodobých inflačních očekávání.

Podle aktualizovaných programů stability bylo v roce 2007 dosaženo dalšího pokroku v oblasti fiskální konsolidace. Poměr fiskálního deficitu v eurozóně k HDP se snížil na 0,8 % oproti 1,5 % v roce 2006. V roce 2008 se však očekává obnovení růstu tohoto ukazatele, a to v době, kdy mnohé země ještě nedosáhnou zdravých fiskálních pozic. To ukazuje na riziko, že některé země nesplní ustanovení preventivních nástrojů Paktu stability a růstu. Aby nebyla podkopána důvěryhodnost Paktu, měly by tyto země provádět mnohem ambicióznější politiku a zlepšovat své strukturální pozice o 0,5 % HDP ročně tak, jak to vyžaduje Pakt. Je velmi důležité, aby všechny země plnily své závazky a zaměřily se na dosažení střednědobého cíle, tj. zdravé fiskální pozice nejpozději do roku 2010, jak bylo dohodnuto na zasedání Euroskupiny v dubnu 2007 v Berlíně. Diskreční fiskální uvolnění by bylo zcela nevhodné. Naopak volné působení automatických stabilizátorů v zemích se zdravou rozpočtovou pozicí a zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí je to nejlepší, čím může fiskální politika přispět k makroekonomické stabilitě.

Pokud jde o strukturální reformy, jsou nedávné výsledky v kontextu lisabonské strategie povzbudivé. Strukturální reformy a zmírnění růstu mezd v posledních letech vedlo k podstatnému zvýšení zaměstnanosti v eurozóně – zhruba o 15,8 mil. osob v období devíti let od začátku třetí etapy EMU, zatímco za devět let do roku 1999 činil tento nárůst ve stejné skupině zemí asi 4,5 mil. osob. Podobně míra nezaměstnanosti v eurozóně nadále klesala z 8,3 % v roce 2006 na 7,4 % v roce 2007, což je úroveň, která nebyla zaznamenána za posledních 25 let. Není zde však důvod k přílišné spokojenosti. Míra nezaměstnanosti je v mnoha zemích stále vysoká a míra participace je podle mezinárodních standardů stále nízká. Růst produktivity v eurozóně je navíc nadále slabý a zužuje tak prostor pro růst mezd. Je tedy důležité, aby vlády zrychlily tempo a zintenzivnily reformní úsilí a odstranily tak zbývající překážky omezující tvorbu pracovních míst a růst produktivity. To vyžaduje především zlepšení vzdělávacího systému a celoživotního vzdělávání, které by přispělo k rozvoji lidského kapitálu, zlepšení vyhlídek zaměstnanosti a zvýšení inovací. Je také třeba trvale usilovat o zvýšení konkurence a flexibility a o lepší fungování trhů práce, zboží a služeb. Růst produktivity a cenovou stabilitu v eurozóně podpoří zejména zvýšení konkurence v sektoru služeb a v síťových odvětvích, jakož i aplikace vhodných opatření na agrárním trhu EU.

Rok 2007 byl poznamenán velmi složitými problémy na finančních trzích. Od srpna ovlivňovala eurový peněžní trh velmi závažná celosvětová korekce trhů se silnými turbulencemi a vysokou volatilitou. Velký pokles likvidity na eurovém peněžním trhu dne 9. srpna vedl ECB k tomu, aby dodala 95 miliard eur za svou 4% měnověpolitickou sazbu s jednodenní splatností. V dalších dnech ECB provedla další podobné operace se stále nižšími částkami. V následujících týdnech a měsících provedla ECB také doplňující

dlouhodobější refinanční operace, jakož i operace jemného doladění. Dále dodala likviditu v dolarech souběžně s termínovou aukční facilitou Federální rezervní banky v New Yorku. Na konci roku přijala ECB zvláštní opatření v oblasti likvidity, aby uspokojila specifické potřeby bankovního systému.

V důsledku operací ECB se jednodenní úrokové sazby vrátily na stabilní úroveň v blízkosti měnověpolitické sazby stanovené Radou guvernérů, která převažovala před začátkem turbulencí. V delších splatnostech peněžního trhu však zůstalo napětí.

Korekce finančního trhu vyvolala významné přehodnocení rizika účastníky trhu. ECB stejně jako ostatní členové Eurosystemu při několika příležitostech upozornila, a to zejména v publikaci Financial Stability Review, že daná situace se vyznačuje podceňováním rizik. Přestože současná významná korekce trhu ještě neskončila, lze učinit některé předběžné závěry, a to: i) je nutné, aby banky zlepšily své systémy řízení rizik, ii) je třeba zvažovat výhody a nevýhody modelu „originate-to-distribute“ vytvořeného před začátkem korekce, iii) je třeba zvýšit transparentnost ze strany všech subjektů na trhu, iv) je nezbytné vyhodnotit celkovou úlohu agentur pro posuzování konkurenceschopnosti, v) je třeba, aby pracovníci dohledu co možná nejrychleji a nejefektivněji implementovali novou kapitálovou koncepci Basel II a zvažili případná zlepšení režimu dohledu pro rizika likvidity.

Finanční systém eurozóny zůstal v roce 2007 odolný, avšak jeho schopnost absorbovat šoky byla v druhé polovině roku podrobena těžké zkoušce. Kromě možných následků turbulencí na úvěrových trzích jsou rizika ohrožující bankovní systém eurozóny v budoucnu spojena zejména s možností nepříznivého vývoje úvěrového cyklu s negativními důsledky pro kvalitu aktiv bank a ztráty ze znehodnocení úvěrů. Možnost nerovnoměrného odeznívání globální nerovnováhy je navíc nadále zdrojem

střednědobého rizika pro finanční stabilitu na celém světě.

V roce 2007 ECB aktivně přispívala k procesu finanční integrace v Evropě. Kromě monitorování vývoje v této oblasti a poskytování poradenství týkajícího se příslušné legislativy a nařízení potvrdila ECB svoji úlohu katalyzátoru činnosti soukromého sektoru, a to zejména svojí další silnou podporou projektu jednotné oblasti pro platby v eurech. Eurosystem vedl stálý dialog s bankami a dalšími zainteresovanými subjekty a zintenzivnil koordinaci s Evropskou komisí. Dále podpořil schvalování směrnice o platebních službách, kterou 15. října 2007 schválil Evropský parlament.

System TARGET2 zahájil provoz 19. listopadu 2007, kdy první skupina osmi zemí přešla na jednotnou sdílenou platformu. Druhá skupina sedmi zemí přešla na tuto jednotnou sdílenou platformu 18. února letošního roku a třetí skupina na tuto platformu přejde 19. května. S ohledem na využití veškerých výhod systému TARGET2 Eurosystem pokračoval ve zkoumání možnosti nabídnout novou službu nazvanou TARGET2-Securities (T2S), nadále poskytoval společnou technickou infrastrukturu pro vypořádání obchodů s cennými papíry v eurech v penězích centrální banky, prováděné centrálními deponitáři cenných papírů (CSD), a zpracovával vypořádání cenných papírů i hotovosti na společné technické platformě. System T2S zajistí, že v rámci eurozóny nebude rozdíl mezi prováděním vnitrostátních a přeshraničních vypořádání. Měl by tak přispívat k integraci a harmonizaci evropských finančních služeb po uzavření obchodu a podporovat konkurenci tím, že by poskytoval rovný, levný a harmonizovaný přístup k vypořádacím službám v rámci evropského finančního trhu.

Celkový počet rozpočtovaných pracovních míst pro rok 2007 činil 1 348 ekvivalentu

plného pracovního úvazku (EPPÚ). V roce 2006 to bylo 1 343 EPPÚ. Poté, co byly v roce 2006 zavedeny všeobecné zásady mobility motivující zaměstnance změnit každých pět let místo, dostalo se interní mobilitě značné podpory. V roce 2007 se celkem 152 zaměstnanců, včetně 31 manažerů a poradců, interně přesunulo buď dočasné nebo dlouhodobě na jiné místo.

Kromě podpory mobility se strategie lidských zdrojů nadále zaměřovala na rozvoj managementu ECB a zejména na posilování manažerských dovedností prostřednictvím vzdělávání a individuálního doškolování. Trvalé osvojování si a rozvoj schopností a znalostí všemi zaměstnanci je stále základním prvkem strategie ECB v oblasti lidských zdrojů. Kromě četných nabídek interního vzdělávání zaměstnanci nadále využívali možnosti externího vzdělávání k řešení individuálních specifických požadavků na vzdělávání „odbornějšího“ charakteru.

Výbor pro lidské zdroje, který byl založen v roce 2005 s cílem podpořit spolupráci a pocit sounáležitosti mezi centrálními bankami Eurosystemu/ESCB v oblasti řízení lidských zdrojů, se v roce 2007 zabýval různými aspekty vzdělávání a rozvoje zaměstnanců, včetně možností společných vzdělávacích aktivit ESCB a rozvoj opatření zvyšujících mobilitu v rámci ESCB.

V roce 2007 byla dokončena podrobná plánovací fáze výstavby nového sídla ECB. V polovině července bylo v Úředním věstníku Evropské unie zveřejněno výběrové řízení na generálního dodavatele pro výstavbu nového sídla ECB. Ze zájemců, kteří odpověděli do začátku října, ECB vybrala některé společnosti a vyzvala je, aby předložily své nabídky. Vhodnou společnost vybere ECB do října 2008. Projekt pokračuje v souladu s časovým plánem a finančním rozpočtem, který schválila Rada guvernérů.

V roce 2007 dosáhla ECB přebytku 286 mil. EUR ve srovnání s 1 379 mil. EUR v roce 2006. Stejně jako v roce 2006 převedla ECB stejnou částku do rezervy na krytí rizik souvisejících se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata, a v důsledku toho vykázala nulový čistý zisk. Tato rezerva bude použita ke krytí ztrát vznikajících v důsledku těchto rizik, a zejména k financování oceňovacích ztrát, které nejsou zachyceny v účtech přecenění. Výše této rezervy bude každoročně revidována.

Frankfurt nad Mohanem, březen 2007



Jean-Claude-Trichet



KAPITOLA I

**HOSPODÁŘSKÝ
VÝVOJ A MĚNOVÁ
POLITIKA**

I MĚNOVÁ ROZHODNUTÍ¹

V roce 2007 ECB prováděla svou měnovou politiku v prostředí zdravého hospodářského růstu a vysokého růstu peněžní zásoby a úvěrů v eurozóně. Střednědobá rizika ohrožující cenovou stabilitu zjištěná pravidelnými hospodářskými a měnovými analýzami Rady guvernérů zůstávala během roku jednoznačně proinflační. Za účelem eliminace těchto rizik Rada guvernérů nadále upravovala nastavení měnové politiky a v březnu a červnu zvýšila základní úrokové sazby ECB celkem o 50 bazických bodů. V důsledku toho se v červnu 2007 zvýšila základní nabídková sazba hlavních refinančních operací Eurosystemu na 4,00 %.

V důsledku turbulencí a zvýšené volatility na finančních trzích na začátku srpna 2007, způsobených zhoršením na trhu s rizikovými hypotékami v USA a přehodnocením rizik, byl výhled hospodářské aktivity v eurozóně zahalen nezvykle vysokou mírou nejistoty. I když byla potvrzena existence proinflačních rizik, v prostředí zvýšené nejistoty bylo nutné před vyvozením měnověpolitických závěrů shromáždit a vyhodnotit další informace. Rada guvernérů proto ponechala ve druhém pololetí

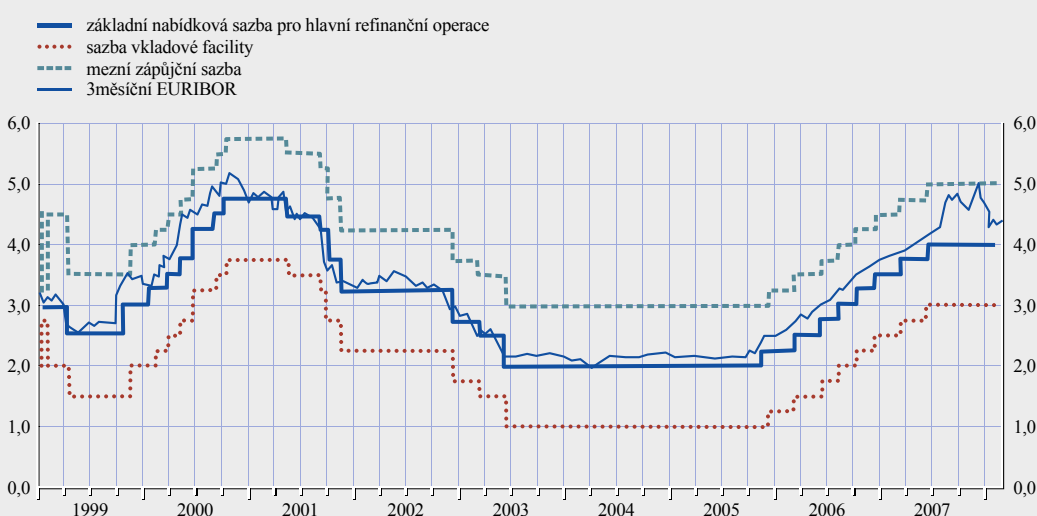
klíčové úrokové sazby ECB beze změny (viz graf 1).

Průměrná meziroční inflace měřená HICP dosáhla v roce 2007 2,1 % oproti 2,2 % v roce 2006. Celková inflace během roku výrazně kolísala, zejména v důsledku vývoje cen energií. Do třetího čtvrtletí roku 2007 se meziroční inflace měřená HICP vyvíjela v souladu s definicí cenové stability ECB (tj. ve střednědobém horizontu pod 2 %, avšak blízko této úrovně), což bylo částečně důsledkem příznivého působení srovnávací základny ovlivněné vývojem cen energií v předchozím roce. Naopak ke konci roku se meziroční inflace prudce zvýšila a výrazně překročila 2 %. Tento vývoj byl způsoben zejména výrazným zvýšením cen ropy a potravin na světových trzích ve druhém pololetí roku 2007 a nepříznivým působením srovnávací základny vyplývajícím z poklesu cen energií v posledním čtvrtletí roku 2006. Vývoj

1 Všechny údaje týkající se růstu HDP a inflace měřené HICP odrážejí revidované údaje dostupné k datu uzávěrky této zprávy (29. února 2008). Použití aktualizovaných revidovaných údajů v reálném čase dostupných v době přijetí měnověpolitických rozhodnutí nemění odůvodnění měnověpolitických úvah a rozhodnutí prezentovaných v této části.

Graf 1 Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Sazba pro hlavní refinanční operace je sazba pro nabídková řízení s pevnou sazbou pro operace vypořádané před 28. červnem 2000. Po tomto datu sazba představuje základní nabídkovou sazbu pro nabídková řízení s proměnlivou sazbou.

mezí v průběhu roku 2007 zůstal i v podmínkách silného hospodářského růstu, objevujících se kapacitních omezení a zpřísnění podmínek na trzích práce nadále umírněný. Dlouhodobá inflační očekávání odvozená ze šetření zůstala ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě, zlomová míra inflace odvozená z výnosů dluhopisů, které obsahují inflační rizikovou prémii, však mírně vzrostla. Celková rizika byla nadále jednoznačně proinflační. Mezi tato rizika patřila například existence prostoru pro nepředpokládané zvyšování cen ropy a zemědělských výrobků, zvýšení regulovaných cen a nepřímých daní a možnost silnější pozice firem při stanovení cen, zejména pak v sektorech nepodléhajících konkurenci. Významným proinflačním rizikem byl i potenciálně rychlejší než očekávaný růst mezd a zejména sekundární dopady prostřednictvím tvorby mezd a cen v důsledku vyšších cen komodit a vyšší celkové inflace.

Ekonomika eurozóny rostla v průběhu roku 2007 nadále solidním tempem. Vývozy z eurozóny sice nadále těžily z rychlého, i když zpomalujícího globálního růstu, ale hlavní hnací silou byla domácí poptávka. Investiční aktivita zůstala během roku na vysoké úrovni díky příznivým podmínkám financování (zejména v prvním pololetí), vysokým ziskům podniků a dalšímu zvyšování efektivnosti v podnikatelském sektoru v důsledku dlouhodobější restrukturalizace v tomto sektoru. K hospodářskému růstu v eurozóně nadále přispívala i spotřeba podporovaná příznivým vývojem reálného disponibilního příjmu v podmínkách zlepšující se situace na trhu práce. Turbulence na finančních trzích, které začaly na počátku srpna 2007, znejistily výhled budoucího vývoje hospodářské aktivity a posílily riziko zpomalení hospodářského růstu. Vývoj základních ekonomických veličin v eurozóně však přesto zůstal nadále zdravý; ziskovost podniků se udržela na dosavadní úrovni, rozpočty domácností byly silné, růst zaměstnanosti vysoký a míra nezaměstnanosti se snížila z 8,2 % v roce 2006 na 7,4 % v roce 2007, což byla nejnižší úroveň za posledních 25 let. Reálný HDP v eurozóně se v roce 2007 i přes problémy způsobené volatilitou cenami

energií a turbulencemi na finančních trzích zvýšil meziročně o 2,6 %. Krátkodobá rizika ohrožující výhled hospodářského růstu byla po většinu roku celkově vyrovnaná, dlouhodobá rizika však byla nadále protiinflační. Rizika se týkala zejména vnějšího vývoje, obzvláště pak možného dalšího zvýšení cen ropy a dalších komodit, globální nerovnováhy a potenciálních protekcionistických tlaků. Riziko zpomalení hospodářského růstu po nástupu turbulencí na finančních trzích zesílilo vzhledem k potenciálnímu dopadu přehodnocení rizika na finančních trzích na podmínky financování, ekonomický sentiment a globální prostředí.

Porovnání výsledků hospodářské analýzy s výsledky měnové analýzy potvrdilo, že ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu převládala proinflační rizika. Během roku 2007 pokračoval rychlý růst peněžní zásoby a úvěrů. Vývoj širokého agregátu M3 sice ovlivňovala řada faktorů (zploštění výnosové křivky a později turbulence na finančních trzích a specifické obchody spojené s restrukturalizací určitých bankovních skupin), ale celkové hodnocení potvrdilo silný vliv tempa růstu peněžní zásoby a úvěrů podporovaný zejména trvalým růstem úvěrů soukromému sektoru. Rada guvernérů proto věnovala zvláštní pozornost měnovému vývoji. Dalším důvodem byla i její snaha o lepší pochopení krátkodobé reakce finančních institucí, domácností a firem na turbulence na finančních trzích ve druhém pololetí roku 2007.

S cílem čelit převažujícím proinflačním rizikům zjištěným hospodářskou i měnovou analýzou se Rada guvernérů rozhodla zvýšit v březnu a červnu 2007 základní úrokové sazby ECB vždy o 25 bazických bodů. Turbulence na finančních trzích na počátku srpna 2007 a následné zvýšení volatility a přecenění rizika na finančních trzích zvýšily nejistotu výhledu vývoje hospodářské aktivity v eurozóně nad obvyklou mez. Rada guvernérů i za této situace a navzdory hodnocení, že rizika zůstávají jednoznačně proinflační, považovala za vhodné před vyvozením dalších měnověpolitických závěrů shromáždit další informace a pečlivě vyhodnotit nově získané údaje. S přihlédnutím

ke zvýšené míře nejistoty proto Rada guvernérů ponechala ve druhém pololetí základní úrokové sazby ECB beze změny.

Ve své komunikaci s účastníky finančního trhu a širokou veřejností Rada guvernérů zdůraznila, že bude velmi pečlivě sledovat veškerý vývoj, zejména ten na finančních trzích. Rada Guvernérů dále naznačila, že je připravena čelit proinflačním rizikům důsledným jednáním ve správný okamžik tak, aby zabránila promítání sekundárních dopadů prostřednictvím tvorby mezd a cen ve střednědobém horizontu. To zajistí pevné ukotvení střednědobých až dlouhodobých inflačních očekávání na úrovni odpovídající cenové stabilitě. Ukotvení inflačních očekávání odráží pověření Rady guvernérů a je nezbytným předpokladem pro dobře fungující trhy, trvalý hospodářský růst a tvorbu pracovních míst.

DALŠÍ ÚPRAVA NASTAVENÍ MĚNOVÉ POLITIKY V PRVNÍM POLOLETÍ ROKU 2007

Nově získané údaje na začátku roku dále podpořily oprávněnost zvyšování úrokových sazeb v roce 2006. Tyto údaje potvrdily zejména názor, že rizika zůstávají v podmínkách pokračujícího rychlého růstu hospodářské aktivity v eurozóně proinflační.

Vzhledem k mezičtvrtletnímu nárůstu o 0,8 % ve čtvrtém čtvrtletí 2006 předčil růst reálného HDP eurozóny původní očekávání. K růstu výrazně přispívala domácí poptávka a vývoz, což poukázalo na stále soběstačnější charakter hospodářského rozvoje. Dostupné ukazatele důvěry nadále podporovaly názor Rady guvernérů, že vysoké tempo hospodářského růstu se udrží i na počátku roku 2007. Střednědobý výhled vývoje hospodářské aktivity zůstal navíc příznivý. Rychlý růst globální ekonomiky a dynamický růst investic v eurozóně v souvislosti se zlepšujícími se podmínkami na trhu práce vytvářejí podmínky pro trvalý růst ekonomiky eurozóny. Makroekonomické projekce sestavené odborníky ECB v březnu 2007 zvýšily výhled hospodářského růstu oproti projekcím odborníků Eurosystemu z prosince 2006. V revizi se z velké míry odráží dynamika růstu reálného HDP ve druhém pololetí roku

2006 a nižší ceny energií, které by – pokud se udrží – měly příznivý vliv na reálný disponibilní důchod. Průměrný meziroční růst reálného HDP se měl v roce 2007 pohybovat v rozmezí 2,1 až 2,9 % a v roce 2008 v rozmezí 1,9 až 2,9 %.

Pokud jde o vývoj cen, meziroční inflace měřená HICP zůstala na začátku roku na úrovni 1,9 %, a byla tudíž v souladu s definicí cenové stability ECB. Pokles celkové inflace od léta 2006 byl způsoben především nižšími cenami energií. Rada guvernérů zdůraznila význam střednědobého náhledu a odhlédnutí od možné volatility inflace v průběhu roku 2007 při hodnocení výhledu cenového vývoje. V makroekonomických projekcích sestavených odborníky ECB v březnu 2007 byla horní hranice rozpětí prognózy inflace pro rok 2007 mírně nižší než v projekcích odborníků Eurosystemu z prosince 2006, což z velké míry odráželo významný pokles cen ropy. Rozpětí v prognózách inflace pro rok 2008 bylo naopak o něco vyšší než v prosincových projekcích, a to především z důvodu předpokládaného vyššího hospodářského růstu v eurozóně, který by mohl vytvářet silnější tlak na využití výrobních faktorů a jejich cenu. Průměrný meziroční růst inflace měřená HICP se měl v roce 2007 pohybovat mezi 1,5 a 2,1 % a v roce 2008 mezi 1,4 a 2,6 %. Ve střednědobém horizontu, který je pro měnovou politiku relevantní, tento výhled cenového vývoje nadále ohrožovala proinflační rizika.

Výsledek měnové analýzy potvrdil existenci proinflačních rizik, která již identifikovala hospodářská analýza. Pokračující dynamický růst peněžní zásoby a úvěrů v podmínkách vysokého objemu likvidity poukazoval na inflační rizika ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu. Na začátku roku 2007 dosáhl růst M3 úrovně, která nebyla zaznamenána od zavedení eura. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů soukromému sektoru zůstalo nadále vysoké a bylo do značné míry odrazem pokračující trendu zrychlování růstu úvěrů nefinančním podnikům, který trvá již od poloviny roku 2004. V kontextu rostoucích úrokových sazeb z hypotečních úvěrů v celé eurozóně a zpomalování aktivity

na trhu s bydlením v některých oblastech vykázal růst úvěrů domácnostem známky určitého zpomalení, i když úroveň růstu je stále velmi vysoká. Peněžní údaje tudíž potvrdily pokračování trendu rostoucího tempa expanze peněžní zásoby a úvěrů, pozorované od poloviny roku 2004. Rada guvernérů proto dospěla k názoru, že vývoj peněžní zásoby i nadále vyžaduje pečlivou pozornost, zejména v souvislosti se stabilním růstem hospodářské aktivity a s pokračováním dynamického vývoje na trhu nemovitostí v eurozóně.

Vzhledem k přetrvávajícím proinflačním rizikům vyplývajícím z hospodářské i měnové analýzy Rada guvernérů dne 8. března 2007 rozhodla, že zvýší základní úrokové sazby o 25 bazických bodů. Rada guvernérů vedle toho dospěla k názoru, že vzhledem k příznivému hospodářskému prostředí je měnová politika ECB i po rozhodnutí dále zvýšit základní úrokové sazby ECB nadále uvolněná.

Pokud jde o hospodářskou aktivitu, dostupné údaje jednoznačně potvrdily, že ekonomika eurozóny nadále rostla výrazně vyšším tempem, než se očekávalo v předchozím roce. Růst reálného HDP v prvním čtvrtletí roku 2007, který v mezičtvrtletním vyjádření dosáhl úrovně 0,8 %, byl opět o něco vyšší, než se dříve očekávalo. Střednědobý výhled hospodářské aktivity zůstal navíc příznivý. Tato situace se odrážela v projekcích odborníků Eurosystemu z června 2007, podle nichž se měl průměrný roční růst reálného HDP pohybovat v horním pásmu rozpětí projekcí sestavených odborníky ECB v březnu. Projekce pro rok 2008 byly zároveň po zvýšení cen ropy a vzhledem k riziku možného zpomalení růstu ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu upraveny mírně směrem dolů.

Meziroční inflace měřená HICP dosáhla v květnu úrovně 1,9 % a byla v důsledku vyšších cen ropy mírně vyšší, než se očekávalo na začátku roku 2007. Vzhledem k rostoucí trajektorii cen ropy implikované kontrakty futures a s ohledem na předchozí vývoj cen energií se očekávalo mírné snížení meziroční inflace v následujících měsících a její výrazný růst koncem roku. Podle

Rady guvernérů převažovala ve střednědobém horizontu nadále rizika pro zpomalení růstu cen, především v souvislosti s vyšší než očekávanou dynamikou mezd v prostředí rostoucího využívání volných kapacit a postupně se zlepšující situace na trzích práce.

Analýza měnového vývoje nadále potvrzovala převládající proinflační rizika ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu. Tempo růstu peněžní zásoby bylo v prostředí již tak vysokého objemu likvidity nadále velmi vysoké. To se odrazilo v pokračujícím rychlém růstu M3 i úvěrů. Faktory ovlivňující měnový vývoj a vývoj úvěrů v krátkodobém horizontu stále zřetelněji naznačovaly, že na tempo růstu peněžní zásoby začaly postupně působit vyšší krátkodobé úrokové sazby, i když celkovou dynamiku měnové a úvěrové expanze zatím výrazně neztlumily.

Porovnání výsledků hospodářské analýzy s výsledky měnové analýzy celkově potvrdilo názor Rady guvernérů, že ve střednědobém horizontu převládala proinflační rizika. Za této situace Rada guvernérů 6. června rozhodla, že zvýší základní úrokové sazby ECB o dalších 25 bazických bodů. Při této příležitosti Rada guvernérů uvedla, že i po tomto rozhodnutí je měnová politika ECB stále uvolněná. K zajištění cenové stability ve střednědobém horizontu je třeba jednat důsledně a ve správný okamžik. Rada guvernérů také dala najevo, že bude pečlivě sledovat veškerý vývoj, aby zajistila, že nedojde k naplnění rizik ohrožujících cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu.

ZÁKLADNÍ ÚROKOVÉ SAZBY ECB VE DRUHÉM POLOLETÍ ROKU 2007 BEZE ZMĚN

Nově získané údaje o hospodářské aktivitě v průběhu třetího čtvrtletí byly nadále pozitivní a podporovaly názor, že ekonomika eurozóny pokračuje v růstu stabilním tempem v souladu se základním scénářem Rady guvernérů. I když mezičtvrtletní růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí zpomalil na 0,3 % oproti 0,8 % v prvním čtvrtletí, hospodářský růst v prvním pololetí jako celku odpovídal celkově potenciálnímu růstu. Po vypuknutí krize na americkém trhu rizikových hypoték a s tím souvisejících turbulencí na finančních trzích v srpnu 2007

byly vyhlídky vývoje hospodářské aktivity v eurozóně vystaveny nezvykle vysoké nejistotě, a bylo tedy nutné pečlivě sledovat veškerý vývoj, zejména pak vývoj na finančních trzích.

Podle makroekonomických projekcí sestavených pracovníky ECB ze září 2007 se měl růst reálného HDP v roce 2007 pohybovat mezi 2,2 a 2,8 %, což znamenalo mírné snížení oproti projekcím odborníků Eurosystemu z června 2007. Zde se odrážel především předpoklad mírně vyšších cen ropy a mírně zhoršených podmínek financování v důsledku vyšších rizikových prémie po turbulencích na finančních trzích. Projekce hospodářského vývoje pro rok 2008 se nezměnily (1,8 až 2,8 %) a byly shodné s projekcemi sestavenými odborníky Eurosystemu v červnu 2007. Rizika těchto projekcí naznačovala možnost nižšího růstu vzhledem k potenciálně širšímu dopadu zvýšené volatility i pokračujícího přehodnocování rizik na finančních trzích na podmínky financování a ekonomický sentiment.

Pokud jde o vývoj cen, meziroční inflace měřená HICP dosáhla v srpnu úroveň 1,7 %, avšak v průběhu zbývajících měsíců roku měla vzrůst nad úroveň 2 %, což bylo do značné míry důsledkem vývoje srovnávací základny cen energií. Podle projekcí sestavených odborníky ECB v září 2007 se měla meziroční inflace měřená HICP v roce 2007 pohybovat mezi 1,9 a 2,1 % a v roce 2008 pak mezi 1,5 a 2,5 %. Klesající vliv nepřímých daní a cen energií měl být kompenzován vyššími tlaky ze strany jednotkových mzdových nákladů. Podle Rady guvernérů byla rizika ohrožující výhled cenového vývoje stále proinflační.

Analýza měnového vývoje toto hodnocení nadále potvrzovala. Pokračující dynamika růstu peněžní zásoby a úvěrů ukazovala na existenci proinflačních rizik ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu. Rada guvernérů sdělila, že za situace pokračujících turbulencí na finančních trzích by volatilita na finančních trzích mohla dočasně ovlivnit dynamiku růstu peněžní zásoby. Jak se totiž ukázalo v předchozích případech, změny v postoji soukromého sektoru

k rizikům mohou být spojeny s velkými přesuny portfolií do bezpečných a likvidních měnových aktiv. Podle Rady guvernérů je proto nutná důkladná a komplexní analýza údajů o vývoji peněžní zásoby a úvěrů, která může zlepšit chápání vlivu finančního vývoje na měnový vývoj a pomoci určit signály, které naznačují působení měnového vývoje na dlouhodobější vývoj inflace a jsou tudíž relevantní z hlediska měnové politiky.

Rada guvernérů dospěla k názoru, že i přes převahu proinflačních rizik zjištěných hospodářskou i měnovou analýzou je vzhledem k vysoké úrovni nejistoty způsobené turbulencemi na finančních trzích před vyvozováním dalších měnověpolitických závěrů vhodné shromáždit další informace. Rada guvernérů se proto rozhodla ponechat základní úrokové sazby ECB ve třetím čtvrtletí beze změny a opětovně potvrdila, že bude veškerý vývoj velmi pečlivě sledovat, zejména vývoj na finančních trzích, aby zajistila, že nedojde k naplnění rizik ohrožujících cenovou stabilitu a aby dlouhodobější inflační očekávání zůstala pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě.

Ve čtvrtém čtvrtletí nově získané údaje podpořily předpoklad dlouhodobého charakteru hospodářského růstu v eurozóně. Reálný HDP vzrostl ve třetím čtvrtletí 2007 mezičtvrtletně o 0,8 %. Jeho hlavním faktorem byla domácí poptávka. Dostupné ukazatele důvěry zůstaly i přes mírný pokles v souvislosti s vysokou volatilitou a přeceněním rizik na finančních trzích od počátku srpna 2007 zhruba na úrovni signalizující pokračování hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí, i když mírnějším tempem než ve třetím čtvrtletí. Podle celkového hodnocení Rady guvernérů byl vývoj základních hospodářských veličin v eurozóně nadále příznivý, ziskovost byla stabilní a zaměstnanost rychle rostla. Podle projekcí odborníků Eurosystemu z prosince 2007 se měl růst v roce 2007 pohybovat mezi 2,4 a 2,8 %, v roce 2008 mezi 1,5 a 2,5 % a v roce 2009 mezi 1,6 a 2,6 %. Rozpětí pro rok 2008 byla upravena mírně

směrem dolů, nové rozpětí pro rok 2007 se pohybuje v horní části předchozího rozpětí.

Na základě těchto skutečností zůstával nadále v platnosti hlavní scénář Rady guvernérů pokud jde o růst reálného HDP v roce 2008 a 2009 na úrovni svého potenciálu. K hospodářskému růstu měly přispívat spotřeba i investice. Zároveň se očekávalo, že vývoj vnější poptávky bude nadále podporovat vývozy z eurozóny, pokud se udrží růst světové ekonomiky a zpomalení ekonomického růstu ve Spojených státech bude zčásti vykompenzováno pokračujícím dynamickým růstem rozvíjejících se tržních ekonomik. Výhled hospodářského růstu v eurozóně tak zůstal příznivý, i když jeho rizika nadále ukazovala na možnost zpomalení růstu. Jednalo se především o možnost dopadu probíhajících turbulencí na finančních trzích na podmínky financování a ekonomický sentiment, což by mohlo nepříznivě ovlivňovat růst v eurozóně a ve světě.

Pokud jde o vývoj cen, meziroční inflace měřená HICP na přelomu roku převýšila 3% hranici. Akcelerace inflace byla způsobena zejména výrazným zvýšením cen ropy a potravin na světových trzích a nepříznivým vlivem srovnávací základny u cen energií. Rada guvernérů dospěla k názoru, že hodnoty meziroční inflace zůstanou v prvních měsících roku 2008 výrazně nad úrovní 2 %, a poté se budou během roku 2008 opět snižovat. Období přechodně vysoké míry inflace by tedy mohlo trvat o něco déle, než se původně očekávalo.

Podle projekcí sestavených odborníky Eurosystemu v prosinci 2007 se měla inflace v roce 2008 zvýšit a pohybovat se mezi 2,0 a 3,0 %, v roce 2009 se pak měla naopak snížit a nacházet se mezi 1,2 a 2,4 %. V porovnání s projekcemi odborníků ECB ze září 2007 se výhled pro rok 2008 zvýšil, což do značné míry odráželo předpokládaný vývoj cen ropy a potravin.

Z hlediska vývoje peněžní zásoby neexistoval dostatek důkazů o tom, že by turbulence na finančních trzích od srpna 2007 výrazně

ovlivnily dynamiku růstu širokých peněžních a úvěrových agregátů. Tempo růstu bankovních úvěrů domácímu soukromému sektoru ve druhém pololetí roku 2007 ve skutečnosti zůstalo silné, a prozatím tak naznačuje, že na straně nabídky úvěrů nedošlo ke zhoršení. Celkové hodnocení měnových údajů potvrzuje stanovisko, že tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů zůstalo vysoké.

K zajištění cenové stability ve střednědobém horizontu v podmínkách převažujících proinflačních rizik souvisejících zejména s kapacitními omezeními a příznivým vývojem na trhu práce je nezbytné, aby nedošlo k sekundárním dopadům přechodně vysoké míry inflace na způsob tvorby mezd a cen. Rada guvernérů proto opětovně zdůraznila, že bude s velkou pozorností sledovat mzdová vyjednávání v eurozóně. Bude také nutné zabránit indexaci nominálních mezd podle vývoje indexu spotřebitelských cen. Jako další proinflační riziko bylo označeno probíhající zvyšování cen ropy a cen zemědělských výrobků v návaznosti na jejich pokračující silný růst zaznamenaný v posledních měsících roku 2007 a neočekávané zvyšování regulovaných cen a nepřímých daní.

Na základě toho se Rada guvernérů rozhodla, že ponechá základní úrokové sazby ECB ve čtvrtém čtvrtletí 2007 beze změny. Současně dala zřetelně najevo, že měnová politika ECB je připravena jednat důsledně a ve správný okamžik a čelit tak proinflačním rizikům, jak požaduje její mandát podle Smlouvy. Připravenost Rady guvernérů jednat byla vnímána jako nutný předpoklad k zajištění toho, aby se nenaplnily sekundární dopady vysoké inflace a další proinflační rizika a aby střednědobá až dlouhodobá inflační očekávání zůstala pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě.

2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ

2.1 GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

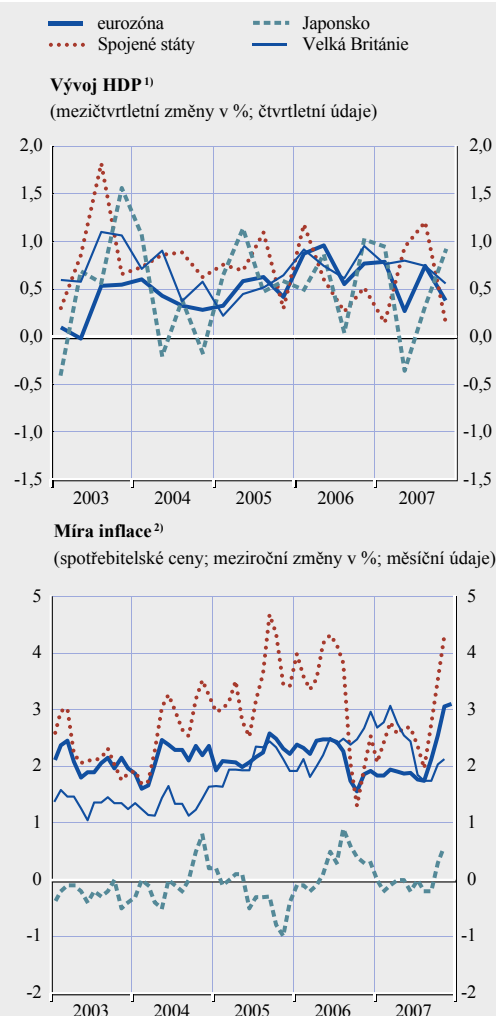
RŮST SVĚTOVÉ EKONOMIKY BYL SILNÝ, ALE ZPOMALOVAL

Po velmi dynamickém vývoji v předchozích třech letech růst světové ekonomiky (mimo eurozónu) v roce 2007 poněkud zmírnil. Příčinou bylo mimo jiné napětí na světových finančních trzích, které vyšlo na povrch v polovině roku 2007 a zastínilo hospodářský vývoj na celém světě, ale také určitý posun do pokročilejší fáze globálního produkčního cyklu. Zatímco nepříznivá situace na trhu s bydlením ve Spojených státech měla pouze omezený bezprostřední dopad na ostatní složky domácí poptávky, která ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2007 rostla rychlým tempem, ve čtvrtém čtvrtletí hospodářský růst ve Spojených státech výrazně zpomalil. Vliv slabšího ekonomického výhledu pro Spojené státy na světovou ekonomiku však v roce 2007 zůstal poměrně omezený. Na hlavních rozvíjejících se trzích vedly turbulence k dočasnému zvýšení volatility finančních trhů, ale schopnost rozvíjejících se ekonomik odolávat turbulencím zřejmě byla vyšší než v minulosti. Během celého roku dosahoval hospodářský růst v rozvíjejících se ekonomikách vysokých hodnot, a to především v asijských zemích. Zároveň vzrostla nejistota ohledně vyhlídek světové ekonomiky, která souvisela s rozsáhlým přehodnocováním rizik, přísnějšími podmínkami financování, růstem cen surovin a poklesem ukazatelů důvěry.

Po období převážně mírných globálních inflačních tlaků do září 2007 celková inflace ve většině ekonomik ke konci roku 2007 výrazně stoupla (viz graf 2). V zemích OECD se celkový růst spotřebitelských cen v prosinci 2007 zvýšil na 3,3 %. Hlavními příčinami byly vyšší ceny surovin a nepříznivý vliv srovnávací základny. Za nepříznivých tržních podmínek během roku 2007 pokračoval rychlý růst cen ropy. Navíc ceny neropných komodit v první polovině roku nadále prudce rostly. Následně se držely na vyšší úrovni a vyznačovaly se vysokou volatilitou. Tento pozdější vývoj odrážel značné zvýšení cen zemědělské produkce (zejména potravin), které bylo pouze zčásti kompenzováno poklesem cen

kovů. Ceny zemědělské produkce byly nadále ovlivňovány silnou poptávkou rozvíjejících se ekonomik, vývojem produkce biopaliv a špatnou úrodou v některých zemích. Vzhledem k větší váze potravin v jejich cenových indexech byly inflační tlaky v rozvíjejících se ekonomikách ještě výraznější než v industrializovaných zemích. Růst spotřebitelských cen očištěný

Graf 2 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.

o ceny potravin a energií však zůstal mírný a v zemích OECD v prosinci 2007 činil 2,1 %.

Meziroční tempo růstu reálného HDP ve Spojených státech za celý rok 2007 činilo 2,2 %, tedy o 0,7 procentního bodu méně než v roce 2006. Korekce na trhu s bydlením, která začala již v roce 2006, byla i nadále hlavním faktorem oslabujícím růst a prostřednictvím omezených investic do rezidenčních nemovitostí snížila růst HDP téměř o celý procentní bod. Navíc turbulence na finančním trhu v důsledku krize rizikových hypoték od léta 2007 zesilovaly a ke konci roku přispěly ke zpomalení růstu. Vývoj hospodářské aktivity během roku 2007 byl volatilní. Růst HDP v prvním čtvrtletí klesl pod úroveň potenciálního růstu, ve druhém a třetím čtvrtletí prudce vzrostl a opět ji překročil, ale ve čtvrtém čtvrtletí se znovu snížil. Za této nestálé situace zůstal růst soukromé spotřeby překvapivě silný navzdory vysokým cenám energií a turbulencím na trhu s bydlením a na finančním trhu. Bylo tomu tak zejména díky stále vysokému růstu zaměstnanosti a příjmů, který však ke konci roku zaznamenal podstatné zhoršení. Také podnikatelské investice do jiných aktiv než rezidenčních nemovitostí rostly rychlým tempem, čemuž napomáhala vysoká ziskovost podniků a v první polovině roku i příznivé podmínky financování. Příspěvek čistého vývozu dosáhl v roce 2007 poprvé od roku 1995 kladných hodnot v důsledku výrazného růstu světové ekonomiky a oslabení reálného efektivního kurzu dolaru. Tyto faktory také vysvětlují pokles schodku běžného účtu z 6,2 % HDP v roce 2006 na 5,5 % v prvních třech čtvrtletích roku 2007. Toto zlepšení bylo z větší části způsobeno snížením schodku bilance zboží.

Turbulence na finančních trzích, které byly důsledkem zvýšeného výskytu prodlení a nucených prodejů nemovitostí u rizikových hypoték ve Spojených státech, v létě nabyly na intenzitě. Jejich vliv na reálnou ekonomiku Spojených států však po většinu roku 2007 zůstal relativně omezený a týkal se především dostupnosti a cen úvěrů, a to zejména hypoték nesplňujících běžné podmínky. Jinak se

turbulence projevovaly zejména na peněžních trzích a ve finančním sektoru, kde banky musely výrazně snížit účetní hodnotu pohledávek.

Index CPI v roce 2007 ve Spojených státech meziročně vzrostl o 2,8 % ve srovnání s 3,2 % v předchozím roce. Růst spotřebitelských cen v prvním pololetí roku zrychlil v důsledku značného zvýšení cen energií a růstu položky imputované nájemné za bydlení. V letních měsících byly inflační tlaky poměrně utlumené, ale poté se zvýšily a meziroční růst CPI v listopadu dosáhl vrcholu ve výši 4,3 %. To bylo způsobeno převážně výrazným vlivem srovnávací základny růstem cen energií a potravin ke konci roku. Meziroční míra inflace očištěné o ceny energií a potravin v posledních měsících roku také vykazovala známky opětovného zrychlení. Za celý rok 2007 činila 2,3 % a byla o 0,2 procentního bodu nižší než v roce 2006.

V první polovině roku 2007 ponechal Federální výbor pro volný trh (FOMC) cíl pro sazbu z federálních fondů beze změny na 5,25 %. Po zintenzivnění turbulencí na finančním trhu Federální rezervní systém v září a říjnu přistoupil k opakovanému snížení úrokových sazeb celkem o 75 bazických bodů. Po prosincovém dodatečném snížení o 25 bazických bodů se tato sazba na konci roku nacházela na úrovni 4,25 %, tedy o celý procentní bod níže než v lednu. Fed také využíval další nástroje měnové politiky. V srpnu snížil rozpětí mezi sazbou z federálních fondů a diskontní sazbou ze 100 bazických bodů na 50 bazických bodů. Dne 12. prosince oznámil další změny svých měnověpolitických nástrojů. Založil dočasnou tzv. termínovou aukční facilitu (Term Auction Facility), jejímž prostřednictvím poskytuje ve formě aukce depozitním institucím termínové prostředky s delšími splatnostmi a volnějšími požadavky na zajištění než v případě operací na volném trhu. Zároveň se dohodl na dočasných operacích na poskytování likvidity s ECB a švýcarskou centrální bankou, kterým dodával dolary pro použití v rámci jejich jurisdikcí.

Pokud jde o fiskální politiku, schodek rozpočtu federální vlády ve fiskálním roce 2007 ve

srovnání s rokem 2006 klesl. Hlavní příčinou byly vyšší výnosy daně z příjmů fyzických osob a nižší výdaje. Podle odhadů rozpočtového výboru Kongresu federální rozpočtový schodek za fiskální rok 2007 představoval 1,2 % HDP.

Hospodářské oživení v Japonsku v roce 2007 pokračovalo, ačkoli došlo k oslabení domácí poptávky, a to zejména soukromé spotřeby. Růst reálné hospodářské aktivity v roce 2007 zmínil. Reálný HDP se zvýšil o 2,1 % ve srovnání s 2,4 % v roce 2006 a zůstal tak již čtvrtým rokem poblíž potenciálního růstu. Zatímco hospodářskou aktivitu nadále podporoval silný růst vývozu, příspěvek domácí poptávky k růstu HDP se snížil. Vývoz těžil z vývoje efektivního směnného kurzu japonského jenu a příznivé zahraniční poptávky zejména z Asie. Růst soukromé spotřeby klesl na 1,4 % oproti 2,0 % v roce 2006, ale podmínky na trhu práce zůstaly celkově příznivé. Navzdory růstu vývozu zpomalil také růst soukromých investic. To odráželo snížení investic do bydlení, jehož příčinou byl pokles výstavby po změně zákona o stavebních normách, ale také zpomalení investic do jiných aktiv než nerezidenčních nemovitostí, které bylo důsledkem nižší důvěry podnikatelského sektoru, a to především mezi malými a středními podniky. I přes zpomalení ekonomiky v roce 2007 dále rostla úvěrová emise bank, byť pomaleji než v roce 2006, což bylo způsobeno zvýšenou nejistotou na světových finančních trzích.

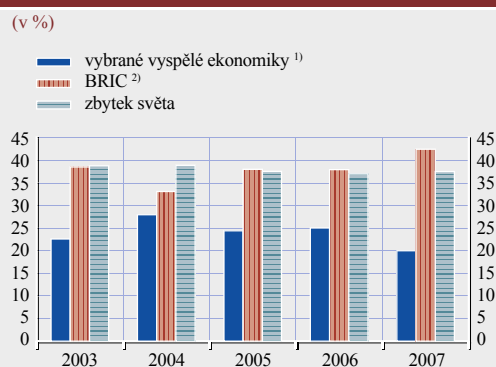
Růst spotřebitelských cen byl i v roce 2007 nevýrazný, což zčásti odráželo mírný růst mezd. Z kladných hodnot v důsledku vyšších cen surovin v roce 2006 meziroční vývoj spotřebitelských cen na začátku roku 2007 klesl do záporných hodnot. V říjnu pak došlo k obnovení cenového růstu, způsobenému opětovným zvýšením cen dovážených nerostných surovin. Za celý rok činilo meziroční tempo růstu spotřebitelských cen 0,0 % ve srovnání s 0,3 % v roce 2006. Po očištění o ceny čerstvých potravin dosáhlo také 0,0 %, zatímco o rok dříve činilo 0,1 %. V roce 2007 japonská centrální banka pokračovala ve svojí politice velmi pozvolného zpříšňování měnových podmínek v souladu s nevýraznými inflačními tlaky.

V únoru 2007 rozhodla podruhé od opuštění politiky kvantitativního uvolňování v březnu 2006 o zvýšení cíle pro sazbu z nezajištěných jednodenních úvěrů, a to z 0,25 % na 0,50 %.

Rozvíjející se ekonomiky nadále rostly značným tempem a měly výrazný podíl na růstu světového HDP v roce 2007, neboť růst vyspělých ekonomik zpomalil (viz graf 3). V řadě zemí se objevily určité inflační tlaky.

Hospodářská aktivita v rozvíjejících se asijských zemích zůstala silná. Navzdory méně příznivému vnějšmu prostředí v druhé polovině roku pomohla silná domácí poptávka udržet tempo růstu zejména v největších ekonomikách regionu. Inflační tlaky byly ve většině zemí nadále omezené, což bylo mimo jiné způsobeno zpříšňováním měnové politiky v mnoha ekonomikách. Výjimkou byla Čína, kde inflace v průběhu roku vzrostla. Příznivý makroekonomický vývoj v regionu se odrazil i v cenách na místních akciových trzích, které přes značné výkyvy dále stoupaly. Vývoj na devizových trzích byl méně jednoznačný. Efektivní směnné kurzy některých měn rozvíjející se Asie – např. thajského bahtu nebo indické rupie – výrazně posílily v důsledku silného přílivu kapitálu, zatímco jiné měny byly zhruba stabilní či oslabily.

Graf 3 Příspěvky zemí k růstu světového HDP



Zdroj: výpočty ECB
 Poznámka: Odhady podle databáze MMF WEO a prognóz z října 2007 s revidovanými směnnými kurzy podle parity kupní síly.
 1) Spojené státy, Japonsko a eurozóna.
 2) Brazílie, Rusko, Indie, Čína.

Čínská ekonomika loni i nadále velmi dynamicky rostla. Reálný HDP se v roce 2007 zvýšil o 11,4 % ve srovnání s 11,1 % v roce 2006, a to v důsledku přetrvávající domácí poptávky i vysokého čistého vývozu. Inflační tlaky zesílily, jak je patrné z nárůstu inflace měřené indexem CPI z 2,2 % v lednu na 6,5 % v prosinci. Tento nárůst byl způsoben především vyššími cenami potravin. Čínské renminbi během roku dále postupně posilovalo vůči dolaru, přestože vývoj efektivního směnného kurzu byl mírnější. V květnu čínská centrální banka oznámila rozšíření denního pásma pro směnný kurz renminbi vůči dolaru z odchylky $\pm 0,3$ % od referenčního kurzu na $\pm 0,5$ %. Pokračoval růst přebytku obchodní bilance a kumulovaný přebytek v roce 2007 dosáhl 262 mld. USD, tj. 8 % HDP, což je téměř o 50 % více než za celý rok 2006. V této souvislosti pokračoval růst devizových rezerv, které na konci roku 2007 činily 1,5 bilionu USD, tedy skoro 50 % HDP.

Také hospodářský růst v Latinské Americe zůstal vysoký, ačkoli ukazatele inflace a růstu se v jednotlivých ekonomikách poněkud lišily. Ekonomický výhled nadále podporovaly zlepšené základní makroekonomické veličiny, další pokles finanční zranitelnosti, vysoké ceny surovin a silná domácí poptávka. Zahraniční finanční podmínky se zhoršily v důsledku nedávných turbulencí na světových finančních trzích, byť méně než v předchozích obdobích tržní volatility. Především se zvýšily spready ze swapů úvěrového selhání pro státní dluhové nástroje v Latinské Americe, ačkoli z historického hlediska zůstaly nízké. Z hlavních ekonomik tohoto regionu bylo tempo hospodářského růstu mírnější v Mexiku, kde se projevilo méně příznivé vnější prostředí. Výraznější byl růst v Brazílii, zatímco inflace v obou zemích byla nadále mírná. Argentina znovu vykazovala značné tempo růstu reálného HDP a zvýšenou úroveň inflace.

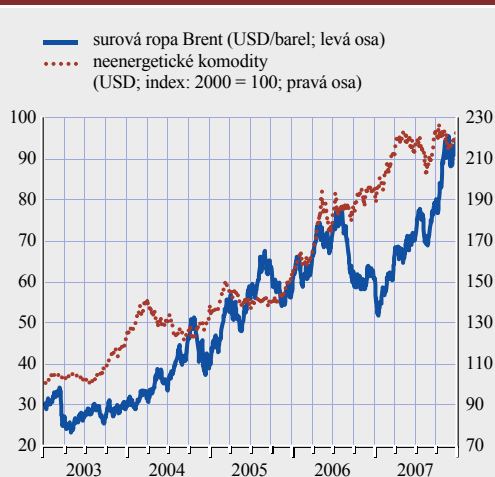
CENY SUROVIN V ROCE 2007

Ceny ropy v roce 2007 již čtvrtým rokem prudce rostly. Cena surové ropy Brent na konci listopadu dosáhla zhruba 95,6 USD za barel. Poté byly ceny ropy volatilní a na konci roku

činily 94,9 USD za barel, tedy zhruba o 17 USD více, než byly nejvyšší hodnoty ze srpna 2006. Ceny ropy vyjádřené v eurech byly pouze o zhruba 4 EUR vyšší než v srpnu 2006 a přibližně o 40 % vyšší než na konci roku 2006. Průměrná cena barelu ropy Brent v roce 2007 činila 71 USD a meziročně se zvýšila o 9 %.

Situace na trzích s ropou byla napjatá po celý rok. Pokud jde o stranu nabídky, Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) na konci roku 2006 snížila své produkční kvóty i skutečnou produkci, zatímco růst produkce zemí mimo OPEC nesplnil očekávání a nevyvážil tak nižší produkci zemí OPEC. Produkci navíc dočasně narušily výpadky spojené s obdobím hurikánů. Růst světové poptávky zůstal na poměrně vysoké úrovni. Určité oslabení poptávky členů OECD ke konci roku vykompenzoval silný růst poptávky zemí mimo OECD. Ve většině těchto zemí, zejména pak v Číně, byla poptávka nadále vysoká v důsledku rychlého hospodářského růstu. Poptávka po ropě byla v řadě těchto zemí také podporována dotacemi na ropné produkty. V období, kdy zásoby zpravidla rostou, ve Spojených státech a v ostatních zemích OECD nedošlo k nahromadění zásob před topnou sezonou na severní polokouli. Nízké zásoby ropy vyvolaly obavy z nedostatečné

Graf 4 Vývoj na komoditních trzích



Zdroje: Bloomberg a HWWI.

bezpečnostní rezervy pro případ výpadků dodávek (v souvislosti s geopolitickým napětím či extrémním počasím) v době, kdy situace na trzích již byla napjatá. Před koncem roku se zvýšila volatilita cen v důsledku měnicího se pohledu trhu na zpomalení ekonomiky Spojených států i světové ekonomiky, ale také určitého odeznívání spekulativních transakcí. Ceny však zůstaly vysoké, neboť Mezinárodní energetická agentura potvrdila příznivý výhled pro světovou poptávku po ropě v roce 2008, která má být podpořena vysokou poptávkou zemí mimo OECD, a naznačila možnost pomalejšího objevování nových ložisek ropy v následujícím desetiletí.

Kromě cen ropy se v roce 2007 výrazně zvýšily také ceny dalších surovin. Ceny neenergetických surovin, které měří Hamburský institut mezinárodní ekonomiky, zůstaly po většinu roku 2007 na vysoké úrovni a za značné volatility kulminovaly v polovině října. V prvním pololetí byly ceny neenergetických surovin podporovány výrazným zvyšováním cen průmyslových surovin a prudkým růstem cen zemědělských surovin, v jehož pozadí stál silný hospodářský růst, špatná úroda a zvýšené využívání zemědělských surovin ve výrobě biopaliv. V druhém pololetí trend rostoucích cen zemědělských surovin a potravin pokračoval především v důsledku silné poptávky z Číny, zatímco ceny průmyslových surovin (zejména neželezných kovů) klesly, což odráželo zpomalení průmyslové výroby v zemích OECD. V souhrnném vyjádření se ceny neenergetických surovin v dolarech v roce 2007 meziročně zvýšily v průměru zhruba o 19 %.

2.2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

MĚNOVÁ EXPANZE POKRAČOVALA RYCHLÝM TEMPEM

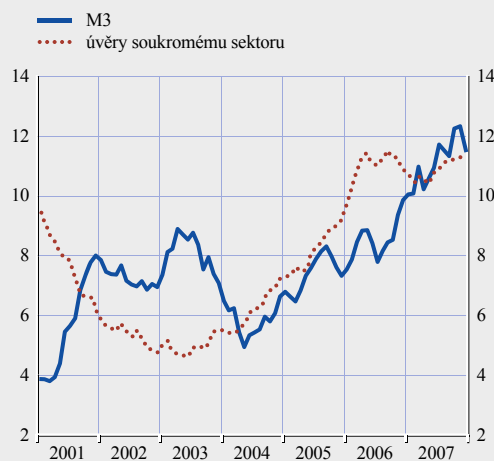
V roce 2007 pokračoval silný růst peněz a úvěrů pozorovaný již od poloviny roku 2004. Tento vývoj se odrazil v pokračujících vysokých tempech růstu širokého peněžního agregátu M3 a úvěrů soukromému sektoru (viz graf 5), která ve čtvrtém čtvrtletí 2007 činila 12,0 % a 11,2 %.

V širších souvislostech analýza měnového vývoje ukazuje, že růst M3 v roce 2007 může nadhodnocovat skutečnou velikost měnové expanze v důsledku stimulačního účinku relativně ploché výnosové křivky, který zvýšil atraktivnost krátkodobých vkladů MFI oproti dlouhodobým vkladům a cenným papírům. Silný růst M3 mohl být proto do určité míry tažen spekulativní poptávkou po peněžních aktivech. Vývoj peněz a úvěrů byl současně ovlivňován zvyšováním základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005. Vliv zvyšování krátkodobých úrokových sazeb na měnový vývoj byl i nadále patrný, a to například ve zpomalení meziročního tempa růstu M1 a úvěrů domácnostem.

Prozatím se zdá, že začátek turbulencí na finančních trzích pozorovaný od druhé poloviny 2007 měl na dynamiku vývoje širokého peněžního agregátu omezený dopad. Turbulence však ovlivnily zejména specifické složky a protipoložky M3, zejména ty, které úzce souvisejí se vznikajícím napětím na peněžním trhu, jako jsou emise akcií/podílových listů fondů peněžního trhu a dluhových cenných papírů MFI. Zdá se však, že k výraznějšímu přesunu do měnových aktiv, který by mohl být vyvolán zvýšením averze k riziku v nefinančním soukromém sektoru v souvislosti

Graf 5 Agregát M3 a úvěry soukromému sektoru

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



Zdroj: ECB.

s finančními turbulencemi, zatím nedošlo. Svědčí o tom i níže uvedená podrobná analýza složek a protipoložek M3.

SLOŽKY M3 BYLY OVLIVNĚNY PLOCHOU VÝNOSOVOU KŘIVKOU

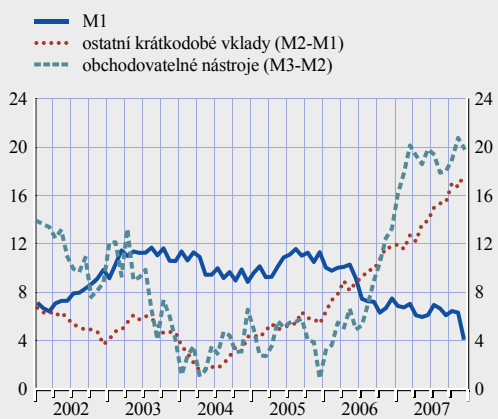
Pokud jde o vývoj složek peněžních agregátů, meziroční růst M1 se dále zpomalil až na 4,1 % ke konci roku 2007, což bylo mnohem méně ve srovnání s dvoucifernými hodnotami růstu zaznamenanými od roku 2003 do konce roku 2005 před zvýšením základních úrokových sazeb ECB. Tento pokles je patrný v obou složkách M1, tj. jak v jednodenních vkladech, tak i v objemu oběživa. Růst M1 byl v roce 2007 ovlivňován zejména dvěma protichůdnými faktory. Na jedné straně to byl tlumící účinek plynoucí z rostoucích nákladů příležitosti z držby M1 souvisejících se zvyšováním základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005. Na druhé straně to byla větší transakční poptávka po M1 v souvislosti s pokračující silnou hospodářskou aktivitou a možná také snaha držet M1 jako „polštář“ vzhledem k nedávným turbulencím na finančních trzích.

Zrychlování meziročního růstu krátkodobých vkladů jiných než jednodenních (M2-M1), pozorované od poloviny roku 2004, v roce 2007 nadále pokračovalo a v prosinci dosáhlo 17,8 % (viz graf 6). V prosinci 2007 se příspěvek těchto krátkodobých vkladů k meziročnímu růstu M3 zvýšil na 6,6 procentního bodu a tyto vklady byly nejdůležitějším faktorem celkové měnové expanze a dynamiky jejího vývoje v poslední době. 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 včetně), jejichž meziroční tempo růstu se v prosinci 2007 zvýšilo na 41,4 % z 27,2 % v prosinci 2006, byl doprovázen pokračujícím poklesem držby vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců včetně, které do prosince 2007 meziročně poklesly o 3,6 % z již nízké úrovně růstu na konci roku 2006.

Úročení krátkodobých termínovaných vkladů v zásadě následovalo růst krátkodobých

Graf 6 Hlavní složky M3

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



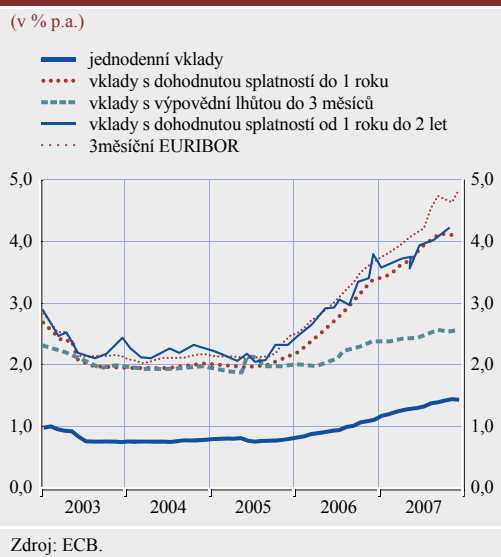
Zdroj: ECB.

úrokových sazeb peněžního trhu (viz graf 7). Rozdíl mezi úročením krátkodobých úsporných vkladů a jednodenních vkladů se tak zvětšil, neboť úročení těchto vkladů se zvyšovalo pomalu a mírně, což bylo v souladu s historickým vývojem). To vedlo k přesunu prostředků z M1 na úsporné a termínované vklady. Kromě toho byly krátkodobé termínované vklady v důsledku ploché výnosové křivky atraktivnější než rizikovější aktiva s delší splatností nezahrnutá do M3, neboť nabízely větší likviditu a menší riziko za menší náklady spojené s vyplácením výnosů, čímž podporovaly další přesuny z dlouhodobějších aktiv.

Meziroční tempo růstu obchodovatelných nástrojů (M3-M2), které v roce 2006 značně zesílilo, pokračovalo i v roce 2007 a v prosinci činilo 19,9 % ve srovnání s 13,3 % v prosinci 2006. Do značné míry to odráží dopad relativně ploché výnosové křivky v eurozóně, která podporovala přesuny do krátkodobějších měnových aktiv. V důsledku toho byl příspěvek těchto nástrojů k meziročnímu tempu růstu M3 relativně značný a v prosinci 2007 činil 2,7 procentního bodu.

To zakrývá odlišný vývoj před a po začátku finančních turbulencí, což je patrné z vývoje jednotlivých podložek. Například meziroční tempo

Graf 7 Úrokové sazby MFI z krátkodobých vkladů a úroková sazba peněžního trhu



růstu akcií/podílových listů fondů peněžního trhu se v průběhu roku neustále zvyšovalo až do července 2007. Některé fondy peněžního trhu se angažovaly na strukturovaném úvěrovém trhu za účelem zvýšení zisků, a tím překonání referenční sazby na peněžním trhu. V kontextu turbulencí na finančních trzích zaznamenaly akcie/podílové listy fondů peněžního trhu v srpnu, v září a opět v prosinci velký čistý odliv, což vedlo k poklesu jejich meziročního růstu. Tento odliv pravděpodobně odrážel všeobecnou averzi k riziku ve vztahu k těmto fondům, neboť jak se zdá, investoři ztratili důvěru ve svoji schopnost správně odhadnout rizika, která na sebe jednotlivé fondy vzaly angažováním se na trhu cenných papírů zajištěných aktivy v době, kdy cena takových nástrojů kolísala a bylo těžké ji odhadnout. Pokles investic do akcií/podílových listů fondů peněžního trhu těchto aktiv se odrazil v silném růstu krátkodobých dluhových cenných papírů MFI. Od srpna do listopadu držba těchto cenných papírů rostla nejrychleji od počátku třetí etapy HMU a zajišťovala tak financování sektoru MFI.

DRŽBA PENĚZ DOMÁCNOSTÍ VÝRAZNĚ ROSTLA

Nejširší peněžní agregát M3, pro který existují spolehlivé informace v sektorovém členění,

zahrnuje krátkodobé vklady plus dohody o zpětném odkupu (dále jen vklady M3). Meziroční růst vkladů v rámci M3 sektoru domácností, tj. sektoru nejvíce přispívajícího k celkovému růstu těchto vkladů, v prosinci 2007 dosáhl 8,1 % (viz graf 8). Tento růst, který začal v již polovině roku 2004, nadále pokračoval a byl podporován růstem příjmů a majetku a zvyšujícím se úročením vkladů zahrnutých v M3. Silný nárůst vkladů M3 v sektoru domácností je tak důkazem silného měnového růstu.

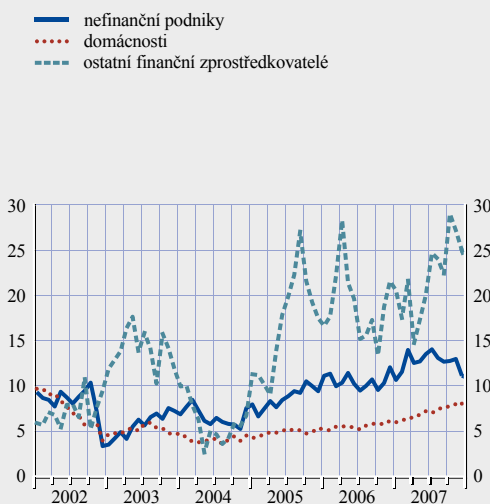
Meziroční růst vkladů M3 nefinančních sektorů, který pokračoval již od poloviny roku 2004, se v průběhu první poloviny roku 2007 dále zvýšil a poté, co se stabilizoval, činil v prosinci 2007 11,1 %. Vysoká poptávka podniků po likvidních aktivech v roce 2007 byla v souladu s vysokou ziskovostí a značnými (stávajícími i očekávanými) podnikatelskými investicemi. Meziroční tempo růstu vkladů M3 ostatních finančních zprostředkovatelů, které nezahrnují pojišťovny a penzijní fondy, činilo v prosinci 2007 25,0 %. Tento růst do určité míry odráží zvýšení zajištěných mezibankovních úvěrů vypořádaných na základě elektronického obchodování, neboť ztráta důvěry k protistranám v důsledku turbulencí na finančních trzích vedla k tomu, že účastníci trhu dávali přednost zajištěným mezibankovním úvěrům před nezajištěnými mezibankovními úvěry. Navíc tento růst částečně souvisí s potřebou některých investičních fondů držet si větší hotovostní „polštáře“ a ve čtvrtém čtvrtletí 2007 s další držbou vkladů v souvislosti s akvizicí MFI eurozóny několika dalšími MFI prostřednictvím neměnového finančního zprostředkovatele.

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU ROSTLY RYCHLÝM TEMPEM

Meziroční růst úvěrů MFI rezidentům eurozóny, který v roce 2004 a 2005 zesílil, se v roce 2006 stabilizoval. V roce 2007 zůstal silný a ve čtvrtém čtvrtletí činil 9,3 % (viz graf 9). Tato silná úvěrová aktivita MFI odrážela rychlou expanzi úvěrů soukromému sektoru. Poskytování úvěrů vládním institucím však bylo omezené.

Graf 8 Vklady v rámci M3 podle sektoru

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Eurosystemu a nezahrnuje ústřední vládní instituce. Vklady v rámci M3 zahrnují krátkodobé vklady a dohody o zpětném odkupu.

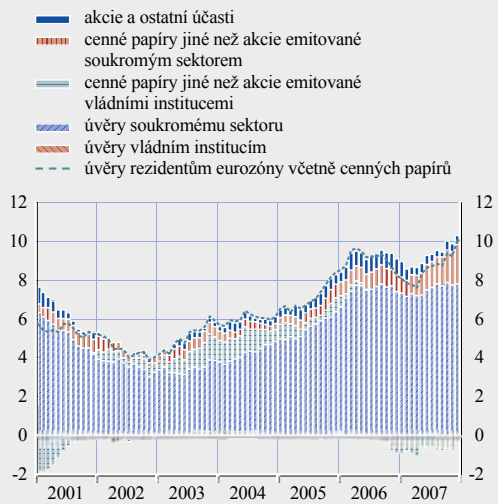
Konkrétněji, MFI mírně snížily svoji držbu úvěrů poskytnutých vládním institucím, když ze svých portfolií odstranily dosti značný čistý objem dluhových cenných papírů vládních institucí. Meziroční míra poklesu držby cenných papírů vládních institucí činila ve čtvrtém čtvrtletí 2007 5,0 %. Tento vývoj – až na malé výjimky – byl pozorován od poloviny roku 2006 a je typický pro období, kdy se zvyšují i krátkodobé úrokové sazby a náklady na financování.

Meziroční růst úvěrů MFI soukromému sektoru v období 2004 – 2005 postupně zesiloval a v roce 2006 se stabilizoval na vysoké úrovni. Na této úrovni zůstal i v roce 2007, kdy se pohyboval kolem 11 %. Úvěry soukromému sektoru v roce 2007 byly nadále hlavní formou úvěrů poskytovaných ze strany MFI. Rostla však i důležitost nákupů cenných papírů jiných než akcií MFI.

Meziroční růst úvěrů MFI soukromému sektoru poté, co od poloviny roku 2006 v důsledku silné hospodářské aktivity a příznivých úvěrových standardů podporujících růst úvěrů

Graf 9 Úvěry rezidentům eurozóny

(meziroční změny v %; příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Eurosystemu.

zesiloval, činil ve čtvrtém čtvrtletí 2007 11,1 %. Zvyšující se úrokové sazby bank, které odrážely zvyšování základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005, však zároveň tlumily poptávku soukromého sektoru po úvěrech.

Silný růst úvěrů soukromému sektoru zakrývá rozdílný vývoj v jednotlivých sektorech držby peněz. Zatímco zmírňování meziročního tempa růstu úvěrů domácnostem zaznamenané na počátku roku 2006 pokračovalo i v roce 2007, meziroční růst úvěrů finančním a nefinančním podnikům se zvyšoval.

Ke zpomalení růstu úvěrů domácnostem přispěl zejména klesající meziroční růst úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí, který odpovídal poklesu růstu cen rezidenčních nemovitostí a aktivit na trhu s bydlením v řadě ekonomik eurozóny a postupnému růstu sazeb z hypotečních úvěrů v eurozóně v několika posledních čtvrtletích.

Meziroční tempo růstu úvěrů MFI poskytovaných nefinančním podnikům se v roce 2007 zvýšilo a dosáhlo velmi vysoké úrovně ve

srovnání s obdobím posledních tří desetiletí. Poptávka po úvěrech byla v první polovině roku podporována silným ekonomickým růstem a aktivitami v oblasti fúzí a akvizic společně s příznivými úvěrovými podmínkami. Ve druhé polovině roku 2007, kdy došlo k finančním turbulencím, vzbuzuje velké množství úvěrů MFI soukromému nefinančnímu sektoru podezření, zda nebyly vykazované toky úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům v rozvahách bank zkruslovány s ohledem na finanční turbulence. Informace o objemu úvěrů odstraněných z rozvah MFI naznačují, že banky mohly pokračovat v odstraňování těchto úvěrů z rozvah i ve druhé polovině roku 2007, i když poněkud pomalejším tempem. Tento fakt svědčí o tom, že toky úvěrů MFI tomuto sektoru byly ve vykazovaných datech i nadále zkruslovány.

Zdá se, že velké množství úvěrů v roce 2007 tak spíše odráželo tok financování ze strany bank nefinančním podnikům a domácnostem než nové začlenění úvěrů zpět do rozvahy, což pravděpodobně představovalo malou část růstu úvěrů MFI. Nic tedy nenasvědčovalo tomu, že by poskytování bankovních úvěrů bylo výrazně ovlivněno finančními turbulencemi v roce 2007. Tento poznatek je však v souladu s přísnějšími podmínkami pro poskytování úvěrů, což potvrdily dva průzkumy bankovních půjček za třetí a čtvrté čtvrtletí, které ukazují na významné zpřísnění úvěrových standardů používaných pro podnikový sektor, zejména v případě úvěrů větším podnikům a úvěrů s delší dobou splatnosti. Nefinanční podniky si však zároveň mohly nadále půjčovat prostřednictvím schválených úvěrových linek za podmínek dohodnutých před finančními turbulencemi.

Meziroční tempo růstu úvěrů ostatním finančním zprostředkovatelům se v roce 2007 značně zvýšilo. Zdá se, že poskytování úvěrů MFI těmto subjektům bylo v první polovině roku taženo hlavně poptávkou investičních fondů a poptávkou po překlenovacím financování tradičních sekuritizačních transakcí. Poptávka po úvěrech ve druhé polovině roku odrážela např. převzetí jedné MFI a správu portfolia investičních fondů,

jakož i poptávku související s finančními turbulencemi vyplývající z čerpání úvěrových linek pro strukturované investiční nástroje (SIV) a zprostředkující jednotky. Odrážela také zvýšenou preferenci MFI zajištěných mezibankovních úvěrů vypořádaných cestou elektronického obchodování.

V roce 2007 poskytovaly MFI úvěry soukromému sektoru zvyšováním držby cenných papírů emitovaných podnikovým sektorem, a to zejména prostřednictvím nákupů dluhových cenných papírů spíše než akvizicí akcií a jiných majetkových účastí. Většina cenných papírů nakoupených v roce 2007 měla dlouhou dobu splatnosti. Značný růst držby těchto cenných papírů, zejména před začátkem finančních turbulencí, odrážel sekuritizaci úvěrů v některých zemích eurozóny a rostoucí finanční integraci eurozóny (MFI v jedné zemi eurozóny nakupují nástroje sekuritizující hypotéční úvěry v jiných zemích eurozóny místo přímých investic na těchto trzích hypoték). MFI navíc koncem roku 2007 nakoupily značné množství dluhových cenných papírů v souvislosti s převzetím jedné MFI jednotkou patřící do sektoru OFI. V souvislosti s finančními turbulencemi však MFI pravděpodobně nakoupily nástroje související s již dříve sekuritizovanými úvěry, čímž zpětně zahrnuly některé ze svých úvěrových portfolií do svých rozvah.

V rámci ostatních protipoložek peněžního agregátu M3 se meziroční růst dlouhodobějších finančních pasiv MFI (bez kapitálu a rezerv) držených sektorem držitelů peněz zpomalil a v prosinci 2007 činil 7,8 % oproti 9,7 % na konci roku 2006. Tyto údaje však zamlžují skutečnost, že tempo růstu se až do poloviny roku 2007 zrychlovalo a poté se postupně zpomalovalo, což bylo patrné u dlouhodobějších vkladů a dluhových cenných papírů MFI. To je v souladu s posunem v preferencích sektoru držitelů peněz (zejména zvýšená preference krátkodobých splatností) a může to do určité míry odrážet zmírnění tempa sekuritizace, která je často spojena s tvorbou dlouhodobých vkladů.

Čistá zahraniční pozice sektoru MFI se v roce 2007 vyznačovala velkou volatilitou. Velké přílivy kapitálu v prvním čtvrtletí 2007 vedly k meziročním přílivům do čistých zahraničních aktiv sektoru MFI a v březnu dosáhly rekordních 340 miliard EUR, neboť účastníci finančního trhu viděli v eurozóně příznivé investiční příležitosti, které byly výsledkem

nízké volatility a vysokého objemu likvidity na finančním trhu. Čistý meziroční příliv kapitálu se ve zbývající části roku zpomalil a v prosinci činil 17 miliard EUR, neboť investiční pozice přestaly být výnosné a proto částečně odezněly (podrobná analýza vývoje čisté zahraniční pozice aktiv MFI sektoru viz box 1). Dostupné údaje o platební bilanci ukazují, že meziroční

Box 1

ČISTÁ ZAHRANIČNÍ AKTIVA MFI A JEJICH VLIV NA MĚNOVÝ VÝVOJ

Čisté pozice zahraničních aktiv sektoru MFI měří čisté transakce mezi sektorem držby peněz eurozóny a jeho protistranami mimo eurozónu, uskutečňované prostřednictvím MFI sídlících v eurozóně. Čistá pozice zahraničních aktiv je jednou z protipoložek širšího peněžního agregátu M3 a někdy hraje významnou úlohu při hledání příčin měnového vývoje v eurozóně. Na rozdíl od většiny roku 2006 byly v roce 2007 zaznamenány výrazné změny v meziročním toku čisté pozice zahraničních aktiv, projevující se jeho silným zvyšováním na přelomu let 2006 a 2007 a následným odezníváním ve druhé polovině roku. Tyto změny se promítly do trendu meziročních toků M3 v období od října 2006 do dubna 2007; v období od května 2007 do října 2007 již jejich vliv nebyl patrný (viz graf A). Tento box analyzuje vývoj čistých zahraničních aktiv MFI a hledá jeho možná vysvětlení.

Graf A Vývoj čistých zahraničních aktiv MFI a agregátu M3

(meziroční toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Některé koncepční otázky

To, zda změny čisté pozice zahraničních aktiv MFI mají či nemají dopad na M3, závisí na způsobu, jakým sektory držby peněz eurozóny (jako jsou domácnosti nebo nefinanční podniky) financují své transakce se zbytkem světa.¹ Uvažujme například situaci, kdy domácnost v eurozóně zakoupí obligaci od zahraničního subjektu, který je rezidentem ve Spojených státech. Pokud je tato transakce provedena při využití účtů u MFI, bude to znamenat pokles čistých zahraničních aktiv sektoru MFI, neboť úvěrová instituce eurozóny, která má transakci na starosti, buď sníží své pohledávky u své korespondentské banky ve Spojených státech, nebo poskytne vklad

¹ Při analýzách měnového vývoje by se mělo pamatovat na to, že přímý dopad na peněžní zásoby mají pouze transakce mezi držiteli peněz eurozóny na jedné straně a bankami a nerezidenty eurozóny na straně druhé. Veškeré transakce mezi neměnovými finančními institucemi sídlícími v eurozóně pouze představují oběh peněz v rámci sektoru držby peněz bez jakéhokoliv dopadu na celkovou peněžní zásobu v eurozóně. K tomu dochází, pokud jsou soukromé transakce financovány výměnou akcií.

korespondentské bance ve Spojených státech. Dopad na M3 však není jednoznačný. Na jedné straně, pokud je nákup financován prostřednictvím jednodenních vkladů, které má domácnost u své úvěrové instituce, bude mít tlumící dopad na M3, protože se sníží jeho složka M1. Na druhé straně, pokud je transakce financována prostřednictvím úvěru, který domácnosti poskytne banka, nebude to mít žádný dopad na M3, dojde však ke změně ve složení protipoložek M3.²

Naopak pokud zahraniční subjekt zakoupí cenný papír od subjektu v sektoru držby peněz eurozóny a uhradí tento nákup z převodem z bankovního účtu u MFI se sídlem v eurozóně ve prospěch bankovního účtu subjektu se sídlem v eurozóně, M3 se zvýší v souvislosti se zvýšením čistých zahraničních aktiv MFI eurozóny.

Významným nástrojem při hledání faktorů ovlivňujících vývoj čisté pozice zahraničních aktiv MFI je „měnová prezentace platební bilance“. Tento systém vytváří vazbu mezi statistikou platební bilance a statistikou rozvahy MFI a umožňuje určit, zda kapitálové toky stojící za vývojem čisté pozice zahraničních aktiv mají původ v sektoru držby peněz eurozóny nebo u nerezidentů, a zda odrážejí výměnu zboží a služeb nebo přímé a portfoliové investice.

Vysvětlení vývoje čistých zahraničních aktiv MFI od konce roku 2006

Měnová prezentace platební bilance naznačuje, že hlavním zdrojem vzestupného trendu čisté pozice zahraničních aktiv MFI od konce roku 2006 do jara 2007 byly portfoliové investice do aktiv eurozóny, zejména do dluhových cenných papírů a také do majetkových cenných papírů (viz graf B).³

Dluhové cenné papíry

Při pohledu na původ kapitálových toků se ukazuje, že vzestup meziročního toku čistých zahraničních aktiv MFI vyplynul z velké části ze silnějších investic uskutečňovaných cizinci v eurozóně spíše než z repatriace finančních prostředků rezidenty eurozóny ze zahraničí. Portfoliové investice zahraničních investorů do dluhových cenných papírů eurozóny jsou od poloviny roku 2006 vysoké; jejich meziroční toky dosáhly nového maxima v dubnu 2007 a do třetího čtvrtletí 2007 zůstávají zvýšené (viz graf C). Tento vývoj může odrážet příznivé investiční prostředí v eurozóně pro zahraniční účastníky finančního trhu, vyznačující se nízkou volatilitou a vysokým objemem likvidity na finančních trzích. Silná poptávka nerezidentů po dluhových cenných papírech eurozóny byla při omezených emisích vládních institucí eurozóny významnou měrou vykompenzována prodejem cenných papírů vládních institucí měnovými finančními institucemi (MFI).

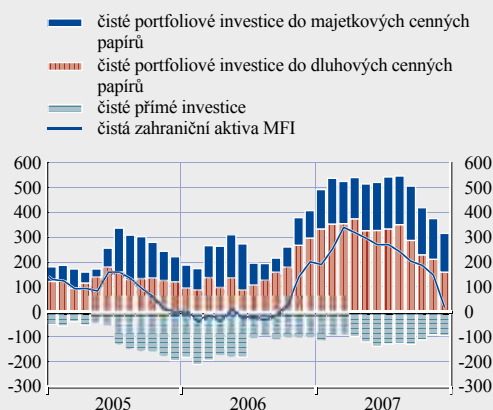
Ve druhé polovině roku, v období finančních turbulencí a přehodnocování rizik, některé investiční pozice pravděpodobně přestávaly být atraktivní. Investoři z oblastí mimo eurozónu mohli rovněž potřebovat likviditu pro jiné operace a nemuseli tedy dále zvyšovat své investice do eurozóny. Zároveň však příznivé investiční příležitosti ve zbytku světa přilákaly investice od rezidentů eurozóny. To se projevilo v postupném zvyšování meziročního toku portfoliových investic

2 Je třeba zdůraznit, že některé transakce, které mají vliv na čistá zahraniční aktiva MFI, nemají vůbec žádný dopad ani na peníze, ani na úvěry. Například úvěrová instituce prodávající státní dluhopis eurozóny nerezidentovi ovlivní čistá zahraniční aktiva MFI (směrem vzhůru) a úvěry vládním institucím (směrem dolů) bez jakéhokoliv dopadu na M3.

3 Podrobnější informace ohledně měnové prezentace platební bilance eurozóny, viz box „Měnová prezentace platební bilance eurozóny“ v Měsíčním bulletinu ECB z června 2003.

Graf B Struktura kapitálových toků sektoru držby peněz a čistá zahraniční aktiva MFI

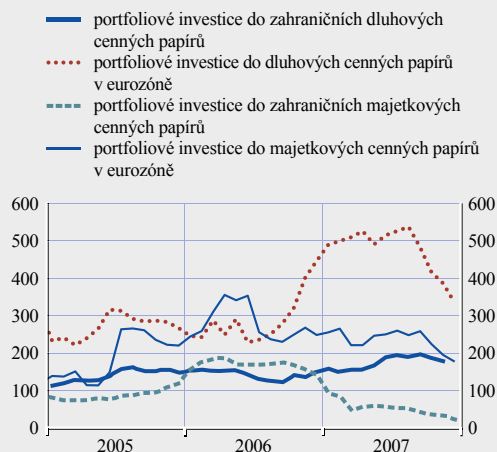
(meziroční toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf C Struktura toků portfoliových investic

(meziroční toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

investorů eurozóny do zahraničních dluhových cenných papírů. Atraktivnost těchto investic mohla být také v rostoucí míře zvyšována posilováním směnného kurzu eura. Vzhledem k tomu, že zahraniční investice do dluhových cenných papírů v eurozóně zůstaly do srpna v podstatě nezměněny a poté značně klesaly a investice rezidentů eurozóny v zahraničí zůstávají víceméně stabilní, meziroční tok čistých zahraničních aktiv MFI se v druhé polovině roku zmínil.

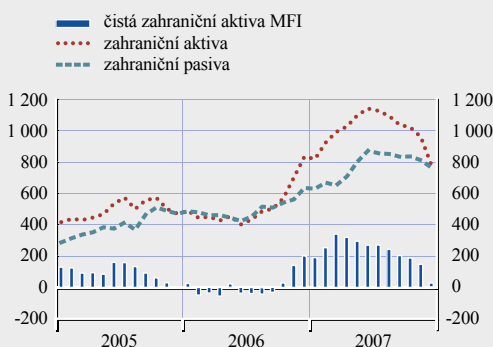
Majetkové cenné papíry a přímé zahraniční investice

Pokud jde o portfoliové investice do majetkových cenných papírů, zatímco investice neměnových finančních institucí eurozóny v zahraničí průběžně klesaly, investice cizinců v eurozóně zůstaly víceméně stabilní, i když byly mnohem utlumenější než investice do dluhových cenných papírů, a to i přes mírný pokles ke konci roku. Kvalitativní informace na přelomu let 2006/2007 naznačovaly, že globální investoři vnímali trhy cenných papírů eurozóny v příznivém světle a že očekávání investorů ohledně ziskovosti podniků eurozóny byla pozitivní. Do poloviny roku 2007 čisté portfoliové investice do majetkových cenných papírů naznačovaly silnější meziroční příliv do čisté pozice zahraničních aktiv MFI, který byl vykompenzován zmírňujícím vlivem čistých přímých investic. V tomto vývoji ale došlo k obratu ve čtvrtém čtvrtletí 2007, kdy došlo k mírnému snížení meziročních toků čistých portfoliových investic do majetkových cenných papírů, které ale bylo vykompenzováno nižším čistým odlivem čistých přímých investic.

Navíc kromě výrazných změn pozorovaných u čistých zahraničních aktiv MFI od konce roku 2006 došlo i ke stejné výraznému vývoji u hrubých zahraničních aktiv (a pasiv) sektoru MFI eurozóny. To představuje změnu ve srovnání s relativně postupným posilováním pozorovaným v minulosti (viz graf D). Souběžná expanze těchto hrubých pozic převážně pramenila z rychlého posilování úvěrů poskytovaných MFI zbytku světa v roce 2007, což vedlo ke vzniku vkladových závazků MFI eurozóny vůči nerezidentům eurozóny.

Graf D Vývoj hrubých zahraničních aktiv a pasiv

(meziroční toky v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Tento souběh expanze hrubých zahraničních aktiv a pasiv může být odrazem silnější finanční integrace. Jedním z důsledků toho by mohla být skutečnost, že transakce v rámci sektoru MFI, například transakce, při nichž MFI z jedné země eurozóny financují úvěrování MFI v jiné zemi eurozóny, jsou v rostoucí míře prováděny přes finanční středisko nacházející se mimo eurozónu. Další možností je to, že úvěrové instituce sídlící v eurozóně, např. fondy peněžního trhu, fungují výhradně v zastoupení svých mateřských společností nesídlících v eurozóně. Pokud tyto instituce získají své finanční prostředky od zbytku světa a rovněž je investují pouze do domácího trhu mateřské společnosti, pak jejich celková hospodářská činnost se projeví pouze v zahraničních aktivech a pasivech konsolidované rozvahy sektoru MFI eurozóny.

Silná expanze hrubých zahraničních pozic nemá žádné bezprostřední důsledky pro čistou zahraniční pozici. Tato situace však může vést k tomu, že dojde k rychlým přesunům velkých objemů likvidity, což následně může vést k významným krátkodobým změnám rozsahu a směru toků čisté zahraniční pozice aktiv MFI. To pak následně vede ke zvýšení vlivu vnějších faktorů na domácí měnový vývoj.

Závěry

Čistá zahraniční pozice aktiv sektoru MFI eurozóny zaznamenala od konce roku 2006 silné pohyby, a to s čistými meziročními toky v březnu 2007, které překonaly toky pozorované v období přesunů portfolií v období let 2001 až 2003. Tento vývoj čisté zahraniční pozice aktiv do jara 2007 měl patrný dopad na trend růstu M3, a to minimálně z účetního hlediska. Transakce mezi sektorem držby peněz eurozóny a zbytkem světa se pravděpodobně zvýší co do rozsahu v důsledku celosvětové integrace finančních trhů. S ohledem na množství určujících faktorů a původců takovýchto transakcí bude podrobné zhodnocení vývoje čistých zahraničních aktiv v kontextu měnové analýzy ECB významným a složitým úkolem.

přiliv do čistých zahraničních aktiv MFI odráží zejména investice do dluhových cenných papírů eurozóny investory nerezidenty.

NAPĚTÍ NA PENĚŽNÍM TRHU VZNIKLO V SOUVISLOSTI S TURBULENCEMI NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Sazby peněžního trhu vzrostly v roce 2007 v celém spektru splatností. V první polovině roku to bylo v souladu se zvyšováním základních úrokových sazeb ECB. K dalšímu značnému zvýšení nezajištěných úrokových sazeb peněžního trhu došlo ve druhé polovině roku

po turbulencích na peněžním trhu a finančních trzích. Rozdíl mezi nezajištěnými a zajištěnými sazbami peněžního trhu se zvětšil ve všech splatnostech kromě velmi krátkých splatností. Přestože se tyto rozdíly zmenšily, zůstaly na začátku roku 2008 stále poměrně velké.

V březnu a červnu 2007 zvýšila Rada guvernérů úrokové sazby (mezní zápůjční facilitu, základní nabídkovou sazbu a sazbu pro vkladovou facilitu) o 25 bazických bodů na 5 %, 4 % a 3 % (viz graf 1). Po zbytek roku 2007 a na začátku roku 2008 zůstaly základní úrokové sazby

ECB nezměněny. Nezajištěné sazby peněžního trhu v první polovině roku kontinuálně rostly v souvislosti s dalším očekáváním zvýšení základních úrokových sazeb ECB. Od 9. srpna byl tento růst velmi silný v důsledku napětí na peněžním trhu a finančních trzích, které následovalo po obavách, že jsou banky vystaveny ztrátám vyplývajícím z rizikových hypoték ve Spojených státech a komplexních derivátových nástrojů (viz graf 10). Nejvyšší byly tyto sazby v polovině prosince, kdy se napětí na mezibankovním trhu zhoršilo v důsledku nejistot souvisejících s koncem roku. Dne 29. února 2008 činily jednoměsíční sazby EURIBOR 4,20 %, tříměsíční sazby 4,38 %, a dvanáctiměsíční sazby 4,38 %, což je o 57, 66 a 35 bazických bodů víc než 2. ledna 2007. Zajištěné mezibankovní sazby se naopak od počátku srpna snižovaly a odrážely tak revizi očekávání finančních trhů směrem dolů ohledně budoucího vývoje základních úrokových sazeb ECB.

V prostředí značně se zvyšujících nezajištěných sazeb peněžního trhu se také výrazně zvětšil

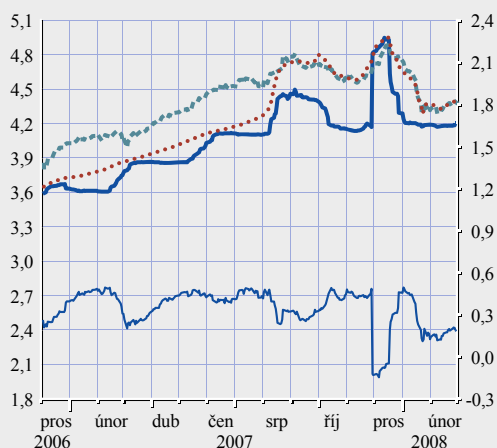
odpovídající spread mezi nezajištěnými a zajištěnými sazbami peněžního trhu, a to zejména ve splatnostech od jednoho měsíce (viz graf 11). Tento spread zůstal vysoký i v posledních měsících roku, kdy mezi tříměsíčními sazbami EURIBOR a tříměsíčními sazbami EUREPO (index pro sazby na dohody o zpětném odkupu soukromého sektoru) dosáhl 17. prosince 93 bazických bodů v důsledku mimořádného napětí zaznamenaného na konci roku. Přestože se tento spread poté snížil (Dne 29. února 2008 činil 43 bazických bodů), byl oproti průměrné úrovni 7 bazických bodů v první polovině 2007 vyšší.

Sklon výnosové křivky peněžního trhu, který se měří spreadem mezi dvanáctiměsíční a jednoměsíční sazbou EURIBOR, vykazoval v průběhu roku 2007 větší volatilitu a pohyboval se mezi -15 a 50 bazickými body. Dne 29. února 2008 činil 18 bazických bodů oproti 40 bazickým bodům 2. ledna 2007 (viz graf 10). Sklon výnosové křivky peněžního trhu by však měl být interpretován s jistou obezřetností, neboť podle historických měřítek

Graf 10 Úrokové sazby 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)

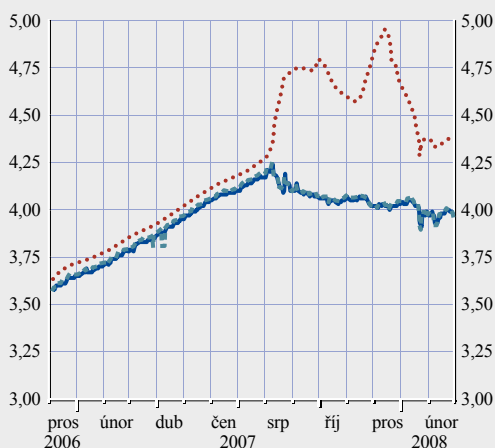


Zdroje: ECB a Reuters.

Graf 11 Tříměsíční sazby EUREPO, EURIBOR a jednodenní úrokový swap

(v % p.a.; denní údaje)

- 3měsíční EUREPO
- 3měsíční EURIBOR
- 3měsíční jednodenní úrokový swap



Zdroje: ECB a Reuters.

byly spready mezi nezajištěnými sazbami EURIBOR a zajištěnými sazbami (jako sazby EUREPO) v druhé polovině roku výjimečně výrazné ve splatnostech delších než velmi krátkých v důsledku turbulencí na peněžních trzích pozorovaných od srpna 2007.

Úrokové sazby implikované tříměsíčními sazbami termínových obchodů EURIBOR pro rok 2008 se v průběhu roku 2007 zvyšovaly. To však musí být také interpretováno s opatrností, neboť prudké zvýšení sazeb EURIBOR v souvislosti s napětím na peněžním trhu mohlo pravděpodobně zastřít informační hodnotu těchto sazeb pokud

jde o očekávání úrokových sazeb. Dne 29. února 2008 úrokové sazby implikované tříměsíčními sazbami termínových obchodů splatných v březnu, v červnu a v září 2008 činily 4,36 %, 4,05 % a 3,71%, což je o 33 a 6 bazických bodů víc a 27 bodů méně než 2. ledna 2007.

Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční termínové obchody EURIBOR v první polovině roku 2007 poklesla. Implikované volatility se však od srpna prudce zvýšily v důsledku obnoveného napětí na peněžním trhu a finančních trzích (viz box 2).

Box 2

VOLATILITA ÚROKOVÝCH SAZEB PENĚŽNÍHO TRHU V ROCE 2007

Při hodnocení vývoje na peněžním trhu v roce 2007 je důležité analyzovat nejen úrokové sazby (jak je popsáno v hlavním textu), ale také jejich volatilitu. Tyto dvě otázky jsou důležité zejména: i) při analýze dopadu měnověpolitických rozhodnutí na peněžní trhy a ii) při analýze fungování trhů, zejména s ohledem na transmissi měnověpolitických signálů z krátkého konce spektra splatnosti úrokových sazeb do dlouhého konce spektra splatnosti úrokových sazeb.

Pokud jde o dopady měnověpolitických rozhodnutí, centrální banky usilují o to, aby měnová opatření a komunikace zbytečně nezvyšovala nejistotu (např. zesílením, výkyvů v ekonomice), což by vedlo k vyšší volatilitě na finančních trzích.

Pokud jde o otázku fungování trhu, analýza volatility nabízí náhled na mikrostrukturu peněžních trhů a účinnost jejich fungování.¹ Například porovnání volatility úrokových sazeb ve specifických splatnostech s průměrnou volatilitou v rámci celého spektra může centrálním bankám napomoci odhalit atypické pohyby v některých segmentech peněžního trhu, což dále může souviset s nedostatky struktury trhu a mohlo by poškodit účinnou transmissi impulzu měnové politiky.

Na základě těchto skutečností může analýza volatility úrokových sazeb peněžního trhu v roce 2007 pomoci osvětlit dopad finančních turbulencí pozorovaných od srpna 2007. Tento box se zabývá vývojem nezajištěného segmentu mezibankovního trhu (tj. operací prováděných bez zajištění), který byl turbulencemi zasažen nejvíce. Posuzuje měřítka volatility odvozená z jednodenních úrokových sazeb, mezibankovních sazeb u jednoměsíčních, tříměsíčních, šestiměsíčních a dvanáctiměsíčních splatností a tříměsíčních sazeb EURIBOR (pro které existují různé derivátové smlouvy).²

1 Jednou otázkou je, jak měřit volatilitu úrokových sazeb a finanční zisk. Tím se zabývá článek „Analýza peněžního trhu v eurozóně z perspektivy měnové politiky“, Měsíční bulletin z února 2008.

2 Tato dvě měřítka volatility hodnocená v tomto boxu, a to historická volatilita a implikovaná volatilita, jsou podrobně popsány v boxu nazvaném „Měření volatility na peněžním trhu“ v článku, na který se odkazuje v poznámce č. 1.

Vývoj volatility úrokových sazeb peněžního trhu v roce 2007

Graf A ukazuje vývoj volatility jednodenních úrokových sazeb v roce 2007 z historického hlediska. Od ledna do poloviny července byla historická volatilita relativně nízká, vykazující podobnou úroveň jako v posledních letech. Volatilita vykazovala obvyklá periodická zvýšení omezená na specifická období, zejména na dny mezi poslední hlavní refinanční operací a posledním dnem udržovacího období.

Koncem července byla na většině finančních trhů zaznamenána zvýšená volatilita. Začátkem srpna bylo na peněžním trhu pozorováno rostoucí napětí v důsledku potenciálně velkých ztrát bank souvisejících s jejich investicemi do rizikových hypotečních trhů ve Spojených státech a příslušnými nástroji. To vedlo ke zvýšené poptávce po jednodenní likviditě a prudkému nárůstu volatility. Tato volatilita zůstala velmi vysoká až do října, kdy se situace trochu stabilizovala. Částečně to bylo v důsledku účinnosti politiky dodávání likvidity prováděné ECB za účelem snížení napětí na peněžním trhu. V polovině listopadu však napětí opět zesílilo. Volatilita jednodenních úrokových sazeb, zejména s blížícím se koncem roku a v prostředí rostoucích obav trhu týkajících se potenciálního nedostatku likvidity na přelomu roku, byla opět neobvykle velmi vysoká. Vezmeme-li v úvahu dlouhodobější sazby – a to úrokové sazby vkladů s jednoměsíční, tříměsíční, a dvanáctiměsíční dobou splatnosti – je jejich vývoj v podstatě shodný (viz graf B). U úrokových sazeb se však vyskytují značné rozdíly. Zejména se jedná o dlouhodobější úrokové sazby a jejich tendenci výrazněji reagovat na srpnové turbulence.

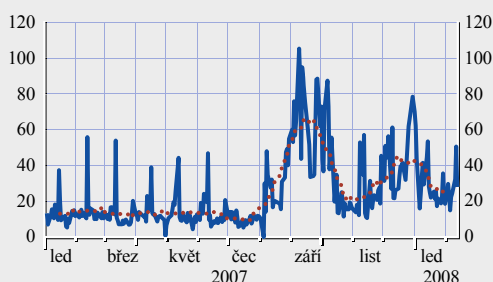
Co vysvětlovalo zvýšenou volatilitu v srpnu 2007?

V období od konce června do začátku srpna se ukázalo, že řada evropských finančních institucí značně zvýšila své ztráty plynoucí z investic do rizikových hypotečních trhů ve Spojených státech. Jelikož obavy z expozice vůči nesplácení těchto rizikových hypoték ve Spojených státech zesílily, schopnost zprostředkujících jednotek („conduits“) se refinancovat se snížila

Graf A Denní historická volatilita jednodenní úrokové sazby

(v bazických bodech)

- denní historická volatilita jednodenní úrokové sazby
- centrovaný klouzavý průměr za 21 dnů

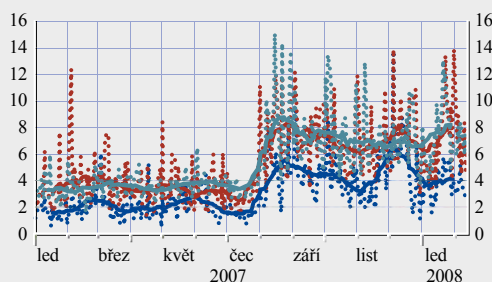


Zdroje: Reuters a odhady ECB.

Graf B Denní historická volatilita sazeb z dlouhodobějších vkladů

(v bazických bodech)

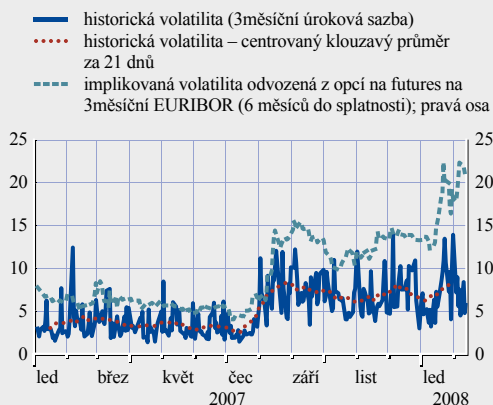
- úroková sazba z 1měsíčních vkladů
- úroková sazba z 3měsíčních vkladů
- úroková sazba z 12měsíčních vkladů
- centrovaný klouzavý průměr za 21 dnů (1měsíční)
- centrovaný klouzavý průměr za 21 dnů (3měsíční)
- centrovaný klouzavý průměr za 21 dnů (12měsíční)



Zdroje: Reuters a odhady ECB.

Graf C Historická a implikovaná volatilita 3měsíčních úrokových sazeb peněžního trhu

(v bazických bodech)



Zdroje: Reuters a odhady ECB.

množství likvidity na trh prostřednictvím jednodenní refinanční operace. Jelikož napětí na peněžním trhu pokračovalo, došlo ke zvýšení úrokových sazeb v dlouhodobějším segmentu nezajištěného peněžního trhu (např. z úvěrů mezi bankami, které nejsou poskytovány oproti zajištění), což vedlo až k pětinasobným rozdílům v historickém průměru oproti zajištěným segmentům. K dosažení lepší distribuce likvidity bankám prováděl Eurosystem v druhé polovině roku různé druhy operací zaměřených na dodávání likvidity. Tato opatření spolu s aktivní komunikací měnové politiky přispěla alespoň krátkodobě k lepšímu fungování trhu a pomohla ujistit banky, že jejich poptávka po likviditě bude uspokojena. Výsledkem bylo snížení volatility na zajištěném trhu u různých splatností.

Porovnání vývoje historické a implikované volatility

Implikovaná volatilita³ se vypočítá na základě opcí vycházejících z očekávání budoucího vývoje, které tak poskytují určité náznaky pro horizont uvedený ve smlouvě (tříměsíční sazby termínových obchodů EURIBOR). Historická volatilita naproti tomu odráží vnímanou nejistotu panující na trhu.

Ačkoliv profil obou měřítek volatility je v podstatě shodný, vývoj implikované volatility je výraznější než vývoj historické volatility vypočítané na základě tříměsíčních úrokových sazeb z vkladů. Při pohledu na graf C se zdá, že zvýšení implikované volatility je paralelní se zvýšením historické volatility vypočítané na základě tříměsíční úrokové sazby z vkladů. Začátkem srpna však tato volatilita zesílila a poté následovaly silné fluktuace. Podobný nárůst, i když pozvolnější, byl zaznamenán u historické volatility, která se v období od 9. do 16. srpna více než zdvojnásobila.

Tento vývoj zaznamenaný v obou měřítkách volatility odráží charakter jednotlivých měření volatility. Zvýšení historické volatility tříměsíčních úrokových sazeb odráží vnímané napětí

3 Implikovaná volatilita použitá pro tento box je odvozena z opcí na tříměsíční termínové smlouvy s konstantními šesti měsíci do splatnosti.

a poptávka bank po likviditě potřebujících poskytnout těmto zprostředkujícím jednotkám úvěr se zvýšila. Tento jev ještě zesílil v souvislosti s obtížemi ocenit tyto finanční produkty. Zvýšená poptávka po likviditě spolu se ztrátou důvěry protistran vedla u velké části bank k tendenci zvyšovat likviditu, čímž se celková likvidita trhu značně snížila. Úrokové sazby peněžního trhu významně vzrostly, hlavně v segmentu jednodenních sazeb, kde úrokové sazby dosáhly v rámci jednoho dne úrovně okolo 70 bazických bodů nad minimální nabídkovou sazbou.

Vzhledem k silné poptávce po likviditě na trhu jednodenních vkladů, která také způsobila značné zvýšení velmi krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu, Eurosystem dodal 9. srpna pro daný den značné

v tříměsíčním nezajištěném segmentu peněžního trhu. Implikovaná volatilita rovněž zohledňuje nejistotu budoucího dopadu napětí vzniklého z oznámení některých evropských bank o jejich expozici vůči zajištěným produktům souvisejícím s trhem rizikových hypoték. Pokračující napětí na peněžním trhu vedlo ke zvýšení nejistoty ohledně dalšího vývoje finančního makroekonomického prostředí, které je zachyceno implikovanou volatilitou a nikoliv měřítkem realizované volatility.

Po mimořádně vysokém nárůstu pozorovaném do začátku září se měřítko realizované volatility v tomto měsíci mírně snížilo, což bylo zřejmě odezvou na politiku zajišťování dostatečného množství likvidity prováděné od poloviny srpna. Implikovaná volatilita zároveň zůstala vysoká a byla zřejmě ovlivněna výraznějším napětím v nezajištěném segmentu trhu, a to zejména v tříměsíčním horizontu, přestože v září měla klesající tendenci.

Celkově i přes výše uvedený pokles se obě měřítka v zásadě stabilizovala, i když na vyšší úrovni než před srpnovými finančními turbulencemi. Naznačovalo to, že návrat ke stabilním podmínkám na trhu, které převažovaly před srpnovými turbulencemi, může nějakou dobu trvat.

VELKÉ VÝKYVY NA SVĚTOVÝCH TRZÍCH DLUHOPISŮ V ROCE 2007

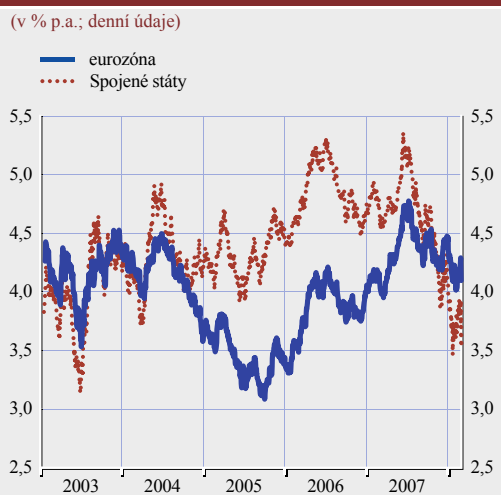
Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů v eurozóně činily na konci roku 2007 4,4 %, což bylo asi o 40 bazických bodů více než v předchozím roce (viz graf 12). Tento poměrně malý celkový růst výnosů však zakrývá relativně významné výkyvy v rámci roku. Zejména finanční turbulence vyplývající z problémů v sektoru nemovitostí ve Spojených státech vedly k vyšší volatilitě na světových trzích dluhopisů ve druhé polovině roku. Tato mírná celková změna nominálních výnosů dlouhodobých dluhopisů v eurozóně byla způsobena mírným růstem reálných výnosů desetiletých inflačně indexovaných dluhopisů a odpovídající dlouhodobé zlomové míry inflace. Výnos inflačně indexovaných státních dluhopisů se splatností v roce 2015, kterým se měří dlouhodobé reálné úrokové sazby, činil na konci roku 2007 2 % a byl asi o 20 bazických bodů vyšší než na konci roku 2006. Pětiletá forwardová zlomová míra inflace na pět let dopředu, kterou se měří dlouhodobá inflační očekávání účastníků trhu a související riziková prémie, se v roce 2007 zvýšila o 20 bazických bodů a na konci roku činila téměř 2,4 %.

V první polovině roku 2007 vykazovaly výnosy dlouhodobých státních dluhopisů značný růst na obou stranách Atlantiku. V eurozóně dosáhl růst

výnosů státních dluhopisů s desetiletou splatností v období od konce prosince 2006 do poloviny července 2007 maxima přibližně 70 bazických bodů. Ve Spojených státech vyvrcholil růst výnosů desetiletých dluhopisů v polovině června a byl přibližně o 60 bazických bodů vyšší než na konci roku 2006. Růst dlouhodobých úrokových sazeb v eurozóně odrážel očekávání silného oživení hospodářského růstu na straně účastníků trhu. Toto hodnocení bylo konzistentní se zveřejněním údajů o indexu důvěry v makroekonomickém a podnikatelském sektoru, které byly v průměru lepší než se očekávalo. Postupný růst výnosů dluhopisů v eurozóně byl v prvních šesti měsících roku 2007 dvakrát krátce přerušen. V prvním případě se výnosy dlouhodobých dluhopisů snížily na přelomu února a března po výrazném poklesu ochoty riskovat a následných přesunech portfolií z akciových trhů na trhy dluhopisů. Ve druhém případě se výnosy dlouhodobých dluhopisů výrazně zvýšily na začátku června v důsledku hromadných odprodejů, které započaly na trzích dluhopisů ve Spojených státech.

Celkově bylo relativně silné oživení růstu nominálních výnosů dluhopisů v eurozóně v první polovině roku 2007 taženo zejména růstem reálných sazeb. Dlouhodobá inflační očekávání účastníků trhu a související riziková prémie se přitom v tomto období v eurozóně zvýšila jen

Graf 12 Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů¹⁾



Zdroje: Reuters, Bloomberg a Thomson Financial Datastream.
1) Dluhopisy s desetiletou nebo nejbližší jinou splatností.

málo. Pětiletá forwardová zlomová míra inflace na pět let dopředu se v prvních šesti měsících roku 2007 zvýšila o 10 bazických bodů a na konci června činila 2,3 % (viz graf 13).

V létě roku 2007 začaly narůstat obavy ohledně situace na trhu nemovitostí ve Spojených státech. Zejména bylo zřejmé, že dlužníci s nejnižší

Graf 13 Spotové a forwardové zlomové míry inflace v eurozóně



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.

bonitou mají problémy se splácením rizikových hypoték (sub-prime mortgages), které si vzali v období velmi nízkých úrokových sazeb (v letech 2002 až 2004). Investoři se zpočátku domnívali, že se problémy omezí jen na Spojené státy a že bude ovlivněn jen relativně malý soubor aktiv. Koncem července byl tento poměrně příznivý scénář vážně narušen, když začalo být jasné, že evropské finanční instituce se na trhu rizikových hypoték ve Spojených státech také výrazně angažovaly. V několika málo případech ztráty plynoucí z této angažovanosti dokonce ohrožily finanční zdraví těchto institucí. Zveřejnění těchto závažných rizik vedlo k rozsáhlým turbulencím na finančních trzích a ke zvýšení averze investorů k riziku, což vyvolalo přesuny portfolií do bezpečí, např. od rizikovějších aktiv do státních dluhopisů.

V důsledku těchto turbulencí se do konce roku výnosy desetiletých dluhopisů v eurozóně celkově snížily o 30 bazických bodů oproti začátku července, zejména díky nižším reálným výnosům. Pokles výnosů dluhopisů ve Spojených státech byl mnohem výraznější. Výnos desetiletých dluhopisů byl na konci roku asi o 130 bazických bodů nižší než maximum zaznamenané v polovině června. Výraznější pokles výnosů ve Spojených státech patrně odráží nižší perspektivy růstu ekonomiky USA v očích investorů a také rozhodnutí FOMC snížit úrokové sazby dne 18. září, 31. října a 11. prosince.

K nedávným turbulencím došlo na konci relativně dlouhého období klidu na trzích. Je pravděpodobné, že poměrně klidná situace na trhu před turbulencemi vedla mnoho účastníků trhu k investičním rozhodnutím na základě hodnocení, které se ukázalo být příliš optimistickým. Box 3 se zabývá hlavními podobnostmi a rozdíly mezi turbulencemi v roce 2007 a v roce 1998.

Pětiletá forwardová zlomová míra inflace na pět let dopředu se v posledních šesti měsících roku 2007 zvýšila o dalších 10 bazických bodů a na konci června činila 2,4 %. Celkový významný růst zlomové míry inflace v roce 2007 patrně úzce souvisel se zhoršením krátkodobého výhledu inflace, které bylo spojeno zejména

s prudkým růstem cen ropy a potravin. Není však jasné, do jaké míry celkový růst tohoto ukazatele odráží změny dlouhodobých inflačních očekávání na straně účastníků trhu a související rizikové prémie.

Vnímání nejistoty na trhu dluhopisů v eurozóně na straně účastníků trhu, měřené implikovanou volatilitou, bylo v prvních šesti měsících roku stabilní a odráželo stále příznivé ekonomické prostředí v eurozóně i ve světě. V důsledku turbulencí se toto pozitivní hodnocení ze strany investorů změnilo a implikovaná volatilita na trhu dluhopisů v období od června do srpna prudce rostla. Poté se implikovaná volatilita v eurozóně příliš neměnila a zůstala na poněkud vyšší úrovni.

V prvních dvou měsících roku 2008 se výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně snížily o zhruba 30 bazických bodů a 29. února činily 4,1 %. Podobný pokles zaznamenaný u reálných výnosů inflačně indexovaných dluhopisů naznačuje, že účastníci trhu byli na začátku roku 2008 poněkud pesimističtější pokud jde o perspektivy ekonomické aktivity v eurozóně.

CENY AKCIÍ V EUROZÓNĚ SE V ROCE 2007 V PROSTŘEDÍ VYSOKÉ VOLATILITY ZVÝŠILY

I přes silnou volatilitu v průběhu roku se ceny akcií v eurozóně v roce 2007 celkově zvýšily a pokračoval tak vzestupný trend, který je pozorován od počátku roku 2003 (viz graf 14). Ve srovnání s koncem roku 2006 vykázal index Dow Jones EURO STOXX na konci roku celkový nárůst o 5 %. Podobně akciové trhy ve Spojených státech zakončily rok pozitivně, index Standard & Poor's 500 se zvýšil o 3,5 %. Naproti tomu ceny akcií v Japonsku měřené indexem Nikkei 225 se přibližně o 11 % snížily. Stejně jako na trhu dluhopisů byly výkyvy cen akcií v eurozóně zvláště výrazné v letních měsících, kdy investoři nebyli ochotni držet riziková aktiva, jako jsou akcie. Pozitivní celkové výsledky na akciových trzích byly zejména výsledkem trvajících silného růstu skutečných a očekávaných zisků.

V prvních šesti měsících roku 2007 vykazovaly ceny akcií v eurozóně stabilní růst. Tento vzestupný trend byl dočasně přerušen na přelomu února a března, kdy ceny akcií v eurozóně, stejně jako na většině hlavních trhů, zaznamenaly prudkou korekci, která byla zčásti vyvolána vývojem na čínských trzích. Index Dow Jones EURO STOXX se v období od 6. února do 7. března snížil asi o 4 %. Poté se trhy zotavily částečně díky vyšší ochotě riskovat, aktivitám v oblasti fúzí a akvizic a díky trvale příznivému vývoji zisků. Důkazem mohutného růstu zisků je skutečnost, že zisk na akcii v podnicích zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX vykazoval v období od ledna do června meziroční tempo růstu, které se blížilo 17 %. Celkově byly ceny akcií v eurozóně na konci června o 10 % vyšší než na konci roku 2006.

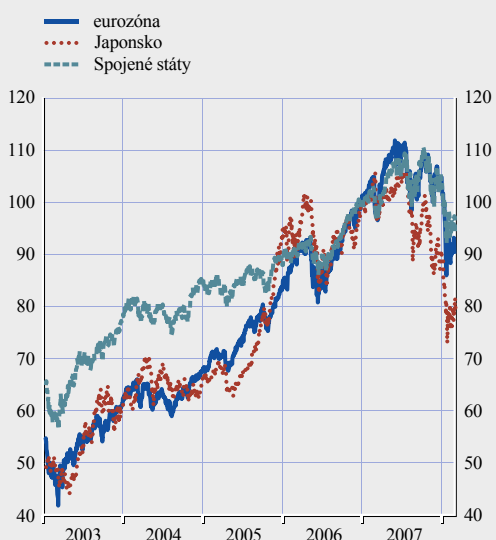
Optimismus na světových akciových trzích náhle skončil, jakmile došlo k finančním turbulencím, které vedly k rozsáhlému přehodnocení úvěrového a finančního rizika a ke zvýšení averze investorů k riziku. Výsledný pokles cen akcií v eurozóně patrně odrážel hlavně prudký nárůst prémie za akciové riziko, kterou požadují investoři za držbu akcií v eurozóně, zejména akcií firem ve finančním sektoru. Implikovaná volatilita na akciovém trhu se zároveň prudce zvýšila na nejvyšší úroveň od roku 2003 (viz graf 15). Odprodeje na akciových trzích v eurozóně byly zvláště výrazné v červenci a v srpnu, kdy cenový index Dow Jones EURO STOXX ztratil asi 5 %.

V září a na začátku října zaznamenaly ceny akcií v eurozóně oživení podobně jako po krátkém období korekce na přelomu února a března. Od poloviny října do konce roku však averze investorů k riziku opět rostla poté, co se zjistilo, že ztráty, které řada finančních institucí utrpěla v souvislosti s rizikovými investicemi v USA, byly větší, než se čekalo. V důsledku toho ceny akcií v eurozóně i ve světě prudce klesly a nejistota na akciových trzích, vyjádřená implikovanou volatilitou, se znovu zvýšila na podobnou úroveň jako v letních měsících.

Turbulence na finančních trzích měly pozoruhodně malý vliv na očekávanou a skutečnou ziskovost

Graf 14 Indexy cen akcií na hlavních trzích¹⁾

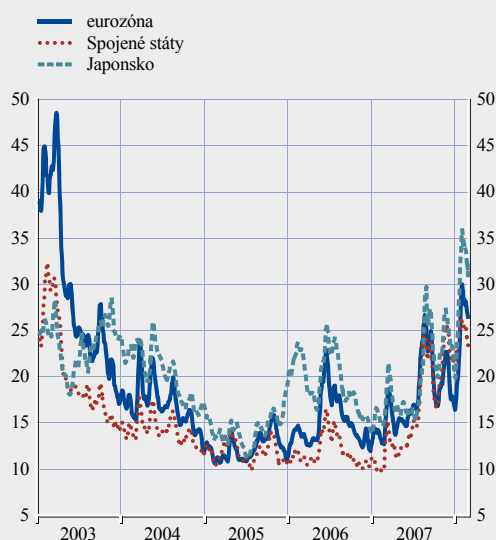
(index: 2. ledna 2007 = 100; denní údaje)



Zdroje: Reuters, Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.
1) Pro eurozónu je použit index Dow Jones EURO STOXX, pro Spojené státy index Standard & Poor's 500 a pro Japonsko index Nikkei 225.

Graf 15 Implikovaná volatilita akciových trhů

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.

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. Implikované volatility se týkají indexů Dow Jones EURO STOXX pro eurozónu, Standard & Poor's pro Spojené státy a Nikkei 225 pro Japonsko.

podniků v eurozóně. V období od prosince 2006 do prosince 2007 se zisk na akcii v podnicích zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX zvýšil o 15 %. Analytici přitom očekávali, že meziroční tempo růstu zisků bude v roce 2008 činit asi 9 %. Skutečnost, že na ziskovost podniků v eurozóně neměly turbulence na finančních trzích téměř žádný vliv, pravděpodobně pomohla zmírnit celkový pokles pozorovaný ve druhé polovině roku 2007.

Z hlediska průmyslových sektorů dosáhl sektor telekomunikací a veřejných služeb lepších výsledků než celkový index. Vysoká výkonnost těchto sektorů byla pravděpodobně dosažena díky tomu, že investoři dávali přednost podnikům s relativně stabilními peněžními toky. Naproti tomu výsledky finančního sektoru byly horší než výsledky celkového indexu. Nízká výkonnost tohoto sektoru byla spojena s rostoucími obavami o jeho ziskovost v souvislosti s jeho celkově vysokou expozicí vůči aktivům spojeným přímo

nebo nepřímo s trhem rizikových hypoték ve Spojených státech, který je v nesnázi.

Na začátku roku 2008 přispěly pokračující obavy ohledně úvěrového rizika spolu s očekáváním nižšího zisku k poklesu cen akcií. V období od konce roku 2007 do 29. února 2008 klesl index Dow Jones EURO STOXX o 14 % a index Standard and Poor's 500 o 9 %.

POSTUPNÉ ZMÍRŇOVÁNÍ RŮSTU ÚVĚŘŮ DOMÁCNOSTEM

Tempo růstu úvěrů domácnostem se v roce 2007 zpomalilo díky tlumícímu vlivu vyšších sazeb z úvěrů, obezřetnějšímu hodnocení úvěrového rizika na straně poskytovatelů úvěrů a pomalejšímu růstu na trhu s bydlením. MFI byly hlavním zdrojem úvěrů domácnostem. Meziroční tempo růstu úvěrů MFI domácnostem bylo v prosinci 2007 nadále silné (6,2 %). V polovině roku 2007 činilo 7,2 % a na konci roku 2006 8,2 %. Postupný a trvalý

PODOBNOT A ROZDÍLY MEZI OBDOBÍMI TURBULENCÍ NA FINANČNÍM TRHU V LETECH 2007 A 1998

V druhé polovině roku 2007 byly ceny na světových finančních trzích výrazně ovlivněny rozsáhlým přehodnocováním finančních rizik, které se z jednoho konkrétního segmentu trhu (aktiva zajištěná rizikovými hypotékami ze Spojených států) rozšířilo na úvěrové trhy jako celek i na finanční systém obecně. Posloupnost a podstata událostí charakterizujících současné turbulence se do určité míry podobají období finančních turbulencí v druhé polovině roku 1998, zpravidla označovanému jako „krize fondu LTCM“. Tento box identifikuje hlavní styčné body a rozdíly mezi těmito dvěma obdobími z pohledu ukazatelů finančního trhu.

V první polovině roku 1998 ve většině vyspělých ekonomik panovaly příznivé tržní podmínky v podobě rostoucích cen akcií, stabilního vývoje výnosů z dlouhodobých dluhopisů a zužování spreadů podnikových dluhopisů, částečně podporované dobrou makroekonomickou situací (viz grafy A a B, které ukazují vývoj výnosů z dluhopisů a cen akcií ve Spojených státech a v eurozóně). Celkově poklidné prostředí na globálním finančním trhu se začalo měnit v létě roku 1998. Pokles důvěry účastníků finančního trhu a ochoty investorů riskovat zřejmě souvisel se dvěma hlavními faktory: za prvé narůstal pesimismus účastníků trhu ohledně dopadů krize asijských rozvíjejících se trhů v roce 1997 na světovou ekonomiku a za druhé se začaly zvyšovat obavy trhu o udržitelnost vývoje ruského dluhu. Tyto obavy vyvrcholily 17. května, kdy Rusko oznámilo restrukturalizaci dluhu, devaluaci a moratorium na splátky jistiny soukromým subjektům. Tato oznámení odstartovala výprodej na světových trzích akcií a podnikových dluhopisů. Změny struktury portfolií v důsledku „úniku do bezpečí“ vedly k nižším výnosům z dlouhodobých státních dluhopisů (viz graf A).

Intenzivní reakce trhu na problémy Ruska se splácením dluhu způsobila nárůst obav z celosvětové úvěrové krize. Řada hedgeových fondů a bank, které obchodují na vlastní účet, zaznamenala značné ztráty, a to především v důsledku rozšiřování spreadů podnikových dluhopisů a ostatních spreadů rizikových aktiv. Rozšiřování spreadů vedlo k výzvám k úhradě a potřebě dodatečné likvidity nezbytné pro financování pozic. Na začátku září 1998 se výrazně zhoršily problémy s krátkodobým financováním jednoho z největších hedgeových fondů – Long-Term Capital Management (LTCM). Panovaly značné obavy, že LTCM bude nucen za již tak napjatých tržních podmínek uzavřít vysoký objem pozic, což by mohlo vyústit v závažná systémová rizika pro světový finanční systém. Několik kroků v průběhu dalších týdnů však pomohlo trhu, aby začal znovu fungovat běžným způsobem: za prvé byl 23. září oznámen soukromý plán na záchranu LTCM a za druhé Federální rezervní systém rozhodl o snížení svých měnověpolitických sazeb celkem o 100 bazických bodů ve třech krocích. Celkově měla tato krize jen malý vliv na reálnou ekonomiku.

V obdobích finančních turbulencí v roce 1998 a v roce 2007 lze nalézt dva výrazně podobné rysy. První z nich souvisí s prostředím na finančních trzích před vznikem turbulencí a druhý se skutečností, že v obou případech byly turbulence spuštěny pouze relativně malým šokem.

Pokud jde o první podobnost, prostředí před turbulencemi bylo v obou případech charakterizováno dlouhým obdobím celkového růstu cen aktiv ve většině tržních segmentů a zároveň nízkou volatilitou finančního trhu. Velmi příznivé tržní podmínky mohly vést některé investory k investičním rozhodnutím na základě hodnocení rizik, které se později ukázalo jako příliš optimistické. Tito

Graf A Výnosy z dlouhodobých dluhopisů v USA a v eurozóně v letech 1998 a 2007



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.
 Poznámky: Osa x zobrazuje 120 obchodních dnů před 17. srpnem 1998 a po něm a před 30. červencem 2007 a po něm. Datum v roce 1998 představuje vyhlášení ruského moratoria a datum v roce 2007 představuje den, kdy německá banka IKB varovala před vysokými ztrátami z investic do amerických strukturovaných úvěrových nástrojů prostřednictvím jednotek pro strukturované investice.

Graf B Ceny akcií v USA a v eurozóně v letech 1998 a 2007



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.
 Poznámky: Osa x zobrazuje 120 obchodních dnů před 17. srpnem 1998 a po něm a před 30. červencem 2007 a po něm. Datum v roce 1998 představuje vyhlášení ruského moratoria a datum v roce 2007 představuje den, kdy německá banka IKB varovala před vysokými ztrátami z investic do amerických strukturovaných úvěrových nástrojů prostřednictvím jednotek pro strukturované investice.

investoři tak pravděpodobně přikládali příliš velkou váhu nedávné zkušenosti a extrapolovali nedávné trendy, které byly v rozporu s dlouhodobými rovnovážnými hodnotami a s pravděpodobností.

Druhým společným rysem je skutečnost, že v obou případech finanční turbulence propukly bez přítomnosti větších inflačních či ekonomických šoků. Krize namísto toho odstartovaly relativně malé šoky (tj. nečekaná selhání v nemalých byt' ne příliš velkých segmentech trhu), které způsobily všeobecné přehodnocování finančních rizik a v důsledku extrémní cenové výkyvy v konkrétních segmentech trhu (zejména na úvěrovém trhu). Nelze vyloučit, že výrazné reakce trhu mohly být zesíleny zmíněným poklidným tržním prostředím, v němž se oceňování některých tříd aktiv zdá alespoň ex post poněkud nadsazené z pohledu fundamentálních veličin.

Navzdory výše uvedeným podobnostem se vývoj v průběhu těchto dvou krizí v řadě aspektů výrazně lišil. Za prvé, finanční inovace posledního desetiletí v oblasti převodu úvěrových rizik značně ztížily určení sektorů a konkrétních subjektů, které tato rizika v důsledku nesou. Přestože zvýšené využívání sekuritizace, při níž jsou nelikvidní úvěry přeměněny na likvidní aktiva, rozšířilo investorům možnosti diverzifikace, je oceňování těchto nových produktů v řadě případů mimořádně složité. Prudký nárůst využívání těchto nástrojů a nejistota ohledně expozic protistran mohou částečně vysvětlit poslední vývoj v řadě tržních segmentů. Za druhé, nedávné turbulence převážně ovlivnily spready a likviditu na úvěrových a peněžních trzích. V roce 1998 však nastal nedostatek likvidity také na trzích státních dluhopisů, neboť mnoho rizikových investičních strategií realizovaných v tomto období také zahrnovalo pozice ve státních dluhopisech.

Za třetí, z grafů A a B vyplývá, že během obou finančních krizí došlo k určitým nerovnoměrným reakcím cen aktiv v eurozóně a ve Spojených státech. V roce 1998 klesly ceny akcií výrazněji

v eurozóně než ve Spojených státech. Tento rozdíl pravděpodobně souvisel se zvýšením růstového diferenciálu mezi těmito dvěma ekonomikami. Dokladem může být skutečnost, že hospodářský růst ve Spojených státech byl v roce 1998 stabilní, zatímco v eurozóně meziroční tempo růstu reálného HDP kleslo z 3,8 % v prvním čtvrtletí na 2,4 % ve čtvrtém čtvrtletí. Výnosy z dlouhodobých dluhopisů se však v obou ekonomikách snížily podobně. Také v roce 2007 mohl růstový diferenciál přispět k poněkud rozdílnému vývoji cen aktiv v eurozóně a ve Spojených státech. Například úrokový diferenciál mezi výnosy dlouhodobých dluhopisů ve Spojených státech a v eurozóně se v měsících následujících po vypuknutí turbulencí snížil, a dokonce se poprvé od roku 2004 dostal do záporných hodnot. Zdá se, že v druhé polovině roku 2007 účastníci trhu vnímali ekonomiku eurozóny jako poněkud odolnější vůči nedávným turbulencím než ekonomiku Spojených států. Odpovídající očekávání výraznější reakce měnové politiky ve Spojených státech v důsledku těchto změn prognóz investorů ohledně relativního růstu pro obě ekonomiky přispělo k uvedené změně znaménka dlouhodobého úrokového diferenciálu mezi eurozónou a Spojenými státy. Zároveň se ceny akcií v eurozóně a ve Spojených státech během období turbulencí vyvíjely zhruba souběžně, což naznačuje přítomnost výrazného mezinárodního faktoru určujícího ceny akcií na obou stranách Atlantiku.

Za čtvrté, rozvíjející se trhy přestály finanční turbulence v roce 2007 mnohem lépe než v roce 1998. Mírný dopad krize v roce 2007 naznačuje, že se během posledního desetiletí zvýšila odolnost rozvíjejících se trhů vůči šokům ve světovém finančním systému. Zatímco zadluženost rozvíjejících se trhů hrála hlavní roli v krizi roku 1998, současnou krizi byly tyto trhy postiženy jen minimálně a spíše tlumily výsledná rizika pro světovou ekonomiku.

Charakter tohoto zpomalení naznačuje, že je způsobeno zejména fundamentálními faktory a že finanční turbulence měly zatím na úvěry domácnostem jen omezený vliv. Tempo růstu úvěrů poskytnutých domácnostem neměnovými finančními institucemi (k nimž patří ostatní finanční zprostředkovatelé (OFI), pojišťovny a penzijní fondy) bylo v roce 2007 nadále vyšší než v případě úvěrů poskytnutých MFI.

Členění úvěrů MFI domácnostem podle účelu ukazuje, že se na nich nadále podílely zejména úvěry na nákup rezidenčních nemovitostí. V prosinci 2007 činilo meziroční tempo růstu úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí 7,1 % oproti 9,6 % v prosinci 2006 (viz graf 16). Toto zmírnění odpovídalo zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí a aktivity na trhu s bydlením v řadě ekonomik eurozóny. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem toto hodnocení podporují. Podle bank byly v roce 2007 hlavními faktory přispívajícími ke zmírnění poptávky domácností po úvěrech na nákup rezidenčních nemovitostí vyhlídky na trhu s bydlením a stále více také

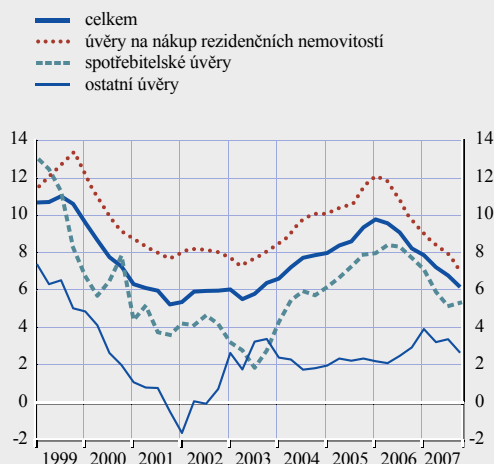
vývoj spotřebitelské důvěry. Zmírnění růstu úvěrů zaznamenané na konci roku 2007 mohlo také odrážet tlumící vliv přísnějších úvěrových standardů s tím, jak rostly obavy bank ohledně perspektiv trhu s bydlením a vyhlídek pro celkový hospodářský růst.

Zpomalení meziročního tempa růstu úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí bylo ovlivněno také tlumícím vlivem růstu základních úrokových sazeb ECB od prosince 2005. V období od prosince 2006 do konce prosince 2007 vzrostly sazby z úvěrů MFI na nákup rezidenčních nemovitostí o 66 bazických bodů a pokračovaly tak v tendenci zaznamenané v roce 2006 (viz graf 17). Sazby z úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do jednoho roku nebo nad deset let se zvýšily více než sazby z úvěrů se středně dlouhými splatnostmi.

Podobně, ale na nižší úrovni, se snížilo i meziroční tempo růstu spotřebitelských úvěrů ze 7,7 % na konci roku 2006 na 5,3 % v prosinci 2007. Meziroční tempo růstu spotřebitelských

Graf 16 Úvěry MFI domácnostem

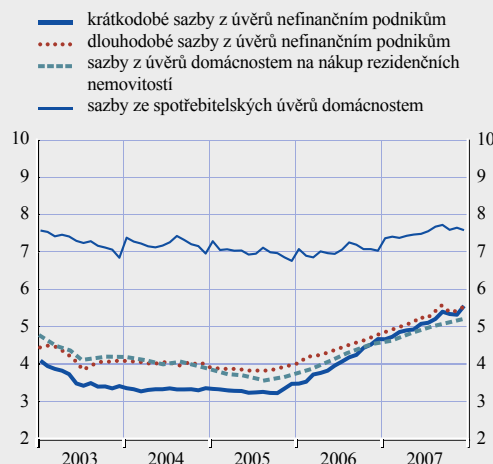
(měziroční změny v %)



Zdroj: ECB.

Graf 17 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům

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



Zdroj: ECB.

Poznámky: Údaje o vážených úrokových sazbách MFI od prosince 2003 jsou vypočítány s pomocí vah jednotlivých zemí sestavených podle 12měsíčního klouzavého průměru objemů nových obchodů. Pro předchozí období od ledna do listopadu 2003 jsou vypočítány s pomocí vah jednotlivých zemí sestavených podle průměrného objemu nových obchodů v roce 2003. Podrobnější informace viz box 3 v Měsíčním bulletinu ECB ze srpna 2004.

úvěrů se zpomalovalo v souladu s klesající důvěrou spotřebitelů a s postupným zmírňováním růstu maloobchodních tržeb v eurozóně. Výsledky průzkumu bankovních úvěrů naznačují, že v prvních třech čtvrtletích 2007 byly úvěrové standardy v čistém vyjádření

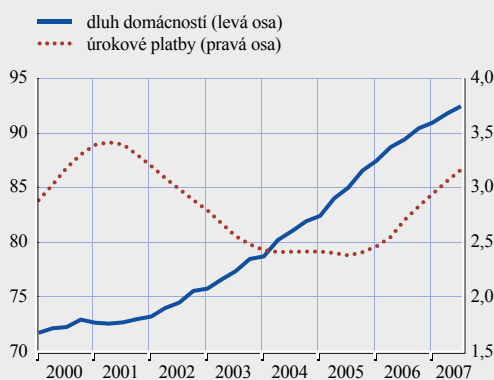
uvolněné, takže podporovaly růst úvěrů, zatímco ve čtvrtém čtvrtletí byly tyto standardy v důsledku finančních turbulencí zpřísněny. V tomto ohledu je třeba také poznamenat, že banky v průběhu roku informovaly o rostoucích obavách ohledně úvěruschopnosti spotřebitelů a výhledu pro celkovou ekonomickou aktivitu, které mohly vést k nižší úvěrové aktivitě. Úrokové sazby MFI ze spotřebitelských úvěrů, které byly nadále značně vyšší než u úvěrů na nákup rezidenčních nemovitostí, se v době od prosince 2006 do prosince 2007 zvýšily o 55 bazických bodů a přispěly tak k utlumení poptávky po těchto úvěrech.

ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ SE DÁLE ZVÝŠILA

I přes určité zpomalení tempa růstu úvěrů domácnostem vedlo rychlé tempo růstu výpůjček k dalšímu zvyšování poměru dluhu domácností k disponibilním příjmům na 92,5 % ve třetím čtvrtletí (viz graf 18). Poměr dluhu k HDP se podle údajů integrovaných účtů eurozóny v tomto čtvrtletí zvýšil na 60,3 %. Ve srovnání

Graf 18 Dluh a úrokové platby domácností

(v % hrubého disponibilního důchodu domácností)



Zdroj: ECB.

se Spojenými státy nebo Velkou Británií je však zadluženost domácností v eurozóně stále poměrně nízká. Pokračující nárůst zadluženosti domácností zvyšuje jejich zranitelnost vůči změnám úrokových sazeb, příjmů a cen aktiv. Je třeba poznamenat, že tento ukazatel představuje průměrnou úroveň a že úroveň zadluženosti se může v různých domácnostech a v různých zemích eurozóny výrazně lišit. Vyšší zranitelnost platí např. v případech, kdy domácnosti využily výjimečně příznivých úrokových sazeb v minulých letech a vzaly si hypotéky s proměnlivou sazbou s nízkými počátečními úrokovými platbami. Rostoucí zadluženost spolu s vyššími sazbami z úvěrů domácnostem přispěly v roce 2007 ke zvýšení dluhového zatížení domácností (úrokové platby plus splátky jistiny jako procentní podíl na disponibilním příjmu). Úrokové platby se dále zvýšily a ve třetím čtvrtletí 2007 činily 3,2 %, tj. zaznamenaly nárůst z 2,8 % na konci roku 2006 a značný nárůst ve srovnání s lety 2004 a 2005, ale také značný pokles oproti předchozímu maximu dosaženému v roce 2001.

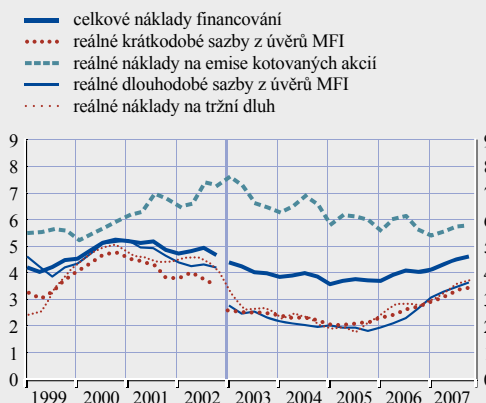
NÁKLADY NA EXTERNÍ FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ SE V ROCE 2007 ZVÝŠILY

V roce 2007 se reálné náklady na externí financování nefinančních podniků postupně zvyšovaly a pokračovaly tak v trendu pozorovaném v roce 2006. Ziskovost podniků přitom byla nadále vysoká. Navzdory tomu a vzhledem k rostoucí mezeře financování rostlo externí financování nefinančních podniků stále velmi rychlým tempem, které bylo podporováno vysokou poptávkou po úvěrech MFI. Očekává se tedy, že zadlužení nefinančních podniků se v roce 2007 dále zvýšilo.

Po zvýšení základních úrokových sazeb ECB v roce 2006 a v první polovině roku 2007 reálné náklady na externí financování nefinančních podniků v eurozóně v roce 2007 dále rostly (viz graf 19).² V průběhu roku byl tento růst ovlivňován zejména trvalým růstem reálných nákladů na dluhové financování, i když náklady na financování emisí akcií se také zvýšily. V posledním čtvrtletí roku 2007 přispěly k růstu

Graf 19 Reálné náklady externího financování nefinančních podniků v eurozóně

(v % p.a.)



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 z března 2005). Zavedení harmonizované statistiky sazeb z úvěrů MFI na začátku roku 2003 vedlo k přerušení statistické řady.

nákladů na externí financování podniků turbulence na úvěrových trzích, neboť poskytovatelé úvěrů a ostatní investoři přehodnotili své vnímání úvěrového rizika, takže podmínky pro financování prostřednictvím trhu byly přísnější než v minulosti.

Pokud jde o složky nákladů na externí financování podniků, značně se v průběhu roku 2007 zvýšily jak reálné, tak nominální úrokové sazby z půjček MFI nefinančním podnikům (viz graf 19). Nárůst krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu – který v případě tříměsíční sazby EURIBOR v období od konce roku 2006 do konce roku 2007 činil 120 bazických bodů – byl následován menším zvýšením krátkodobých sazeb z úvěrů MFI poskytnutých podnikům. V případě malých a velkých úvěrů s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do

² Reálné náklady na externí financování nefinančních podniků se vypočítávají jako náklady na rozdílné zdroje externího financování vážené na základě splatných částek (očištěné o vlivy přecenění). Podrobný popis viz box „Měřítka reálných nákladů na vnější financování nefinančních podniků v eurozóně“ v Měsíčním bulletinu ECB z března 2005.

1 roku se ve stejném období sazby zvýšily zhruba o 90-100 bazických bodů. Tento růst patrně také odrážel vliv předchozích zvýšení sazeb peněžního trhu v roce 2006 na krátkodobé sazby z úvěrů MFI, což zhruba odpovídá průběhu zpožděného promítání změn úrokových sazeb v předchozích cyklech. V tomto období se zvyšovaly i dlouhodobé sazby z úvěrů MFI, a to přibližně o 60-85 bazických bodů. Výnosy pětiletých státních dluhopisů vzrostly ve stejném období o 40 bazických bodů. V důsledku toho se zejména ve druhé polovině roku značně rozšířily spready mezi dlouhodobými sazbami z bankovních úvěrů a srovnatelnými tržními sazbami. Rozšiřování spreadů odráželo růst nákladů bank na financování.

Reálné náklady tržního dluhu nefinančních podniků se v roce 2007 také značně zvýšily a pokračovaly tak v trendu, který započal v roce 2006. V prosinci 2007 byly tyto náklady zhruba o 190 bazických bodů vyšší než minimum zaznamenané v létě roku 2005. Od června 2007 rostly výnosy podnikových dluhopisů více než výnosy odpovídajících státních dluhopisů. Tomuto trendu odpovídalo rozšiřování spreadů ve druhé polovině roku. Nárůst spreadů byl patrně projevem vnímání zvýšeného úvěrového rizika a rizika likvidity na straně investorů na celém světě, jakož i zvýšení volatility na finančních trzích, které následovalo po dlouhém období velmi snížených spreadů.³

Reálné náklady nefinančních podniků na emise kotovaných akcií v průběhu roku 2007 také postupně rostly i přes růst cen na akciových trzích v první polovině roku (měřeno např. širokým indexem eurozóny). Ve druhé polovině roku 2007 přispěl k růstu nákladů na emise akcií pokles cen na akciových trzích. Výpočet nákladů na emise akcií však vychází z určitých předpokladů týkajících se očekávaných budoucích peněžních toků podniků a jeho výsledky je proto třeba interpretovat s jistou obezřetností.

DALŠÍ RŮST POPTÁVKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ PO EXTERNÍM FINANCOVÁNÍ

Poptávka nefinančních podniků po externím financování byla v roce 2007 stále vysoká a pokračovala tak ve vzestupném trendu, který je pozorován od konce roku 2004. Reálné meziroční tempo růstu externího financování nefinančních podniků činilo ve čtvrtém čtvrtletí 5 %, a bylo tedy vyšší než průměr za rok 2006 (4 %). Tento vývoj byl tažen zejména růstem příspěvku úvěrů MFI, zatímco růst příspěvku dluhových cenných papírů a kotovaných akcií byl omezenější (viz graf 21).

Poptávka po externím financování byla nadále velmi silná i přesto, že podniky měly značné vnitřní zdroje. Podle souhrnných údajů získaných z účetních závěrek kotovaných podniků byly zisky po celý rok 2007 stále na příznivé úrovni (viz graf 20).⁴ Je však třeba mít také na paměti, že i když očekávání zisků v eurozóně byla po celý rok vysoká, v posledním čtvrtletí 2007 se značně zvýšil počet revizí očekávaných zisků u kotovaných podniků v eurozóně směrem dolů.

Tempo růstu úvěrů MFI nefinančním podnikům se v roce 2007 celkově dále zvyšovalo a pokračovalo tak v trendu pozorovaném od začátku roku 2004. V prosinci 2007 činilo toto tempo 14,5 % a poté se dále zrychlovalo na 14,6 % v lednu 2008. Takto vysoké tempo růstu úvěrů nebylo zaznamenáno od zavedení eura v roce 1999. Z dostupných údajů navíc vyplývá, že se neobjevily žádné známky zpomalení růstu úvěrů nefinančním podnikům v důsledku nedávných turbulencí na úvěrových trzích. Tento trvale vysoký růst úvěrů MFI v eurozóně lze částečně vysvětlit působením dvou faktorů. Za prvé, podle hodnocení bank, jak je ukazují poslední průzkumy bankovních úvěrů, vysvětluje pokračující růst poptávky po úvěrech v eurozóně potřeba financování související

3 Viz box „The recent repricing of credit risk“ v Měsíčním bulletinu ECB z října 2007.

4 Zdá se, že dobré výsledky podniků jsou zaznamenávány ve většině zemí eurozóny. Viz také box „Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area“ v Měsíčním bulletinu ECB z října 2007.

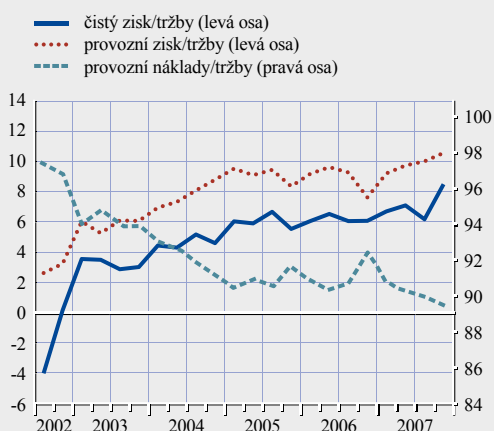
s reálnou ekonomickou aktivitou – zejména v případě zásob, provozního kapitálu a fixních kapitálových investic. Za druhé, růst úvěrů nefinančním podnikům mohl být podpořen také určitým odklonem od tržního dluhového financování v souvislosti se složitějšími podmínkami na trhu podnikových dluhopisů ve druhé polovině roku 2007. Naproti tomu jiné faktory, jejichž charakter je více finanční, např. nižší potřeba financování fúzí a akvizic nebo růst sazeb z úvěrů, patrně přispěly ke snížení poptávky po úvěrech. V tomto ohledu přispěly k nižší poptávce po úvěrech patrně i méně příznivé podmínky financování pro banky samotné, protože banky při poskytování úvěrů přenesly přísnější podmínky financování na vypůjčovatele z řad podniků.

Financování prostřednictvím kapitálového trhu – jak prostřednictvím emise dluhu, tak emise akcií – se v souladu s růstem financování podniků prostřednictvím bankovních úvěrů také zvýšilo, avšak v mnohem menší míře. Meziroční tempo růstu dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky se zrychlilo z asi 4,5 %

na začátku roku na 10,1 % v červenci 2007, což byl značný nárůst, zejména ve srovnání s relativně mírným růstem v posledních letech. Později se meziroční tempo růstu dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky poněkud zpomalilo. Krátkodobý vývoj sezonně očištěných údajů naznačuje, že pokles čisté emisní aktivity nefinančních podniků byl od srpna 2007 mnohem výraznější. Mohlo to souviset s rozšiřováním úrokových spreadů podnikových dluhopisů po problémech na úvěrových trzích, jakož i s nižší aktivitou v oblasti fúzí a akvizic. Meziroční tempo růstu kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky zaznamenalo v roce 2007 určitý vzestupný trend, bylo však nadále utlumené. Celkově nízký příspěvek čisté emise kotovaných akcií k čistému financování podnikového sektoru v eurozóně pravděpodobně souvisel s tím, že reálné náklady na emisi akcií jsou podstatně vyšší než reálné náklady na dluhové financování, a s dobrou dostupností vnitřních fondů. Hrubá emise se přitom v roce 2007 poněkud zvýšila, a to díky vývoji primárních i sekundárních emisí.

Graf 20 Ukazatele ziskovosti kotovaných nefinančních podniků v eurozóně

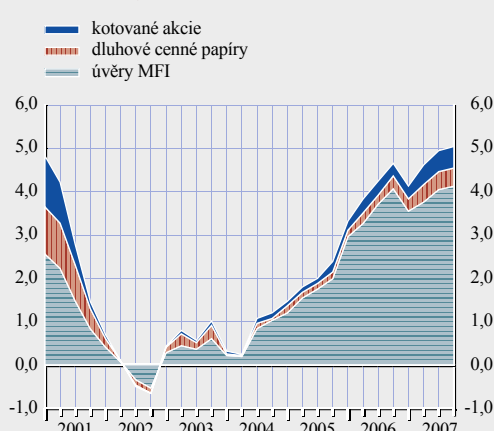
(čtvrtletní údaje; v %)



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.

Graf 21 Struktura reálného meziročního tempa růstu vnějšího financování nefinančních podniků¹⁾

(meziroční změny v %)

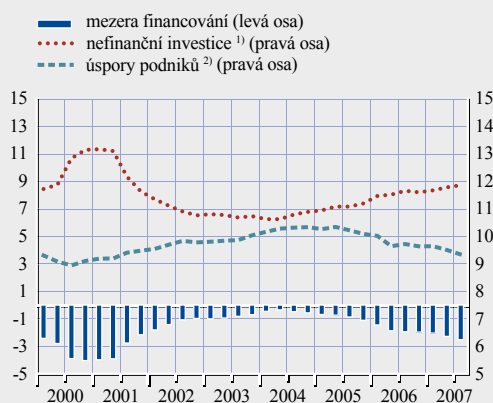


Zdroj: ECB.

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

Graf 22 Mezera financování nefinančních podniků a její hlavní složky

(v % HDP; roční klouzavý průměr)

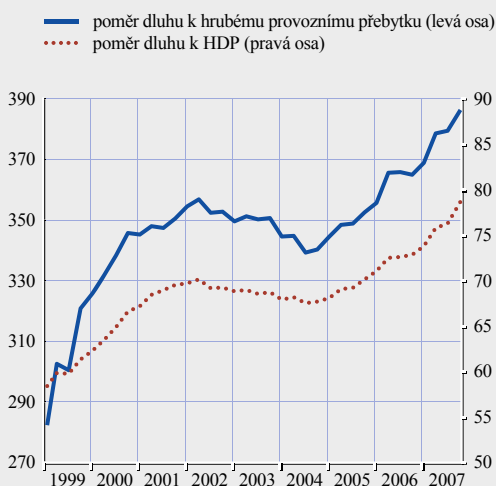


Zdroj: ECB.

- 1) Včetně zásob a akumulace nefinančních aktiv.
- 2) Včetně čistých kapitálových transferů.

Graf 23 Ukazatele dluhu nefinančních podniků

(v %)



Zdroje: ECB, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Dluh je vykazován na základě čtvrtletních sektorových účtů eurozóny. Zahrnuje úvěry, emitované dluhové cenné papíry a rezervy penzijních fondů. Poslední údaje jsou pro 4. čtvrtletí 2007.

Celkový růst externího financování nefinančních podniků lze spojovat se širší mezerou financování nebo čistým dluhem (vypočteným jako rozdíl mezi úsporami podniků a nefinančními investicemi – viz graf 22). Širší mezera financování, kterou zaznamenaly nefinanční podniky v eurozóně v roce 2006 a v prvních třech čtvrtletích roku 2007, byla výsledkem růstu reálných investic a poklesu úspor podniků. V podmínkách vysokých provozních zisků souvisel pokles úspor podniků zejména s vyššími úrokovými platbami, ale také s tím, že nefinanční podniky v tomto období rozdělily větší část svých zisků.

RŮST PODNIKOVÉHO DLUHU

Pokud jde o vývoj rozvahové pozice nefinančních podniků v eurozóně, vedl značný růst dluhového financování k dalšímu zvyšování ukazatelů zadluženosti a pokračoval tak v trendu pozorovaném od začátku roku 2005 (viz graf 23). Ve čtvrtém čtvrtletí 2007 se odhadovaný poměr dluhu k HDP zvýšil asi na 78 % a poměr dluhu

k hrubému provoznímu přebytku zhruba na 386 %. Po konsolidaci v letech 2002-2004, která následovala po prudkém růstu zadluženosti ve druhé polovině 90. let 20. století, se ukazatele zadluženosti nefinančních podniků v posledních třech letech trvale zvyšovaly. Na rozdíl od poměru dluhu k zisku zůstal poměr dluhu k finančním aktivům nefinančních podniků v prvních třech čtvrtletích roku 2007 stabilní poté, co od prvního čtvrtletí roku 2003 vykazoval sestupný trend. Nedávný růst zadluženosti spolu se zvyšováním úrokových sazeb vedl v roce 2007 ke značnému zvýšení čistého úrokového zatížení nefinančních podniků.

2.3 VÝVOJ CEN A NÁKLADŮ

V roce 2007 činila celková inflace měřená HICP v průměru 2,1 %, což bylo o 0,1 procentního bodu méně než v předchozích dvou letech (viz tabulka 1). Průměr za rok 2007 je však výsledkem dvou různých trendů ve vývoji HICP v průběhu roku: meziroční inflace zůstávala pod

2 % a byla víceméně stabilní až do konce léta a poté rychle rostla. V září 2007 se meziroční inflace spotřebitelských cen poprvé od srpna 2006 zvýšila mírně nad 2 %. Potom rostla stále více a vrcholu 3,1 % dosáhla v listopadu a v prosinci 2007.

Vývoj inflace měřené HICP byl v roce 2007 určován zejména silným růstem cen energií a potravin (viz graf 24). Dopad růstu cen ropy na začátku roku 2007 na složku cen energií byl až do července 2007 zmírňován příznivým vlivem srovnávací základny; poté vedly prudce rostoucí ceny ropy spolu s nepříznivým vlivem srovnávací základny k tomu, že tato složka značně přispěla k celkové inflaci měřené HICP. Meziroční tempo změny cen nezpracovaných potravin bylo po většinu roku 2007 zvýšené a růst cen zpracovaných potravin se od konce léta zrychloval a výrazně tak přispíval k vyšší inflaci v několika posledních měsících roku.

Inflace měřená HICP byla v roce 2007 navíc značně ovlivněna zvýšením DPH v Německu o 3 procentní body, které vstoupilo v platnost 1. ledna 2007.

Růst mzdových nákladů byl mírný až do třetího čtvrtletí 2007, ale jednotkové mzdové náklady se mírně zvýšily v důsledku zpomalení růstu produktivity práce.

INFLACE MĚŘENÁ HICP BYLA ZNAČNĚ OVLIVNĚNA VÝVOJEM CEN ENERGIÍ A POTRAVIN

Podrobnější pohled na vývoj HICP v roce 2007 naznačuje, že na něj působil zejména růst cen ropy a vliv srovnávací základny pro ceny energií spolu se zvyšováním cen potravin.

V polovině ledna 2007 se zastavil trend silného poklesu cen ropy na mezinárodních trzích, který začal v srpnu 2006, a ceny začaly opět stoupat. V prosinci 2007 byly ceny ropy v eurech asi o 32 % vyšší než v předchozím roce.⁵ V řadě měsíců v období od ledna do července 2007 bylo působení růstu cen ropy na složku energií HICP zmírněno příznivým vlivem srovnávací základny vyplývajícím ze silného růstu cen energií v předchozím roce. Od září 2007 vedl souběh prudce rostoucích cen ropy a nepříznivého vlivu srovnávací základny k tomu, že se složka energií významně podílela na celkové inflaci měřené HICP (viz graf 25).

5 Průměrná meziroční cena za barel ropy typu Brent v eurech se v roce 2007 prakticky nezměnila, zatímco ceny ropy v roce 2006 byly v průměru o 19 % vyšší než v roce 2005.

Tabulka I Cenový vývoj

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

	2005	2006	2007	2006 4.Q	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q	2008 led	2008 únor
HICP a jeho složky										
HICP celkem ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energie	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Nezpracované potraviny	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Zpracované potraviny	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Neenergetické průmyslové zboží	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Služby	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Ostatní cenové a nákladové indikátory										
Ceny průmyslových výrobců ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Ceny ropy (EUR/barel) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Ceny komodit ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

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

Poznámka: Údaje o cenách průmyslových výrobců se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

1) Inflace měřená HICP za leden 2008 je předběžným odhadem Eurostatu.

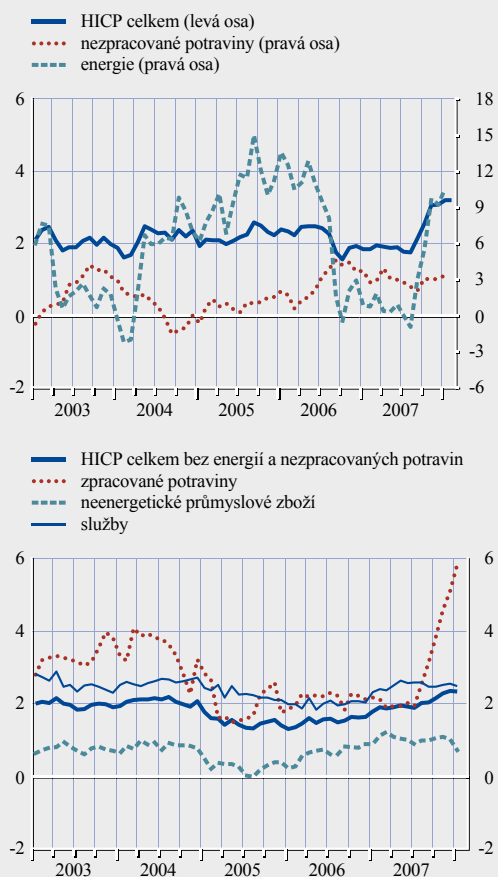
2) Kromě stavebnictví.

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

4) Kromě energií; v eurech.

Graf 24 Struktura inflace měřené HICP: hlavní složky

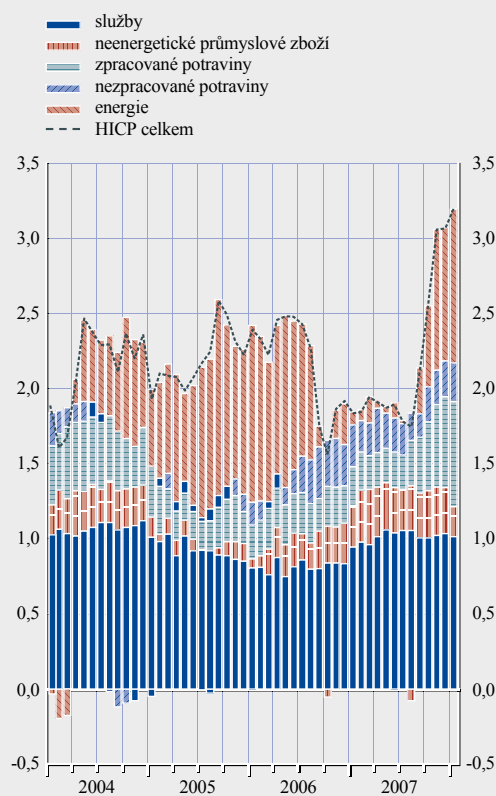
(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

Graf 25 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.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2007 činilo meziroční tempo růstu cen energií v rámci HICP 8,1 % oproti 0,8 % v průměru za první tři čtvrtletí roku.

Zatímco měsíční vývoj meziroční inflace měřené HICP byl ovlivněn srovnávací základnou, za rok jako celek se příznivé a nepříznivé vlivy srovnávací základny vzájemně vykompenzovaly, což znamená, že příspěvek složky energií k celkové inflaci v roce 2007 odrážel růst cen ropy, ke kterému došlo v průběhu roku (viz box 4).

Příspěvek další obvykle volatilní složky inflace, cen nezpracovaných potravin,

k celkové míře inflace se v roce 2007 rovněž zvýšil (po zrychlení v roce 2006). Meziroční tempo růstu cen nezpracovaných potravin bylo po většinu roku 2007 zvýšené, ale meziměsíční vývoj byl charakterizován značnou volatilitou, zejména v důsledku změn cen ovoce a zeleniny, které byly způsobeny nepříznivými povětrnostními podmínkami, zejména na jaře 2007. Ceny masa, které v roce 2006 rostly stabilním tempem, vykazovaly vyšší meziroční tempo růstu i v roce 2007. Tento vývoj byl částečně ovlivněn zvýšením cen krmiv na světových trzích a dalších nákladů na vstupy.

Na konci roku 2007 přispěly k růstu inflace měřené HICP zejména ceny zpracovaných potravin, jejichž tempo růstu se začalo zrychlovat koncem léta. V posledním čtvrtletí roku činilo meziroční tempo růstu cen zpracovaných potravin 4,5 %, což je nejvyšší tempo zaznamenané od počátku měnové unie v roce 1999. Ke zrychlení

meziročního tempa růstu cen zpracovaných potravin došlo v kontextu silného růstu cen některých zemědělských komodit na světových trzích, který byl vyvolán souběžným působením dočasných a strukturálních faktorů (viz box 5). Nejvíce byla ovlivněna podskupina „pekárenské výrobky a obiloviny“ a „mléko, vejce a sýry“.

Box 4

DOPAD VLIVU SROVNÁVACÍ ZÁKLADNY PRO ENERGIE NA INFLACI MĚŘENOU HICP V ROCE 2007

Meziroční míra inflace měřená HICP se v průběhu roku 2007 podstatně zvýšila. V prosinci byla na vysoké úrovni 3,1 % – což je úroveň, která byla naposledy zaznamenána v květnu 2001 – na kterou vzrostla z 1,9 % v listopadu 2006. Tento nárůst byl téměř výhradně výsledkem tří po sobě jdoucích prudkých zvýšení meziroční inflace v září, říjnu a listopadu a významnou měrou k němu přispěl vývoj cen energií a zpracovaných potravin (viz graf A).

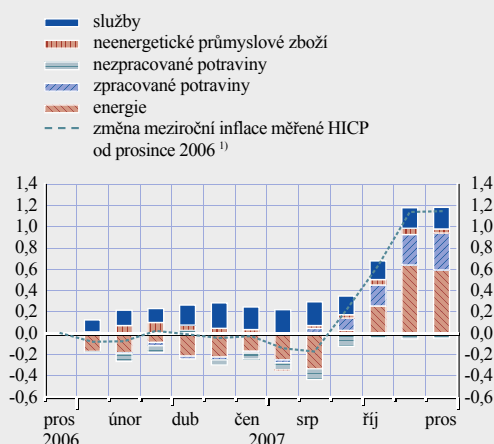
Je důležité stanovit, do jaké míry změny meziroční míry inflace odrážejí současný vývoj (tj. skutečné „zprávy“ z jednoho měsíce na druhý) a do jaké míry odrážejí dopad volatility cen v předchozím roce prostřednictvím „vlivu srovnávací základny“¹. Tento box zkoumá úlohu vlivu srovnávací základny, zejména u cen energií, v nedávném vývoji inflace měřené HICP a poskytuje určitý pohled na předpokládaný dopad tohoto vlivu v průběhu roku 2008.

Odvození měsíčního sezonního vzorce pro jednotlivé složky HICP umožňuje oddělit příspěvky vlivu srovnávací základny a současného vývoje k meziměsíčním změnám meziroční míry inflace měřené HICP (viz graf B).²

Vliv srovnávací základny měl, jak se očekávalo, značný dopad na strukturu míry celkové inflace v roce 2007.³ V průběhu roku nejvýraznější měsíční příspěvky pocházely z vlivu srovnávací

Graf A Příspěvky ke změnám meziroční inflace měřené HICP od prosince 2006

(v procentních bodech)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

1) Rozdíl mezi meziročním tempem růstu HICP v daném měsíci a meziročním tempem růstu HICP v prosinci 2006.

1 Vliv srovnávací základny lze definovat jako příspěvek ke změně meziroční míry inflace v konkrétním měsíci, který je dán odchylkou meziměsíční míry změny v základním měsíci (tzn. stejném měsíci o rok dříve) od jeho obvyklého neboli „normálního“ trendu při zohlednění sezonních výkyvů.

2 Příspěvek vlivu srovnávací základny k meziměsíčním změnám meziroční míry inflace se vypočítává jako odchylka od (sezonně neočištěné) meziměsíční změny o 12 měsíců dříve od odhadované „normální“ meziměsíční změny. „Normální“ meziměsíční změna se získá připočtením odhadovaného sezonního faktoru pro každý měsíc k průměrné meziměsíční změně pozorované od ledna 1995.

3 Viz Box nazvaný „The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation“ v Měsíčním Bulletinu ECB z ledna 2007.

Graf B Struktura meziměsíčních změn meziroční inflace měřené HICP

(v procentních bodech)

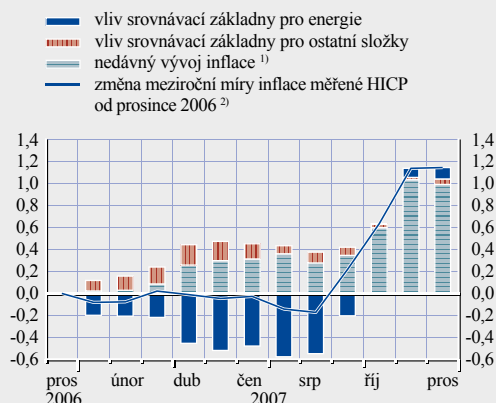


Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

- 1) Rozdíl mezi změnou meziroční míry inflace a souhrnným vlivem srovnávací základny pro energie a ostatní složky.
- 2) Rozdíl mezi meziroční mírou inflace ve dvou po sobě jdoucích měsících.

Graf C Struktura změn meziroční inflace měřené HICP od prosince 2006

(v procentních bodech)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

- 1) Rozdíl mezi změnou meziroční míry inflace od prosince 2006 a souhrnným vlivem srovnávací základny pro energie a ostatní složky od prosince 2006.
- 2) Rozdíl mezi meziroční mírou inflace měřené HICP v daném měsíci a meziroční mírou inflace měřené HICP v prosinci 2006.

základny ve složce cen energií vzhledem k volatilnímu trendu měsíčního vývoje cen ropy v roce 2006. Od ledna do července 2007 přispíval příznivý vliv srovnávací základny pro energie ke snižování míry celkové inflace. Ve druhé polovině roku 2007 byla naproti tomu meziroční míra růstu HICP ovlivněna nepříznivým vlivem srovnávací základny pro energie, který byl zejména silný v září a říjnu. Vliv srovnávací základny pro neenergetické složky byl v roce 2007 celkově poměrně malý.

Vývoj inflace v posledním čtvrtletí byl však v zásadě určován dynamikou meziměsíčního růstu cen vzhledem k vzestupu cen energií a rovněž cen zpracovaných potravin. Zejména v listopadu byla většina příspěvku složky energií k nárůstu inflace měřené HICP způsobena promítáním nedávného zvýšení cen ropy na mezinárodních trzích. Kromě vlivu cen surové ropy došlo k nárůstu rafinérských marží odrážejícímu vyšší zisky dodavatelů energií. V prosinci naproti tomu složka energií vytvářela tlak na snížení míry celkové inflace, který byl však víceméně kompenzován dalším tlakem na její zvýšení ze strany cen zpracovaných potravin. K poklesu složky energií došlo převážně v důsledku dopadu poklesu cen surové ropy v průběhu měsíce, zatímco vliv srovnávací základny z vývoje cen energií v předchozím roce byl téměř zanedbatelný.

Při pohledu na rok jako celek měl celkový vliv srovnávací základny energetických a neenergetických složek poměrně malý kumulovaný dopad na meziroční tempo růstu inflace měřené HICP, neboť příznivé a nepříznivé vlivy se téměř přesně vzájemně vykompenzovaly (viz graf C).

Z celkového nárůstu meziročního tempa růstu o 1,1 procentního bodu od prosince 2006 do prosince 2007 pouze 0,1 procentního bodu odráželo kumulativní dopad vlivu srovnávací základny pro energie, zatímco zbývající 1 procentní bod odrážel cenovou dynamiku v roce 2007. Zdá se tedy, že na celkovém nárůstu meziroční inflace měřené HICP se podílel zejména současný vývoj inflace.

Z hlediska budoucího vývoje se očekává, že míra inflace měřené HICP se v průběhu roku 2008 poněkud sníží za předpokladu, že dojde k určitému obratu v nedávném růstu cen energetických a potravinářských komodit na mezinárodních trzích tak, jak jsou v současnosti zakotveny v cenách futures. V roce 2008 se očekává, že celkový vliv srovnávací základny pro ceny energetických i neenergetických složek podstatně přispěje ke snížení inflace (okolo 1,1 procentního bodu za 12 měsíců do prosince 2008).⁴ Dopad se obecně soustředí na konec roku s tím, jak výrazná zvýšení cen energie a potravin zaznamenaná ve druhé polovině roku 2007 vyplynou z meziročního srovnání o 12 měsíců později. Nicméně rozsah, ve kterém tento záporný vliv srovnávací základny rovněž povede k nižší inflaci měřené HICP, závisí hlavně na absenci dalších ořesů u cen ropy a potravin a na mírném vývoji dalších složek HICP, což zejména vyžaduje absenci druhotných vlivů.

⁴ Viz box nazvaný „Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects“ v Měsíčním bulletinu ECB z ledna 2008.

Ceny neenergetického průmyslového zboží vzrostly v roce 2007 o 1,0 %, tj. více než v předchozích letech. Toto zrychlení odráželo hlavně vliv růstu DPH v Německu, tlak na náklady na vstupy signalizovaný cenami spotřebního zboží vyráběného domácími výrobci a skutečnost, že využívání kapacit ve zpracovatelském sektoru bylo po celý rok blízko historicky nejvyšší úrovně. Tyto faktory více než kompenzovaly tlumící vliv nižších inflačních tlaků plynoucích z dovozních cen, které odrážely vývoj směnných kurzů v podmínkách silné mezinárodní konkurence. Růst cen služeb se na začátku roku 2007 značně zvýšil, zejména v důsledku zvýšení DPH v Německu, a byl vysoký po celý rok.

Zatímco průměrné meziroční tempo růstu celkového HICP bylo v roce 2007 víceméně stabilní, průměrné meziroční tempo růstu HICP bez volatilních složek – nezpracovaných potravin a energií – se zrychlilo na 2,0 % z 1,5 % v předchozích dvou letech. Tento ukazatel byl ovlivněn zvýšením DPH v Německu na začátku roku. Od února do července 2007 byl stabilní a činil 1,9 %. V srpnu se začal opět zvyšovat zejména v důsledku silného růstu cen zpracovaných potravin. Na konci roku dosáhla inflace měřená HICP bez nezpracovaných potravin a energií 2,3 %, což byla nejvyšší úroveň od konce roku 2002.

Box 5

RŮST CEN POTRAVIN V EUROZÓNĚ

Růst cen potravin v eurozóně se ve druhé polovině roku 2007 prudce zrychlil na úrovni výrobců i na úrovni spotřebitelů. Ceny výrobců potravinářských produktů a nápojů se v roce 2007 zvýšily v průměru o 4,5 %, což bylo nejvyšší tempo za více než šest let. Ceny potravin v rámci HICP vzrostly v prosinci 2007 o 4,3 % (v roce 2006 činil průměrný růst 2,4 %). Hlavním faktorem růstu cen potravin v rámci HICP byl vývoj cen zpracovaných potravin. Zvláště prudce rostly ceny pekárenských výrobků a obilovin, a také mléka, sýra a vajec (viz graf A). Ceny potravin hrály důležitou roli ve zvyšování celkové inflace měřené HICP ve druhé polovině roku 2007. Tento box se zabývá potenciálními faktory ovlivňujícími pohyb cen potravin v eurozóně a výhledem do budoucna.

Zrychlení růstu cen potravin v eurozóně odráží zejména působení celosvětových faktorů. Ceny některých zemědělských komodit, např. obilovin a olejnatých semen se v roce 2007 na světových trzích výrazně zvýšily (viz graf B).

Graf A Příspěvky cen zpracovaných potravin k meziroční inflaci měřené HICP

(v procentních bodech)

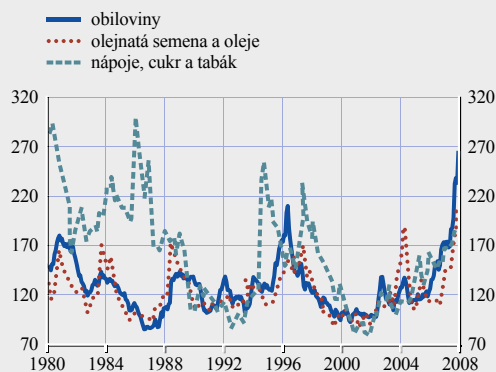


Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: V levé části jsou uvedeny roční příspěvky v letech 2004-2007.

Graf B Vývoj cen potravin a tropických nápojů

(měsíční údaje v USD; index: průměr za rok 2000 = 100)



Zdroje: HWWI a výpočty ECB.

Poznámka: Poslední údaje se týkají prosince 2007.

V tomto zvýšení cen se částečně projeví dočasné faktory, například nepříznivé povětrnostní podmínky v některých významných zemích vyvážejících zemědělské komodity, které ovlivní světovou nabídku těchto komodit. Ke zvýšení nákladů na energeticky náročné vstupy do zemědělství, jako jsou hnojiva, pohonné hmoty a stroje, přispěly také vysoké ceny energií. Růst mezinárodních cen potravin byl navíc umocňován výrazným zvýšením světové poptávky po potravinách v důsledku změn ve vývoji spotřeby potravin v mnoha rozvíjejících se ekonomikách a také díky vzniku nových zdrojů poptávky po některých zemědělských komoditách, zejména za účelem výroby biopaliv. Jelikož tento trend má strukturální charakter, bude pravděpodobně působit na růst světových cen potravin i v budoucnu. V nedávném zvýšení cen mléčných výrobků se patrně projevila také rozdílná struktura trhu s mlékem v jednotlivých evropských zemích spolu se zvýšením cen mléka, krmiv a dalších vstupů na světových trzích.

HICP pro zpracované potraviny kromě tabáku v zemích eurozóny

(meziroční změny v %)

	Váhy 2007	Průměry				2007 prosinec	2008 led
		2005	2006	2007			
Belgie	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2	
Německo	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4	
Irsko	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2	
Řecko	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3	
Španělsko	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3	
Francie	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7	
Itálie	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1	
Lucembursko	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3	
Nizozemsko	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6	
Rakousko	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4	
Portugalsko	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5	
Slovinsko	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8	
Finsko	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6	
Eurozóna	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6	

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Ceny potravin se v roce 2007 zvýšily zároveň v několika hlavních ekonomikách mimo eurozónu, což potvrzuje, že cenový výkyv potravin měl celosvětový charakter. Ceny potravin, které se nejvíce podílely na růstu inflace v eurozóně (obiloviny a mléčné výrobky), se v těchto ekonomikách také zvýšily, což naznačuje, že cenový růst byl vyvolán stejným šokem.

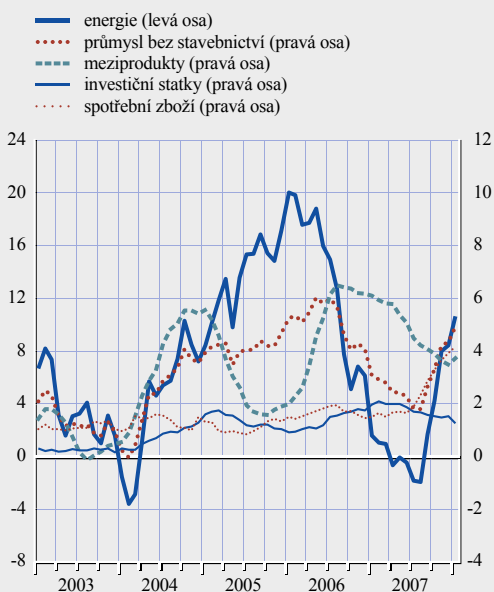
V rámci eurozóny byl dopad celosvětového výkyvu cen potravin do cen v jednotlivých zemích velmi odlišný jak z hlediska rozsahu, tak z hlediska rychlosti. Například průměrné meziroční tempo růstu zpracovaných potravin bez tabákových výrobků v rámci HICP se v roce 2007 pohybovalo od 5,7 % ve Slovinsku, což bylo nejvyšší tempo v eurozóně, až do 0,7 % ve Francii a 0,8 % ve Finsku, kde bylo toto tempo značně nižší než průměr v eurozóně (viz tabulka). Podle novějších údajů se růst cen zpracovaných potravin v těchto dvou zemích zvýšil.

Maloobchodní trhy s potravinami jsou v jednotlivých zemích tradičně rozčleněny. V této souvislosti rozdílné reakce spotřebitelských cen potravin v jednotlivých zemích na stejný vnější výkyv pravděpodobně vysvětlují rozdíly v podmínkách na straně nabídky, ve strukturách trhů, úrovni cen potravin a konkurenčních tlacích.

Výhled vývoje světových i domácích cen potravin je tedy stále velmi nejistý. I když by nabídka zemědělských produktů nakonec měla zareagovat na zvýšení poptávky, může být vyrovnávací období delší, než se v současnosti předpokládá. Vývoj cen potravin navíc závisí na řadě faktorů, které lze velmi obtížně předpovídat, včetně technologického pokroku a možných změn energetické politiky. Celkově se zdá, že převažují proinflační rizika.

Graf 26 Struktura cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

NIŽŠÍ PRŮMĚRNÁ INFLACE CEN VÝROBCŮ, ALE TLAK NA RŮST KE KONCI ROKU 2007

Růst cen výrobců se na začátku roku zpomalil, zejména díky vlivu srovnávací základny pro složku energií, a poté se znovu zrychlil v důsledku vývoje cen energií a potravin.

V roce 2007 činilo průměrné meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců (bez stavebnictví) v eurozóně 2,8 %, což je výrazně méně než v předchozích dvou letech. Růst cen výrobců, který dosáhl maxima 6 % v červenci 2006, se postupně snižoval až na 1,8 % v červenci 2007, především vlivem srovnávací základny pro složku energií. Od září 2007 vedlo vyšší meziroční tempo růstu cen výrobců energií (podporované růstem cen ropy a vlivem srovnávací základny) a růst cen výrobců potravin ke zvýšení inflace cen výrobců. V prosinci 2007 dosáhl meziroční růst cen výrobců hodnoty 4,3 %.

Meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců bez stavebnictví a energií se v průběhu roku poněkud zpomalilo, ale bylo nadále vysoké

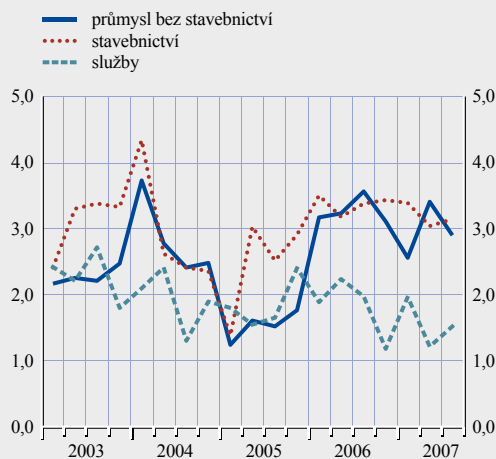
díky rozdílnému vývoji hlavních složek (viz graf 26).

Meziroční tempo růstu cen zboží pro mezispotřebu se v průběhu roku 2007 dále postupně zpomalovalo z maximální hodnoty 6,5 % dosažené v srpnu na 3,5 % v prosinci. V první části roku byly tyto ceny stále ovlivňovány vyššími cenami průmyslových surovin, které jsou hlavními faktory jejich růstu. Následný pokles cen průmyslových surovin na světových trzích spolu se zhodnocením eura zmírnil růst cen v mnoha subsektorech sektoru zboží pro mezispotřebu. Výrobci položek souvisejících s potravinami ve třetím čtvrtletí zaznamenali velký nárůst cen v důsledku prudce rostoucích cen některých zemědělských komodit na světových trzích (viz box 5). Meziroční růst cen investičních statků se v červnu 2007 přestal zvyšovat a ve čtvrtém čtvrtletí 2007 se zpomalil na 1,5 % díky příznivému vlivu zhodnocování eura.

Na ještě nižším článku výrobního řetězce vykazovaly ceny spotřebního zboží nadále vzestupný trend pozorovaný od poloviny roku 2005. Meziroční tempo růstu celkových cen spotřebního zboží se v prosinci 2007 zvýšilo na 3,9 %, což je nejvyšší tempo dosažené od počátku měnové unie v roce 1999. Tento vývoj byl ovlivňován hlavně cenami spotřebního zboží krátkodobé spotřeby, jejichž růst se od července zrychloval, a odrážel tak vývoj světových cen potravin, které tlačily vzhůru ceny potravinářského spotřebního zboží. Meziroční tempo růstu cen spotřebního zboží bez tabáku

Graf 27 Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech

(meziroční změny v %; čtvrtletní údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

a potravin však bylo v průběhu roku stabilní a pohybovalo se kolem 1,3 %.

RŮST MZDOVÝCH NÁKLADŮ BYL NADÁLE MÍRNÝ

Meziroční tempo růstu náhrady na jednoho zaměstnance bylo v roce 2007 stále mírné. Průměrné meziroční tempo růstu činilo v prvních třech čtvrtletích 2,0 %, což bylo o něco méně než průměr v roce 2006 (viz tabulka 2). Údaje podle sektorů naznačují, že stejně jako v minulém roce byl růst náhrady na zaměstnance vyšší v průmyslu než ve službách, což odpovídalo vývoji produktivity v těchto sektorech (viz graf 27). Průměrné tempo růstu v průmyslovém sektoru v prvních třech čtvrtletích roku 2007 zhruba odpovídalo

Tabulka 2 Ukazatele mzdových nákladů

(meziroční změny v %)

	2005	2006	2007	2006 4.Q	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q
Sjednané mzdy	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Hodinové náklady práce celkem	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Náhrada na zaměstnance	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Memo položky</i>								
Produktivita práce	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Jednotkové mzdové náklady	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Zdroje: Eurostat, národní údaje a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje o náhradě na zaměstnance, produktivitě práce a jednotkových mzdových nákladech se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

vývoji od začátku roku 2006. Meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance ve stavebnictví bylo poněkud vyšší než v průmyslovém sektoru, ale v průběhu roku se zmírňovalo v souvislosti s prvními náznaky zpomalování růstu zaměstnanosti v tomto sektoru. Meziroční tempo růstu náhrady na zaměstnance v sektoru služeb bylo v prvních třech čtvrtletích roku 2007 nižší než v předchozích dvou letech.

Průměrný růst celkových hodinových mzdových nákladů byl v prvních třech čtvrtletích roku 2007 nižší než v roce 2006. Zmírnění meziročního tempa růstu náhrady na zaměstnance a celkových hodinových mzdových nákladů bylo částečně způsobeno tlumícím vlivem snížení příspěvků na sociální zabezpečení, které některé země eurozóny provedly v roce 2007.

Ostatní dostupné ukazatele mzdových nákladů potvrzují, že mzdový vývoj byl v roce 2007 umírněný. Růst sjednaných mezd činil v roce 2007 v průměru za eurozónu 2,1 %, byl tedy poněkud nižší než v roce 2006, i když vývoj mezd byl v jednotlivých zemích značně odlišný. Zdá se, že dopad nižší nezaměstnanosti na mzdové dohody byl nadále relativně mírný. K pokračujícímu umírněnému vývoji mzdových nákladů v eurozóně patrně přispěly strukturální reformy na trhu pracovních sil a výrobků, změny ve struktuře nabídky pracovních sil a zaměstnanosti a mezinárodní konkurence.

I přes pozvolný růst mezd se meziroční tempo růstu jednotkových mzdových nákladů v průběhu roku mírně zvýšilo, zejména v důsledku pomalejšího růstu produktivity práce. Jednotkové mzdové náklady vzrostly za první tři čtvrtletí roku 2007 v průměru o 1,1 % ve srovnání s 0,9 % a 1,0 % v předchozích dvou letech. Zvýšení jednotkových mzdových nákladů vedlo v roce 2007 k určitému zpomalení růstu zisků. Ukazatel celkové ziskové přírážky, měřený rozdílem mezi tempy růstu deflátoru HDP a jednotkových mzdových nákladů, signalizoval dynamický růst zisků až do třetího čtvrtletí 2007, i když jeho tempo bylo pomalejší než v roce 2006. Průměrný růst ziskové přírážky v prvních třech čtvrtletích roku 2007 byl 0,6 %, zatímco v roce 2006 činil 0,8 %.

RŮST CEN REZIDENČNÍCH NEMOVITOSTÍ SE DÁLE ZPOMALOVAL

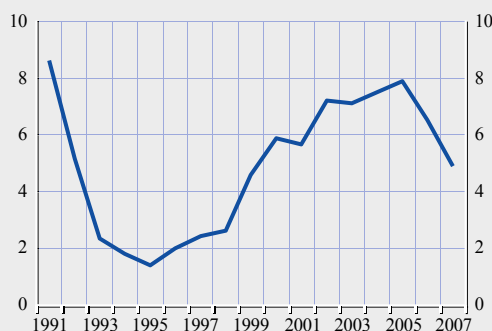
Růst cen rezidenčních nemovitostí, které nejsou zařazeny do měření HICP, se v první polovině roku 2007 zpomalil a pokračoval tak v trendu pozorovaném ve druhé polovině roku 2005 a v roce 2006 (viz graf 28). Podle posledních odhadů se meziroční tempo růstu cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně jako celku snížilo ze 6,1 % ve druhé polovině roku 2006 na 5,0 % v první polovině roku 2007. Dostupné údaje za jednotlivě země naznačují, že zmírnění růstu cen rezidenčních nemovitostí bylo zvláště výrazné v zemích, které v minulých letech zaznamenaly relativně velký nárůst cen rezidenčních nemovitostí, jako např. Belgie, Irsko, Španělsko, Francie a Malta. Naopak dostupné údaje o vývoji v Itálii, Nizozemsku a Rakousku ukazují, že růst cen se v roce 2007 ve srovnání s rokem 2006 příliš nezměnil. Ceny rezidenčních nemovitostí v Německu zaznamenaly v roce 2007, po útlumu do roku 2005, další mírný růst.

VNÍMÁNÍ INFLACE A INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ

Vzhledem ke zvýšení celkové inflace na konci roku 2007 má vnímání inflace a inflační očekávání klíčovou úlohu při hodnocení budoucího vývoje inflace. Ukazatel kvalitativního vnímání inflace spotřebiteli v předchozích 12 měsících, který sleduje

Graf 28 Vývoj cen rezidenčních nemovitostí v eurozóně

(meziroční změny v %; roční údaje)

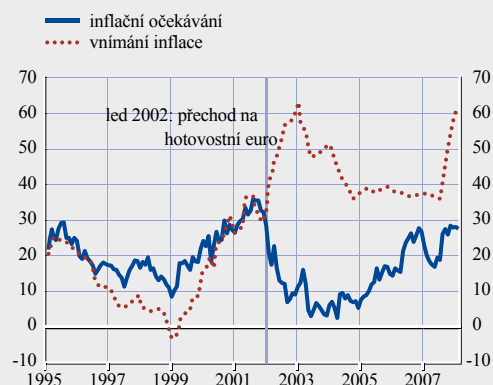


Zdroj: výpočty ECB na základě neharmonizovaných národních údajů.

Poznámka: Údaje pro rok 2007 se týkají prvního pololetí.

Graf 29 Kvalitativní ukazatele vnímání inflace a inflačních očekávání spotřebitelů v eurozóně

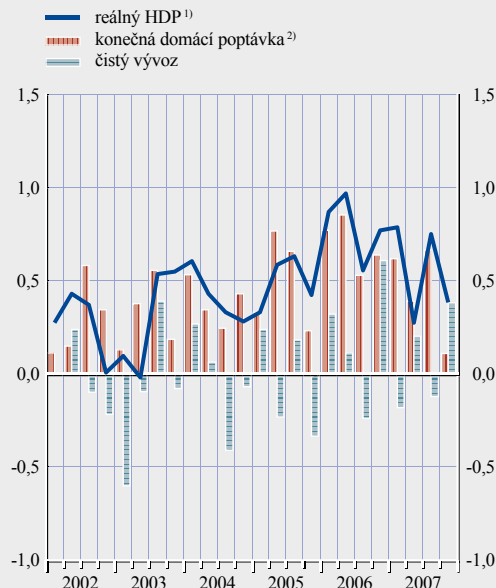
(procentní zůstatky; sezonně očištěno)



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

Graf 30 Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP

(čtvrtletní příspěvky v procentních bodech; sezonně očištěno)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.
1) Procentní změny ve srovnání s předchozím čtvrtletím.
2) Domácí poptávka bez změny zásob.

Evropská komise, se ve druhé polovině roku 2007 značně zvýšil poté, co se zvýšila skutečná inflace, a dosáhl úrovně, která byla naposled zaznamenána v důsledku přechodu na euro v lednu 2002 (viz graf 29).⁶ Na rozdíl od roku 2002 se inflační očekávání spotřebitelů pro příštích 12 měsíců ve druhé polovině roku 2007 zvýšila, i když v menší míře. Podobně informace získané od profesionálních prognostiků naznačovaly, že dlouhodobá inflační očekávání na základě průzkumu zůstala podle Consensus Economics Forecasts z října 2007 na úrovni 1,9 %. Podle průzkumu Euro Zone Barometer z ledna 2008 a ECB Survey of Professional Forecasters pro první čtvrtletí 2008 pak vzrostla na 2 %. Zlomová míra inflace odvozená z inflačně indexovaných dluhopisů a swapů v eurozóně se po září 2007 zvýšila, a naznačila

⁶ Další informace viz box „Recent developments in consumers' inflation perceptions and expectations in the euro area“ v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu 2007.

tak zvýšení inflačních očekávání nebo prémie za inflační riziko na finančních trzích (viz také část 2.2 této kapitoly).

2.4 NABÍDKA, POPTÁVKA A TRH PRÁCE

PŘÍZNIVÝ VÝVOJ HOSPODÁŘSKÉHO RŮSTU V ROCE 2007

Vývoj ekonomiky eurozóny byl v roce 2007 celkově příznivý, ačkoli hospodářský růst během roku poněkud zpomalil. Průměrný růst reálného HDP eurozóny v roce 2007 činil 2,6 %. Byl tedy mírně nižší než v roce 2006 (2,8 %) a vyšší než v předchozích letech (viz graf 30).

Pomalejší růst HDP v roce 2007 byl způsoben zejména vývojem soukromé spotřeby a investic do rezidenčních nemovitostí. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP činil 0,4 procentního bodu, tedy dvojnásobek příspěvku v roce 2006 (viz tabulka 3).

Tabulka 3 Složení růstu reálného HDP

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

	Meziroční tempa růstu ¹⁾								Mezičtvrtletní tempa růstu ²⁾				
	2005	2006	2007	2006 4.Q	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q	2006 4.Q	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q
Reálný hrubý domácí produkt	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>z toho:</i>													
Domácí poptávka ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Soukromá spotřeba	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Spotřeba vlády	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Změna zásob ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Čistý vývoz ⁵⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Vývoz ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Dovoz ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Reálná hrubá přidaná hodnota													
<i>z toho:</i>													
Průmysl bez stavebnictví	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Stavebnictví	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Čisté tržní služby ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vykazované údaje jsou sezonně očištěny a částečně očištěny o vliv počtu pracovních dnů, neboť ne všechny země eurozóny vykazují statistické řady z čtvrtletních národních účtů očištěné o vliv počtu pracovních dnů. Údaje se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

1) Procentní změna oproti stejnému období předchozího roku.

2) Procentní změna 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 služby, podnikatelské služby a služby v oblasti nemovitostí a pronájmu.

Kromě jednorázového dopadu zvýšení DPH v Německu patřil mezi významné faktory pomalejšího růstu především negativní vliv vyšších cen potravin a energií na reálný disponibilní důchod domácností a na důvěru spotřebitelů a podnikatelského sektoru. Tento inflační vývoj a později také finanční turbulence, které se projeví v srpnu a byly těsně spjaty s krizí rizikových hypoték ve Spojených státech, přispěly ke zhoršení očekávání spotřebitelů a podnikatelů v druhé polovině roku 2007. Na zmírnění hospodářského růstu se podílelo také oslabování trhu s bydlením v několika zemích eurozóny.

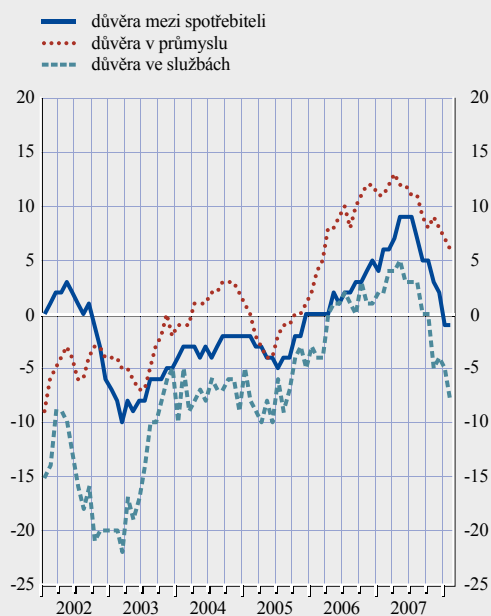
Navzdory zvyšující se nejistotě v druhém pololetí si ekonomika eurozóny v roce 2007 vedla dobře, jak ukazuje značný a dlouhodobý pokles míry nezaměstnanosti. V prosinci 2007 se míra nezaměstnanosti v eurozóně snížila na 7,1 %, což je nejnižší hodnota za posledních 25 let. Tento pozitivní trend odráží silné základní

veličiny ekonomiky eurozóny, především ziskovost podniků a tvorbu pracovních míst.

Soukromá spotřeba v roce 2007 vzrostla o 1,4 % ve srovnání s 1,8 % v roce 2006. Růst spotřeby byl výrazně ovlivněn zvýšením DPH v Německu v lednu 2007. To vedlo k předzásobení s cílem vyhnout se dopadům zvýšení daně, zejména v případě drahých položek jako zboží dlouhodobé spotřeby. V důsledku toho meziroční tempo růstu soukromé spotřeby v eurozóně v prvním čtvrtletí roku 2007 prudce kleslo na 1,4 % z 2,1 % ve čtvrtém čtvrtletí roku 2006. V následujících měsících se tempo růstu spotřeby domácností mírně zvýšilo, což odrazilo nárůst reálného disponibilního důchodu domácností, který byl ovlivněn především příznivým vývojem zaměstnanosti a v menší míře také růstem reálného bohatství domácností. V druhé polovině roku došlo k postupnému oslabování důvěry spotřebitelů, které zřejmě souviselo s turbulencemi na finančních

Graf 31 Ukazatele důvěry

(zůstatky v %; sezonně očištěno)



Zdroje: výběrová šetření Evropské komise mezi podniky a spotřebiteli.

Poznámky: 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. Údaje se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

finančních turbulencí na spotřebu je však hodnocen jako omezený, ačkoli v posledních několika měsících roku došlo ke zpřísnění úvěrových standardů pro spotřebitelské úvěry, zatímco v předchozích čtvrtletích byly úvěrové standardy spíše uvolňovány.

Po výrazném vzestupu v roce 2006 pokračoval v roce 2007 rychlý růst celkových investic, který za celý rok činil 4,4 %. Tempo růstu však v průběhu roku postupně sláblo. Jeho zpomalování bylo nejvýraznější u investic do rezidenčních nemovitostí, kde signalizovalo konec růstové fáze cyklu ve stavebnictví v kontextu zmírnění růstu cen rezidenčních nemovitostí. Zpomalování rezidenčních investic bylo významnější v některých zemích, které v předchozích letech zaznamenaly jejich velmi rychlý růst. Podle průzkumu bankovních úvěrů provedeného Eurosystemem se čistá poptávka po úvěrech na bydlení ve čtvrtém čtvrtletí 2007 výrazně snížila, což bylo způsobeno méně příznivým hodnocením vyhlídek trhu s bydlením a poklesem spotřebitelské důvěry.

Vývoz z eurozóny v roce 2007 rostl značným tempem (5,9 %), což odrazilo výrazné zvýšení zahraniční poptávky navzdory rychlému posilování eura v průběhu roku a silné konkurenci Číny a dalších asijských zemí. Dovoz do eurozóny také zaznamenal rychlý růst,

tržích, obavami z vývoje vnějšího prostředí a zrychlením inflace (viz graf 31). Přímý dopad

Tabulka 4 Vývoj trhu práce

(změny v % oproti předchozímu období; v %)

	2005	2006	2007	2005 3.Q	2005 4.Q	2006 1.Q	2006 2.Q	2006 3.Q	2006 4.Q	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q
Pracovní síla	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Zaměstnanost	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Zemědělství ¹⁾	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.
Průmysl ²⁾	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.
- bez stavebnictví	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.
- stavebnictví	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.
Služby ³⁾	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.
Míry nezaměstnanosti⁴⁾													
Celkem	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Pod 25 let	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 let a více	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje o nezaměstnanosti se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

1) Zahrnuje také rybolov, myslivost a lesní hospodářství.

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

3) Nezahrnuje exterritoriální instituce a organizace.

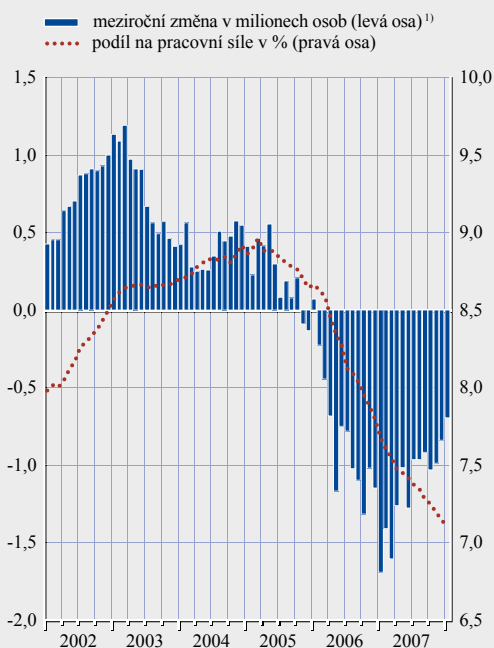
4) V % pracovní síly podle doporučení ILO.

kteřý byl podpořen vysokými podnikatelskými investicemi a vývozem, ale také posilováním eura. Celkový příspěvek čistého vývozu k růstu HDP byl kladný ve výši 0,4 procentního bodu.

V rámci jednotlivých sektorů byla hospodářská aktivita v roce 2007 podporována zejména stabilním růstem v sektoru služeb, jehož meziroční tempo se mírně snížilo z 2,5 % v roce 2006 na 2,4 % v roce 2007. Sektor průmyslu (bez stavebnictví) vykazoval po celý rok značnou odolnost úzce spojenou se silným růstem vývozu, která kompenzovala zpomalení stavební výroby. Růst přidané hodnoty ve stavebnictví eurozóny se v roce 2007 prudce snížil, a to především v druhé polovině roku. Jak již bylo uvedeno výše, tento trend byl především důsledkem zhoršení očekávání ohledně situace na trhu s bydlením, ačkoli další stavební činnosti – včetně nerezidenčních a inženýrských staveb – také zaznamenaly nižší růst.

Graf 32 Nezaměstnanost

(měsíční údaje; sezonně očištěno)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje se týkají složení eurozóny včetně Kypru a Malty.

1) Meziroční změny nejsou sezonně očištěny.

DALŠÍ ZLEPŠENÍ SITUACE NA TRHU PRÁCE

Situace na trhu práce v eurozóně vykazovala v posledních letech zřetelné zlepšení. V roce 2006 se zaměstnanost po letech nevýrazného růstu zvýšila o 1,5 %. Struktura tvorby pracovních míst podle věku, pohlaví a kvalifikace byla vyváženější.⁷ Značný růst zaměstnanosti pokračoval i v roce 2007, kdy meziroční tempo růstu zaměstnanosti dosáhlo nejvyšší hodnoty od roku 2001 (1,7 %; viz tabulka 4). Růst zaměstnanosti však v druhé polovině roku 2007 zpomalil v důsledku méně příznivých ekonomických podmínek.

Pokud jde o jednotlivé sektory, rychlejší růst zaměstnanosti v roce 2007 částečně odrážel značnou tvorbu pracovních míst ve stavebnictví, jejíž meziroční tempo růstu ve třetím čtvrtletí 2007 činilo 4,3 % oproti 2,7 % za celý rok 2006. Dlouhodobější pokles zaměstnanosti v průmyslu (bez stavebnictví) se v roce 2007 zastavil a poprvé od roku 2001 byla zaznamenána kladná čistá tvorba pracovních míst, byť na velmi nízké úrovni. Zaměstnanost ve službách také stoupala rychleji a ve čtvrtém čtvrtletí 2007 se zvýšila na 2,2 % z průměrné hodnoty 2,1 % v roce 2006. Příčinou byl zejména vývoj v odvětvích finančních, obchodních a dopravních služeb. V druhé polovině roku 2007 tato odvětví sektoru služeb vykazovala pomalejší růst zaměstnanosti, což platilo také o stavebnictví, kde došlo k ještě výraznějšímu zpomalení. Vývoj ve stavebnictví odrážel konec cyklické expanze na trhu s bydlením a v dalších oblastech stavební výroby.

Míra nezaměstnanosti, která na začátku roku 2005 začala klesat a ve čtvrtém čtvrtletí 2006 činila 7,9 %, se v roce 2007 opět snížila až na 7,1 % na konci roku (viz graf 32).

Počet nezaměstnaných v roce 2007 v průměru každý měsíc klesl zhruba o 80 000. Nižší nezaměstnanost celkově odráží vyšší zaměstnanost spolu s cyklickými vlivy a důsledky tržních reforem a pokračujícího umírněného růstu mezd.

7 Podrobnosti viz box 8 v Měsíčním bulletinu ECB ze září 2007.

POKLES NEZAMĚŠTNANOSTI V EUROZÓNĚ V POSLEDNÍCH LETECH

V posledních devíti letech činilo meziroční tempo růstu zaměstnanosti v eurozóně v průměru 1,3 %. Od druhého čtvrtletí roku 2003 míra nezaměstnanosti v eurozóně poklesla o 1,5 procentního bodu a v prosinci 2007 dosáhla 7,2 %. Tento pokles odráží nejen hospodářský růst, ale také vliv trvalého mírného vývoje mezd i reformy na trhu práce v eurozóně.

Ve vývoji nezaměstnanosti v posledních letech lze identifikovat dvě období (viz graf A). V prvním období od poloviny roku 2003 do počátku roku 2005 míra nezaměstnanosti i přes zrychlení hospodářské aktivity nadále pomalu rostla. Tento vývoj následoval po období, kdy se míra nezaměstnanosti prudce zvýšila z nízkých 7,8 % v polovině roku 2001 na 8,7 % v polovině roku 2003. Pak zde bylo druhé období od počátku roku 2005 do roku 2007, kdy míra nezaměstnanosti při trvajícím hospodářském růstu výrazně klesala a kdy se dostala na úroveň, které nebyly zaznamenány od počátku osmdesátých let. Od června 2003 se nezaměstnanost v absolutním vyjádření snížila přibližně o 1,6 milionu osob a absorbovala tak nárůst zaznamenaný v období od poloviny roku 2001 do poloviny roku 2003. Tento box zkoumá pokles nezaměstnanosti v eurozóně od roku 2003 zejména z hlediska věku, pohlaví, kvalifikace a délky trvání.

K rychlém růstu zaměstnanosti přispívá zejména pokles nezaměstnanosti

K poklesu nezaměstnanosti došlo díky silnému růstu zaměstnanosti. Celková zaměstnanost roste od poloviny roku 2003 v průměru mezičtvrtletně o 0,3 % v porovnání s pouhou 0,1 % v období od poloviny roku 2001 do poloviny roku 2003. To představuje zvýšení počtu zaměstnaných o více než 7,5 milionu. Na úrovni sektorů se sektor služeb podílel na nárůstu zaměstnanosti přibližně 85 %, zatímco zbývající část připadala na sektor stavebnictví. Na druhé straně v zemědělství a průmyslu (bez stavebnictví) zaměstnanost vykazovala nadále klesající trend.

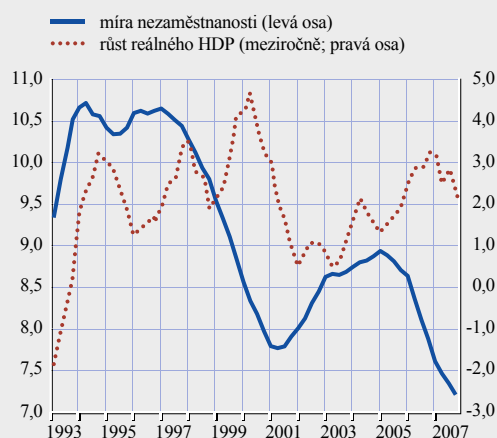
Je třeba poznamenat, že k poklesu nezaměstnanosti došlo při průběžném růstu pracovní síly, i když v posledních dvou letech se objevují známky jistého zpomalení tohoto růstu. Převážně v důsledku zvyšující se míry participace růst pracovní síly trvá od počátku roku 2003 a jeho průměrné meziroční tempo se pohybuje mírně nad 0,9 %. Jinými slovy řečeno, dynamika zaměstnanosti od roku 2003 nejen absorbovala růst pracovní síly, ale vedla také k výraznému poklesu nezaměstnanosti.

Ze zlepšení na trhu práce mají prospěch všechny skupiny

Všechny významné skupiny zaznamenaly pokles míry nezaměstnanosti od roku 2003;

Graf A Míra nezaměstnanosti v eurozóně a růst HDP

(v %; meziroční procentní změna)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Nezaměstnanost jako podíl na pracovní síle v procentech.

Míra nezaměstnanosti v eurozóně podle pohlaví, věkové skupiny a kvalifikace

(v %; procentních bodech)

	věk	2003	2005	2007	změna 2003–2007
Všichni	nad 15 let	8,7	9,0	7,2	-1,5
Muži	nad 15 let	7,7	8,2	6,5	-1,2
Ženy	nad 15 let	9,9	10,0	8,0	-1,9
Mladší	15–24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Starší	55–64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Kvalifikace	25–64				
	nižší než středoškolské vzdělání	10,3	10,2	9,1	-1,2
	nejméně středoškolské vzdělání	7,7	7,9	6,2	-1,5
	vysokoškolské vzdělání	5,2	5,0	4,0	-1,2
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti	nad 15 let	44,2	45,4	44,4	0,2

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za rok 2003, 2005 a 2007 jsou z října, března a prosince a jsou odvozeny z harmonizované míry nezaměstnanosti pro všechny kategorie kromě údajů o starších pracovnících, struktuře kvalifikace a dlouhodobé nezaměstnanosti, které jsou z března a jsou odvozeny z údajů výběrového šetření pracovních sil EU.

zejména se to týkalo některých kategorií, které byly nejvíce ovlivněny vysokou nezaměstnaností, tzn. mladých lidí a žen. Rozdíly v míře nezaměstnanosti u různých skupin jsou však stále významné (viz tabulka).

Nezaměstnanost mladých (nezaměstnanost osob, jejichž věk je nižší než 25 let) – která je v eurozóně zhruba dvakrát vyšší než celková míra nezaměstnanosti – poklesla z 16,5 % v červnu 2003 na 14,3 % v prosinci 2007. Zhruba jednu třetinu celkového poklesu nezaměstnanosti lze přičíst této skupině. Míra nezaměstnanosti žen klesla v období od června 2003 do prosince 2007 o 1,9 procentního bodu na 8 %, což je zřetelnější pokles než ten, který byl zaznamenán u mužů. Vývoj zaměstnanosti obou skupin – mladých lidí a žen – nadále příznivě ovlivňovalo uvolnění předpisů pro pracovní poměry na dobu určitou a zavedení opatření zaměřených na podporu částečných pracovních úvazků, což zvýšilo zaměstnatelnost těchto skupin. Přínosný byl pro ně rovněž strukturální nárůst zaměstnanosti v sektoru služeb.

Méně pozitivním jevem je skutečnost, že poměr dlouhodobě nezaměstnaných k celkovému počtu nezaměstnaných osob se v období let 2003 až 2007 celkově nezměnil a pohybuje se na úrovni mírně vyšší než 44 %, což je velmi vysoké procento v porovnání s jinými oblastmi hospodářství. Poměr nezaměstnaných po dobu delší než jeden rok vůči celkové nezaměstnanosti však od roku 2005 poklesl o 1 procentní bod, což naznačuje, že osoby v této skupině mají prospěch z hospodářského oživení s určitým zpožděním. Podle poklesu trendu lze rovněž usuzovat, že v pozadí dlouhodobé nezaměstnanosti stojí reformy trhu práce konkrétně zaměřené na zlepšení zaměstnatelnosti nejcitlivějších skupin a na zvýšení pracovních pobídek.

Dodatečné reformy a pokračující zpomalování růstu mezd jsou nezbytné k podpoře dalšího snižování nezaměstnanosti

Pokles nezaměstnanosti od poloviny roku 2003 byl celkově významný. Udržitelné pokračování tohoto poklesu v nadcházejících letech si vyžádá, kromě zpomalování růstu mezd, průběžné reformy na trhu práce a trhu zboží v eurozóně. Evropská komise v nedávné době sestavila databázi (nazvanou LABREF), v níž zaznamenala klíčové charakteristiky politických iniciativ od roku 2000, přičemž se zaměřila na jejich záměr, rozsah a dobu

Graf B Intenzita reforem v eurozóně¹⁾ a rozdělení podle oblasti reforem, 2000–2006



Zdroj: výpočty ECB z údajů databáze LABREF.
1) Včetně Slovinska.

trvání.¹ Graf B ukazuje, že celkový počet změn na trzích práce v eurozóně činil v průměru okolo 98 opatření, která byla uvedena v platnost v období let 2000 až 2006. Opatření byla většinou přijímána v oblasti aktivní politiky na trhu práce (zejména iniciativ ovlivňujících veřejné služby v oblasti zaměstnanosti a vzdělávání); dále v oblasti penzijních systémů (zejména pokud jde o úroveň a kritéria způsobilosti) a zdanění práce (v podobě politik ovlivňujících zejména zdanění příjmů a příspěvky zaměstnavatelů na sociální zabezpečení).

I když několik zemí učinilo významný pokrok směrem k přijetí a zavedení strukturálních reforem, v řadě oblastí je nadále nezbytné vyvíjet větší úsilí. Reformy by měly zvýšit

pracovní příležitosti zejména pro mladé lidi a ženy. Je proto nezbytné, aby každá země eurozóny odstranila deformace trhu a aby přesně realizovala národní reformní programy, které jsou „jádem“ lisabonského procesu. Pokud jde o změny právní ochrany zaměstnanců a poskytování pracovních pobídek prostřednictvím systémů daní a dávek, byl pokrok poněkud skromný. Dynamické reformy v těchto oblastech by mohly podstatně přispět k flexibilitě trhů práce a podpořit schopnost přizpůsobení zemí v eurozóně. Kromě toho je nezbytné zvýšit úsilí zaměřené na dokončení a prohloubení vnitřního trhu EU pro zboží a služby a rozvoj výzkumu a vývoje a inovací ke zvýšení produktivity a zvýšení pracovních příležitostí. Rovněž reformy systémů mzdového vyjednávání zaměřené na odstranění rigidity jsou vítány, zejména s ohledem na jejich význam pro snižování rozdílů v míře nezaměstnanosti u jednotlivých skupin.

1 Reformy byly klasifikovány z hlediska osmi hlavních politických rozměrů, které se týkaly zdanění práce, systémů dávek v nezaměstnanosti (spolu s ostatními dávkami vztahujícími se k sociálnímu zabezpečení), aktivních programů trhu práce, ochrany zaměstnání, penzijních systémů, mzdových vyjednávání, organizace pracovní doby, migrační politiky a mobility pracovních sil; v rámci těchto širokých oblastí je zkoumán soubor 36 oblastí intervence.

Národohospodářská produktivita práce měřená poměrem reálného HDP k celkové zaměstnanosti v roce 2007 stoupla pouze o 0,8 %. V roce 2006 přitom vzrostla o 1,3 % a ve čtvrtém čtvrtletí téhož roku dosáhlo její meziroční tempo růstu nejvyšší hodnoty 1,6 %. Zrychlení růstu produktivity práce v roce 2006, které souviselo zejména s cyklickým oživením ekonomiky eurozóny, nemělo dlouhého trvání a meziroční tempo růstu produktivity práce ve třetím čtvrtletí 2007 kleslo na 0,6 %.

2.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

ZLEPŠENÍ VEŘEJNÝCH FINANČÍ V ROCE 2007 POKRAČUJE

Fiskální vývoj byl v roce 2007 nadále relativně příznivý zejména díky silnému ekonomickému růstu, neočekávaným rozpočtovým příjmům, rozpočtovým konsolidačním opatřením a odeznění přechodných vlivů, které v roce 2006 zvýšily schodek v Itálii. Podle aktualizovaných programů stability zemí eurozóny se průměrný schodek veřejných financí v eurozóně v roce 2007 snížil na 0,8 % HDP z hodnoty 1,5 %

Tabulka 5 Fiskální pozice v eurozóně

(v % HDP)			
Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí	2005	2006	2007
Eurozóna	-2,5	-1,5	-0,8
Belgie	-2,3	0,4	-0,3
Německo	-3,4	-1,6	0,0
Irsko	1,2	2,9	0,5
Řecko	-5,1	-2,5	-2,7
Španělsko	1,0	1,8	1,8
Francie	-2,9	-2,5	-2,4
Itálie	-4,2	-4,4	-2,4
Lucembursko	-0,1	0,7	1,0
Nizozemsko	-0,3	0,6	-0,4
Rakousko	-1,6	-1,4	-0,7
Portugalsko	-6,1	-3,9	-3,0
Slovinsko	-1,5	-1,2	-0,6
Finsko	2,7	3,8	4,5

Hrubý dluh vládních institucí	2005	2006	2007
Eurozóna	70,3	68,6	66,7
Belgie	92,2	88,2	84,6
Německo	67,8	67,5	65,0
Irsko	27,4	25,1	25,1
Řecko	98,0	95,3	93,4
Španělsko	43,0	39,7	36,2
Francie	66,7	64,2	64,2
Itálie	106,2	106,8	105,0
Lucembursko	6,2	6,6	6,9
Nizozemsko	52,3	47,9	46,8
Rakousko	63,4	61,7	59,9
Portugalsko	63,7	64,8	64,4
Slovinsko	27,4	27,1	25,6
Finsko	41,4	39,2	35,3

Zdroje: Evropská komise (2005–2006; 2006–2007 v případě Belgie), aktualizované programy stability z let 2007–2008 (pro rok 2007) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2007 v programech stability jsou založeny na odhadech, a mohou se proto lišit od konečných výsledků.

v roce 2006 (tabulka 5).⁸ Schodek v Itálii a Portugalsku, dvou zemích eurozóny, na které se vztahuje postup při nadměrném schodku, poklesl na 2,4 % a 3 % HDP. Podle novějších odhadů klesl v případě Itálie schodek na 1,9 % HDP. Podle posledních odhadů dosáhl schodek v Belgii v roce 2007 hodnoty 0,1% HDP a poměr veřejného dluhu k HDP činil 85,1 %. Žádná ze zemí eurozóny neměla v roce 2007 schodek vyšší než 3 % HDP, k čemuž došlo naposledy v roce 2000 (bez započtení výnosů z prodeje UMTS licencí).

Při porovnání ekonomických údajů za rok 2007 a cílů stanovených v aktualizovaných programech stability vydaných na přelomu let 2006 a 2007 došlo ke zlepšení průměrného

schodku eurozóny o 0,7 procentního bodu HDP. Toto zlepšení se do značné míry připisuje zlepšení srovnávacích základů, ve kterých se odrážejí lepší hospodářské výsledky dosažené v roce 2006. Lepší hospodářské výsledky v roce 2007, než se původně očekávalo, byly dosaženy ve většině zemí, zejména pak v Německu, Lucembursku a Finsku.

Díky příznivé ekonomické situaci se průměrný poměr veřejného dluhu eurozóny k HDP snížil o téměř 2 procentní body na úroveň 66,7 %, což je nejnižší hodnota poměru veřejného dluhu k HDP od začátku třetí etapy HMUv

⁸ Údaje za rok 2007 v programech stability jsou založeny na odhadech, a mohou se proto lišit od konečných výsledků.

Box 7**VÝVOJ EMISE DLUHOVÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ VLÁDNÍCH INSTITUCÍ A SPREADŮ VÝNOSŮ Z DLUHOPISŮ V EUROZÓNĚ**

V prostředí rostoucích úrokových sazeb, které charakterizovalo většinu roku 2007, vzrostla v eurozóně čistá emise dluhových cenných papírů vládních institucí. Tento nárůst byl velmi výrazný u krátkodobých dluhových cenných papírů. V čistém vyjádření se objem dluhových cenných papírů vládních institucí v eurozóně zvýšil v prosinci 2007 o 2,8 %, což je pouze o 0,4 procentního bodu více než v roce 2006 (viz tabulka A)¹. V souvislosti s příznivým hospodářským růstem došlo ke snížení poměru vládního dluhu k HDP ve většině zemí eurozóny.

Tabulka A Dluhové cenné papíry emitované vládami zemí eurozóny

(meziroční procentní změna ke konci období)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vládní instituce celkem	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Dlouhodobé</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
S fixní sazbou		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
S pohyblivou sazbou		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Krátkodobé</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Zdroj: ECB.

Jedním z důvodů, proč v roce 2007 došlo k procentnímu nárůstu emise krátkodobých dluhových cenných papírů v porovnání s dlouhodobými, zapříčinil pravděpodobně nárůst dlouhodobých úrokových sazeb v prvním pololetí roku 2007. Kvůli strmé výnosové křivce pokleslo meziroční tempo růstu dlouhodobých dluhových cenných papírů ze 3,4 % na 2,3 % v roce 2007, zatímco meziroční tempo růstu krátkodobých dluhových cenných papírů se prudce zvýšilo a v roce 2007 dokonce dosáhlo kladných hodnot.

Z analýzy struktury nesplacených dluhových cenných papírů vládních institucí vyplývá, že emisi vládního dluhu provádí převážně ústřední vláda. V roce 2007 její podíl na nesplacených dluhových cenných papírech činil 93,5 % a zbývajících 6,5 % připadlo na ostatní subjekty vládního sektoru. Subjekty vládního sektoru ale začaly vyvíjet v této oblasti větší aktivitu. Jejich emise dluhových cenných papírů se v letech 1999-2006 přibližně zdvojnásobila. Naproti tomu emise dluhových cenných papírů ústřední vlády se během tohoto období postupně snižovala.

Obecně země při správě veřejného dluhu v zásadě nezměnily svou orientaci na dlouhodobý horizont. V roce 2007 činily dlouhodobé závazky 92,5 % z nesplacených dluhových cenných papírů, což je o něco méně než roce 2006. Podíl krátkodobých cenných papírů se naproti tomu zvýšil ze 7,1 % v roce 2006 na 7,5 % v roce 2007 (viz tabulka B). Z tabulky B rovněž vyplývá, že zdaleka největší část dlouhodobých dluhových cenných papírů vládních institucí byla emitována s fixní úrokovou sazbou. Podíl emisí s pohyblivou úrokovou sazbou

¹ Míry růstu jsou vypočítány na základě finančních transakcí, a proto nezahnují překlasifikování, přecenění, kurzové vlivy a ani jiné změny, které nepocházejí z transakcí. Podrobnější informace naleznete v technických poznámkách k tabulkám 4.3 a 4.4 v části „Statistika eurozóny“ Měsíčního bulletinu ECB.

Tabulka B Struktura zůstatků dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ústřední vládní instituce	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
<i>Dlouhodobé</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
<i>Krátkodobé</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Ostatní vládní instituce	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
<i>Dlouhodobé</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
<i>Krátkodobé</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vládní instituce celkem									
<i>Dlouhodobé</i>	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Fixní sazba	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Pohyblivá sazba	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
<i>Krátkodobé</i>	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Vládní instituce celkem v mld. EUR	3 453,3	3 549,0	3 775,3	3 949,2	4 151,6	4 386,6	4 602,9	4 704,8	4 835,0

Zdroj: ECB.

se v roce 2007 mírně zvýšil. Pokračoval tak vzestupný trend, který se začal projevovat od roku 2004.

Vliv rostoucích úrokových sazeb na vládní dluh se projevil takto: i) vliv vyplývající ze změn vládního dluhu, ii) vliv v důsledku změn úrokových sazeb a iii) křížový efekt.² Graf A dokazuje, že v roce 2007 poprvé od roku 2000 přispěla změna úrokových sazeb kladně k celkové změně úrokových plateb. Dopad změny úrokových sazeb byl navíc vyšší než vliv změny dluhu.

Pokud jde o rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, v zemích eurozóny byly zaznamenány nejnižší výnosy u německých desetiletých státních dluhopisů pravděpodobně kvůli vyšší likviditě těchto dluhopisů a odpovídajícímu statusu referenčních dluhopisů. Graf B znázorňuje spready výnosů ze státních dluhopisů v zemích eurozóny kromě Německa, na které se na konci roku 2006 vztahoval postup při nadměrném schodku.

Rozdíly mezi výnosy ze státních dluhopisů v jednotlivých zemích eurozóny odrážejí rozdíly v jejich likviditě a úvěrovém riziku. Ve vývoji spreadů výnosů vládních dluhopisů byly v roce 2007 patrné dva výraznější trendy. V prvním pololetí spready výnosů státních dluhopisů v některých zemích eurozóny klesaly. Během turbulencí na finančním trhu ve druhém pololetí roku 2007 a v důsledku všeobecného přehodnocování rizika však došlo k jejich nárůstu, zejména v Řecku, Francii, Itálii a Portugalsku. Pokles z konce září zaznamenal v listopadu obrat, kdy se znovu začaly projevovat obavy investorů z dopadů úvěrové finanční krize.

2 Změnu úrokových plateb, I , lze rozložit takto:

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

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Vliv} \\ \text{změny} \\ \text{dluhu} \end{array} \right.$

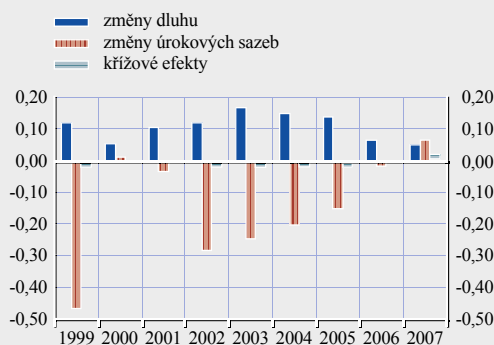
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Vliv} \\ \text{změny} \\ \text{úrokové sazy} \end{array} \right.$

 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Křížový} \\ \text{efekt} \end{array} \right.$

přičemž B je vládní dluh a i je průměrná implicitní úroková sazba (I/B).

Graf A Struktura změn úrokových plateb

(v % HDP; meziroční údaje)

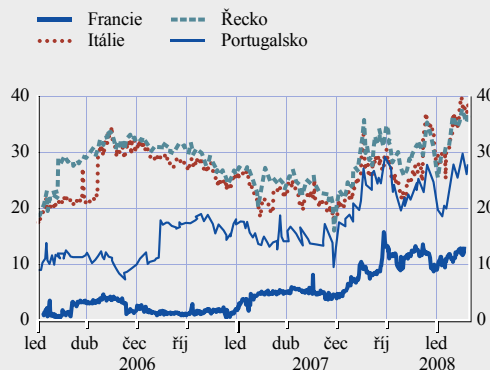


Zdroj: Evropská komise (databáze AMECO) a výpočty ECB.

Spready swapů úvěrového selhání (CDS) zachycené v grafu C potvrzují nedávné rozšíření výnosů ze státních dluhopisů. Spready CDS lze považovat rovněž za kritérium úvěrového rizika spjatého s vlastnictvím státních dluhopisů. Spready CDS mají tu výhodu, že je nezkrslují změny referenčních dluhopisů příslušných zemí, nemají na ně vliv neshody splatnosti a více reagují na změny na trhu. V souladu s uvedenou analýzou spreadů výnosů ze státních dluhopisů se ve výše uvedených zemích od léta roku 2007 také zvýšily spready CDS. Tento růst pokračoval i na začátku roku 2008.

Graf B Spready mezi výnosy státních dluhopisů vybraných zemí a Německa

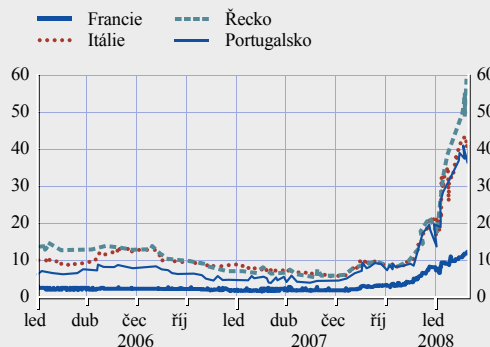
(v bazických bodech; denní údaje)



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.

Graf C Swapy úvěrového selhání pro státní dluh

(v bazických bodech; denní údaje)



Zdroj: Bloomberg.

roce 1999. Výjimku v tomto ohledu představuje Francie a země s nízkým zadlužením (Irsko a Lucembursko). V šesti zemích navíc poměr veřejného dluhu k HDP zůstal nad referenční hodnotou 60 % HDP. Navzdory příznivým fiskálním výsledkům došlo v roce 2007 k nárůstu dluhové emisní aktivity vlád zemí eurozóny (viz box 7).

Průměrné strukturální rozpočtové saldo (cyklicky očištěné saldo bez jednorázových a dalších dočasných opatření) eurozóny se zlepšilo z -1,2 % HDP v roce 2006 na

-0,8 % v roce 2007. Spíše než konkrétní rozpočtová konsolidační opatření přijatá pro oblast výdajů toto zlepšení odráželo silný nárůst daňových příjmů, který byl větší než nárůst makroekonomických daňových základů. Při pohledu na jednotlivé země došlo v Německu, Řecku, Itálii, Portugalsku a Slovinsku ke znatelnému zlepšení strukturálních sald o nejméně 0,5 procentního bodu HDP. Naproti tomu v Irsku a Nizozemsku došlo ke značnému rozpočtovému uvolnění o více než 1 procentní bod HDP. Většina zemí

eurozóny v roce 2007 splnila své střednědobé rozpočtové cíle nebo je nadále plnila.

V ROCE 2008 SE OČEKÁVÁ ZASTAVENÍ FISKÁLNÍ KONSOLIDACE

Fiskální plány zemí eurozóny na rok 2008, které jsou součástí aktualizovaných programů stability z konce roku 2007, naznačují zastavení poklesu průměrného schodku veřejných financí v eurozóně, pozorovaného od roku 2004, a nepatrné zvýšení schodku na 0,9 % HDP. Vládní příjmy a výdaje by měly poklesnout o přibližně stejnou hodnotu (0,25 procentního bodu HDP). Vzhledem k tomu, že ekonomický výstup by se měl nacházet zhruba na svém potenciálu, téměř stabilizovaný průměrný schodek eurozóny poukazuje na zpomalení nebo dokonce obrat v rozpočtových konsolidačních opatřeních v některých zemích a na snížení přebytků v dalších zemích. Za této situace by měl průměrný poměr veřejného dluhu k HDP v roce 2008 klesat v eurozóně pomaleji, a to přibližně o 1,5 procentního bodu na 65,1 % HDP.

Explicitně vyjádřeno, žádný zásadní pokrok v konsolidaci veřejných financí se neočekává ani ve Francii ani v Itálii, kde se bude celkový schodek spíše přibližovat referenční hodnotě 3 % HDP, což je i případ Portugalska. Pokrok v ostatních zemích, které ještě nedosáhly svých střednědobých cílů, bude v průměru spíše omezený, přičemž v některých případech dojde i ke zhoršení strukturálních fiskálních pozic. Očekává se, že počet zemí, které plní své střednědobé cíle, se sníží poté, co dojde ke zhoršení stavu veřejných financí v Německu a Irsku.

JE NEZBYTNÉ ZVÝŠIT ÚSILÍ O FISKÁLNÍ KONSOLIDACI

Podle aktualizovaných programů stability makroekonomické prostředí v roce 2008 bude i nadále pomáhat rychlému pokroku směrem ke střednědobým cílům stanoveným zeměmi eurozóny. Pakt stability a růstu vyžaduje, aby země eurozóny dosáhly ročního zlepšení strukturálního rozpočtového salda v dohodnuté

výši 0,5 % HDP s podmínkou, že v příznivém období bude snaha o konsolidaci větší. V dubnu 2007 ministři financí eurozóny (Euroskupina) znovu potvrdili svůj závazek provádět zdravou fiskální politiku v souladu s ustanoveními Paktu stability a růstu. Shodli se na tom, že eurozóna prochází příznivým hospodářským obdobím a současně se zavázali, že v plné míře využijí očekávaného příznivého ekonomického vývoje a vyšších než původně očekávaných daňových příjmů k rychlejšímu snižování schodku veřejných financí a veřejného dluhu. Ministři se zavázali, že většina zemí eurozóny dosáhne svého střednědobého cíle v roce 2008 nebo 2009, přičemž se všechny země budou snažit o jeho dosažení nejpozději v roce 2010. Členské země eurozóny, které již dosáhly svého střednědobého cíle, by si měly tuto silnou rozpočtovou pozici udržet, aby se tak vyhnuly fiskální nekázní v ekonomicky příznivém období. V říjnu 2007 se Rada ECOFIN shodla na řadě vítaných opatření ke zvýšení efektivity Paktu stability a růstu, zejména pak na posílení jeho preventivních nástrojů. Potvrdila také potřebu dodržovat srovnávací hodnotu snižování deficitu pro dosažení strukturální konsolidace podle Paktu ve výši 0,5 % HDP ročně. Nejistota ohledně dopadu turbulencí na finančním trhu, které začaly v létě roku 2007, na ekonomiku a rozpočet naznačuje, že při nastavení fiskální politiky je nutná zvýšená obezřetnost.

Země eurozóny, na které se stále vztahuje postup při nadměrném schodku, by měly udržitelným způsobem snížit svůj schodek pod referenční hodnotu 3 % HDP. Měly by také splnit dohodnuté zlepšení strukturálního salda ve výši 0,5 % HDP a další dodatečné požadavky na konsolidaci, které jsou součástí příslušných doporučení Rady ECOFIN. Aby se tyto země vyhnuly v nejbližší budoucnosti riziku překročení referenční hodnoty schodku, je nutné, aby po snížení schodku pod 3 % HDP nadále realizovaly kroky směrem ke zdravým veřejným financím. Jinak by nepříznivý makroekonomický vývoj mohl způsobit, že schodek tuto hodnotu opět rychle překročí. Současné projekce obsažené v programech stability obou zemí, na které se

vztahuje postup při nadměrném schodku – Itálie a Portugalska, naznačují, že schodky veřejných financí se budou v roce 2008 nacházet pod hranicí 3 % HDP, ale budou stále vysoké, což bude vyžadovat další konsolidaci v oblasti veřejných financí.

Ostatní země eurozóny, které v roce 2007 nedosáhly svých střednědobých cílů, by měly provádět konsolidační strategii v souladu s požadavky Paktu stability a růstu. To vyžaduje strukturální konsolidaci ve výši srovnávací hodnoty 0,5 % HDP ročně s tím, že v ekonomicky příznivém období by měla být snaha o konsolidaci větší. Jak již bylo uvedeno výše, země eurozóny by měly navíc dosáhnout svého střednědobého cíle nejpozději do roku 2010. Na základě posledních aktualizovaných programů stability se zdá, že ke splnění těchto politických závazků nedojde ve všech zemích. Předpokládá se, že zejména Irsko, Řecko, Francie a Itálie nedosáhnou svého střednědobého

cíle do roku 2010. V Belgii, Francii, Itálii a Rakousku nedosáhnou strukturální fiskální změny v roce 2008 dohodnuté hodnoty 0,5 % HDP. Tento vývoj je o to větším zklamáním vzhledem k tomu, že některé země mají stále k dispozici výjimečně vysoké rozpočtové příjmy, které zlepšují strukturální rozpočtová salda, ale není zdaleka jisté, zda přetrvají. Nesplnění požadavků Paktu stability a růstu a nedávných politických závazků vážně ohrožuje důvěryhodnost preventivních nástrojů Paktu stability a růstu.

Bylo by žádoucí, aby se země eurozóny, které již dosáhly svých střednědobých cílů, vyvarovaly v ekonomicky příznivém období procyklické fiskální politiky, která by zvýšila inflaci a vedla k makroekonomické nerovnováze. Volné působení automatických stabilizátorů by pomohlo zmírnit kolísání makroekonomických veličin. Některé země, které dosáhly svého

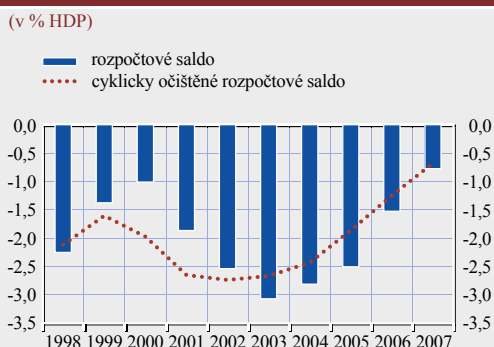
Box 8

POUČENÍ Z FISKÁLNÍHO VÝVOJE V LETECH 2000-2001

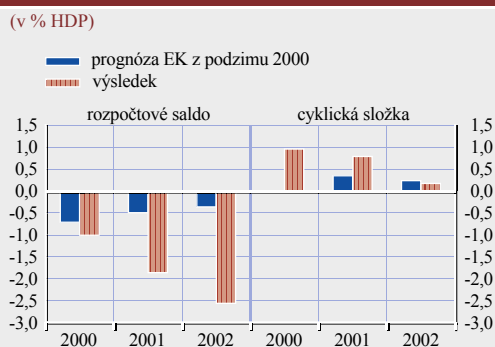
Předpokládá se, že schodek veřejných financí v eurozóně by měl v roce 2007 poklesnout na 0,8 % HDP. Po vyloučení vlivu výnosů z prodeje licencí UMTS se tak jedná o hodnotu nižší než v roce 2000, kdy předchozí hospodářský cyklus dosáhl svého vrcholu (viz graf A). V budoucnosti je nutné se v oblasti fiskální politiky vyhnout opakování chyb ze začátku této dekády, kdy došlo k prudkému zhoršení fiskálních pozic a řada zemí eurozóny zaznamenala nadměrné schodky. V této souvislosti zkušenosti z minula ukazují na tendenci nekriticky hodnotit sílu rozpočtové pozice v období expanze; přitom období ekonomického růstu jsou vhodná pro obezřetnou fiskální politiku.

V letech 1999-2000, na vrcholu posledního hospodářského cyklu, přijala řada zemí opatření v rámci expanzivní fiskální politiky (snížení daní). Vzhledem k příznivým projekcím vývoje ekonomiky a v té době dostupným odhadům (cyklicky očištěných) rozpočtových pozic se tato opatření jevila jako udržitelná. Při zpětném pohledu se ale ukazuje, že odhad výsledků veřejných rozpočtů těchto zemí byl nadhodnocen. Když se ekonomika eurozóny dostala nečekaně do útlumu, došlo k prudkému zhoršení fiskálních sald a několik zemí krátce nato překročilo referenční hodnotu schodku ve výši 3 % HDP (viz graf B, levá část).

Přesný odhad cyklicky očištěného rozpočtového salda komplikují zejména dvě skutečnosti. První se týká toho, že je obtížné odhadnout cyklickou pozici ekonomiky v reálném čase. Na podzim 2000 Evropská komise i většina ekonomických expertů očekávala, že se fiskální pozice

Graf A Fiskální vývoj v období 1998–2007

Zdroje: Evropská komise (databáze AMECO) a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o rozpočtových saldech nezahrnují příjmy z prodeje licencí UMTS.

Graf B Rozpočtové saldo a cyklická složka

Zdroje: Evropská komise (databáze AMECO) a výpočty ECB.
Poznámka: Údaje o rozpočtových saldech nezahrnují příjmy z prodeje licencí UMTS.

eurozóny bude nadále zlepšovat. Toto hodnocení bylo založeno na předpokladu, že se mezera výstupu – a tudíž cyklická složka rozpočtového salda – nachází okolo nuly a že hospodářské podmínky budou mít příznivý vliv na rozpočtové saldo i v budoucnosti. Ve skutečnosti se ale ekonomika eurozóny v roce 2001 náhle ocitla v ekonomickém útlumu. Tato změna vedla k revizi odhadů mezery výstupu i cyklické složky rozpočtového salda (viz graf B, pravá část). Proto fiskální vývoj v roce 2000 ve skutečnosti odrazil silný kladný cyklický vliv ve výši přibližně 1 % HDP. Oproti tomu cyklický příspěvek měl být podle odhadů nulový.

Další skutečnost, která komplikuje odhad cyklicky očištěného rozpočtového salda, se týká nejistoty průběhu daňových příjmů během hospodářského cyklu. Současné metodiky prognózování a cyklického očišťování obecně předpokládají poměrně stabilní vztah mezi dynamikou růstu daňových příjmů a dynamikou růstu HDP nebo – v případě desagregovaných metodik – dynamikou růstu jiných makroekonomických základů, které jsou sestaveny na základě údajů z národních účtů. V obdobích konjunktury však zejména daně z příjmu právnických osob a kapitálu rostou rychleji než uvažované makroekonomické základny a na druhé straně v recesi prudce klesají. Výskyt a rozsah těchto vlivů lze jen stěží odhadnout, protože závisí na načasování kapitálových zisků a na daňových předpisech, které obvykle umožňují, aby byly zisky z jednoho roku započítány proti ztrátám z předchozích let. Změny v poměrovém ukazateli (rozpočtové příjmy/HDP) od roku 2000 naznačují, že se na poklesu příjmů v letech 2000 až 2001 podílelo především snížení daní, k čemuž se později přidaly další faktory, které zejména v roce 2002 vedly k dalšímu utlumení daňových příjmů. Naproti tomu v letech 2005 až 2006 se poměr rozpočtových příjmů k HDP výrazně zvýšil i přesto, že nedošlo k navýšení daní. Fakt, že by tyto příjmy mohly v blízké budoucnosti zmizet, představuje riziko pro současný fiskální výhled.

Vzhledem k těmto zkušenostem je důležité se poučit z nesprávného hodnocení fiskální politiky v letech 2000–2001. Je třeba si dát pozor na to, aby rozpočtová opatření přijatá v ekonomicky příznivém období nebyla považována za strukturální, přestože změny v cyklicky očištěných rozpočtových saldech to naznačují. Z těchto důvodů se Euroskupina v dubnu 2007 shodla na tom, že neočekávané vysoké daňové příjmy by měly být v období konjunktury použity na snižování veřejného schodku a dluhu spíše než na zvyšování rozpočtových výdajů nebo snižování daní potenciálně neudržitelným způsobem.

střednědobého cíle v roce 2007, hodlají opustit strukturální rozpočtovou pozici v roce 2008.

Zvýšené úsilí vedoucí k dosažení a udržení zdravých veřejných financí je v zemích eurozóny nutné nejen z hlediska krátkodobé makroekonomické stabilizace díky volnému působení fiskálních automatických stabilizátorů, ale také kvůli tomu, že podpoří dlouhodobou fiskální udržitelnost. Nižší dluhové zatížení vlády by v nadcházejících desetiletích částečně vykompenzovalo tlak na vyšší výdaje vyplývající ze stárnutí populace. Další potřebná opatření na zlepšení fiskální udržitelnosti se týkají reforem v oblasti zdravotnictví a penzijních systémů a v neposlední řadě pak trhu práce. Pokud se nebudou včas řešit rozpočtové dopady stárnutí, bude ohrožena udržitelnost veřejných financí a dojde k finančnímu zatížení příštích generací.

Náznaky toho, že část zvýšených příjmů byla v některých zemích použita na zvýšení vládních výdajů, poukazují na riziko expanzivní fiskální politiky a opakování chyb z let 2000-2001, kdy došlo k vyčerpání „finančních rezerv“, což vyústilo v situaci, kdy se při zhoršených hospodářských podmínkách začal na několik zemí vztahovat postup při nadměrném schodku (viz box 8). V této souvislosti může závazný střednědobý fiskální rámec, řádně navržený a důsledně realizovaný, pomoci čelit domácímu tlaku na využití neočekávaných příjmů na dodatečné výdaje nebo snížení daní. Může přispět k vytvoření dostatečně velkého rozpočtového „polštáře“, který zajistí, že se deficit veřejných financí bude nacházet pod referenční hodnotou 3 % HDP. Za tímto účelem je třeba předem vytvořit pravidla, která by mohla obsahovat zásady pro použití výjimečných příjmů na snížení schodku a dluhu. Vyšší výdaje v prioritních oblastech nebo snížení daní a příspěvků na sociální zabezpečení vedoucí ke zvýšení kvality veřejných financí by měly být financovány především na základě snížení výdajů, aby ve výsledku nedošlo k nárůstu daňového zatížení nebo fiskálních schodků. Zvýšení efektivity v poskytování veřejných služeb obecně, a zejména pak v oblasti veřejné správy, se jeví

jako efektivní způsob získání finančních zdrojů, které mohou být použity k jiným účelům.

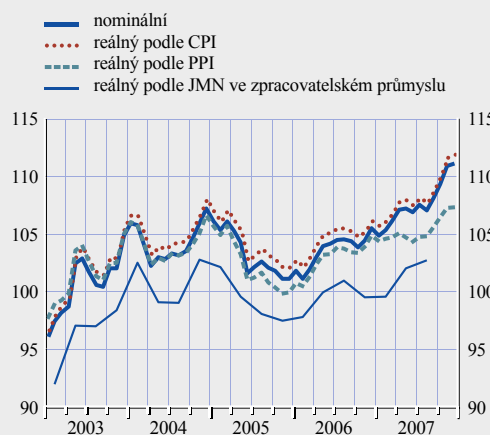
2.6 VÝVOJ SMĚNNÝCH KURZŮ A PLATEBNÍ BILANCE

EFEKTIVNÍ SMĚNNÝ KURZ EURA V ROCE 2007 DÁLE POSILOVAL

Poté, co nominální efektivní směnný kurz eura během roku 2005 poněkud oslabil, se euro v roce 2006 téměř vrátilo na úroveň svého maxima z konce roku 2004. V roce 2007 euro zpočátku navazovalo na vývoj z předchozího roku a dále zhodnocovalo. Jeho posilování se zastavilo na krátkou dobu od května do poloviny srpna, kdy kurz eura nezaznamenal významnější změny. V souvislosti s turbulencemi na finančních trzích euro zpočátku v srpnu oslabilo, ale ve zbytku roku zaznamenalo výrazné posílení. Ke konci roku byl nominální efektivní kurz eura o téměř 6,3 % silnější než na začátku ledna a o 8,2 % nad svou průměrnou hodnotou v roce 2006. Zhodnocování eura bylo výrazné především ve vztahu k americkému dolaru. Kromě toho euro značně posílilo vůči

Graf 33 Nominální a reálný efektivní směnný kurz eura¹⁾

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



Zdroj: ECB.

1) Indexy efektivního směnného kurzu vůči měnám 24 významných obchodních partnerů eurozóny (EER-24). Zvýšení indexů EER-24 znamená apreciaci eura. Poslední měsíční údaje jsou z prosince 2007. V případě reálného EER-24 založeného na JMN ve zpracovatelském průmyslu je nejnovější údaj za třetí čtvrtletí 2007 a je zčásti postaven na odhadech.

libře šterlinků. Mírnější apreciaci zaznamenalo vůči japonskému jenu, čínskému renminbi a švýcarskému franku.

Posilování eura vůči americkému dolaru bylo především důsledkem pohledu účastníků trhu na relativní cyklický výhled těchto dvou hospodářských oblastí, který se měnil ve prospěch eurozóny, a vývoje úrokových diferencíálů. Ke slabšímu kurzu americké měny navíc pravděpodobně přispěl také přetrvávající vysoký schodek běžného účtu ve Spojených státech. V prvních měsících roku poměrně příznivé údaje o vývoji v eurozóně kontrastovaly s méně optimistickými údaji ze Spojených států, což vedlo k zúžení úrokových diferencíálů mezi těmito oblastmi. Od května do poloviny srpna směnný kurz eura vůči dolaru zaznamenal určité fluktuace během přehodnocování pohledu účastníků trhu na relativní cyklický výhled pro tyto ekonomiky. Po krátkém počátečním oslabení v důsledku finančních turbulencí způsobených obavami ohledně podmínek likvidity na světových peněžních a úvěrových trzích euro od konce srpna do konce prosince vůči dolaru výrazně posílilo. Oslabení dolaru zřejmě souviselo se zhoršením očekávání trhu ohledně růstu americké ekonomiky, které odráželo zejména nečekaně slabé výsledky trhu s bydlením a trhu práce ve Spojených státech. Poté, co euro 27. listopadu 2007 dosáhlo kurzu 1,49 USD, jednotná měna mírně oslabila na hodnotu 1,47 USD k 31. prosinci 2007, což je o 11,8 % silnější než na začátku roku 2007.

V roce 2007 euro také za značné krátkodobé volatility posilovalo vůči japonskému jenu. Jedním z hlavních faktorů vývoje kurzu japonské měny byl pravděpodobně posun v přístupu mezinárodních investorů k riziku a změna ve vnímání atraktivnosti obchodů typu carry trade. Zdá se, že nízké úrokové sazby v Japonsku, historicky nejnižší implikovaná volatilita a ochota mezinárodních investorů riskovat přispěly ke značnému nárůstu objemu splatných transakcí tohoto typu. Euro se 13. července obchodovalo za 168,68 JPY. Jeho zhodnocování se poté zastavilo v kontextu celosvětových finančních turbulencí, které vedly k přehodnocení rizik mezinárodními

investory a patrně také k výraznému odklonu od obchodů typu carry trade. Od poloviny srpna do poloviny října však euro vůči jenu znovu posilovalo, zatímco ve zbytku roku se vývoj kurzu eura k jenu vyznačoval značnou volatilitou bez jasného vzestupného či sestupného trendu. Dne 31. prosince 2007 činil kurz eura 164,93 JPY a byl tedy přibližně o 5,1 % silnější než na začátku roku.

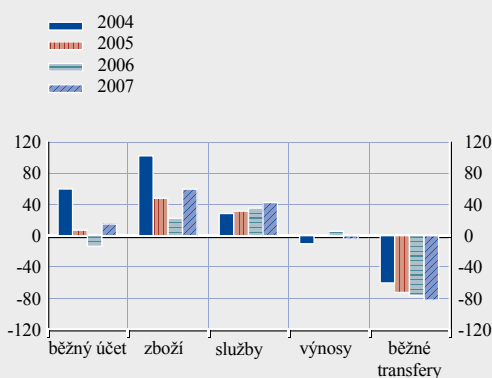
Euro v roce 2007 také výrazně zhodnocovalo vůči libře šterlinků (o 9,2 %), přičemž k jeho posílení došlo převážně v období od září do prosince. V závěru prosince 2007 se euro obchodovalo za 0,73 GBP, což byl nejsilnější kurz vůči libře šterlinků od zavedení jednotné měny v roce 1999. Depreciace libry šterlinků údajně souvisela s tržním očekáváním dalšího poklesu měnověpolitických sazeb Bank of England v reakci na méně příznivý finanční a hospodářský výhled.

Euro také posilovalo vůči měnám řady asijských obchodních partnerů, což částečně odráželo formální či neformální vazby těchto měn na americký dolar. Euro výrazně zhodnotilo vůči korejskému wonu (o 12,5 %) a hongkongskému dolaru (o 12,1 %). Mírnější apreciaci zaznamenalo vůči singapurskému dolaru (o 4,8 %) a čínskému renminbi (o 4,6 %). Poměrně mírné zhodnocení vůči čínské měně je do určité míry způsobeno větší ochotou čínských úřadů umožnit výraznější posilování renminbi vůči dolaru, která byla patrná zejména ke konci roku. Posilování eura vůči těmto měnám bylo zčásti kompenzováno jeho oslabováním vůči polskému zlotému (o 6,2 %), kanadskému dolaru (o 5,4 %), norské koruně (o 3,4 %) a české koruně (o 3,1 %).

Reálný efektivní směnný kurz eura měřený pomocí různých cenových a nákladových indexů posílil během roku 2007 přibližně stejně jako nominální efektivní kurz. V posledním čtvrtletí roku 2007 byl reálný efektivní směnný kurz založený na spotřebitelských cenách zhruba o 5,5 % vyšší než v předcházejícím roce.

Graf 34 Saldo běžného účtu a jeho složky

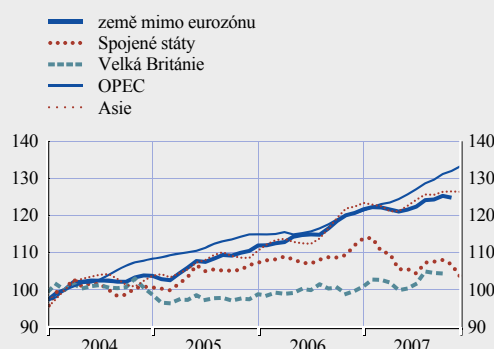
(roční údaje; v mld. EUR; sezonně očištěno)



Zdroj: ECB.

Graf 35 Objem vývozu do zemí vybraných obchodních partnerů

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Poslední údaje se týkají října 2007 s výjimkou údajů pro země mimo eurozónu (listopad) a Velkou Británii (říjen)

BĚŽNÝ ÚČET V ROCE 2007 ZAZNAMENAL PŘEBYTEK

V roce 2007 běžný účet eurozóny vykázal přebytek ve výši 15,0 mld. EUR (tj. 0,2 % HDP eurozóny) oproti schodku 13,6 mld. EUR zaznamenanému v roce 2006. Tento posun byl způsoben především nárůstem přebytku bilance zboží o 37,3 mld. EUR a v menší míře zvýšením přebytku bilance služeb o 7,2 mld. EUR. Tyto přebytky byly jen zčásti vyváženy změnou salda bilance výnosů na záporné a zvýšením schodku bilance běžných transferů (viz graf 34).

Po mimořádně vysokých tempech růstu zaznamenaných v roce 2006 rostl obchod se zbožím se zeměmi mimo eurozónu v roce 2007 pomaleji. Hodnota vývozu zboží v roce 2007 stoupla o 8,1 % oproti 14,3 % v roce 2006. Růst dovozu zboží však vykázal výraznější zpomalení ze 17,0 % v roce 2006 na 5,5 % v roce 2007. To byl jeden z hlavních faktorů v pozadí celkového zlepšení salda běžného účtu eurozóny. Dovoz a vývoz služeb naproti tomu rostl v roce 2007 rychleji než v roce 2006, což částečně vyvažovalo slabší růst obchodu se zbožím.

Rozčlenění obchodu se zbožím na objemy a ceny, které je k dispozici až do listopadu 2007, ukazuje, že zpomalení růstu vývozu odráželo

hlavně vývoj objemu vývozu. Poněkud slabší zahraniční poptávka v první polovině roku 2007 spolu se zhodnocováním eura přispěla ke zpomalení vývozu mimo eurozónu. Tento vývoj však lze do určité míry vnímat také jako návrat k normálu po období výjimečně silného růstu na konci roku 2006. Ve třetím čtvrtletí roku 2007 se růst objemu vývozu zvýšil, což bylo způsobeno především oživením zahraniční poptávky. Geografické členění zahraničního obchodu eurozóny se zbožím ukazuje, že nadále výrazně rostl vývoz do Asie – zejména Číny – a zemí střední a východní Evropy v kontextu značného hospodářského růstu těchto regionů. Objem vývozu do Spojených států se v absolutním vyjádření snížil (viz graf 35). Přesto se však zdá, že posilování eura zatím mělo poměrně omezený dopad na vývoz z eurozóny, který byl podporován zejména pokračujícím silným růstem zahraniční poptávky. Vývozní ceny vzrostly jen mírně, což ukazuje, že podniky v eurozóně možná upravily své ziskové marže, aby kompenzovaly pokles cenové a nákladové konkurenceschopnosti plynoucí z posilování eura.

Objem dovozu vykazoval v roce 2007 podobný vývoj jako objem vývozu. Po umírněném růstu v prvním pololetí zaznamenal objem dovozu v druhé polovině roku zrychlení, které odráželo oživení podnikatelských investic

a posilování eura. Po značném poklesu ke konci roku 2005 se dovozní ceny v roce 2007 znovu zvýšily. Příčinou byl zejména značný růst cen ropy, který byl jen částečně kompenzován apreciací eura. Za období 12 měsíců do října 2007 činil schodek obchodu s ropou 161 mld. EUR a znovu se tak přiblížil hodnotě přes 170 mld. EUR zaznamenané o rok dříve.

ČISTÝ PŘÍLIV SOUHRNNÝCH PŘÍMÝCH A PORTFOLIOVÝCH INVESTIC SE V ROCE 2007 SNÍŽIL

Na finančním účtu zaznamenala eurozóna v roce 2007 čistý příliv sloučených přímých a portfoliových investic ve výši 124 mld. EUR ve srovnání s čistým přílivem 140 mld. EUR v předchozím roce. Tento pokles byl způsoben zejména snížením čistého přílivu portfoliových investic o 44 mld. EUR, který byl do jisté míry kompenzován o 28 mld. EUR nižším čistým odlivem přímých investic (viz graf 36).

Hlavní příčinou poklesu čistého přílivu portfoliových investic byl nižší čistý příliv investic do dluhových cenných papírů, který činil 60 mld. EUR oproti 124 mld. EUR v roce 2006. Odrážel především výrazně nižší čisté nákupy dluhopisů eurozóny ze strany nerezidentů. To

však zakrývá dva odlišné trendy, které byly během roku 2007 zaznamenány: čistý příliv investic do dluhových nástrojů začal klesat až po svém prudkém nárůstu na začátku roku.

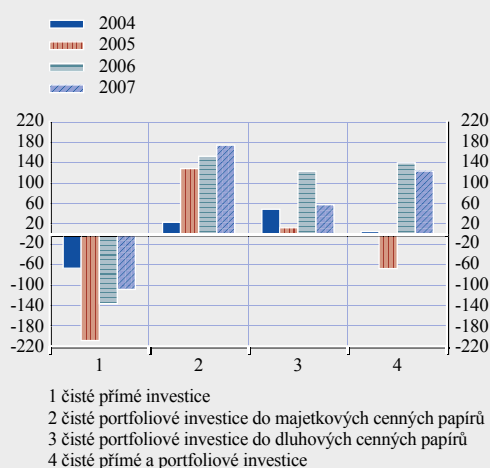
Eurozóna v roce 2007 zaznamenala vyšší čistý příliv investic do majetkových cenných papírů, který činil 175 mld. EUR ve srovnání se 153 mld. EUR v roce 2006. To bylo především důsledkem mnohem nižších čistých nákupů zahraničních akcií rezidenty eurozóny (pokles z 156 mld. EUR na 50 mld. EUR), který byl pouze částečně kompenzován nižšími nákupy akcií eurozóny zahraničními investory.

Celkově poslední údaje naznačují, že vývoj finančního účtu platební bilance eurozóny byl ovlivněn turbulencemi na úvěrových trzích, které začaly v srpnu 2007. Navzdory určitému oživení v říjnu 2007 se zdá, že domácí i zahraniční investoři v důsledku turbulencí snížili své zahraniční investice do dluhových i majetkových nástrojů, což může být důsledkem jejich opatrnějších investičních strategií.

Pokud jde o přímé investice, jejich nižší čistý odliv v roce 2007 odrážel především vyšší příliv přímých zahraničních investic do eurozóny.

Graf 36 Přímé a portfoliové investice v eurozóně

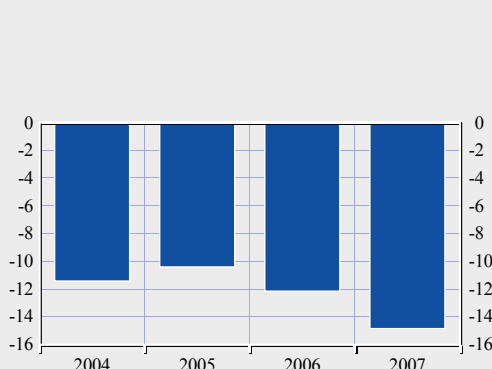
(roční údaje; v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf 37 Čistá investiční pozice vůči zahraničí

(v % HDP)



Zdroj: ECB.
Poznámka: Údaje ke konci roku kromě roku 2007 (třetí čtvrtletí)

Zároveň přímé investice podniků eurozóny v zahraničí zůstaly relativně vysoké. To odráželo vysokou ziskovost nadnárodních společností, která se v posledních několika letech stabilně zlepšovala. Navíc podniky v eurozóně mohly využít posilování eura k nakoupení aktiv v zahraničí.

Podle ročních souhrnných toků do třetího čtvrtletí 2007 byly hlavními příjemci přímých investic rezidentů eurozóny v roce 2007 Spojené státy, Velká Británie, offshore finanční centra, Švýcarsko a země, které přistoupily k EU v roce 2004. Spojené státy a Velká Británie byly v daném období také největšími investory v eurozóně.

INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ SE V ROCE 2007 DÁLE ZHORŠILA

Údaje o investiční pozici eurozóny vůči zahraničí, dostupné do třetího čtvrtletí roku 2007, ukazují, že čistá pasiva eurozóny vůči zbytku světa činila 1 299 mld. EUR (což představuje 14,8 % HDP eurozóny) ve srovnání s 1 024 mld. EUR (12,1 % HDP) na konci roku 2006 (viz graf 37). Toto zvýšení čistých pasiv v roce 2007 bylo převážně důsledkem zvýšení čistých pasiv u portfoliových investic (o 340 mld. EUR) a ostatních investic (o 72 mld. EUR), které bylo kompenzováno zvýšením čistých aktiv u přímých investic (o 80 mld. EUR) a finančních derivátů (o 43 mld. EUR). Rezervní aktiva zůstala víceméně beze změny.

Celkově bylo zvýšení čistých pasiv investiční pozice eurozóny vůči zahraničí způsobeno především vlivem přecenění vyvolaným změnami cen aktiv a vývojem směnného kurzu eura. Zhodnocení eura zpravidla sníží hodnotu aktiv v eurech více než hodnotu pasiv a vede k nárůstu čisté dlužnické pozice.

3 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH STÁTECH EU MIMO EUROZÓNU

HOSPODÁŘSKÁ AKTIVITA

Růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu zůstal v roce 2007 silný (viz tabulka 6)⁹. I když tento trend silné hospodářské aktivity bylo možné pozorovat ve všech zemích, meziroční tempo růstu se značně lišilo. Průměrné meziroční tempo růstu reálného HDP bylo nejvyšší v pobaltských státech a na Slovensku, kde dosahovalo zhruba 8 %. V České republice, Polsku a Rumunsku byl průměrný meziroční růst reálného HDP také velmi silný a pohyboval se mezi 6,0 % a 6,5 %. Růst reálného HDP byl nejnižší v Dánsku 1,8 % a Maďarsku 1,3 %. Na Kypru, na Maltě, ve Švédsku a ve Velké Británii zůstal růst silný na hodnotách mezi 2,8 % a 4,4 %.

Ve většině členských států EU mimo eurozónu byla hlavním faktorem hospodářské aktivity domácí poptávka. Soukromou spotřebu stimuloval zvyšující se nárůst reálných disponibilních příjmů spojený s výrazným růstem mezd a zvyšující se zaměstnaností. Růst hrubé tvorby fixního kapitálu využíval mj. delšího období příznivých finančních podmínek a v mnoha zemích silnějšího přílivu strukturálních fondů EU. Ve většině

zemí k výraznému růstu domácí poptávky také přispěl prudký nárůst úvěrů a expanzivní fiskální politika.

Příspěvek čistého vývozu k růstu byl u většiny členských států EU mimo eurozónu navzdory solidnímu růstu zahraniční poptávky záporný, neboť silná poptávka po dovozu překonala růst vývozu. Příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP byl významně kladný pouze v Maďarsku, na Maltě, na Slovensku a ve Švédsku. Celkový růst vývozu zůstal v roce 2007 silný, ačkoli v mnoha zemích v porovnání s rokem 2006 zpomalil. Růst vývozu byl podporován silnou poptávkou u klíčových obchodních partnerů a značným přílivem přímých zahraničních investic v posledních letech, zatímco silný růst dovozu byl podpořen výraznou domácí poptávkou a poměrně vysokou dovozní náročností vývozu.

9 K členským státům EU mimo eurozónu, na které se odkazuje v této kapitole, patří 14 členských států EU mimo eurozónu v období do konce prosince 2007 (tj. Bulharsko, Česká republika, Dánsko, Estonsko, Kypr, Lotyšsko, Litva, Maďarsko, Malta, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Švédsko a Velká Británie).

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

(meziroční změny v %)

	2004	2005	2006	2007	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q
Bulharsko	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Česká republika	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Dánsko	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonsko	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Kypr	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Lotyšsko	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litva	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Maďarsko	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polsko	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Rumunsko	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovensko	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Švédsko	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Velká Británie	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU-11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU-14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Eurozóna	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Čtvrletní údaje jsou sezonně očištěné s výjimkou Bulharska, České republiky, Malty a Rumunska (sezonně neočištěno) a Maďarska, Polska a Velké Británie (sezonně očištěno a očištěno o vliv počtu pracovních dní).

1) Skupina EU-11 zahrnuje 11 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007 (kromě Slovinska).

2) Skupina EU-14 zahrnuje 14 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2007).

Spolu se silnější hospodářskou aktivitou se v roce 2007 v mnoha členských státech EU mimo eurozónu nadále zlepšovala situace na trhu práce. Míra nezaměstnanosti nadále klesala, převážně v důsledku silného růstu zaměstnanosti. Napětí na trhu práce se v mnoha zemích ještě zvýšilo, zejména v pobaltských státech, Dánsku a Velké Británii. Mezinárodní toky práce nadále ovlivňovaly nabídku pracovních sil mnoha zemí. Zdá se, že Bulharsko, Lotyšsko, Litva, Polsko a Rumunsko zaznamenaly v nedávných letech obzvláště velký odliv pracovních sil. Tak tomu bylo rovněž v případě Estonska v roce 2007. Tento odliv přispěl k nedostatku kvalifikovaných pracovníků a problémům v několika sektorech ekonomik těchto zemí, což zvýšilo tlaky v mzdové oblasti. Naproti tomu Česká republika, Dánsko, Kypr, Maďarsko, Malta, Slovensko, Švédsko a Velká Británie zaznamenaly čisté kladné migrační toky.

CENOVÝ VÝVOJ

V mnoha členských státech EU mimo eurozónu v roce 2007 významně vzrostla inflace měřená HICP (viz tabulka 7). Nejvyšší zůstala v rychle rostoucích pobaltských státech, Bulharsku, Maďarsku a Rumunsku (mezi 4,9 % a 10,1 %); u většiny ostatních členských států EU mimo

eurozónu se blížila průměru v eurozóně nebo jej mírně převyšovala (mezi 0,7 % a 3 %). Průměrná inflace byla v roce 2007 pod úrovní 2 % v Dánsku, na Maltě, Slovensku a ve Švédsku, ale ke konci roku se také v těchto zemích zvýšila převážně v důsledku zvyšujících se dovozních cen potravin a energií.

Vzestupný trend inflace v roce 2007 v členských státech EU mimo eurozónu lze částečně přisoudit významnému zvýšení cen energií a potravin. Kromě toho ve většině zemí k základním inflačním tlakům přispěl výrazný růst domácí poptávky.

Ve většině členských států EU mimo eurozónu vzrostly ceny energií. Výrazně vzrostly rovněž ceny potravin, přičemž nejsilnější nárůst byl pozorován v pobaltských státech, Bulharsku a Maďarsku, což obecně odráželo nepříznivé povětrnostní podmínky, ceny potravin na světových trzích a silnější světovou poptávku. Navíc pak silná domácí poptávka nadále posilovala inflační tlaky, zejména v zemích se silným růstem soukromé spotřeby, která byla určována silným růstem úvěrů na pozadí záporných reálných úrokových sazeb a značného přílivu kapitálu. Inflační tlaky v mnoha zemích

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

(měziroční změny v %)

	2004	2005	2006	2007	2007 1.Q	2007 2.Q	2007 3.Q	2007 4.Q
Bulharsko	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Česká republika	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Dánsko	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonsko	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Kypr	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Lotyšsko	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litva	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Maďarsko	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polsko	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Rumunsko	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovensko	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Švédsko	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Velká Británie	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU-11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU-14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Eurozóna	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Zdroj: Eurostat.

1) Skupina EU-11 zahrnuje 11 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007 (kromě Slovinska).

2) Skupina EU-14 zahrnuje 14 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2007).

rovněž vyplývaly ze silného růstu mezd v souvislosti se zvyšujícím se napětím na trhu práce. Růst nominálních mezd byl zejména významný v zemích s vyšším tempem růstu produktu (tj. v pobaltských státech, Bulharsku a Rumunsku), kde převýšil růst produktivity a vedl k rychlému růstu jednotkových mzdových nákladů (v mnoha případech se jednalo o dvouciferné tempo růstu). Trendy dovozních cen se v jednotlivých zemích výrazně lišily, což částečně odráželo rozdílný vývoj směnných kurzů. V zemích umožňujících vysokou míru flexibility směnného kurzu mělo zhodnocení měny značně tlumící účinek na dovozní ceny a v konečném důsledku – vzhledem k poměrně vysokému stupni otevřenosti těchto zemí – na celkovou inflaci.

FISKÁLNÍ POLITIKA

Fiskální politika v členských státech EU mimo eurozónu byla v roce 2007 nadále různorodá. Bulharsko, Dánsko, Estonsko, Kypr, Lotyšsko a Švédsko zaznamenaly fiskální přebytek, zatímco zbývající země zaznamenaly fiskální schodek (viz tabulka 8). S výjimkou Rumunska a Velké Británie byly rozpočtové výsledky za rok 2007 v souladu s cíli salda rozpočtu aktualizovaných konvergenčních programů předložených na konci roku 2006 nebo na začátku roku 2007 nebo lepší. V mnoha případech to však byl důsledek lepší výchozí pozice na konci roku 2006, než se v programech předpokládalo, a vzestupu příjmů z daní, což lze zase částečně vysvětlit rychlejším růstem HDP oproti původnímu očekávání. Zdá se, že proces strukturální fiskální konsolidace ve většině zemí ustrnul. Pouze Kypr, Maďarsko, Polsko a Švédsko podle odhadů dosáhly v období od roku 2006 do roku 2007 příznivé změny salda rozpočtu očištěného o cyklické vlivy ve výši alespoň 0,5 % HDP (bez jednorázových a dalších dočasných opatření). Naopak v řadě zemí dokonce došlo i při silném růstu produktu k procyklickému uvolňování fiskální politiky.

Na konci roku 2007 se na Českou republiku, Maďarsko, Polsko a Slovensko vztahoval postup při nadměrném schodku. Podle aktualizací konvergenčních programů na období let 2007–2008 poměr schodku k HDP ve všech těchto

zemích – s výjimkou České republiky – v roce 2007 poklesl. České ministerstvo financí však v lednu 2008 oznámilo, že schodek roku 2007 je odhadován na pouhých 1,9 % HDP namísto 3,4 % HDP uvedených v konvergenčním programu. Pouze v případě Slovenska konvergenční program naznačil v roce 2007 návrat poměru schodku k HDP pod referenční hodnotu 3 % HDP.

Podle hlavních rozhodnutí Rady ECOFIN ohledně postupu při nadměrném schodku v roce 2007 bylo řízení s Maltou zrušeno v červnu a s Velkou Británií v říjnu poté, co tyto země vykázaly poměr schodku k HDP za fiskální rok 2006–2007 pod referenční hodnotou HDP 3 % a zlepšení strukturálního salda. Pokud jde o Polsko, přijala Rada ECOFIN v listopadu 2007 rozhodnutí uvádějící, že krok přijatý polskými úřady je v souladu s doporučeními Rady z února 2007; nicméně postup při nadměrném schodku nebyl zrušen, jelikož se má za to, že náprava nadměrného schodku může podléhat závažným rizikům.

Poměr vládního dluhu k HDP zůstal v roce 2007 ve většině členských států EU mimo eurozónu výrazně pod 60 % HDP. Pouze na Maltě a Kypru poměr dluhu k HDP zůstal navzdory poklesu v roce 2007 nad referenční hodnotou 60 %. Ve většině ostatních členských států EU mimo eurozónu poměr dluhu k HDP poklesl nebo zůstal v podstatě beze změn.

VÝVOJ PLATEBNÍ BILANCE

Kombinovaný běžný a kapitálový účet členských států EU mimo eurozónu se v jednotlivých zemích v roce 2007 nadále značně lišil (viz tabulka 9), ačkoli celkový obraz ukázal zhoršení ve srovnání s rokem 2006. Zatímco Dánsko a Švédsko oznámily značný přebytek, všechny zbývající země zaznamenaly schodek. V porovnání s rokem 2006 se tyto schodky většinou zvýšily s výjimkou Maďarska, Malty a Slovenska. Tyto schodky v Bulharsku a Lotyšsku byly nad 20 % HDP a překročily 10 % HDP v Estonsku, Litvě a Rumunsku. Na Kypru, v Maďarsku, na Slovensku a ve Velké Británii

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

(v % HDP)

Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí

	2004	2005	2006	Údaje z konvergenčních programů 2007
Bulharsko	2,3	2,0	3,2	3,1
Česká republika	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Dánsko	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonsko	1,8	1,9	3,6	2,6
Kypr	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Lotyšsko	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litva	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Maďarsko	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polsko	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Rumunsko	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovensko	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Švédsko	0,8	2,4	2,5	3,0
Velká Británie	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU-11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU-14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Eurozóna	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Hrubý dluh vládních institucí

	2004	2005	2006	Údaje z konvergenčních programů 2007
Bulharsko	37,9	29,2	22,8	19,8
Česká republika	30,4	30,2	30,1	30,4
Dánsko	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonsko	5,1	4,4	4,0	2,7
Kypr	70,2	69,1	65,2	60,0
Lotyšsko	14,5	12,5	10,6	9,4
Litva	19,4	18,6	18,2	17,6
Maďarsko	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polsko	45,7	47,1	47,6	47,0
Rumunsko	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovensko	41,4	34,2	30,4	30,6
Švédsko	52,4	52,2	47,0	39,7
Velká Británie	40,4	42,1	43,2	43,9
EU-11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
EU-14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Eurozóna	69,6	70,3	68,6	66,7

Zdroje: Evropská komise (pro období 2004–2006), aktualizované konvergenční programy (pro rok 2007) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje jsou založeny na definici postupu při nadměrném schodku. Rozpočtová salda (údaje Komise) nezahrnují výnosy z prodeje licencí UMTS. Údaje za rok 2007 v konvergenčních programech jsou odhady vlád jednotlivých států, a mohou se tudíž lišit od konečných údajů.

1) Skupina EU-11 zahrnuje 11 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007 (kromě Slovinska).

2) Skupina EU-14 zahrnuje 14 členských států EU mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2007).

byl schodek mezi 4 % a 8 % HDP. Vnější nerovnováha ve většině zemí měla původ ve schodcích zboží s výjimkou České republiky, Maďarska, Polska a Slovenska, kde byly nejvýznamnějším faktorem schodky bilance výnosů – často spojené s reinvestovanými zisky společností v zahraničním vlastnictví.

V mnoha zemích, které vstoupily do Evropské unie 1. května 2004 a 1. ledna 2007, jsou schodky do jisté míry normálním jevem doprovázejícím proces dohánění v rozsahu odrážejícím příznivé investiční možnosti a intertemporální vyrovnání spotřeby. Velmi velký schodek běžného a kapitálového účtu v některých členských

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			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulharsko	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Česká republika	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Dánsko	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonsko	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Kypr	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Lotyšsko	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Litva	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Maďarsko	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polsko	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Rumunsko	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovensko	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Švédsko	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Velká Británie	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU-11 ¹⁾	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU-14 ²⁾	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Eurozóna	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Zdroj: ECB.

1) Skupina EU-11 zahrnuje vážené příspěvky 11 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007 (kromě Slovinska).

2) Skupina EU-14 zahrnuje vážené příspěvky 14 členských států mimo eurozónu (ve složení do 31. prosince 2007).

3) Údaje za rok 2007 se týkají kumulativního součtu za čtyři čtvrtletí do třetího čtvrtletí 2007. V případě Malty se údaje týkají kumulativního součtu za čtyři čtvrtletí do druhého čtvrtletí 2007.

státech EU mimo eurozónu byl však rovněž určován cyklickými faktory a stoupající domácí poptávkou, což signalizuje ohrožení udržitelnosti zahraničních pozic, zejména při zhoršující se mezinárodní cenové a nákladové konkurenceschopnosti a zpomalení růstu vývozu.

Ve srovnání s rokem 2006 došlo v Dánsku, Švédsku a Velké Británii v roce 2007 k poklesu čistého přílivu přímých investic. Zůstal spíše stabilní v EU-11 jako celku, ačkoliv výrazný pokles byl zaznamenán v Maďarsku, na Slovensku a na Maltě. Zejména v případě poslední jmenované země lze vidět výrazný pokles jako výsledek normalizace následující po vysokých úrovních zaznamenaných v roce 2006. I když čistý příliv přímých investic v řadě členských států EU mimo eurozónu nadále představoval významný zdroj financování, v případě pobaltských států, Maďarska, Rumunska a Velké Británie byl schodek základní bilance, tzn. součet bilance kombinovaného běžného a kapitálového účtu a čistého přílivu přímých investic, vyšší než 4 % HDP a v Lotyšsku překročil 15 % HDP. Pokud jde o čistý příliv portfoliových investic,

byl zůstatek ve všech členských státech EU mimo eurozónu nadále záporný nebo v podstatě neutrální s výjimkou Dánska a Maďarska. V těchto dvou zemích čistý příliv portfoliových investic vyplynul ze značného čistého přílivu dluhových nástrojů, který v případě Maďarska souvisel s výnosovými diferenciály, zatímco čisté toky majetkových investic byly záporné. Čisté toky ostatních investic byly ve většině zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004 a 1. ledna 2007, v podstatě kladné, jelikož se v nich odrážely hlavně úvery zahraničních mateřských bank poskytované jejich dceřiným společnostem v regionu.

VÝVOJ SMĚNNÝCH KURZŮ

Vývoj směnných kurzů v členských státech EU mimo eurozónu v roce 2007 ve velké míře odrážel kurzové režimy jednotlivých zemí. Měny Dánska, Estonska, Kypru, Lotyšska, Litvy, Malty a Slovenska se účastnily mechanismu ERM II. Udržely si standardní flukтуаční pásmo ± 15 % kolem své centrální parity vůči euru, kromě dánské koruny, kde se jedná o užší pásmo $\pm 2,25$ %. Účast na mechanismu ERM II také v některých případech souvisela s jednostrannými závazky dotčených zemí zachovávat užší

flukтуаční pásma. Tyto jednostranné závazky neukládaly ECB žádné další povinnosti. Zejména bylo dohodnuto, že estonská koruna a litevský litas se mohou připojit k mechanismu ERM II se svým stávajícím režimem currency board. Maltské orgány oznámily svůj záměr udržet směnný kurz maltské liry v centrální paritě vůči euru a lotyšské orgány uvedly, že udrží směnný kurz latsů v centrální paritě vůči euru s flukтуаčním pásmem ± 1 %. Všechny dohody o účasti zemí, jejichž měny se připojily k mechanismu ERM II po roce 2004 (tj. všechny výše uvedené země kromě Dánska), vycházejí z řady politických závazků příslušných orgánů, které se mimo jiné týkají provádění vyvážené fiskální politiky, podpory zpomalování růstu mezd a vývoje mezd v souladu s růstem produktivity, omezení růstu úvěrů a provádění dalších strukturálních reforem.

Dánská koruna, estonská koruna, kyperská libra, litevský litas a maltská lira byly vůči euru v roce 2007 stabilní a obchodovaly se trvale ve své centrální paritě nebo velmi blízko ní. Kyperská libra i maltská lira byly navíc k 1. lednu 2008 neodvolatelně nahrazeny eurem v návaznosti na rozšíření eurozóny.

Slovenská koruna naproti tomu zaznamenala poměrně vysoký stupeň volatility (viz tabulka 10). V kontextu zlepšujících se makroekonomických veličin a příznivého hospodářského výhledu v polovině roku 2006 vstoupila koruna do období déletrvajícího

zhodnocování, které znovu zrychlilo během února a první poloviny března 2007. Počátkem března 2007 slovenská centrální banka intervenovala s cílem oslabit měnu, aby zmírnila volatilitu směnného kurzu a nadměrné tržní tlaky. Dne 19. března 2007 na žádost slovenských orgánů, na základě vzájemné dohody a po uplatnění běžného postupu byla centrální parita slovenské koruny revalvována o 8,5 % vůči euru. Vzhledem k mírnější prognóze inflace slovenská centrální banka snížila koncem března a koncem dubna 2007 svou měnověpolitickou úrokovou sazbu celkem o 50 bazických bodů na 4,25 %, což pomohlo stabilizovat korunu vůči euru. Od dubna 2007 slovenská koruna zůstala relativně stabilní s kolísáním mezi 5 % a 8 % nad novou centrální paritou.

Lotyšský lats rovněž zaznamenal vyšší volatilitu, než tomu bylo v předchozích letech, ačkoliv výkyvy zůstaly v rámci jednostranného úzkého pásma ± 1 % okolo jeho centrální parity. Po většinu roku se sice 2006 obchodoval v rámci ERM II na úrovni okolo 1 % nad svou centrální paritou, ale ve dvou případech (v polovině února 2007 a v září 2007) se přesunul ke slabší straně svého jednostranného úzkého flukтуаčního pásma. K prvnímu případu došlo poté, co agentura Standard & Poor's snížila dne 19. února 2007 rating výhledu pro Lotyšsko z kategorie stabilní na záporný, a po zprávách o potenciální devalvaci centrální parity lotyšské měny v rámci ERM II. V polovině března 2007 lotyšská centrální banka zasáhla s cílem

Tabulka 10 Vývoj v ERM II

Měna	Datum vstupu	Horní kurz	Centrální parita	Spodní kurz	Maximální odchylka v %	
					Nahoru	Dolů
DKK	1. ledna 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28. června 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2. května 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2. května 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28. června 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2. května 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28. listopadu 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (po revalvaci)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

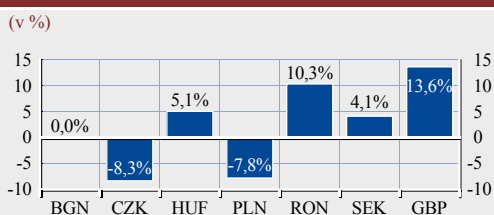
Zdroj: ECB.

Poznámka: Odchylka dolů (nahoru) odpovídá posunu k spodnímu (hornímu) kurzu a představuje posílení (oslabení) měny vůči euru. Centrální parita slovenské koruny byla 16. března 2007 revalvována o 8,5 %. Referenční období pro vykázané maximální odchylky od centrálních parit ERM II je od 2. ledna 2007 do 29. února 2008.

zabránit dalšímu oslabování latsu intervencí na devizových trzích a zvýšením refinanční sazby z 5 % na 5,5 % koncem března 2007 a znovu na 6 % o téměř dva měsíce později. Jednoměsíční mezibankovní sazby z vkladů se výrazně zvýšily a pohybovaly se zhruba mezi 100 a 400 bazickými body nad refinanční sazbou. V dubnu 2007 se napětí na devizových trzích při závazku vlády implementovat protiinflační plán postupně snižovalo, ale jednoměsíční úroková sazba zůstala značně nad základní nabídkovou sazbou ECB. Dne 12. května 2007 lats znovu dosáhl silné části svého fluktuálního pásma $\pm 1\%$ a centrální banka intervenovala s cílem zabránit dalšímu zhodnocení. V září 2007 se lats ještě jednou dostal pod tlak v návaznosti na snížení ratingu Moody's a obavy z dalších zvýšení schodku běžného účtu a inflace. Lotyšská centrální banka tentokrát neintervenovala, ale podmínky na peněžním trhu zůstaly nadále napjaté.

Podíváme-li se na měny členských států EU mimo eurozónu, které nejsou členy mechanismu ERM II, vývoj v jednotlivých zemích se značně lišil (viz graf 38). Česká koruna a polský zlotý po většinu roku 2007 vůči euru posilovaly a 29. února 2008 byly vůči euru silnější o 8,3 % (CZK) a 7,8 % (PLN) než na začátku roku 2007. Po období relativní stability v prvních třech čtvrtletích roku 2007 libra šterlinků vůči euru značně oslabil v důsledku zvýšené hospodářské nejistoty, kterou lze částečně připsat méně příznivým výhledům hospodářského růstu spojeného rovněž se slabším trhem s bydlením. V důsledku toho se 29. února 2008 libra vůči euru

Graf 38 Změny směnného kurzu eura vůči měnám členských států EU mimo mechanismus ERM II



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Kladná (záporná) hodnota znamená zhodnocení (znehodnocení) eura. Změny od 2.ledna 2007 do 29.února 2008.

nacházela 13,6 % pod úrovní z 2. ledna 2007. Vlivem domácích faktorů a silného eura rumunský leu a švédská koruna rovněž zaznamenaly období oslabení vůči euru a poklesly za sledované období o 10,3 % (švédská koruna) a 4,1 % (rumunský leu). Přestože maďarský forint zaznamenal dílčí výkyvy, zůstal v roce 2007 víceméně beze změny; na počátku roku 2008 poněkud oslabil. Dne 25. února 2008 se maďarská centrální banka rozhodla ve shodě s maďarskou vládou zrušit fluktuální pásma forintu a zavést volně plovoucí kurz. Bulharský leva zůstal stabilní na kurzu BGN/EUR 1,95583, což odráželo nezměněnou bulharskou devizovou politiku v rámci režimu currency board vycházejícího z eura.

FINANČNÍ VÝVOJ

Od ledna 2007 do února 2008 byl vývoj výnosů z dlouhodobých státních dluhopisů ve většině členských států EU mimo eurozónu¹⁰ podobný vývoji v eurozóně; po nárůstu v první části roku byl od srpna 2007 následoval pokles pokračující v podmínkách globálních turbulencí na finančních trzích.

V únoru 2008 byly dlouhodobé úrokové sazby v členských státech EU mimo eurozónu v průměru asi o 25 bazických bodů vyšší než na začátku roku 2007 ve srovnání s nárůstem o více než 30 bazických bodů v eurozóně. K největšímu nárůstu došlo v Bulharsku (téměř o 100 bazických bodů), České republice, Maďarsku a Polsku (cca 80 bazických bodů), což převážně odráželo zhoršení inflačních vyhlídek. Ačkoliv zůstaly spíše vysoké, dlouhodobé úrokové sazby v Rumunsku v období od ledna 2007 do února 2008 poklesly o 50 bazických bodů.

V porovnání se sazbami eurozóny úrokové spready výnosů ze státních dluhopisů v členských státech EU mimo eurozónu v únoru 2008 zaznamenaly různorodý vývoj v porovnání se začátkem minulého roku. Dlouhodobé úrokové diferenciály zůstaly poměrně velké v Rumunsku a Maďarsku, kde činily přibližně

¹⁰ Pro Estonsko není k dispozici žádná srovnatelná dlouhodobá úroková sazba.

340 a 280 bazických bodů. V těchto zemích přispíval fiskální vývoj a vnější nerovnováha k udržení diferencíálů dlouhodobých dluhopisů na vysoké úrovni. Navíc v Rumunsku je tento vývoj způsoben vyšší mírou inflace v posledních letech.

Celkově lze říci, že akciové trhy ve většině členských států EU mimo eurozónu v období od ledna 2007 do února 2008 zaznamenaly kladný růst. Ceny akcií vzrostly nejvíce v Bulharsku, na Kypru a v Rumunsku, kde jasně překonaly vývoj průměrných cen akcií v eurozóně, měřených indexem Dow Jones EURO STOXX. V Estonsku a Lotyšsku však ceny akcií poté, co během roku 2007 dosáhly historických maxim, koncem února 2008 poklesly na průměrné hodnoty převažující v roce 2006. Burzovní indexy většiny členských států EU mimo eurozónu v důsledku turbulencí na světových finančních trzích během letních měsíců poklesly, neboť někteří investoři stáhli svá aktiva z akciových trhů s cílem zlepšit svou celkovou likviditu. Negativní nálada na burzách se během září a října 2007 poněkud zlepšila. Později však trhy cenných papírů ve většině zemí EU-14 v souladu s akciovými trhy v eurozóně a jinými významnými ekonomikami znovu poklesly v důsledku všeobecně menší ochoty riskovat.

V roce 2007 růst úvěrů poskytovaných soukromému sektoru zůstal vysoký ve všech členských státech EU mimo eurozónu. Meziroční růst úvěrů se v mnoha zemích ke konci roku 2007 stabilizoval, což částečně odráželo nárůst úrokových sazeb. V některých zemích, například v Bulharsku, České republice, Litvě a Polsku, však nadále jejich růst zrychloval. Růst úvěrů byl nejdynamičtější v rychle rostoucích pobaltských státech, Bulharsku, Polsku a Rumunsku, s tempem růstu mezi 32 % a 62 % na konci roku 2007. V České republice, na Kypru, v Maďarsku a na Slovensku bylo meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných soukromému sektoru v roce 2007 mezi 19 % a 29 %. Rychlý růst úvěrů v těchto ekonomikách s výjimkou Kypru je nutné chápat v kontextu „finančního prohlubování“. Podíly úvěrů poskytovaných soukromému sektoru k HDP ve všech zemích EU-11 s výjimkou Kypru a Malty, totiž zůstávají hluboko pod průměrem

Graf 39 Úvěry soukromému sektoru v roce 2007



Zdroj: BIS, ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus a Bank of England.

Poznámky: Údaje se týkají domácích úvěrů jiným než MFI bez vládních institucí. V případě růstu úvěrů v roce 2007 byl u každé země použit poslední dostupný měsíc. Údaje za Velkou Británii jsou založeny na národní definici.

ve eurozóně. Nicméně rychlý růst úvěrů také představuje riziko, neboť v některých zemích přispívá k silné domácí poptávce a tím k nadměrné vnější i vnitřní nerovnováze. Navíc je v řadě zemí zvláště znepokojující vysoký a rostoucí podíl půjček vedených v cizích měnách. V Dánsku, Švédsku a Velké Británii dosáhlo meziroční tempo růstu úvěrů poskytovaných soukromému sektoru koncem roku 2007 cca 13 %.

MĚNOVÁ POLITIKA

Prvořadým cílem měnové politiky ve všech členských státech EU mimo eurozónu je cenová stabilita. Měnověpolitické strategie se však v jednotlivých zemích značně liší (viz tabulka 11).

V roce 2007 zůstaly měnové a kurzové režimy členských států EU mimo eurozónu v podstatě beze změn, ačkoliv v několika zemích došlo k určitému zlepšení měnověpolitického rámce s ohledem na budoucí měnovou integraci. V únoru 2008 ale Maďarsko opustilo navázání své měny na euro a přešlo na plnohodnotné cílování inflace s režimem volně plovoucího kurzu.

Pokud jde o měnová rozhodnutí od ledna 2007 do února 2008, většina centrálních bank účastnicích se mechanismu ERM II přijala opatření ke zpřísnění měnověpolitických podmínek. Často se v nich odrážely kroky ECB, která v roce 2007 zvýšila základní nabídkovou sazbu hlavních refinančních operací Eurosystemu ve dvou krocích (v březnu a červnu) celkem o 50 bazických bodů na 4,0 %.

Bulharská centrální banka (Българска народна банка), estonská centrální banka a litevská centrální banka vzhledem ke svým mechanismům currency board nemají oficiální měnové sazby; automaticky se přizpůsobují změnám měnové politiky ECB. Nicméně několik národních centrálních bank přijalo s ohledem na vysokou inflaci dodatečná opatření. Bulharská národní banka (Българска народна банка) zrušila od ledna 2007 požadavek na dodatečné rezervy u bank překračujících dohodnuté horní limity

Tabulka 11 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	Cíl: 3 % ± 1 procentní bod do konce roku 2009, poté 2 % ± 1 procentní bod. Kurzový režim: řízený floating.
Dánsko	cílování směnného kurzu	dánská koruna	Účastnil se ERM II s flukuačním pásmem ± 2,25 % okolo centrální parity 7,46038 DKK za euro.
Estonsko	cílování směnného kurzu	estonská koruna	Účastní se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 15,6466 EEK za euro. Jako jednostranný závazek Estonsko nadále udržuje svůj režim currency board.
Kypř	cílování směnného kurzu	kyperská libra	Účastnil se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 0,585274 CYP za euro.
Lotyšsko	cílování směnného kurzu	lotyšský lats	Účastní se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 0,702804 LVL za euro. Jako jednostranný závazek Lotyšsko nadále udržuje flukuační pásmo ± 1 %.
Litva	cílování směnného kurzu	litevský litas	Účastnila se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 3,4528 LTL za euro. Jako jednostranný závazek Litva nadále udržuje svůj režim currency board.
Maďarsko	cílování inflace	maďarský forint	Inflační cíl: 3 % ± 1 procentní bod ve střednědobém horizontu. Volně plovoucí kurz od února 2008, kdy bylo zrušeno navázání na euro.
Malta	cílování směnného kurzu	maltská lira	Účastnila se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 0,429300 MTL za euro. Jako jednostranný závazek Malta udržuje kurz k euru beze změn na úrovni centrální parity.
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: 4 % na konci roku 2007, 3,8 % v roce 2008 a 3,5 % v roce 2009, s odchylkou ± 1 procentní bod. Kurzový režim: řízený floating.
Slovensko	cílování inflace v podmínkách ERM II	slovenská koruna	Účastní se ERM II s flukuačním pásmem ± 15 % okolo centrální parity 35,4424 SKK za euro. Inflační cíl pro období 2006-2008 je stanoven pod 2,5 % na konci roku 2006 a pod 2 % na konci roku 2007 a na konci roku 2008.
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 %, měřeno nárůstem CPI1) za 12 měsíců. 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.

růstu úvěrů. Zároveň se rozhodla zvýšit povinné minimální rezervy o 400 bazických bodů na 12 % s cílem ztlumit silný růst úvěrů. Lotyšská centrální banka, která čelila problému zvyšující se volatility nominálního směnného kurzu lotyšského latsu, stále velmi vysoké inflace a přehřáté domácí poptávky, zvýšila v prvních pěti měsících roku 2007 svou refinanční sazbu celkem o 100 bazických bodů na 6,0 % a sazbu mezní zápůjční facility celkem o 150 bazických bodů na 7,5 % a v několika případech intervenovala na devizovém trhu. Přestože došlo ke zvýšení úrokových sazeb stanovených centrální bankou, krátkodobé reálné úrokové sazby zůstávají (ve čtyřech výše uvedených zemích) záporné za situace rychlého růstu reálného HDP, zesilujících inflačních tlaků a trvající vysoké vnější nerovnováhy.

V návaznosti na kroky ECB zvýšila dánská centrální banka svou sazbu pro půjčky ve dvou krocích na 4,25 %. Ve dnech 12. března a 6. června 2007 kyperská centrální banka zvýšila vždy o 25 bazických bodů svou mezní zápůjční sazbu (na 5,0 %) a sazbu jednodenní vkladové facility (na 3,0 %) ve snaze postupně zavést marži jednoho procentního bodu mezi těmito dvěma sazbami a kyperskou hlavní refinanční sazbou, která zůstala na 4,5 %. V prosinci 2007 byla hlavní refinanční sazba snížena o 50 bazických bodů a tím se znovu přiblížila této sazbě v eurozóně, která činí 4 %. Maltská národní banka zvýšila 25. ledna a 29. května 2007 svou centrální intervenční sazbu dvakrát o 25 bazických bodů na 4,25 %. Tato rozhodnutí byla přijata v kontextu dalšího poklesu vnějších rezerv a výrazného zúžení diferenciálu krátkodobých úrokových sazeb vůči euru ve prospěch maltské liry, převážně v důsledku zvýšení úrokových sazeb v eurozóně. V prosinci 2007 byla hlavní měnověpolitická sazba snížena o 25 bazických bodů, a tím se znovu přiblížila této sazbě v eurozóně. Poslední rozhodnutí centrálních bank Kypru a Malty o úrokových sazbách byla součástí jejich závěrečných příprav na vstup do eurozóny k 1. lednu 2008. Slovenská centrální banka snížila 25. dubna 2007 svou repo sazbu o 50 bazických bodů na 4,25 % (a rozšířila koridor jednodenních sazeb okolo této sazby) na základě mírnějšího výhledu vývoje inflace.

Měnověpolitická rozhodnutí národních centrálních bank s inflačními cíli, které se neúčastní ERM II, byla v jednotlivých zemích odlišná; převážně byla odrazem jejich rozdílné cyklické pozice a inflačního výhledu. S ohledem na zvyšující se inflační tlaky a zvýšení své inflační prognózy na rok 2007 a 2008 zvýšila Česká národní banka v roce 2007 svou hlavní refinanční sazbu čtyřikrát – celkem o 100 bazických bodů – na 3,5 %. Polská centrální banka zvýšila svou základní měnověpolitickou sazbu ve čtyřech krocích – celkem o 100 bazických bodů – na 5 %. V lednu a únoru 2008 se hlavní měnověpolitická sazba opět zvýšila celkem o 50 bazických bodů na 5,5 %. Převážil pocit, že zpřísnění je nutné vzhledem k tomu, že inflace pravděpodobně překročí inflační cíl v důsledku toho, že růst reálného HDP převyšil potenciální růst, a také v důsledku vysokých jednotkových mzdových nákladů a uvolnění fiskální politiky. Švédská národní banka zvýšila k únoru 2008 svou hlavní měnověpolitickou sazbu v pěti krocích celkem o 125 bazických bodů na 4,25 % s cílem vrátit prognózu inflace zpět na cílovou úroveň 2 %.

Bank of England zvýšila v roce 2007 svou základní úrokovou sazbu třikrát na 5,75 % (celkem o 75 bazických bodů), především v souvislosti se silným růstem a vysokou inflací. Následně ji však snížila o 50 bazických bodů na 5,25 %. Tato poslední rozhodnutí byla učiněna při signálech slabšího růstu.

Maďarská centrální banka na rozdíl od většiny ostatních zemí snížila svou hlavní úrokovou sazbu ve dvou krocích na 7,5 % (celkem o 50 bazických bodů), neboť střednědobý inflační cíl se jevil jako dosažitelný. Rumunská národní banka snížila v roce 2007 svou základní úrokovou sazbu ve čtyřech krocích na 7,0 % v červnu 2007 (celkem o 175 bazických bodů) s ohledem na zlepšující se výhled inflace a silnější apreciaci nominálního směnného kurzu. V říjnu 2007, lednu 2008 a únoru 2008 však byla měnověpolitická úroková sazba zvýšena celkem o 200 bazických bodů na 9,0 %; v pozadí této změny bylo zhoršení výhledu inflace v důsledku souběhu šoků na straně nabídky a poptávky.



KAPITOLA 2

**OPERACE A
AKTIVITY
CENTRÁLNÍ BANKY**

I OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY

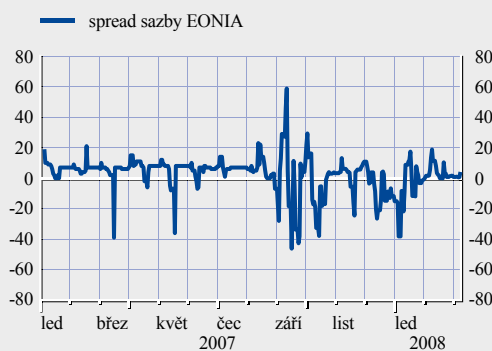
I.1. OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

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 – zejména jednodenní sazbu peněžního trhu – kolem hladiny základní nabídkové sazby u MRO, která je základní měnověpolitickou sazbou Eurosystemu.

Ve dvou případech v roce 2007 Rada guvernérů zvýšila základní nabídkovou sazbu o 25 bazických bodů na 3,75 % (8. března) a 4,00 % (6. června). Stejně jako v předchozích případech od změny rámce pro provádění měnové politiky v březnu 2004 tyto změny úrokové sazby neovlivnily stav likvidity ani jednodenní sazbu peněžního trhu významným způsobem dříve, než skutečně vstoupily v platnost, čímž ilustrovaly, že upravený rámec významně pomohl chránit krátkodobé úrokové sazby peněžního trhu před dopadem očekávání změn měnové politiky. V období po 9. srpnu 2007 však Eurosystem čelil jednomu z nejnáročnějších období pro provádění měnové politiky od zavedení eura. Turbulence na finančních trzích, které měly původ na trhu rizikových hypoték klientů ve Spojených státech, se přenesly na eurový peněžní trh. V rozmezí hodin od chvíle, kdy 9. srpna ráno vyschla likvidita na eurovém peněžním trhu, Eurosystem reagoval poskytnutím 95 mld. EUR dodatečné likvidity na trh za svou aktuální základní úrokovou sazbu 4,00 % v operaci jemného doladění s jednodenní splatností. Jednalo se o největší objem, který byl do té doby alokován v rámci operace jemného doladění. Po zbytek roku 2007 byly operace Eurosystemu na volném trhu turbulencemi nadále výrazně ovlivňovány. Box 9 popisuje konkrétní provozní opatření, která Eurosystem použil k řešení napětí na peněžním trhu a poukazuje na roli rámce zajištění při podpoře implementace měnové politiky v tomto období volatility finančního trhu.

Graf 40 Spread sazby EONIA

(v bazických bodech)



Zdroj: ECB.

Významným ukazatelem pro hodnocení úspěšnosti ECB při řízení krátkodobých úrokových sazeb je zejména spread mezi jednodenní sazbou peněžního trhu měřený sazbou EONIA (průměrná jednodenní sazba v EUR), což je důležitá referenční sazba pro peněžní trh, a základní nabídkovou sazbou u MRO (viz graf 40). V roce 2007 tento spread EONIA činil v průměru 3 bazické body ve srovnání s 8 bazickými body v roce 2006. Zároveň se volatilita spreadu EONIA měřeného pomocí směrodatné odchylky zvýšila na 12 bazických bodů v roce 2007 z 5 bazických bodů v roce předchozím. Tento vývoj převážně odráží volatilnější tržní prostředí od 9. srpna: přestože ECB skutečně byla schopna řídit hladinu průměrné jednodenní sazby poměrně blízko k základní nabídkové sazbě v průběhu roku, bylo to doprovázeno nárůstem směrodatné odchylky spreadu EONIA z 6 bazických bodů před 9. srpnem na 17 bazických bodů po 9. srpnu. Za stejné období se průměrná úroveň spreadu snížila z 6 bazických bodů na -3 bazické body.

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.

Průměrná denní poptávka po likviditě v rámci bankovního systému eurozóny v roce 2007 (viz graf 41) dosáhla 441,5 mld. EUR, což představuje nárůst o 5 % ve srovnání s rokem 2006. Hlavním důvodem nárůstu byl pokračující růst průměrných povinných minimálních rezerv o 14 % na 187,4 mld. EUR, což bylo pouze částečně vykompenzováno snížením autonomních faktorů o 2 % na 252,2 mld. EUR. V rámci autonomních faktorů výrazně rostl objem oběživa, ačkoliv se v roce 2006 tempo růstu snížilo z 11 % na 9 %. Dopad růstu oběživa na snížení likvidity byl však značně kompenzován nárůstem čistých finančních aktiv nevztahujících se k měnové politice. Ačkoliv se průměrné přebytečné rezervy pro udržovací období končící v roce 2007 zvýšily o 0,2 mld. na 0,9 mld. EUR, nadále byly relativně zanedbatelné ve výši 0,5 % povinných minimálních rezerv.

SYSTÉM MINIMÁLNÍCH REZERV

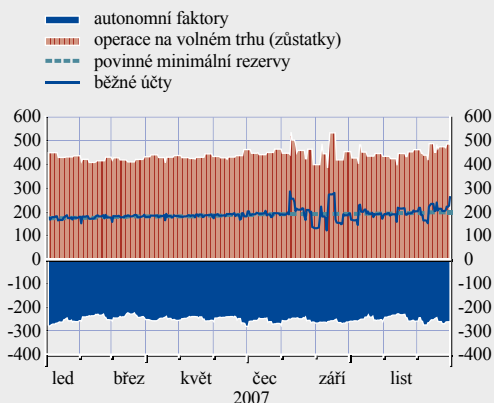
Úvěrové instituce v eurozóně mají povinnost držet minimální rezervy na běžných účtech Eurosystemu. Stejně jako v celém období od roku 1999 byly povinné minimální rezervy v roce 2007 ve výši 2 % základu pro stanovení povinných minimálních rezerv úvěrových institucí. Právě růst základu pro stanovení povinných minimálních rezerv, který je vymezen určitými krátkodobými závazky v rozvahách úvěrových institucí, způsobil výše uvedený 14% nárůst celkového objemu povinných minimálních rezerv během roku 2007. Vzhledem k tomu, že pro jakékoliv udržovací období Eurosystem úročí držbu rezerv úrokovou sazbou, která je průměrem mezní sazby MRO, systém minimálních rezerv nezpůsobuje bankovnímu sektoru výrazné náklady. Zároveň plní dvě důležité funkce při realizaci měnové politiky: za prvé stabilizovat krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu, neboť požadavky ohledně povinných minimálních rezerv musí být splněny pouze v průměru během udržovacího období, což umožňuje úvěrovým institucím vyrovnat dočasné a nepředvídané přílivy a odlivy likvidity na svých účtech; za druhé zvyšovat 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. Jedná se o hlavní nástroj řízení likvidity na trhu a signalizace nastavení měnové politiky. V roce 2007 byly prováděny jako nabídková řízení s proměnlivou sazbou omezená základní nabídkovou sazbou, což je hlavní sazba měnové politiky ECB. Zatímco je k těmto operacím oprávněn široký okruh protistran (1 693 na konci roku 2007), v roce 2007 se jich v průměru na těchto operacích skutečně podílelo 338, tedy o 10,3 % méně než v roce 2006 (377). Do 8. srpna ECB v rámci MRO v průměru přidělila 292 mld. EUR. ECB poskytla

Graf 41 Faktory likvidity v eurozóně v roce 2007

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

o 1 mld. EUR více, než byl benchmarkový objem, což je částka, která umožňuje protistranám splnit jejich povinné minimální rezervy hladce až do splatnosti příští MRO¹, ve všech případech s výjimkou jednoho (kdy bylo přiděleno o 2 mld. EUR více, než byl benchmarkový objem). ECB tímto pokračuje v politice poskytování likvidity mírně nad referenčním bodem (benchmark) s cílem čelit zjevnému tlaku na zvýšení spreadu EONIA, která začala v říjnu 2005. Po 9. srpnu průměrné přidělení pokleslo na 200 mld. EUR, což odráží poskytnutí dodatečné likvidity formou doplňkových LTRO (viz níže a box 9).

Dlouhodobější refinanční operace (LTRO) jsou operace se splatností tři měsíce určené na dodávání likvidity s periodicitou jeden měsíc. Provádějí se čistě jako nabídková řízení s proměnlivou sazbou (bez jakýchkoliv

limitů ohledně nabídkových sazeb) s předem oznámeným přidělovaným objemem, který byl počátkem roku 2007 stanoven na 50 mld. EUR. LTRO jsou otevřené stejnému okruhu protistran jako MRO, z nichž se v roce 2007 na LTRO v průměru podílelo 145 ve srovnání se 162 v roce 2006. Po 9. srpnu 2007 byly provedeny dvě dodatečné LTRO (s vyrovnáním dne 24. srpna a 13. září), které byly později převedeny s úpravou celkového objemu. Koncem roku 2007 nesplacený objem LTRO činil 268 mld. EUR, o téměř 80 % více než nesplacený objem na počátku srpna.

¹ Benchmarkový objem umožňuje protistranám v souhrnu udržovat běžné účty blízko úrovni jejich povinných minimálních rezerv při zohlednění předpokládané poptávky po likviditě a výkyvů likvidity, které se již nahromadily během stejného udržovacího období. Přesná definice benchmarkového objemu je k dispozici v boxu nazvaném „Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations“ v Měsíčním bulletinu ECB z dubna 2004.

Box 9

OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY V DOBĚ VOLATILITY NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

Dřívější poskytování likvidity v udržovacím období

Eurosystém ve svých operacích na volném trhu poskytuje likviditu obvykle tím, že umožňuje úvěrovým institucím mít u Eurosystému běžné účty, které jsou blízké povinným minimálním rezervám a proporcionalně tak splňují tyto požadavky během udržovacího období. Je to zajišťováno přidělováním částek v hlavních refinančních operacích (MRO), které jsou v blízkosti benchmarkové hodnoty. Účelem této politiky přidělování je udržování velmi krátkodobých sazeb v blízkosti hlavní sazby, tj. základní nabídkové sazby Eurosystému MRO. Avšak poté, co se 9. srpna 2007 turbulence na finančních trzích přenesly na peněžní trhy s jednodenními vklady v eurech se ukázalo, že úvěrové instituce dávají přednost plnění svých povinných minimálních rezerv poměrně na začátku udržovacího období v prostředí klesajících výnosů v dlouhodobějším segmentu peněžního trhu.

Za účelem dosažení svého cíle pro velmi krátkodobé úrokové sazby, ECB „předzásobila“ nabídku rezerv, tj. zvýšila dodávku likvidity k začátku udržovacího období a snížila poskytování likvidity na konci období.¹ Toto předzásobení rezerv v několika prvních dnech po 9. srpnu proběhlo dodáním dodatečné likvidity ve čtyřech operacích jemného doladění. Pátá operace jemného doladění byla provedena na začátku září. Na začátku udržovacího období byla dodána dodatečná likvidita v pravidelných hlavních refinančních operacích (MRO). Dodávání likvidity zůstalo ve

¹ Eurosystém předzásobil dodávku rezerv tím, že poskytl likviditu mírně nad benchmarkovou hodnotu přidělení v MRO ještě před turbulencemi na finančních trzích. Jak ukazuje graf, míra předzásobení však byla mnohem větší než v době turbulencí.

všech případech po celé udržovací období nezměněno. Bylo pozmeněno jen jeho načasování. Svědčí o tom vývoj denních přebytečných rezerv, tj. rozdíl mezi držbou běžného účtu úvěrových institucí a požadavky povinných minimálních rezerv v průběhu udržovacího období (viz graf). Zatímco denní přebytečné rezervy byly v průměru během udržovacího období do srpna 2007 relativně blízko nuly, na začátku dalšího udržovacího období byly výrazně nad nulou a na konci tohoto období výrazně pod nulou.

ECB 8. října a 23. listopadu oznámila (prostřednictvím zpravodajských tiskových agentur),² že dále posílí svoji politiku „předzásobování“ a že bude směřovat svoji likviditu k vyváženějším podmínkám také v průběhu udržovacího období, bude-li zapotřebí udržet krátkodobé sazby blízko minimální nabídkové sazby. V souladu s touto komunikací ECB přidělovala v MRO částky značně nad benchmarkovou hodnotu a kdykoliv došlo k výraznému tlaku na snižování jednodenní sazby, prováděla operace jemného doladění k odčerpání likvidity. Kromě běžných operací jemného doladění provedených poslední den udržovacího období, byly operce jemného doladění k odčerpání likvidity provedeny 12. října, 7. prosince a 17. prosince, a jak je dále popsáno, okolo konce roku.

Doplňující dlouhodobější refinanční operace

Zdálo se, že volatilita na finančních trzích zvýšila preferenci bank pro snižování svých potřeb budoucí likvidity, což vedlo k značnému napětí na peněžním trhu, a to jak v krátkodobém segmentu, tak i dlouhodobějším segmentu, kde byl obrat velmi nízký. S cílem podpořit normalizaci podmínek, zvýšil Eurosystem podíl refinancování poskytovaného prostřednictvím tříměsíčních dlouhodobějších refinančních operací (LTRO) a zároveň tak snížil podíl poskytovaný prostřednictvím jednodenních MRO. V souladu s tím zůstala celková částka nevypořádaných finančních operací nezměněna. Průměrná splatnost byla prodloužena, což vedlo k dočasnému snížení potřeb budoucí likvidity bankovního systému. Dvě doplňující LTRO se splatností tři měsíce byly provedeny 23. srpna a 12. září pro částku 40 mld. EUR a 75 mld. EUR. Jelikož pravidelné LTRO byly prováděny obvyklým způsobem, celková částka refinancování poskytnutá prostřednictvím LTRO se zvýšila ze 150 mld. EUR (tři přidělení po 50 mld. EUR) na 265 mld. EUR, zatímco velikost MRO se snížila z okolo 300 mld. EUR na necelých 200 mld. EUR. Doplňující operace LTRO byly v listopadu a prosinci v době jejich splatnosti obnoveny a přidělované částky byly upraveny každá na 60 mld. EUR.

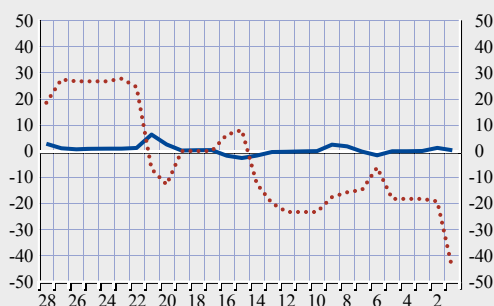
Speciální opatření během roku

Banky v posledních týdnech roku nejsou obvykle ochotny půjčovat na peněžním trhu v důsledku obav souvisejících s jejich rozvahami. Očekávalo se, že tento dobře známý jev bude v roce

Denní přebytek rezerv během udržovacího období

osa x: počet dnů do konce udržovacího období
osa y: průměrný denní přebytek rezerv v mld. EUR

— denní přebytek rezerv (udržovací období končící od srpna 2005 do srpna 2007)
- - - - - denní přebytek rezerv (udržovací období končící od září 2007 do ledna 2008)



Zdroj: ECB.

² Úplný seznam prohlášení ECB lze nalézt na adrese <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>

2007 zvláště silný. ECB proto 30. listopadu vydala tiskovou zprávu, ve které oznámila speciální opatření na zmírnění napětí na peněžním trhu v tomto období. Splatnost MRO přidělených 18. prosince byla výjimečně prodloužena z jednoho na dva týdny, aby banky mohly pokrýt své potřeby likvidity v období Vánoc a ke konci roku, tedy dříve, než nastane toto obtížné období. Dne 17. prosince ECB také prostřednictvím zpravodajských tiskových agentur sdělila, že se v těchto dvoutýdenních MRO odchýlí od běžného přidělování a uspokojí všechny nabídky ve výši váženého průměru předchozí MRO (4,21%) nebo vyšší. Toto rozhodnutí bylo učiněno hlavně na základě určitých náznaků, že potřeba likvidity by mohla zvýšit nabídkové sazby na nežádoucí úroveň. V důsledku toho ECB přidělila 348,6 mld. EUR, což bylo o 161,8 mld. EUR více než benchmarková hodnota. Poskytnutí takového množství likvidity vedlo k tlaku na snížení jednodenní sazby. Za účelem snížení tohoto tlaku provedla ECB řadu operací jemného doladění k absorbování likvidity. Poslední z těchto operací k absorbování likvidity byla provedena 3. ledna, tj. jeden den před vypořádáním první MRO v roce 2008. ECB prostřednictvím operací jemného doladění vyčerpala za jeden den v průměru 143,8 mld. EUR. Poskytla však také 20 mld. EUR dodatečné likvidity s marginální nabídkovou sazbou 4,20 % v MRO pokrývající konec roku a přizpůsobila se tak dalším požadavkům likvidity protistran v tomto období. V důsledku dodávky velkého množství likvidity byla sazba EONIA poslední den obchodování v roce 2007 8 bazických bodů pod minimální nabídkovou sazbou oproti 19 a 17 bazickým bodům nad minimální nabídkovou sazbou v předchozích dvou letech.

Operace v souvislosti s termínovou aukční facilitou v amerických dolarech

Jelikož banky v eurozóně vykazovaly obavy zejména o dostupnost jejich financování denominovaném v amerických dolarech, zavedla ECB reciproční "currency arrangement" (swapovou linku) v souvislosti s termínovou aukční facilitou v amerických dolarech Federálního rezervního systému. Eurosystem poskytl financování v amerických dolarech získané swapovou linkou svým protistranám proti vhodnému zajištění úvěrových operací Eurosystemu ve dvou operacích, které byly vypořádány 20. a 27. prosince. Podobné operace prováděla také Swiss National Bank. Protistrany s přístupem k marginální zápujční facilitě se splatností přibližně jednoho měsíce obdržely v operacích Eurosystemu financování pokaždé ve výši 10 mld. USD. Při těchto dvou operacích byla použita pevná sazba rovnající se marginální sazbě současně probíhajících nabídek Federálního rezervního systému, a to 4,65 % a 4,67 %. Dne 17. prosince tyto operace přitáhly nabídky ve výši 22 mld. USD a 20. prosince ve výši 14 mld. USD. Tyto operace neměly přímý vliv na podmínky likvidity v eurech, ale jejich cílem bylo zlepšení celkových podmínek financování. Byly obnoveny v lednu 2008, ale potřeba likvidity v amerických dolarech se začala zmenšovat, o čemž svědčil klesající objem nabídek. ECB proto rozhodla v únoru obnovit operace financování v amerických dolarech.

Rámcové zajištění v období volatility na finančních trzích

V důsledku toho, že Eurosystem přijal širokou škálu zajištění, rámec tohoto zajištění byl dostatečně vybaven, a mohl tak podpořit provádění měnové politiky v období turbulencí na trhu. Jak ukazuje graf 42 a 43, dostatečné zajištění neznamenal pro Eurosystem žádnou zátěž, dokonce ani v období největšího množství nesplacených úvěrů během turbulencí. Rámec zajištění v této době umožnil přístup širokému okruhu protistran k penězům centrální banky.

ECB provádí ad hoc operace jemného doladění na dodávání i stahování likvidity za účelem řízení stavu likvidity na trhu a řízení úrokových sazeb. Eurosystem pro tyto operace zvolil omezený počet protistran nejaktivnějších na peněžním trhu (131 na počátku ledna 2008). V roce 2007 ECB provedla 24 operací jemného doladění, z nichž 18 bylo zahájeno po 9. srpnu v důsledku turbulencí na finančním trhu. Pro srovnání lze uvést, že za osm let od roku 1999 do roku 2006 proběhlo 31 operací jemného doladění. Všechny šest operací uskutečněných před 9. srpem bylo provedeno s cílem znovu nastolit stav vyvážené likvidity k poslednímu dni udržovacího období, jak tomu běžně bylo od listopadu 2004. Čtyři byly operacemi na absorbování likvidity a dvě operacemi na dodání likvidity, což odráželo mírně vyšší pravděpodobnost přebytku likvidity po přidělení nad benchmarkový objem v posledním MRO udržovacího období. Ve dvou případech nemohlo být dosaženo plánovaného objemu absorpčními operacemi kvůli nedostatečnému objemu nabídek. Praxe provádět operace jemného doladění ke konci období byla po 9. srpnu zachována. Avšak většina operací jemného doladění po tomto datu (celkem 14) byla využita k vyvážení výkyvů likvidity a jednodenní sazby pramenících z turbulencí na finančním trhu během udržovacího období (viz box 9).

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 2007 mělo 2 122 protistran přístup k mezní zápůjční facilitě a 2 798 protistran mělo přístup k vkladové facilitě. Sazby pro tyto facility, které se nacházejí 100 bazických bodů nad základní nabídkovou sazbou pro MRO (mezní zápůjční facilitu) a pod ní (vkladová facilitu), v zásadě představují horní a dolní limit pro jednodenní sazbu a plní tak významnou funkci pro provádění měnové politiky. V roce 2007 byla mezní zápůjční facilitu využívána do průměrné částky 0,2 mld. EUR a vkladová facilitu do výše 0,5 mld. EUR denně, což představovalo v prvním

případě zvýšení o 0,1 mld. EUR a v druhém o 0,3 mld. EUR ve srovnání s předchozím rokem. Zvýšení průměrného využívání vkladové facility lze připsat vývoji po 9. srpnu.

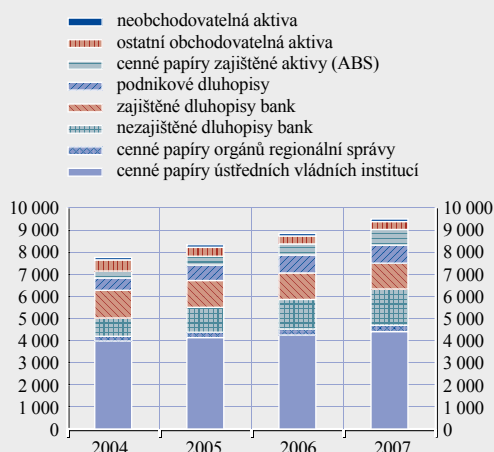
AKTIVA ZPŮSOBILÁ PRO OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

V souladu s celosvětovou praxí centrálních bank musí být všechny úvěrové operace Eurosystemu založeny na přiměřeném zajištění. Z konceptu přiměřenosti vyplývá za prvé, že Eurosystem by měl být 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. S cílem toto usnadnit Eurosystem akceptuje jako zajištění širokou škálu aktiv. To se ukázalo být stabilizujícím jevem v probíhajících turbulencích finančních trhů, neboť protistrany měly k dispozici dostatek aktiv pro zajištění úvěrových operací Eurosystemu.

V roce 2007 se průměrná hodnota způsobilého zajištění ve srovnání s rokem 2006 zvýšila o 7,7 % na 9,5 bilionu EUR (viz graf 42). Z celkové částky tvořily 49 % dluhopisy

Graf 42 Způsobilá zajištění podle typu aktiva

(v mld. EUR; roční průměry)



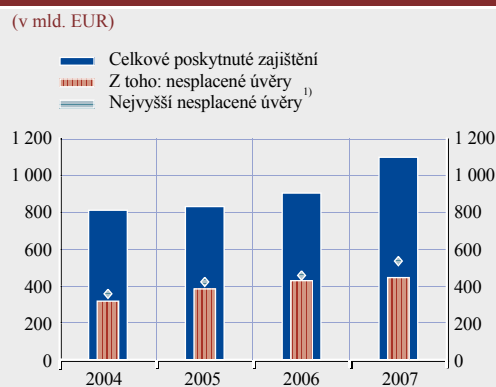
Zdroj: ECB.

vládního sektoru ve výši 4,7 bilionu EUR, zbytek měl podobu obchodovatelných aktiv v podobě nezajištěných dluhopisů emitovaných úvěrovými institucemi (1,6 bilionu EUR, tj. 17 %), zajištěných dluhopisů emitovaných úvěrovými institucemi (1,2 bilionu EUR, tj. 12 %), podnikových dluhopisů (0,8 bilionu EUR, tj. 9 %), cenných papírů zajištěných aktivy (0,7 bilionu EUR, tj. 8 %) a jiných dluhopisů, jako byly např. dluhopisy emitované nadnárodními institucemi (0,4 bilionu EUR, tj. 4 %). Kromě toho byla od 1. ledna 2007 zařazena do jednotného seznamu způsobilých aktiv neobchodovatelná aktiva sestávající zejména z úvěrových pohledávek (rovněž nazývaných bankovní úvěry). Avšak vzhledem k tomu, že způsobilost těchto aktiv není hodnocena před jejich přijetím, nejsou zahrnuta do databáze způsobilých aktiv. Potenciální objem takovýchto aktiv proto nelze snadno měřit, ale jejich využití v roce 2007 dosáhlo 0,1 bilionu EUR, což představovalo 1 % celkového způsobilého zajištění v Eurosystemu.

Průměrná hodnota obchodovatelných a neobchodovatelných aktiv použitých protistranami jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu významně vzrostla z 906 mld. EUR v roce 2006 na 1 101 mld. EUR v roce 2007. Tento nárůst byl převážně způsobem skutečností, že protistrany ukládaly velké dodatečné objemy zajištění u Eurosystemu po propuknutí finančních turbulencí v srpnu (viz graf 43). Jak naznačuje srovnání zajištění s nesplacenými úvěry vůči protistranám Eurosystemu, podíl uloženého zajištění nevyužitého ke krytí úvěrů z operací měnové politiky byl nadále vysoký. To naznačuje, že dostatečnost zajištění nebyla po turbulencích omezujícím faktorem pro protistrany Eurosystemu.

Pokud se jedná o typy aktiv uložených jako zajištění u Eurosystemu, roční průměrný podíl státních dluhopisů poklesl z 23 % v roce 2006 na 15 % v roce 2007. Nekryté bankovní dluhopisy nadále představovaly největší třídu aktiv uložených u Eurosystemu (33 % v průměru v roce 2007). Průměrný podíl cenných papírů

Graf 43 Zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu a nesplacené úvěry v operacích měnové politiky



Zdroj: ECB.

Poznámka: 1) Nejvyšší meziroční hodnota nesplacených úvěrů v operacích měnové politiky

zajištěných aktiv se zvýšil z 12 % v roce 2006 na 16 % v roce 2007.

V návaznosti na zavedení neobchodovatelných aktiv jako způsobilého zajištění u úvěrových operací Eurosystemu v celé eurozóně dne 1. ledna 2007 začaly protistrany tento další zdroj zajištění využívat. V ročním průměru tato třída aktiv představuje 10 % celkového objemu uloženého zajištění v porovnání se 4 % v roce 2006 (viz graf 44). Počet úvěrových pohledávek, jejichž úvěruschopnost by mohla být hodnocena, zůstal v roce 2007 omezen (viz část týkající se problematiky řízení rizik). Celkový potenciál tohoto dalšího zdroje zajištění tedy dosud nebyl využit.

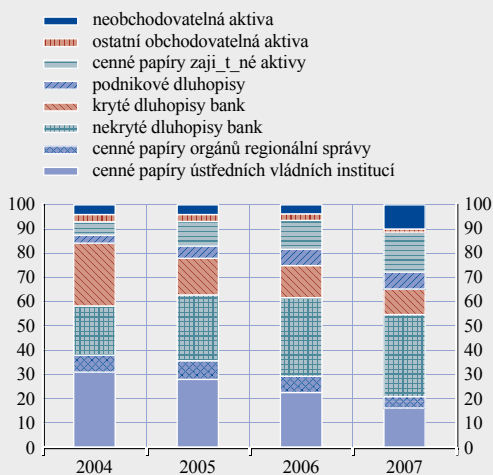
Rada guvernérů 24. května 2007 přijala následující dvě menší úpravy systému zajištění:

- Byl upraven kalendář pro postupné vyřazování obchodovatelných aktiv řádu 2 způsobilých jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu.²

² Obchodovatelná aktiva, která byla emitována před datem 31. května 2007, jsou obchodována na neregulovaných trzích a v současnosti plní požadavky Eurosystemu na bezpečnost a dosažitelnost, ale ne na transparentnost, zůstanou způsobilými do 31. prosince 2009 a po tomto datu se stanou nezpůsobilými.

Graf 44 Členění aktiv (včetně úvěrových pohledávek) předložených jako zajištění podle typu aktiv

(v %; roční průměry)



Zdroj: ECB.

- Byla podrobněji definována kritéria pro sídlo emitenta u aktiv způsobilých jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu.³

PROBLEMATIKA ŘÍZENÍ RIZIK

Eurosystem snižuje rizika selhání protistrany v úvěrových operacích Eurosystemu tím, že od protistran vyžaduje předložení odpovídajícího zajištění. Navzdory tomuto požadavku však Eurosystem může stále ještě být vystaven řadě finančních rizik, pokud protistrana selže. K nim patří kreditní riziko spojené s přijatým zajištěním a tržní riziko a riziko likvidity plynoucí z negativního vývoje ceny zajištění během období likvidace po selhání protistrany. 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. Finanční rizika u úvěrových operací jsou kvantifikována a hlášena rozhodovacím orgánům ECB.

Aby bylo zajištěno plnění vysokých úvěrových standardů pro zajištění, Eurosystem se spoléhá na soubor postupů, pravidel a technik, které společně představují Rámec hodnocení

úvěrového rizika Eurosystemu (ECAF). Práh úvěrové kvality pro zajištění způsobilé pro úvěrové operace Eurosystemu je definován v rámci ECAF jako úvěrové hodnocení „single A“.⁴ ECAF předpokládá řadu alternativních zdrojů úvěrového hodnocení. Zavedení neobchodovatelných aktiv jako způsobilého zajištění úvěrových operací Eurosystemu v celé eurozóně od 1. ledna 2007 bylo spojeno s prvním, stále ale omezeným využitím interních systémů protistran Eurosystemu na bázi ratingů coby nového zdroje úvěrového hodnocení. V důsledku omezeného využívání interních systémů na bázi ratingů u většiny úvěrových pohledávek, které byly nově způsobilé od 1. ledna 2007 a byly následně předkládány Eurosystemu, se jednalo o pohledávky u subjektů veřejného sektoru, pro které je implicitní úvěrové hodnocení odvozeno od úvěrového hodnocení země, kde dlužník nebo ručitel úvěrové pohledávky má sídlo.

V roce 2007 byla zavedena řada dodatků vztahujících se k ECAF. V návaznosti na rozhodnutí Rady guvernérů ze dne 19. října 2007 je od 1. ledna 2008 využívána ratingová agentura DBRS jako dodatečný externí institucionální zdroj úvěrového hodnocení v rámci ECAF. Rada guvernérů rovněž v roce 2007 rozhodla, že na zajištěné bankovní dluhopisy splňující přísně kritéria stanovená v článku 22 odst. 4 směrnice o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (Směrnice UCITS) a vydané po 1. lednu 2008 se budou vztahovat stejné požadavky úvěrového hodnocení jako na jiná obchodovatelná aktiva.

3 V důsledku dokončení jednotného systému zajištění dne 1. ledna 2007 Eurosystem stanovil, že s výjimkou mezinárodních nebo nadnárodních institucí emitenti obchodovatelných aktiv způsobilých pro úvěrové operace Eurosystemu musí mít sídlo buď v EHP nebo v jedné ze čtyř zemí G10 mimo EHP (Kanada, Japonsko, Švýcarsko a Spojené státy). Aktiva emitovaná po 1. lednu 2007 subjekty se sídlem mimo EHP nebo země G10 mimo EHP nejsou způsobilá, bez ohledu na to, zda je k dispozici záruka ze strany subjektu se sídlem v EHP. Aktiva emitovaná před 1. lednem 2007 však zůstanou způsobilými do 31. prosince 2011 a stanou se nezpůsobilými teprve po tomto datu.

4 „Single A“ znamená minimální dlouhodobý rating „A-“ od agentury Fitch nebo Standard & Poor's, „A3“ od agentury Moody's nebo „AL“ od agentury DBRS.

I.2. DEVIZOVÉ OPERACE

V roce 2007 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 používaných mimo eurozónu, 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 2007 využita v osmnácti případech.

V kontextu volatility finančních trhů v roce 2007 Eurosystem rovněž provedl dvě operace v souvislosti s dolarovou termínovanou aukční facilitou Federálního rezervního systému. V obou případech poskytl protistranám Eurosystemu částku 10 mld. USD (více podrobností viz box 9).

I.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 coby 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.⁵ V lednu 2007 dvě NCB (Banka Slovenije a Banque centrale du Luxembourg) sloučily své operační činnosti za účelem řízení svého podílu na devizových rezervách ECB. V lednu 2008 vstoupily v platnost dvě další dohody o sloučení v souvislosti se vstupem kyperské centrální banky a maltské centrální banky do Eurosystemu (viz kapitola 3).

Během roku 2007 ECB uskutečnila prodeje zlata o celkovém objemu asi 79 tun. 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. Většina prostředků získaných z prodeje zlata byla zahrnuta do portfolia v japonských jenech a v menším rozsahu do portfolia v amerických dolarech.

Hodnota čistých devizových aktiv⁶ vyjádřená v tržních cenách při současných směnných kurzech se zvýšila ze 42,3 mld. EUR na konci roku 2006 na 42,8 mld. EUR na konci roku 2007, z čehož 32,1 mld. EUR bylo v cizích měnách – v japonských jenech a amerických dolarech – a 10,7 mld. EUR bylo ve zlatě a SDR. Při použití směnných kurzů z konce roku 2007 představovala aktiva v amerických dolarech 79,7 % a aktiva v japonských jenech

5 Pro více podrobností viz článek „Portfolio management at the ECB“ v Měsíčním bulletinu ECB z dubna 2006.

6 Čistá devizová rezervní aktiva se vypočítají jako oficiální rezervní aktiva plus vklady v cizích měnách u rezidentů minus budoucí předem určené čisté odčerpání cizích měn v důsledku dohod o zpětném odkupu a forwardových transakcích. Pro podrobné informace o zdrojích dat viz www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html.

20,3 % devizových rezerv. Nejpodstatnější změnou v roce 2007 byla tedy změna tržní hodnoty zlata a SDR, které vzrostly na 10,7 EUR z 10,3 EUR v roce 2006, a to převážně v důsledku zhodnocení zlata v eurech zhruba o 18 %. Aktuální tržní hodnota devizového portfolia se v průběhu roku 2007 obecně nezměnila, přičemž oslabení amerického dolaru a japonského jenu vůči euru bylo pouze částečně kompenzováno kladnými čistými výnosy (zahrnujícími kapitálové a úrokové výnosy) vytvořenými aktivitami správy portfolií a výnosy ECB z prodeje zlata.

V roce 2007 byl seznam způsobilých nástrojů, do kterých lze investovat devizové rezervy ECB, rozšířen o úrokové swapy. Kromě toho značně pokročil pilotní projekt vytvořený s cílem vybudovat automatický program půjčování cenných papírů pro aktiva ECB denominovaná v amerických dolarech a očekává se, že tento program bude zaveden v průběhu roku 2008.

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 denominovaných v eurech.

Hodnota portfolia vyjádřená v současných tržních cenách vzrostla ze 7,5 mld. EUR na konci roku 2006 na 9,3 mld. EUR na konci roku 2007. Většina nárůstu tržní hodnoty byla důsledkem investice rezerv určených ke krytí rizik plynoucích ze změn směnných kurzů, úrokových sazeb a cen zlata, vytvořených ECB v roce 2005, v rámci portfolia vlastních prostředků. Ke zvýšení tržní hodnoty také pozitivně přispěly výnosy investic.



V průběhu roku byly k investičním možnostem dostupným pro správu tohoto portfolia přidány dluhopisy s pohyblivou úrokovou sazbou. Navíc byl dále rozšířen seznam způsobilých emitentů zajištěných dluhopisů (covered bonds) a prioritních nezajištěných dluhopisů (senior unsecured bonds).

ŘÍZENÍ RIZIK

Finanční rizika, jimž 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 2007 ECB dále rozšířila své možnosti v oblasti řízení rizik zlepšením a aktualizací svých výpočetních systémů. Toto rozšíření znamená, že mnoho úkolů v oblasti sledování, měření a hlášení rizik je možné automatizovat v rámci stabilní a flexibilní infrastruktury. Navíc byl vyvinut systém modelového přiřazování výnosů, který umožňuje, aby výnosy portfolia byly rozděleny podle expozic na jednotlivé rizikové faktory. Výrazem rostoucího významu metod řízení úvěrového rizika v rámci komunity centrálních bank byla skutečnost, že ECB předsedala speciální pracovní skupině Výboru pro operace na trhu, která provedla srovnávací analýzu modelů

úvěrových rizik používaných centrálními bankami Eurosystemu. Výsledky této analýzy byly publikovány v rámci řady výzkumných publikací ECB Occasional Papers.⁷

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 při využití 95% hladiny významnosti, časového horizontu jednoho roku a vzorku jednoho roku pro výpočet volatility cen aktiv by vedl k VaR ve výši 3 500 milionů EUR. Avšak vypočtení stejného ukazatele na pětiletém vzorku by vedlo k VaR ve výši 4 800 milionů EUR. Většina tohoto tržního rizika vzniká v důsledku měnového rizika a rizika změny ceny zlata. Nízké hodnoty úrokového rizika odrážejí skutečnost, že modifikovaná délka investičních portfolií ECB zůstala relativně nízká.

7 Více podrobností viz „The use of portfolio credit risk models in central banks“, pracovní skupina Výboru ESCB pro operace na trhu, ECB Occasional Paper č. 64, červenec 2007.

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 systémů k zajištění účinných a spolehlivých zúčtovacích a platebních mechanismů. Za tímto účelem vytvořil Eurosystem transevropský automatizovaný zúčtovací systém expresních převodů fungující v reálném čase, známý jako TARGET, pro platby vysokých hodnot a urgentní platby v eurech. Technicky decentralizovaný systém TARGET je postupně nahrazován systémem TARGET2, který je postaven na jednotné technické platformě, kterou sdílí všichni účastníci. První skupina zemí přešla na systém TARGET2 dne 19. listopadu 2007.

Pokud jde o správu zajištění, nabízí Eurosystem a trh řadu kanálů, které usnadňují využívání zajištění přes hranice jednotlivých států. Vedle toho Eurosystem společně s účastníky trhu definuje uživatelské požadavky na poskytování služeb vypořádání obchodů s cennými papíry v penězích centrální banky prostřednictvím jednotné evropské technické platformy s harmonizovanými procesy a postupy (TARGET2-Securities). Tato iniciativa zajistí, že nebude rozdíl mezi prováděním vnitrostátních a přeshraničních vypořádání v rámci eurozóny.

2.1 SYSTÉM TARGET

Systém TARGET hraje významnou roli při provádění jednotné měnové politiky a fungování eurového peněžního trhu. Jelikož systém TARGET umožňuje zúčtování plateb v reálném čase v penězích centrální banky a široké pokrytí trhu, je také stále více používán pro různé jiné platby. TARGET je k dispozici pro všechny bezhotovostní platby v eurech mezi zúčastněnými bankami bez jakéhokoliv horního nebo spodního limitu hodnoty. Tyto převody se mohou uskutečňovat jak mezi bankami v jednom členském státě (vnitrostátní platby),

tak mezi bankami v různých členských státech (přeshraniční platby).

V roce 2007 fungoval systém TARGET hladce a pokračoval v trendu zúčtování zvyšujícího se počtu plateb v eurech. To je v souladu s cílem politiky Eurosystemu podporovat zúčtování v penězích centrální banky, které jsou mimořádně bezpečným platebním prostředkem. V roce 2007 bylo prostřednictvím systému TARGET uskutečněno 89 % z celkové hodnoty plateb v platebních systémech pro velké platby v eurech. Spuštění systému TARGET2 dne 19. listopadu 2007 proběhlo také hladce (viz část 2.2 této kapitoly).

Přibližně 9 300 bank, včetně poboček a dceřiných bank, používá systém TARGET pro platby svým jménem nebo jménem svých zákazníků. Celkově se lze prostřednictvím systému TARGET pomocí identifikačního kódu banky obrátit asi na 52 000 institucí, zejména na pobočky účastníků.

Tabulka 12 Platby v systému TARGET¹

Objem (počet transakcí)	2006	2007	Změna (v %)
Všecké platby			
Celkem	83 179 996	93 375 701	
Denní průměr	326 196	366 179	12,3
Vnitrostátní platby²			
Celkem	64 162 211	72 574 446	
Denní průměr	251 617	284 606	13,1
Mezistátní platby			
Celkem	19 017 785	20 801 255	
Denní průměr	74 580	81 574	9,4

Hodnota (v mld. EUR)	2006	2007	Změna (v %)
Všecké platby			
Celkem	533 541	616 731	
Denní průměr	2 092	2 419	15,6
Vnitrostátní platby²			
Celkem	348 764	395 412	
Denní průměr	1 368	1 551	13,4
Mezistátní platby			
Celkem	184 777	221 319	
Denní průměr	725	868	19,7

Zdroj: ECB.

1) V roce 2006 i v roce 2007 byl počet provozních dnů 255.

2) Zahnuje platby vzdálených účastníků.

OPERACE V SYSTÉMU TARGET

Objem denního průměru plateb zpracovaných systémem TARGET se v roce 2007 zvýšil o 12,3 % a jejich hodnota o 15,6 %. V tabulce 12 je uveden přehled plateb v systému TARGET v roce 2007 ve srovnání s předchozím rokem. V roce 2007 celková dostupnost systému TARGET, tj. do jaké míry mohli účastníci TARGET během jeho provozní doby bez problémů používat, dosáhla 99,90 %. 97,9 % mezistátních plateb bylo zpracováno do pěti minut.

NOUZOVÁ OPATŘENÍ PRO SYSTÉMOVĚ DŮLEŽITÉ PLATBY V SYSTÉMU TARGET

Vzhledem k ústřední roli, kterou systém TARGET na trhu hraje, a k širokému pokrytí trhu, které zajišťuje, je pro spolehlivé a hladké fungování systému nezbytná vhodná ochrana proti širokému spektru ohrožení. Je nanejvýš důležité, aby systémově důležité platby – tj. platby, které by mohly systém ohrozit, jestliže nebudou zpracovány v okamžiku splatnosti, zejména zúčtovací transakce ze systému pro zúčtování devizových transakcí a EURO1 (viz část 4.1 kapitoly 4), jakož i výzvy pro ústřední protistrany k dodatkové úhradě – byly prováděny bez prodlení, a to i za výjimečných okolností. Eurosystem zavedl nouzová opatření, aby se zajistilo, že tyto platby budou zpracovány řádně i v případě selhání systému TARGET. V roce 2007 provedly centrální banky (často za účasti komerčních bank) řadu dalších zkoušek, které dokázaly účinnost nouzových opatření systému TARGET. Potvrdily, že Eurosystem dokáže zajistit, aby platební styk a finanční trhy v krizových situacích dále fungovaly bez problémů.

PŘIPOJENÍ K SYSTÉMU TARGET PRO NCB ČLENSKÝCH STÁTŮ, KTERÉ VSTOUPILY DO EU V ROCE 2004 A 2007

V říjnu 2002 Rada guvernérů rozhodla, že po rozšíření EU bude národním centrálním bankám nových členských zemí umožněno – ale nebude to povinnost – připojit se k současnému systému TARGET. Polská centrální banka připojila svůj systém RTGS k systému TARGET přes systém RTGS Banca d'Italia v roce 2005, estonská centrální banka tak učinila v roce

2006. Pokud jde o vstup Slovinska do eurozóny v lednu 2007, slovinská centrální banka se rozhodla, že z důvodu efektivity nebude pro připojení k systému TARGET vytvářet vlastní systém RTGS, ale bude využívat systém RTGS Deutsche Bundesbank. Po spuštění systému TARGET2 v listopadu 2007 zahájil Kypr, Lotyšsko, Litva a Malta provoz na jednotné sdílené platformě systému TARGET2 (SSP).

VZTAHY S UŽIVATELI SYSTÉMU TARGET A PROVOZOVATELI ZÚČTOVÁNÍ V RTGS SYSTÉMU JINÝCH MĚNOVÝCH ZÓN

ESCB udržuje úzké vztahy s uživateli systému TARGET, aby zajistila, že jsou jejich potřeby řádně zvažovány a dostává se jim příslušné odezvy. Stejně jako v předchozích letech se v roce 2007 konaly pravidelné schůzky NCB napojených na TARGET a národních skupin uživatelů systému TARGET. Kromě toho se konaly společné schůzky pracovní skupiny ESCB pro řízení systému TARGET2 a pracovní skupiny evropského bankovního sektoru pro TARGET, kde se projednávaly provozní otázky systému TARGET a implementace a přechod na systém TARGET2. Strategické otázky se řešily v kontaktní skupině pro strategii plateb v eurech, což je fórum, kde je zastoupen vyšší management komerčních a centrálních bank. Eurosystem jako provozovatel jednoho z největších systémů RTGS na světě, pokud jde o hodnotu zpracovaných transakcí, udržoval v roce 2007 úzké styky s provozovateli RTGS jiných klíčových měnových zón. V důsledku zvyšujícího se počtu vzájemných vztahů, například těch, které vznikají na základě používání systému pro zúčtování devizových transakcí, vznikla potřeba společných diskusí o provozních otázkách.

2.2 TARGET2

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. Druhá skupina zemí (Belgie, Irsko,

Španělsko, Nizozemsko, Portugalsko a Finsko) přešla na systém TARGET2 18. února 2008. Třetí a poslední skupina (Dánsko, Estonsko, Řecko, Itálie, Polsko a ECB) přejde na tento systém 19. května 2008.

Zahájení provozu systému TARGET2 bylo velmi úspěšné. Jednotná sdílená platforma (kterou provozuje jménem Eurosystemu Banque de France, Banca d'Italia a Deutsche Bundesbank) dosáhla vysokého stupně výkonnosti. Technická komunikace se zbývajícími komponentami systému TARGET také fungovala hladce. V případě první skupiny zemí přešlo na systém TARGET2 přibližně 50 % všech plateb v systému TARGET z hlediska počtu transakcí a 30 % z hlediska hodnoty. U druhé skupiny zemí dosáhly hodnoty v obou případech úrovně kolem 80 %. Se spuštěním systému TARGET2 je nyní možné zpracovat mezibankovní přímá inkasa, jakož i bezhotovostní úhrady. Kromě toho díky systému TARGET2 jsou přidružené systémy schopné provádět zúčtování přímo na jednotné sdílené platformě. Každý účastník je v zásadě schopen provést své peněžní vypořádání přes přidružený systém prostřednictvím jednoho účtu vedeného u centrální banky v systému TARGET2.

Vzhledem k zahájení provozu systému TARGET2 probíhaly po celý rok 2007 práce na dokončení operačního a právního rámce. Zejména se u budoucích uživatelů systému důkladně připravovaly a prováděly zkušební činnosti a činnosti spojené s přechodem na nový systém. Od února do dubna 2007 se testovalo, zda jednotná sdílená platforma systému TARGET2 splňuje systémové specifikace stanovené Eurosystemem ve spolupráci s uživateli (všeobecné funkční specifikace a podrobné uživatelské funkční specifikace). Testy za účasti uživatelů systému TARGET2 byly zahájeny podle plánu 2. května 2007 a jejich výsledky byly zveřejněny v pravidelných zprávách. Testy také představovaly příležitost posoudit naplánování víkendů, během nichž mělo dojít k přechodu na nový systém. „Zkouška naostro“ prvního víkendu, kdy

mělo dojít k přechodu, se konala ve všech NCB 29.-30. září 2007. V tiskové zprávě z 9. listopadu 2007 a po úspěšném dokončení svých testů Eurosystem potvrdil, že národní bankovní sektory první skupiny jsou připraveny na přechod na nový systém a že nový systém bude uveden do provozu podle plánu 19. listopadu 2007.

Dne 22. června 2007 Rada guvernérů vydala „Čtvrtou zprávu o vývoji systému TARGET2“. Cílem zprávy bylo informovat účastníky trhu o rozhodnutích Eurosystemu ohledně nevyřešených otázek tvorby cen a o schválení obecných zásad o systému TARGET2, jakož i doladit některá předchozí rozhodnutí. Zpráva také obsahovala konečnou verzi všeobecných funkčních specifikací a informovala o právních záležitostech, posledních změnách předpokládané funkcionality SSP a o zkušebních činnostech a činnostech spojených s přechodem na nový systém.

Rada guvernérů dále vydala 29. října 2007 „Pátou zprávu o vývoji systému TARGET2“, která účastníky trhu informovala o rozhodnutích Eurosystemu ohledně zbývajících provozních otázek. Tato zpráva také obsahovala dokumenty nazvané „Informační průvodce pro uživatele systému TARGET2“ („Information guide for TARGET2 users“) a „Informační průvodce tvorbou cen v rámci systému TARGET2“ („Information guide to TARGET2 pricing“).

„Informační průvodce pro uživatele systému TARGET2“ poskytuje bankám a přidruženým systémům využívajícím systém TARGET2 standardní soubor informací, jejichž prostřednictvím účastníci lépe porozumí celkovému fungování systému TARGET2 a které jim umožní jej využívat co nejefektivněji. Dává odpovědi na nejčastější dotazy týkající se systému TARGET2 a především se snaží uživatelům srozumitelně vysvětlit, které prvky jsou společné a které jsou specifické pro jednotlivé země. Vedle toho průvodce obsahuje informace o operačních postupech v běžných a především i mimořádných situacích.

„Informační průvodce tvorbou cen v rámci systému TARGET2“ předkládá uživatelům systému TARGET2 ucelený přehled systému tvorby cen spojených se systémem TARGET2 (hlavní služby, služby sdružování likvidity a přidružené služby systému) a podrobnosti o zásadách účtování pro různé druhy transakcí, jakož i subjektů, jimž je účtováno.

Vedle těchto zpráv o vývoji a úzké spolupráci s uživateli v oblasti testování a přechodu na nový systém byli uživatelé o vývoji průběžně informováni prostřednictvím internetových stránek ECB a NCB věnovaných systému TARGET2. Tyto internetové stránky obsahovaly informace o tomto vývoji:

- V souvislosti se systémem TARGET2 byl vytvořen a během roku 2007 pravidelně aktualizován plán zaměřený na uživatele jako nástroj usnadňující interní plánování uživatelů a jeho sladění s plánováním Eurosystemu.
- Během roku 2007 se na národní úrovni konaly pravidelné workshopy s uživateli. Na evropské úrovni se vedle toho v ECB konala 14. června 2007 informační porada k systému TARGET2.
- Obecné zásady o systému TARGET2 byly přijaty Radou guvernérů 26. dubna 2007 a zveřejněny ve všech úředních jazycích EU 11. června 2007. Jsou určeny pro NCB členských států, které zavedly euro („NCB Eurosystemu“) a na základě samostatné dohody platí také pro NCB EU mimo eurozónu, které jsou připojeny nebo se připojí k systému TARGET2 („připojené NCB“). Příloha II obecných zásad obsahuje harmonizované podmínky účasti v systému TARGET2, které je třeba implementovat do dokumentace systému TARGET2 všech účastnických a připojených NCB. Obecné zásady byly zveřejněny v Úředním věstníku Evropské unie 8. září 2007 a jsou rovněž dostupné na internetových stránkách ECB ve všech jazycích EU.

– Během roku byly pravidelně aktualizovány národní přechodové profily a profily přidružených systémů. Tyto profily každé národní bance ukazují, které moduly SSP budou použity a jak budou přidružené systémy provádět vypořádání po přechodu na systém TARGET2.

– Konečná verze uživatelské příručky pro informační a kontrolní modul SSP byla zveřejněna 2. listopadu 2007 a konečné verze podrobných uživatelských funkčních specifikací (1., 2. a 4. knihy o zprávách XML a jejich odpovídajících souborech systému XML) byly zveřejněny 9. října 2007.

2.3 TARGET2-SECURITIES

Cílem iniciativy TARGET2-Securities (T2S) je poskytovat harmonizované a efektivní vypořádání obchodů s cennými papíry v eurech, které jsou vypořádávány v peněžích centrální banky, soustředěním vypořádání cenných papírů i hotovostí v eurech v rámci jednotné platformy. Systém T2S zajistí, že v rámci eurozóny nebude rozdíl mezi prováděním vnitrostátních a přeshraničních vypořádání v zúčastněných střediscích evidence cenných papírů (CSD). Bude proto působit jako katalyzátor sjednocení a harmonizace evropských finančních služeb po uzavření obchodu. T2S také povzbudí konkurenceschopnost tím, že bude poskytovat rovný, levnější a harmonizovaný přístup k vypořádacím službám v rámci evropského finančního trhu.

Dne 8. března 2007 Rada guvernérů kladně zhodnotila proveditelnost systému T2S⁸ a rozhodla se zahájit další fázi projektu, která se skládá z definice uživatelských požadavků na T2S a je proveditelná zcela transparentně a ve spolupráci s účastníky trhu, zejména CSD a jejich uživateli. Dne 26. dubna 2007 Rada

⁸ Studie proveditelnosti, která se týkala provozních, technických, právních a ekonomických hledisek projektu, byla zveřejněna na internetových stránkách ECB.

guvernérů zahájila první veřejnou diskusi k obecným zásadám systému T2S a návrhům vysoké úrovně, které definují povahu a rozsah systému T2S a schválila vytvoření rámce pro organizaci a řízení přípravy uživatelských požadavků na T2S. Poradní skupina – jíž byl udělen mandát na vyhotovení uživatelských požadavků – rozdělila práci mezi šest různých technických skupin, které se zaměřily na konkrétní technické oblasti vypořádání. Poradní skupina a technické skupiny zahájily přípravné práce na začátku léta roku 2007 a vedly celkem sedm „minikonzultací“, v jejichž rámci požádaly národní uživatelské skupiny a evropské asociace o zpětnou vazbu a čerpaly tak z bohatých znalostí a zkušeností různých tržních segmentů. Závěry a zprávy o vývoji byly účastníkům trhu sděleny během tří informativních schůzek v červnu, srpnu a listopadu 2007. Veškeré dokumenty týkající se systému T2S, včetně minikonzultací, zpravodajů, zpráv o vývoji, programů a shrnutí jednání, jsou dostupné na internetových stránkách ECB. Do struktury řízení systému T2S je v této fázi celkem zapojeno více než 188 osob ze 77 organizací⁹, čímž je zajištěno, že jsou podle potřeby řešeny a zahrnuty veškeré uživatelské požadavky a funkcionality požadované účastníky trhu. Poradní skupina, která je přímo odpovědná Radě guvernérů, dokončila první návrh uživatelských požadavků na systém T2S v prosinci 2007.

Dne 8. března 2007 Rada guvernérů také rozhodla, že systém T2S bude zcela vlastněn, vyvinut a provozován v rámci Euro systému na platformě systému TARGET2, aby tak byly na nejvyšší míru využity výhody synergie obou systémů. Úvěrové instituce by tak byly schopny sdílet a užívat společně všechny cenné papíry a peníze centrální banky na jednotné platformě, aniž by musely distribuovat cenné papíry a peníze centrální banky na několika nezávislých národních platformách, a tak by využily výhod synergie mezi systémy TARGET2 a T2S. To by mělo zvýšit efektivnost správy zajištění. Systém T2S by také umožnil rychlejší opětovné použití cenných papírů a peněz centrální banky, což by bylo výhodné pro účastníky trhu.

Čtyři NCB eurozóny (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France a Banca d'Italia) jsou připraveny systém T2S vyvinout a provozovat.

Veřejné orgány jako Evropský parlament, Rada ECOFIN a Evropská komise byly v průběhu roku 2007 pravidelně informovány o posledním vývoji návrhu systému T2S a vyjádřily projektu T2S podporu.

Co se týče právních otázek, došlo v roce 2007 ke komplexní „inventarizaci“ týkající se legislativy EU a vnitrostátních právních předpisů, jakož i dalších vnitrostátních ujednání a postupů, které by mohly mít dopad na právní proveditelnost systému T2S. Tato „inventarizace“ zahrnovala postupy vypořádání, požadavky na ukládání dat a požadavky na vykazování a audit. Nebyly zjištěny žádné zásadní právní překážky iniciativy T2S.

Další veřejná diskuse k formulovaným uživatelským požadavkům a metodice analýzy hospodářského dopadu byla zahájena na konci roku 2007 a požadovala, aby zainteresované strany předložily připomínky a návrhy do 2. dubna 2008. Po této veřejné diskusi budou uživatelské požadavky dokončeny společně s hodnocením hospodářské, právní a řídicí struktury iniciativy T2S. Rada guvernérů poté rozhodne, zda bude zahájena další fáze projektu.

Pokud bude systém T2S realizován, bude moci eurozóna využívat bezpečnou, efektivní a přeshraniční infrastrukturu pro obchody s cennými papíry v eurech, které jsou vypořádávány v penězích centrální banky. Služby poskytované touto infrastrukturou by byly také k dispozici CSD, centrálním bankám a bankám v dalších zemích EU a EHP, pokud o to požádají. Účastníci finančního trhu by měli jeden společný soubor harmonizovaných postupů a procesů vypořádání bez ohledu na jejich vlastní umístění a umístění obchodu.

9 Toto zahrnuje všechna CSD provádějící vypořádání v eurech a 33 uschovatelských bank.

2.4 POSTUPY VYPOŘÁDÁNÍ ZAJIŠTĚNÍ

Způsobitelná aktiva lze použít k zajištění všech typů úvěrových operací Eurosystemu nejen na domácí úrovni, ale také mimo hranice jednotlivých států, přičemž druhý uvedený způsob je možný pouze prostřednictvím modelu korespondentské centrální banky (CCBM) nebo prostřednictvím způsobitelných spojení mezi systémy vypořádání obchodů s cennými papíry v EU (SSS). CCBM zajišťuje Eurosystem, zatímco způsobitelná spojení jsou tržním řešením.

Částka přeshraničního zajištění v držbě Eurosystemu se zvýšila z 514 miliard EUR v prosinci 2006 na 683 miliard EUR v prosinci 2007. Celkově představovalo přeshraniční zajištění na konci roku 2007 48,5 % celkového zajištění poskytnutého Eurosystemu.

MODEL KORESPONDENTSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

CCBM zůstává hlavním kanálem pro transfery zajištění přes hranice v operacích měnové politiky a vnitrodenních úvěrových operací Eurosystemu. Na celkovém zajištění poskytnutém Eurosystemu v roce 2007 se podílel z 39,6 %. Aktiva držaná v úschově prostřednictvím CCBM se zvýšila ze 414 miliard EUR na konci roku 2006 na 558 miliard EUR na konci roku 2007.

Rámec CCBM byl zrevidován za účelem umožnění integrace nových zemí eurozóny. V souvislosti s tím byla 22. listopadu 2007 podepsána dohoda o CCBM s maltskou a kyperskou centrální bankou.

Navzdory svému úspěchu a značnému přispěvků k procesu finanční integrace má systém CCBM řadu nedostatků, které se týkají především toho, že byl navržen jako přechodné řešení a opírá se o zásadu minimální harmonizace. Tyto nedostatky v kombinaci s rostoucím významem přeshraničního zajištění vedly k rozhodnutí Rady guvernérů ze dne 8. března 2007¹⁰ o revidování současných postupů řízení zajištění v Eurosystemu a o vytvoření nového systému řízení zajištění pro Eurosystem (na základě stávajících systémů, jako je systém belgické

centrální banky a nizozemské centrální banky), nazvaného Collateral Central Bank Management (CCBM2). Účast NCB eurozóny v CCBM2 je dobrovolná.

Přestože je CCBM2 primárně navržen ke zvýšení efektivity řízení zajištění centrálních bank Eurosystemu v případě přeshraničních i domácích operací, rozšíří i možnosti protistran Eurosystemu, zejména nadnárodních bank, a to v oblasti optimalizace použití zajištění a zlepšení jejich řízení likvidity. Rozsah CCBM2 je širší než rozsah současného CCBM a vytvoří efektivní metody pro předávání a přijímání pohledávek spojených jak s cennými papíry, tak s úvěry na domácí i přeshraniční úrovni s harmonizovanou úrovní služby na základě komunikačních protokolů SWIFT. CCBM2 bude implementován podle zásady decentralizovaného přístupu k úvěrům a bude zcela kompatibilní se systémy TARGET2 a T2S. CCBM2 zpracuje instrukce v reálném čase na základě automatizovaného zpracování plateb umožňujícího dodání zajištění za účelem uvolnění souvisejícího úvěru v systému TARGET2 v reálném čase. Bude schopen přijmout zajištění prostřednictvím způsobitelných systémů vypořádání obchodů s cennými papíry a způsobitelných spojení mezi těmito systémy. K začlenění potřeb protistran vyvíjí Eurosystem CCBM2 v úzké spolupráci s účastníky trhu. První veřejná diskuse k zásadám jeho vývoje byla zahájena 26. dubna 2007. Předložené připomínky byly použity jako vstup pro definování uživatelských požadavků na novou platformu. Další veřejná diskuse k těmto uživatelským požadavkům proběhne v prvním pololetí roku 2008 a poté budou uživatelské požadavky na CCBM2 dokončeny.

ZPŮSOBILÁ SPOJENÍ MEZI NÁRODNÍMI SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY

Národní SSS mohou být propojeny prostřednictvím smluvních a provozních mechanismů, které umožňují přeshraniční transfer způsobitelných cenných papírů mezi

¹⁰ Viz <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>

systemy. 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. Protistrany mají v současnosti k dispozici 59 přímých a 5 přenosových 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 normy Eurosystemu (viz část 4 kapitoly 4).

Objem zajištění držený prostřednictvím těchto spojení se zvýšil z 99 miliard EUR v prosinci 2006 na 125 miliard EUR v prosinci 2007, ale představoval pouze 8,9 % z celkového přeshraničního i domácího zajištění v držbě Eurosystemu v roce 2007.

3 BANKOVKY A MINCE

3.1 PENĚŽNÍ OBĚH A ZPRACOVÁNÍ OBĚŽIVA

POPTÁVKA PO EUROBANKOVKÁCH A EUROMINCÍCH

Na konci roku 2007 počet bankovek v oběhu představoval 12,1 miliard v hodnotě 676,6 miliard EUR, což znamenalo zvýšení o 6,7 %, pokud jde o objem, a 7,7 %, pokud jde o hodnotu, ve srovnání s úrovní na konci roku 2006 (11,3 miliard bankovek v hodnotě 628,2 miliard EUR).

Počet bankovek v oběhu od přechodu na novou měnu v roce 2002 nadále rostl, i když pomalejším meziročním tempem (viz graf

45 a 46). Na konci roku činila průměrná hodnota bankovky v oběhu 55,85 EUR (oproti 55,36 EUR v roce 2006).

Odhaduje se, že v hodnotovém vyjádření asi 10 % až 20 % eurobankovek v oběhu (ale potenciálně spíše 20 %) drží nerezidenti eurozóny, kteří i nadále vytvářejí poptávku po eurobankovkách, hlavně jako uchovateli hodnoty nebo jako paralelní měně.

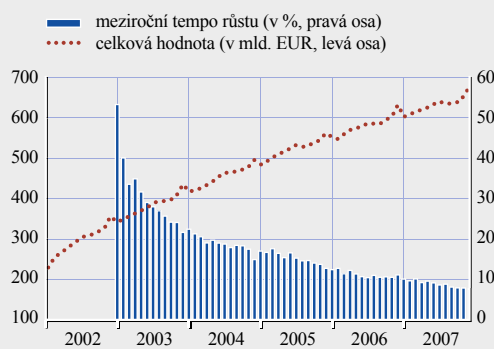
Pokud jde o jednotlivé nominální hodnoty, ukazuje se, že největší růst zaznamenaly v číselném vyjádření bankovky 50 EUR a 100 EUR, s nárůstem o 8,9 % a 8,3 %

Graf 45 Celkový počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007



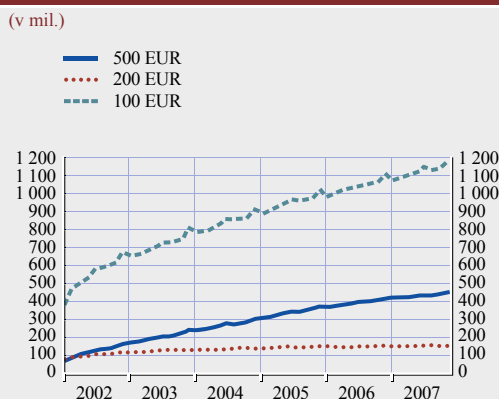
Zdroj: ECB.

Graf 46 Celková hodnota eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007

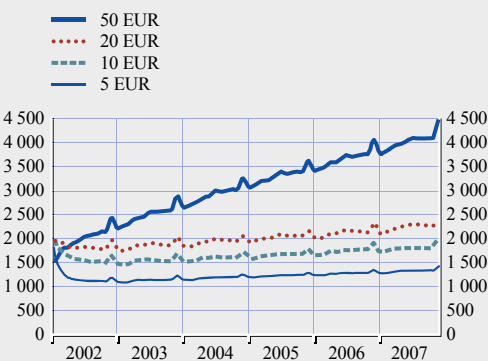


Zdroj: ECB.

Graf 47 Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2007



Zdroj: ECB.



a bankovka 500 EUR s nárůstem o 7,9 %. Počet bankovek dalších nominálních hodnot v oběhu rostl v rozmezí od 2 % do 6 % (viz graf 47).

Celkový počet euromincí v oběhu (tj. čistý oběh kromě zásob držených NCB) se v roce 2007 zvýšil o 9,1 % na 75,8 miliard. Hodnota mincí v oběhu se zvýšila o 7,6 % a dosáhla 19,2 miliard EUR. Podíl mincí nízkých nominálních hodnot, 1 centu, 2 centů a 5 centů, v celkovém počtu mincí v oběhu činil 58,0 % oproti 57,3 % v předchozím roce. Dílčí poznatky ukazují, že tato pokračující silná poptávka po mincích nízkých nominálních hodnot vyplývá z poměrně vysoké míry ztrátovosti a shromažďování mincí.

ZPRACOVÁNÍ BANKOVEK V EUROSYSTÉMU

Výdej a příjem bankovek se i nadále mírně zvyšoval jako v předchozích letech. Národní centrální banky eurozóny vydaly v roce 2007 33,4 miliard bankovek, zatímco vráceno jim bylo 32,7 miliard bankovek. Návratnost¹¹ obíhajících bankovek se mírně snížila, a to z 3,03 v roce 2006 na 2,93 v roce 2007.

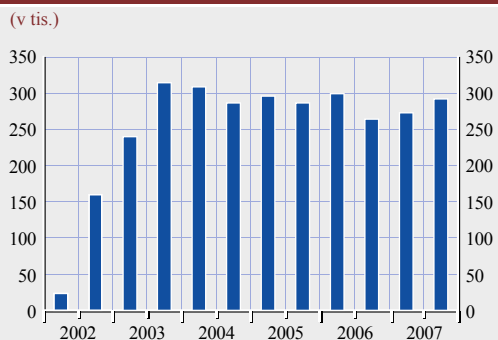
U všech eurobankovek vrácených z oběhu národním centrálním bankám eurozóny je v rámci zachování dobré kvality bankovek v oběhu ověřována jejich pravost a vhodnost pro další oběh pomocí plně automatizovaných strojů na zpracování bankovek. NCB tak v roce 2007 nahradily asi 5,5 miliard bankovek, které shledaly nevhodnými pro další oběh. Představovalo to nárůst o 5,1 % proti předchozímu roku a v případě míry nevhodnosti¹² o 17,0 % (oproti 16,9 % v roce 2006).

3.2 PADĚLÁNÍ BANKOVEK A BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

PADĚLKY EUROBANKOVEK

Počet padělků eurobankovek zadržovaných z oběhu zůstal během posledních čtyř let stabilní, přestože se počet pravých bankovek ve stejném období zvýšil. Graf 48 ukazuje situaci u padělků zadržovaných z oběhu; jde o pololetní údaje od vydání eurobankovek do oběhu. Národní střediska pro analýzu padělků¹³

Graf 48 Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2007



Zdroj: Eurosystem.

obdržela v roce 2007 celkem přibližně 566 000 padělků¹⁴. V porovnání s počtem pravých eurobankovek v oběhu, který představoval v roce 2007 v průměru více než 11 miliard, je množství padělků velmi malé. Bankovka nominální hodnoty 50 EUR byla nejčastějším cílem padělatelů a činila téměř polovinu všech padělků. Graf 49 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, a upozorňuje na možnost podvodů a test rozpoznání pravosti bankovky hmatem, nastavením bankovky proti světlu a jejím nakloněním¹⁵.

11 Určeno jako celkový počet bankovek vrácených NCB v daném období děleno průměrným počtem bankovek v oběhu během tohoto období.

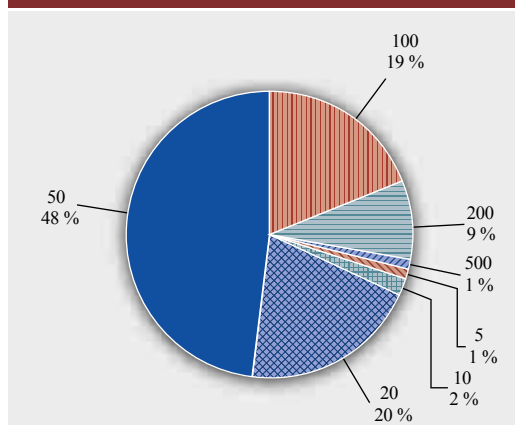
12 Určeno jako počet bankovek hodnocených jako nevhodných v daném období děleno celkovým počtem bankovek v oběhu během tohoto období.

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

14 Toto číslo podléhá velmi malým změnám na základě posledních údajů zejména z oblastí mimo EU.

15 Viz <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

Graf 49 Struktura padělků eurobankovek podle nominální hodnoty



Zdroj: ECB.

BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

Eurosystém pokračoval v roce 2007 v boji proti padělení eura v úzké spolupráci s Europolem a Evropskou komisí (zejména s Evropským úřadem pro boj proti podvodům, OLAF). Eurosystém aktivně přistupuje ke školení profesionálních zpracovatelů peněz v rozpoznávání padělaných bankovek a zacházení s nimi, a to jak v EU, tak i mimo ni.

Eurosystém se aktivně účastní činností Mezinárodní skupiny pro boj proti padělení (CBCDGD), skupiny 30 centrálních bank spolupracujících pod záštitou zemí G10. ECB je hostitelskou bankou Mezinárodního střediska pro boj proti padělení (ICDC), které je technickým střediskem pro všechny členy CBCDGD. Jeho hlavní úlohou je poskytování technické podpory a provozování systému centralizované komunikace, který slouží všem účastníkům, kteří se angažují v oblasti systémů boje proti padělení. ICDC má také veřejné webové stránky, na kterých poskytuje informace a přehled reprodukcí bankovek a také odkazy na webové stránky jednotlivých zemí.

3.3 EMISE A VÝROBA BANKOVEK

RÁMEC PRO NAVRÁCENÍ BANKOVEK ZPĚT DO OBĚHU

Po transponování rámce ECB pro odhalování padělků a třídění bankovek úvěrovými institucemi a jinými subjekty zabývajícími se zpracováním hotovosti podle kvality (známé jako „Rámec recyklace bankovek“ nebo BRF) do národních dohod všemi NCB eurozóny (až na jednu, pro kterou se tento postup ještě projednává), bylo úvěrovým institucím a dalším zpracovatelům peněz poskytnuto přechodné období, aby mohli přizpůsobit stroje na zpracování bankovek novým požadavkům.

NCB při zavádění BRF používaly řadu postupů zohledňujících rozdíly v jednotlivých zemích (např. co se týče ekonomického a právního prostředí, bankovní struktury a role NCB v oběhu hotovosti). Zatímco v některých zemích byl BRF zaveden právním úkonem (doplněným o povinné smlouvy, které musí být podepsány s příslušnou NCB), v jiných zemích vydaly NCB závazné pokyny (které v některých případech zavazují jen úvěrové instituce) nebo uzavřely bilaterální smluvní dohody (čímž úvěrové instituce souhlasí s dodržováním pravidel BRF a začleněním těchto pravidel do smluvních vztahů s jejich poskytovateli služeb). Ve svém stanovisku z prosince 2007 Rada guvernérů uvítala návrh Evropské komise pozměnit nařízení Rady (ES) č. 1338/2001 o ochraně eura proti padělení. Podle tohoto návrhu by čl. 6 nařízení zahrnoval výslovnou povinnost pro úvěrové instituce a ostatní subjekty zpracovávající hotovost kontrolovat bankovky a mince, které přijaly a chtějí dát zpět do oběhu, a obsahoval by také odkaz na postupy, které stanoví ECB, týkající se způsobu kontroly bankovek navracených zpět do oběhu.

Ve spolupráci s NCB eurozóny ECB pokračovala ve svém úsilí zajistit jednotnou interpretaci

ustanovení BRF v eurozóně, zejména pokud jde o jednotný test strojů pro zpracování hotovosti v rámci Eurosystemu.

Prováděním operací v souladu s BRF posílí úvěrové instituce a ostatní subjekty zpracovávající hotovost své možnosti odhalování potenciálních padělků eurobankovek. Efektivně to přispěje k plnění jejich zákonné povinnosti bezprostředně stáhnout potenciální padělky z oběhu a předat je národním orgánům činným v trestním řízení k dalšímu šetření. Dále to zaručí, že úvěrové instituce budou vydávat klientům bankovky v dobrém fyzickém stavu a pomáhat jim tak rozpoznat padělané bankovky od bankovek pravých.

PILOTNÍ PROGRAM ROZŠÍŘENÉ SPRÁVY ZÁSOB

Rada guvernérů v prosinci 2006 rozhodla spustit v Asii pilotní program rozšířené správy zásob (ECI) eurobankovek. ECI je sklad hotovosti spravovaný soukromou bankou (banka ECI), která spravuje měnu na bázi úschovy. Očekává se, že ECI umožní mezinárodní distribuci eurobankovek a poskytování statistických údajů týkajících se oběhu eurobankovek mimo oblast eurozóny, stejně jako informací o padělcích. V roce 2007 spustily dvě velké komerční banky aktivní na velkoobchodním trhu s bankovkami pilotní program ECI pro eurobankovky na dobu jednoho roku. Jeden v Hongkongu a jeden v Singapuru.

Během tohoto pilotního programu banky ECI zajišťovaly, aby byly dány zpět do oběhu jen dobré bankovky a byly staženy z oběhu padělky podle standardů specifikovaných BRF. Nadbytečné bankovky a bankovky nevhodné pro další oběh byly zasílány do Deutsche Bundesbank, která byla logistickým a administrativním partnerem pro banky ECI. Operace ECI a statistická zpravodajství bank ECI probíhala bezproblémově.

Na základě tohoto pilotního programu Rada guvernérů v roce 2008 rozhodne, zda bude program ECI zaveden nastálo.

PLÁN PRO VĚTŠÍ SLADĚNOST POKLADNÍCH SLUŽEB NCB

V únoru 2007 Rada guvernérů přijala plán pro dosažení větší sladění hotovostních služeb nabízených Eurosystemem ve střednědobém horizontu.

Větší sladění je důležitá, neboť umožní zainteresovaným subjektům, zejména těm, které provádějí důležité přeshraniční operace, plně využívat přínosy jednotné měny a zajistí regulární konkurenční režim. Vzhledem k rozdílným národním prostředím a zeměpisným kritériím nepředpokládá Eurosystem pro distribuci hotovosti jeden model. Sladění bude vyžadovat určitou flexibilitu pokud jde o požadavky zákazníků, hotovostní infrastrukturu a přechodné období k jejímu dosažení.

Jako součást tohoto plánu NCB již od července 2007 poskytovaly na žádost hotovostní služby úvěrovým institucím vzniklým mimo rámec jejich jurisdikce („nerezidentské banky“) a od konce roku 2007 byly vklady v euromincích přijímány od profesionálních zákazníků ve všech NCB eurozóny.

Eurosystem ještě zvažuje řadu dalších kroků, včetně elektronické výměny dat s úvěrovými institucemi, týkajících se vkladů a výběrů hotovostí, úpravy úředních hodin pokladen NCB, vkladů a výběrů bankovek, které nejsou orientovány dle stran a směru tisku, jako běžnou neplacenou službu NCB a společné standardy balení bankovek pro bezplatné hotovostní služby NCB.

Jelikož tyto skutečnosti mají vliv na subjekty podílející se na oběhu hotovosti a mohly by mít také dopady na provoz a náklady, probíhaly konzultace na národní i evropské úrovni.

ZAJIŠTĚNÍ VÝROBY

V roce 2007 bylo vyrobeno celkem 6,3 mld. eurobankovek v porovnání s 7,0 mld. v roce 2006. Tento nižší objem výroby byl způsoben zejména mírně menším nárůstem oběhu v roce

Tabulka 13 Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2007

Nominální hodnota	Množství (v mil.)	NCB zadávající výrobu
5 EUR	980,0	DE, ES, FR
10 EUR	1 280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 EUR	1 890,0	IE, GR, ES, FR, IT, PT, FI
50 EUR	1 730,0	BE, DE, ES, IT
100 EUR	230,0	IT, LU, NL
200 EUR	-	-
500 EUR	190,0	DE
Celkem	6 300,0	-

Zdroj: ECB.

2006 než v předchozím roce a výrobou části bankovek, které budou potřeba v budoucnu, již v roce 2006.

Přidělování výroby eurobankovek i nadále vycházelo ze scénáře decentralizované výroby přijatého v roce 2002. Podle této dohody je každá NCB v eurozóně odpovědná za zajištění výroby přiděleného podílu z celkového požadavku na výrobu určité nominální hodnoty (viz tabulka 13).

DRUHÁ SÉRIE EUROBANKOVEK

V dunu 2005 Rada guvernérů schválila celkový plán vývoje a zavedení druhé série eurobankovek. ECB od té doby stanovila funkční a technické požadavky týkající se bankovek na základě podnětů od různých zainteresovaných stran, například prostřednictvím kvalitativního průzkumu veřejnosti a studií vědeckého vizuálního vnímání a vnímání hmatem. Výsledkem byl užší seznam uživatelsky přívětivých ochranných prvků, které byly vybrány za teoreticky vhodné k využití pro druhou sérii bankovek. Tento seznam byl v následné fázi průmyslového ověřování zkrácen na základě kvality provedení ochranných prvků při masové výrobě. Zohledněny byly také další aspekty jako např. odolnost ochranných prvků proti padělání, požadavky kontroly kvality, náklady, práva duševního vlastnictví, situace distribučního řetězce a také otázka zdraví, bezpečnosti a životního prostředí.

Fáze průmyslového ověřování z velké části skončila v srpnu 2007. Výsledkem byl balíček

ochranných prvků, který Rada guvernérů schválila v říjnu 2007. Kromě tradičních ochranných prvků, které prokázaly svoji účinnost, bude pro druhou sérii bankovek použito několik inovačních vizuálně a strojově čitelných ochranných prvků, které sníží možnosti moderních technologií používaných při výrobě padělků. Vybrané ochranné prvky byly nyní zapracovány do uměleckého designu, který vychází z tématu „epoch a uměleckých slohů“ současné série bankovek. Zachování tohoto tématu při novém navrhování grafických prvků zaručí uživatelům hotovosti okamžité poznání nových eurobankovek a navíc snadné rozlišení těchto dvou sérií. V prosinci 2007 Rada guvernérů schválila návrh designu nové série bankovek a připravila tak půdu pro přípravnou etapu výroby nových bankovek¹⁶. Nová série bude vydána v průběhu několika let a očekává se, že první nominální hodnota bude vydána během několika málo let. ECB bude veřejnost informovat o postupech zavádění nových bankovek v dostatečném předstihu.

¹⁶ Přípravná etapa výroby nových bankovek zahrnuje proces vysoce kvalitní přípravy motivu a transformaci grafického návrhu do výrobních nástrojů, jako jsou tiskové desky.

4 STATISTIKA

ECB s pomocí NCB vyvíjí, shromažďuje, sestavuje a vydává širokou škálu statistik, které podporují měnovou politiku eurozóny a různé úkoly ESCB. Také je stále více využívají finanční trhy a široká veřejnost. V roce 2007, stejně jako v předchozích letech, poskytování statistik probíhalo hladce. Hlavním mezníkem ve střednědobé strategii statistiky ECB byl první soubor čtvrtletních integrovaných finančních a nefinančních účtů za jednotlivé institucionální sektory eurozóny, který ECB společně s Eurostatem vydala v červnu 2007. ECB navíc ve spolupráci s NCB i nadále přispívala k další harmonizaci konceptů statistiky v Evropě a revizi základních globálních statistických standardů.

4.1 NOVÉ NEBO ROZŠÍŘENÉ STATISTIKY EUROZÓNY

V červnu 2007 ECB a Eurostat poprvé společně vydaly soubor čtvrtletních integrovaných finančních a nefinančních účtů eurozóny od prvního čtvrtletí roku 1999. Tyto účty eurozóny, které je možné považovat za „národní účty“ eurozóny, vypracovává Eurosystem společně s Eurostatem a národními statistickými úřady. Kromě jiného umožňují komplexní analýzu vazeb mezi finančním a nefinančním vývojem v ekonomice a provázanosti jednotlivých ekonomických sektorů (domácností, nefinančních podniků, finančních podniků a vládního sektoru) a těchto sektorů se zbytkem světa.

Účty eurozóny také poskytují rámec pro komplexnější analýzu údajů s vyšší frekvencí vykazování. V tomto směru zveřejňování sektorového členění širokého peněžního agregátu M3 od listopadu 2007 dále rozšířilo rozsah měnové analýzy.

V dubnu 2007 byla stávající měsíční statistika o stavech obchodů STEP (Short-Term European Paper) doplněna o denní statistiku výnosů v členění podle původní splatnosti a sektoru emitenta (viz část 3 kapitoly 4).

V červenci 2007 začala ECB elektronicky zveřejňovat denní výnosové křivky odrážející implicitní tržní sazby dluhových cenných papírů vládních institucí eurozóny denominovaných v eurech (na základě úrokové sazby a tržní ceny) pro široké spektrum splatností od 3 měsíců do 30 let. Výnosové křivky eurozóny mohou pomoci změřit tržní očekávání hospodářské a finanční aktivity ve střednědobém až dlouhodobém horizontu.

ECB také s využitím informací o dílčích indexech HICP zveřejněných Eurostatem a definic dohodnutých v rámci ESCB experimentálně sestavila a vydala měsíční odhady regulovaných cen v eurozóně založené na HICP.

Prostřednictvím pravidelných tiskových zpráv a online rozhraní ECB nazvaného Statistical Data Warehouse (SDW)¹⁷ je zpřístupněno dodatečné teritoriální členění¹⁸ toků čtvrtletní platební bilance a údajů o roční investiční pozici vůči zahraničí.

Právní rámec sběru měnové a finanční statistiky byl rozšířen novým nařízením ECB o statistice aktiv a pasiv investičních fondů (kromě fondů peněžního trhu), podle něhož budou investiční fondy od roku 2009 vykazovat harmonizované údaje. Rada guvernérů také schválila přepracované obecné zásady o měnové statistice, statistice finančních institucí a finančních trhů, které nyní zahrnují další ustanovení o statistice aktiv a pasiv investičních fondů, a o statistice platebního styku. Vedle toho Rada guvernérů změnila obecné zásady a doporučení ECB o statistice platební bilance, statistice investiční pozice vůči zahraničí a výkazu devizových rezerv.

¹⁷ Veřejná verze SDW byla spuštěna na internetu na konci roku 2006, přičemž uživatelé statistiky eurozóny tento krok uvítali. Vzhledem ke svému robustnímu a snadno použitelnému rozhraní se rychle stal oblíbeným nástrojem pro vyhledávání údajů eurozóny na internetu. Každý měsíc navštíví SDW přibližně 20 000 osob, které si vyhledávají a stahují údaje eurozóny, včetně členění podle jednotlivých zemí.

¹⁸ Zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii, Čínu a Hong Kong.

V současné době jsou podnikány kroky k dalšímu zlepšení měnové a finanční statistiky eurozóny v příštích letech v několika oblastech. Především se připravuje integrovaný přístup k sekuritizaci MFI a činností finančních společností vytvořených pro držbu aktiv, což připraví půdu pro výrazně lepší dostupnost údajů o prodeji úvěrů a sekuritizaci úvěrů.

Eurosystem dále zjišťuje proveditelnost rozšíření statistických údajů o pojišťovnách a penzijních fondch. Nyní je také revidován regulační rámec pro statistiku rozvah měnových finančních institucí a statistiku úrokových sazeb MFI s cílem přizpůsobit se novým požadavkům uživatelů a vývoji finančních trhů hospodárným způsobem.

ECB nadále pracovala na vytvoření Centralizované databáze cenných papírů (CSDB). CSDB, projekt celého ESCB, je jednotná databáze obsahující standardní informace o jednotlivých cenných papírech, které jsou nezbytné pro statistické účely ESCB. Tento projekt hraje stěžejní úlohu v přechodu na vykazování podle jednotlivých cenných papírů, které má potenciál výrazně ulehčit zpravodajské zatížení respondentů a zároveň zlepšit kvalitu a pružnost statistiky eurozóny. Databázi již používají některé NCB k sestavování národních finančních statistik.

4.2 DALŠÍ VÝVOJ V OBLASTI STATISTIKY

V roce 2007 Eurosystem podrobně analyzoval možné způsoby dalšího zvýšení efektivity tvorby statistiky ECB s cílem ponechat statistickou zátěž na minimu. V této souvislosti se dále pracovalo na proveditelnosti opětovného použití stávajících mikroekonomických údajů, zejména z registrů úvěrů a centrálních statistik rozvahových údajů. Vedle toho pokračovaly práce na podporu sladění statistických a dozorových konceptů a údajů, zaměřené zpočátku na zpravodajskou povinnost úvěrových institucí.

Několik dokumentů vydaných v roce 2007 přispělo k vyšší transparentnosti standardů řízení

a kvality, které se v současné době uplatňují na tvorbu a šíření statistiky ECB a ESCB. Dokument nazvaný „The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics“ nabízí stručný přehled struktury řízení, jímž se řídí poskytování statistiky ze strany ECB a NCB. Text nazvaný „Public commitment with respect to the ESCB’s statistical function“ na první straně statistické části internetové stránky ECB uvádí statistická pravidla a standardy etiky a kvality, které se ECB a NCB zavázaly dodržovat při provádění svých statistických úkolů. Dokument nazvaný „ECB Statistical Quality Framework“ navíc zkoumá pravidla kvality, jimiž se řídí tvorba statistiky ECB. Kvalitativní hodnocení a kvantitativní indikátory jako ty obsažené ve výroční zprávě o kvalitě statistiky platební bilance eurozóny a investiční pozice eurozóny vůči zahraničí jsou poskytovány pravidelně jako součást tohoto rámce kvality.

K lepšímu šíření statistiky dále přispělo zveřejnění dalších tabulek statistik eurozóny a všech příslušných národních údajů na internetových stránkách ECB i NCB. Také byla rozšířena statistika platebního styku a Dodatek Modré knihy byl nahrazen časovou řadou a tabulkami, které jsou dostupné na internetových stránkách ECB (viz část 2 kapitoly 2). Navíc byly zpřístupněny nové údaje o obchodech s cennými papíry a ústředními protistranami.

Jako v předchozích letech byly v publikacích ECB uvedeny komplexnější statistické údaje. Sem patří například široká škála indikátorů ve výroční zprávě nazvané „Finanční integrace v Evropě“ a dodatek k publikaci „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area member States of the European Union and in accession countries“ (viz část 3 kapitoly 4). Došlo k dalšímu zlepšení ročních údajů o bankovních strukturách a čtvrtletních údajů pro Financial Stability Review. Šetření eurového peněžního trhu se dále rozšířilo z hlediska kvality údajů i včasnosti a příslušné soubory údajů byly zpřístupněny v SDW.

ECB Occasional Paper nazvaný “Towards harmonised balance of payments and

international investment position statistics - the experience of the European compilers“, vydaný v červenci 2007, nabízí přehled metodického rámce a praktických otázek spojených se sběrem, sestavováním a vydáváním těchto statistik.

ECB nadále úzce spolupracovala s Eurostatem a dalšími mezinárodními institucemi a hrála aktivní úlohu při probíhající aktualizaci globálních statistických norem jako je Systém národních účtů (SNA 93) a Příručka k sestavení platební bilance (the IMF Balance of Payments Manual), které mají být dokončeny do roku 2008. Eurostat za podpory ECB nedávno zahájil přípravu revize ESA 95, která zavede většinu změn do SNA na evropské úrovni. ECB se také aktivně podílela na revizi OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Nadále podporovala a zaváděla globální technické standardy pro výměnu údajů¹⁹.

4.3 PŘÍPRAVA NA ROZŠÍŘENÍ EUROZÓNY

Statistika hraje důležitou roli také při sledování konvergence členských zemí EU, které ještě nepatří do eurozóny, a tudíž při přípravě konvergenčních zpráv (viz část 1.2 kapitoly 5).

Statistická data, která jsou nezbytná k hodnocení míry, do jaké členské státy splnily konvergenční kritéria pro cenovou stabilitu, fiskální pozice, směnné kurzy a dlouhodobé úrokové sazby, poskytuje Eurostat. ECB společně s NCB příslušných členských států pomáhá Eurostatu s poskytováním statistik o dlouhodobých úrokových sazbách a shromažďuje a sestavuje další statistická data, která doplňují čtyři základní konvergenční ukazatele.

Jelikož pro hodnocení konvergenčního procesu je velice důležitá kvalita a integrita použitých statistik, ECB pečlivě sleduje vývoj v sestavování a vykazování statistik, a to zejména statistik vládních financí.

¹⁹ Např. Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), iniciativu, kterou podporují BIS, ECB, Eurostat, MMF, OECD, Organizace spojených národů a Světová banka za účelem podpory globálních standardů pro výměnu statistických informací.

5 EKONOMICKÝ VÝZKUM

Ekonomický výzkum v rámci ECB i Euro systému jako celku má několik hlavních funkcí. Jednou z nich je poskytovat výsledky, které jsou relevantní pro formulování doporučení pro měnovou politiku a ostatní úkoly Euro systému, 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 externích časopisech a organizování výzkumných konferencí.

5.1 PRIORITY VÝZKUMU

Ekonomický výzkum v ECB provádí především generální ředitelství pro výzkum, ale také několik dalších útvarů. Výzkum je koordinován Výborem pro koordinaci výzkumu, který určuje jeho priority a zastřešuje útvary, které ekonomický výzkum poptávají nebo nabízejí.

Priority ekonomického výzkumu v roce 2007 zahrnovaly především vývoj prognostických modelů, úlohu informací o finančním sektoru včetně úvěrových a peněžních agregátů v měnověpolitických analýzách, porozumění transmisnímu mechanismu měnové politiky, finanční stabilitu, efektivitu evropského finančního systému a mezinárodní otázky.

Vývoj prognostických modelů se zaměřil na další rozvoj a využívání dynamických stochastických modelů všeobecné rovnováhy (DSGE) a na implementaci dynamických faktorových modelů pro krátkodobé prognózování. Modely DSGE byly v minulosti v ECB vyvíjeny a využívány pro účely analýz velkého a dále rostoucího množství hospodářskopolitických otázek. Bylo tomu tak i v roce 2007, přičemž důraz byl kladen zejména na vliv strukturálních změn (např. demografie), vnější faktory (např. ropné šoky), vývoj produktivity a finanční otázky (např. úvěrové frikce). Pokračovala i práce na dvou modelech středního rozsahu a jejich využití pro hospodářskopolitické analýzy. Jednalo

se o the New Area-Wide Model (NAWM) a model Christiana, Motta a Rostagna. První z těchto modelů je prognostický a simulační nástroj vyvíjený pro použití společně s dalšími modely v rámci projekcí Euro systému a ECB. Druhý je simulační nástroj, který klade zvláštní důraz na finanční faktory. Pokud jde o tvorbu prognostických nástrojů, nadále byly vyvíjeny faktorové modely, které se stále více využívaly ke krátkodobému hodnocení ekonomického vývoje. ECB také aktivně podporovala Program pro výzkum hospodářského cyklu eurozóny (Euro Area Business Cycle Network, EABCN), což je společný projekt centrálních bank a akademické obce řízený Centrem pro výzkum hospodářské politiky (CEPR).

Výzkum v oblasti měnověpolitických analýz 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 zavádění výše popsaných strukturálních modelů do procesu měnověpolitických analýz.

Transmisní mechanismus měnové politiky byl předmětem zkoumání z mnoha pohledů. Program pro výzkum mzdového vývoje (Wage Dynamics Network, WDN), který sdružuje pracovníky výzkumu ESCB zabývající se vlastnostmi a příčinami mzdového vývoje v eurozóně a jejich vztahem k cenám, pokračoval ve své činnosti na agregátní úrovni i na mikroúrovni. V 17 zemích proběhlo v rámci programu ad hoc šetření o mzdách, nákladech práce a tvorbě cen na podnikové úrovni. Toto šetření shromažďuje informace o tvorbě mezd a cen, nepružnosti mezd směrem dolů a reakci mezd a cen na šoky. První část jeho zjištění bude prezentována na konferenci plánované na rok 2008. Analyzovány byly také trhy s bydlením a úloha bank a úvěrů v transmisním mechanismu měnové politiky. Pokračoval výzkum financí domácností, přičemž je plánováno výběrové šetření v celé eurozóně v rámci programu Euro systému s názvem Finance a spotřeba

domácností v eurozóně. Mezi další témata v této oblasti výzkumu patřila komunikační politika centrálních bank, očekávání a riziková prémie ve výnosové křivce a determinanty vývoje cen akcií.

Zkoumány byly také otázky finanční stability a jejich vliv na měnovou politiku, zejména v souvislosti s pracemi na publikaci ECB Financial Stability Review. Byly analyzovány dvě dimenze finančního systému: stupeň jeho integrace a vývoj kapitálových trhů.

V mezinárodní oblasti byly hlavními tématy výzkumu globální nerovnováha a mezinárodní role eura. Prvního z nich se bude týkat seminář na vysoké úrovni v roce 2008, zatímco výsledky práce na druhém tématu budou využity k posílení analytického obsahu každoroční publikace „Review of the international role of the euro“. V souvislosti s touto prioritou výzkumu bylo vyvinuto mezinárodní rozšíření modelu NAWM.

5.2 PUBLIKACE A KONFERENCE

Výsledky výzkumu ECB byly zveřejňovány v rámci řady ECB Working Paper Series a do určité míry také v řadách Occasional Paper Series a Legal Working Paper Series. V řadě Working Paper Series, která je již zavedeným nástrojem komunikace interního výzkumu relevantního pro hospodářskou politiku, vyšlo v roce 2007 přes 140 publikací. Autory více než 100 z nich byli pracovníci ECB, ať již samostatně nebo s externími spoluautory. 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 2007 publikovali pracovníci ECB v akademických časopisech více než 50 článků.

Bylo přijato rozhodnutí vydávat tzv. Research Bulletin, který podává přehled výzkumu relevantního pro měnovou politiku a obsahuje tematické články a shrnutí vybraných výzkumných publikací. Jeho cílem je rozšířit výsledky publikací řady Working Paper Series mezi širší okruh čtenářů. Články z této publikace v roce 2007 se týkaly mj. vlivu nedokonalých informací a učení na ceny na finančním trhu, finanční integrace a kapitálových toků v nových členských státech EU a růstu produktivity v eurozóně.

ECB pořádala nebo spolupořádala více než deset konferencí či seminářů s tematikou výzkumu. Spolupořadatelé konferencí byli 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.

Většina konferencí a seminářů se týkala konkrétních priorit výzkumu. Stejná pozornost jako v předchozích letech byla v roce 2007 věnována oblasti vývoje prognostických modelů. V září se konal seminář pořádaný společně ECB, CEPR a Banque de France v rámci Programu pro výzkum hospodářského cyklu eurozóny, jehož náplní byla diskuze o změnách dynamiky inflace a jejich implikacích pro prognózování. Závěry tohoto semináře poskytly užitečné podklady pro výzkum prognózování inflace probíhající v ECB. Seminář o prognostických technikách (organizovaný ECB každé dva roky) se zabýval nejistotou prognóz v makroekonomii a financích. V konkrétnější rovině se pak diskutovalo o tom, jak začlenit ukazatele rizika do prognostické činnosti, což je pro mnohé centrální banky aktuální téma.

Pokud jde o prioritu výzkumu v podobě analýz měnové politiky, v listopadu 2007 se v ECB konala konference o definici cenové stability, pořádaná společně ECB a kanadskou centrální bankou. Zabývala se teoretickými možnostmi a praktickými zkušenostmi v této oblasti. Další konference, která se konala v listopadu 2007



a týkala se analýzy úlohy peněžních trhů, výzev v této oblasti a jejich implikací z perspektivy měnové politiky, dále prohloubila poznání transmisního mechanismu měnové politiky. V květnu 2007 byla uspořádána konference o důsledcích změn v bankovníctví a podnikovém financování pro transmisní mechanismus měnové politiky.

V červnu 2007 se v rámci výzkumu finanční stability konala společná konference s Bank of England o platebním styku a měnové a finanční stabilitě. V červenci pak proběhla konference o globalizaci a makroekonomice, spadající pod prioritu výzkumu mezinárodních otázek.

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 Speakers Seminars. Semináře těchto dvou sérií se konaly každý týden a externí pracovníci výzkumu na nich 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 článku 237 písm. d) Smlouvy je ECB pověřena úkolem sledovat dodržování zákazů plynoucích z článků 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 zůstatku 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 nebo institucemi a orgány Společenství. V souladu s preambulí nařízení Rady (ES) č. 3603/93 nesmí být nákup dluhových nástrojů veřejného sektoru na sekundárním trhu využit k obcházení cíle článku 101 Smlouvy. Takové nákupy se nesmějí stát formou nepřímého měnového financování veřejného sektoru.

V roce 2007 Rada guvernérů zjistila dva případy, kdy výše uvedené požadavky vyplývající ze Smlouvy a souvisejících nařízení Rady nebyly dodrženy.

V prvním případě Národní banka Slovenska nakoupila na primárním trhu dluhové nástroje emitované Evropskou investiční bankou (EIB). Konkrétně dne 6. února 2007 zakoupila dluhopisy EIB denominované v USD v hodnotě 50 mil. USD pro účely správy devizových rezerv. Jelikož EIB je orgánem Společenství, takovéto nákupy představují porušení zákazu měnového financování podle článku 101 Smlouvy a nařízení Rady (ES) č. 3603/93.

Národní banka Slovenska prodala dluhové nástroje EIB zakoupené na primárním trhu 22. května 2007 a přijala okamžitá opatření proti výskytu těchto případů v budoucnosti.

Ve druhém případě Banka Slovenije překročila limit centrální banky pro držbu mincí, jež jsou připisány na účet veřejného sektoru. Dne 15. února 2007 její průměrná denní držba mincí emitovaných veřejným sektorem a připisovaných na účet veřejného sektoru převýšila limit 10 % hodnoty mincí v oběhu stanovený článkem 6 nařízení Rady (ES) č. 3603/93. Tohoto dne hodnota mincí držených slovinskou centrální bankou a připisovaných na účet veřejného sektoru dosáhla výše 12,27 % hodnoty mincí v oběhu. Došlo k tomu v důsledku návratu velkého množství mincí do slovinské centrální banky v první polovině února 2007 poté, co se banky na podzim 2006 před přijetím eura mincemi předzásobily. Tato situace byla okamžitě napravena a od tohoto dne jsou ustanovení Smlouvy dodržována.

6.2 PORADNÍ FUNKCE

Článek 105 odst. 4 Smlouvy stanoví, že ECB je konzultována ve věci jakýchkoliv navrhovaných právních předpisů Společenství nebo vnitrostátních právních předpisů spadajících do oblasti působnosti Evropské centrální banky²⁰. Všechna stanoviska ECB jsou zveřejněna na jejích internetových stránkách.

V roce 2007 ECB přijala 43 stanovisek: 8 v reakci na konzultace ze strany institucí EU a 35 v reakci na konzultace ze strany vnitrostátních orgánů. V roce 2006 to bylo 62 konzultací. Seznam stanovisek přijatých v roce 2007 a na začátku roku 2008 je v příloze k této výroční zprávě.

Za zmínku stojí zejména následující stanoviska ECB vydaná na žádost Rady EU.

²⁰ Spojené království je vyňato z povinnosti konzultovat ECB na základě Protokolu o některých ustanovení týkajících se Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku, jenž je připojen ke Smlouvě (Úř.věst. C 191, 29.7. 1992, s. 18).

Vedle stanovisek přijatých v souladu s článkem 105 odst. 4 Smlouvy dne 5. července 2007 ECB vydala stanovisko²¹ v souladu s článkem 48 Smlouvy týkající se zahájení mezivládní konference, která vypracovala novou Lisabonskou smlouvu²². ECB zejména uvítala, že cenová stabilita a založení hospodářské a měnové unie, jejíž měnou je euro, patří k cílům EU a že měnová politika má být výslovně uvedena jako jedna z výhradních pravomocí EU (viz část 1.2 kapitoly 5). Poté, co byl 2. srpna 2007 zpřístupněn text návrhu nové Smlouvy, prezident ECB napsal dopis předsednictví mezivládní konference²³ s několika náměty ohledně institucionálního statutu ECB a ESCB.

Poté, co Rada zrušila výjimku týkající se Kypru a Malty, ECB přijala jednotné stanovisko²⁴ k návrhům Evropské komise na pozměnění nařízení Rady (ES) č. 974/98 o zavedení eura a nařízení Rady (ES) č. 2866/98 o přepočítacích koeficientech mezi eurem a měnami členských států přijímajících euro²⁵.

ECB byla konzultována ohledně návrhu směrnice Rady týkající se identifikace a určení evropských kritických infrastruktur²⁶, zaměřené na podporu koordinace v reakci na teroristické hrozby. ECB upozornila, že národní ustanovení, kterým se směrnice provádí, musí být slučitelná s pravomocemi centrálních bank v oblasti dohledu nad platebními systémy, systémů vypořádání obchodů s cennými papíry a clearingových institucí a že je třeba se vyhnout opakování práce již vykonané v této oblasti centrálními bankami. ECB rovněž zdůraznila, že seznam evropských kritických infrastruktur by měl být uchovávan v tajnosti.

Ve stanovisku k návrhu nařízení Rady, kterým se mění nařízení (ES) č. 1338/2001 o ochraně eura proti padělání²⁷, ECB připomněla, že trestní právo může výjimečně spadat do pravomoci Společenství, pokud je nezbytné zajistit účinnost práva Společenství. ECB upozornila, že ECB a jednotlivé národní centrální banky by měly v zásadě dostávat vzorky bankovek, i když jsou tyto zadrženy jako důkazy v trestním

řízení a že vlastní pravomoc ECB v souvislosti se zajištěním důvěryhodnosti eurobankovek dle článku 106 odst. 1 Smlouvy a článku 16 Statutu ESCB by měla být přesněji v tomto návrhu zohledněna. Pokud jde o postupy, které mají být definovány ECB a Evropskou komisí ohledně povinnosti ověřovat, že eurobankovky a euromince jsou kontrolovány z hlediska jejich pravosti, stanovisko upozornilo na to, že tyto instituce by měly stanovit termíny pro jejich provedení v rámci jednotlivých států.

ECB ve svém stanovisku k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterým se pozměňuje nařízení (ES) č. 322/97 o evropské statistice²⁸, uvítala uznání nutnosti úzké spolupráce Evropského statistického systému a ESCB na vývoji, výrobě a rozšíření evropské statistiky a ustanovení týkající se výměny důvěrných údajů mezi těmito organizacemi.

V červnu 2007 vydala společná pracovní skupina složená ze zástupců Evropské komise, Sekretariátu Rady EU a ECB zprávu o konzultacích ECB ohledně navrhovaných právních aktů Společenství. Pracovní skupina byla založena v návaznosti na návrh prezidenta ECB. Zpráva má za cíl zajistit urychlení vnitřních postupů ze strany všech zúčastněných institucí tak, aby ECB mohla být konzultována a dodávat svá stanoviska co nejrychleji v rámci legislativního procesu. Uznává závazek konzultovat ECB ohledně opatření druhé úrovně Lamfalussyho procesu²⁹ spadajících do oblasti působnosti ECB a objasňuje poradní pravomoc

21 CON/2007/20 z 5. července 2007, Úř. věst. C 160, 13.7.2007, s. 2.

22 Podrobnější informace viz část 1.2 kapitoly 5.

23 Tento dopis byl zveřejněn na internetových stránkách mezivládní konference i ECB.

24 CON/2007/19 z 5. července 2007, Úř. věst. C 160, 13.7.2007, s. 1.

25 viz část 2 kapitoly 3.

26 CON/2007/11 z 13.4.2007, Úř. věst. C 116, 26.7.2007, s. 1.

27 CON/2007/42 ze 17.12.2007, Úř. věst. C 27, 31.1.2008, s. 1.

28 CON/2007/35 z 14.11.2007, Úř. věst. C 291, 5.12.2007, s. 1.

29 Projekt Lamfalussy je čtyřúrovňový proces pro schvalování právních předpisů v oblasti cenných papírů, bankovníctví a pojišťovnictví. Více podrobností naleznete ve zprávě nazvané „Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets“ z 15. února 2001, která je k dispozici na internetových stránkách Evropské komise. Viz též Výroční zpráva ECB za rok 2003, s. 111.

ECB v oblasti obezřetnostního dohledu a finanční stability. Diskuze v rámci pracovní skupiny vedly ke společnému pochopení nutnosti spolupracovat ve prospěch legislativních procesů Společenství jako celku. Zpráva je odrazem společného chápání této problematiky členy pracovní skupiny a formálně nezavazuje instituce, v nichž tyto členové působí.

ECB byla nadále konzultována národními orgány v otázkách souvisejících s národními centrálními bankami, zejména změnami ve statutech německé, řecké, maďarské a rakouské národní centrální banky³⁰. ECB byla rovněž konzultována Českou republikou, Maďarskem, Portugalskem a Rumunskem v otázkách, které mohou mít vliv na nezávislost národních centrálních bank coby členů ESCB³¹.

V oblasti měnové politiky byla ECB konzultována Lotyšskem, Maltou, Polskem a Rumunskem v otázce režimu povinných minimálních rezerv³², a Kypr, Polskem a Slovinskem ohledně měnových záležitostí a platebních prostředků³³. ECB byla rovněž konzultována Rakouskem, Německem, Maďarskem a Rumunskem v oblasti statistiky³⁴.

Pokud jde o dohled, Bulharsko, Německo, Řecko, Itálie, Rakousko, Polsko a Rumunsko³⁵ konzultovaly ECB ohledně návrhů právní úpravy vztahující se k významným reformám rámce finančního dohledu a otázkám souvisejícím s finanční stabilitou. V tomto kontextu ve svých stanoviscích ohledně návrhu zákona, kterým se mění zákon o bankovníctví, zákon o spořitelnách, zákon o orgánech finančního dohledu a zákon o Oesterreichische Nationalbank zaměřený na další zlepšování rámce dohledu pro úvěrové instituce v Rakousku a posílení role národních centrálních bank, ECB v souladu se svými dřívějšími stanovisky v této oblasti zopakovala, že spolupráce orgánů bankovního dohledu a centrálních bank (včetně sdílení informací) je zásadní pro provádění makrobezpečnostního monitorování, dohledu nad platebními systémy a zajištění dalších tržních infrastruktur, které jsou klíčové pro hladké provádění měnové politiky. Zejména z hlediska finanční stability ECB zastává názor, že národní centrální banky by

rozhodně měly být zapojeny do řízení krizových situací finančního trhu.

V oblasti platebních a vypořádacích systémů byla ECB konzultována Nizozemskem, Maďarskem, Lotyšskem, Řeckem, Slovinskem, Rumunskem a Španělskem³⁶. V této oblasti si nizozemské ministerstvo financí vyžádalo stanovisko ECB ohledně návrhu zákona týkajícího se systematického dohledu nad společnostmi zajišťujícími zúčtování a vypořádání. ECB zopakovala svůj názor, že vzhledem k tomu, že platební systémy jsou vzájemně propojeny se systémy zúčtování a vypořádání cenných papírů, je zde silný argument pro to, aby národní centrální banka prováděla dohled jak nad platebními systémy, tak nad systémy zúčtování a vypořádání cenných papírů. Rovněž zopakovala své doporučení, aby dohledem nad platebními systémy včetně dohledu nad způsobem obchodování byla výslovně pověřena De Nederlandsche Bank, což by odpovídalo její účasti v Eurosystemu. ECB rovněž poukázala na to, že národní centrální banka jako orgán obezřetnostního a systémového dohledu by měla hrát roli při hodnocení toho, zda pravidla institucí provádějících zúčtování a vypořádání obsahují kritéria omezující přístup účastníků na jiném základě, než je riziko.

S ohledem na právní rámec pro zavedení eura byla ECB konzultována Kypr³⁷. Slovensko konzultovalo ECB ohledně návrhu právního předpisu, jehož cílem je usnadnit budoucí přijetí eura a kterým se mění zákon o Národní bance Slovenska a 27 jiných zákonů upravujících problematiku spadající do pravomoci ECB, které jsou relevantní z hlediska právní konvergence se Smlouvou a Statutem ESCB³⁸.

Od roku 2008 jsou informace o nejdůležitějších případech nesplnění povinnosti konzultovat ECB

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 a CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 a CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 a CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 a CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 a CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 a CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 a CON/2007/27.

37 CON/2007/1.

38 CON/2007/43.

ohledně návrhů národních právních předpisů a právních předpisů Společenství rovněž uváděny ve výroční zprávě. V roce 2007 došlo k šesti případům, kdy ECB nebyla konzultována. Tato povinnost nebyla splněna, když polské úřady opomenuly požádat ECB o její názor na návrh zákona o zveřejňování informací. Tento zákon měl stanovit některým osobám povinnost vykazovat činnosti z období let 1944 až 1990, které by bylo možné označit za kolaboraci se státními bezpečnostními službami. Některá ustanovení návrhu zákona se mohla dotýkat nezávislosti centrální banky a měnila některé aspekty institucionálního režimu národní centrální banky dle zákona o Polské národní bance (Narodowy Bank Polski) s důsledky pro členy řídicích orgánů a pracovníky této banky. Kdyby ECB byla v souvislosti s návrhem těchto právních předpisů konzultována, vznesla by významné námitky. ECB korespondovala s maršálkem Sejmu ohledně povinných konzultací, ale obdržela odpovědi zpochybňující pravomoc ECB nárokovat, aby s ní byla uvedena legislativa konzultována. Následně byla některá ustanovení zákona o zveřejňování informací, která byla významná pro ESCB, zneplatněna polským ústavním soudem.

Další případ nesplnění konzultační povinnosti nastal, když lotyšské úřady s ECB nekonzultovaly návrh právního předpisu o měnových otázkách, jak vyžaduje právo Společenství. Uvedený návrh, který byl schválen 18. prosince 2007, novelizoval nařízení vlády o užívání jména jednotné měny Evropské unie v lotyšském jazyce, jehož původní znění bylo přijato 26. července 2005 a také nebylo lotyšskými úřady konzultováno s ECB. Zatímco původní znění nařízení stanovilo, že název jednotné měny v lotyštině je „eiro“, nyní bylo toto ustanovení změněno tak, že ve všech lotyšských právních předpisech musí být používán název „euro“. Mimo právní předpisy se v Lotyšsku stále používá oficiální název „eiro“. Po přijetí nařízení v roce 2005 ECB 1. září 2005 napsala dopis lotyšskému ministru financí, v němž jasně uvedla, že v souladu s konzistentní judikaturou Evropského soudního dvora členské státy nesmějí přijímat právní předpisy ve věcech upravených přímo použitelnými

právními předpisy Společenství, a zdůraznila, že Společenství má výlučnou pravomoc přijímat právní předpisy o euru a jeho názvu.

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 2007 ECB nevykonávala žádné úkoly v oblasti správy operací. Na konci roku 2006 nevykazovala neuhrazený zůstatek a v průběhu roku 2007 nebyly zahájeny žádné nové operace.

6.4 SLUŽBY SPRÁVY REZERV EUROSYSTÉMU

V roce 2007 byl i nadále nabízen komplex služeb podle rámce vytvořeného v roce 2005 pro správu rezervních aktiv zákazníků Euro systému, která jsou denominována v eurech. Komplex služeb, který je k dispozici centrálním bankám, měnovým institucím a orgánům státní správy se sídlem mimo eurozónu a mezinárodním organizacím, je nabízen za harmonizovaných podmínek a v souladu se všeobecnými tržními standardy jednotlivými centrálními bankami Euro systému, které vystupují jako specializovaní poskytovatelé služeb Euro systému. ECB plní roli koordinátora celého procesu tím, že zajišťuje hladké fungování rámce. Počet zákazníků udržujících obchodní vztahy s Euro systémem zůstal v roce 2007 ve srovnání s rokem 2006 nezměněný. Pokud jde o samotné služby, došlo k malému zvýšení celkových hotovostních zůstatků zákazníků nebo držby cenných papírů. Euro systém provedl v roce 2007 průzkum mezi zákazníky, který potvrdil jejich celkovou spokojenost s rozsahem i kvalitou služeb dostupných podle rámce správy rezerv.



VSTUP KYPRU A MALTY DO EUROZÓNY

I HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ NA KYPRU A MALTĚ

Dne 10. července 2007 přijala Rada ECOFIN rozhodnutí, kterým povolila Kypru a Maltě zavést k 1. lednu 2008 jako měnu euro a rozšířit tak počet zemí eurozóny z 13 na 15. Rozhodnutí Rady vycházelo z konvergenčních zpráv zveřejněných ECB a Evropskou komisí v květnu 2007, po kterých následovala diskuze Rady EU ve složení hlav států či vlád, stanovisko Evropského parlamentu a návrh Evropské komise. Ve stejný den Rada ministrů hospodářství a financí přijala nařízení, kterým se stanoví neodvolatelné přepočítací koeficienty mezi kyperskou librou a maltskou lirou na jedné straně a eurem na straně druhé. Přepočítací koeficienty byly stanoveny na 0,585274 CYP a 0,429300 MTL k euru, což jsou hodnoty rovnající se centrální paritě odsouhlasené s účinností od 2. května 2005, kdy tyto měny vstoupily do ERM II. Kyperská libra se po celou dobu své účasti v ERM II pohybovala v blízkosti své centrální parity vůči euru, v silné části flukтуаčního pásma, zatímco maltská lira během stejného období zůstávala na své centrální paritě. Obě měny byly obchodovány velmi blízko těmto kurzům nebo v těchto kurzech v den stanovení přepočítacích koeficientů.

V posledních deseti letech byla inflace měřená HICP na Kypru i na Maltě poměrně mírná, pohybovala se většinou mezi 2 % a 3 % (viz tabulky 14 a 15). Tento poměrně příznivý inflační vývoj by měl být posuzován v kontextu dlouhodobě vázaných kurzových režimů. Na Kypru inflace měřená HICP dosahovala v letech 2000 a 2003 vyšší úroveň, což bylo zejména reakcí na silný nárůst cen energie a potravin i postupné nárůsty energetických spotřebních daní a sazby DPH z 10 % na 15 % v období let 2002-2003, což souviselo s harmonizací s EU. Na Maltě byly v letech 1997 a 1998 zaznamenány poněkud vyšší míry inflace měřené HICP, převážně díky poměrně silným nárůstům cen ubytování, stravování a dopravních služeb. V roce 2007 průměrná inflace měřená HICP činila 2,2 %, přičemž meziroční inflace se zvýšila z utlumené úrovně v první polovině roku na více než 3 % koncem roku 2007, což do značné míry odráží vývoj cen energií. Na Maltě v roce 2007 inflace měřená HICP byla v průměru nižší oproti roku 2006, což do značné míry odráží výrazný pokles cen energií ze zvýšené úrovně zaznamenané v předchozím roce i

Tabulka 14 Hlavní ekonomické ukazatele Kypru

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Růst reálného HDP	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Příspěvky k růstu reálného HDP: v procentních bodech</i>										
Domácí poptávka bez zásob	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Čistý vývoz	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
Inflace měřená HICP ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Náhrada na zaměstnance	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominální JMN celkem	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Deflátor dovozu zboží a služeb	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldo běžného a kapitálového účtu (v % HDP) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Celková zaměstnanost	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Míra nezaměstnanosti v % pracovní síly	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Hrubý dluh vládních institucí	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
3měsíční úroková sazba (v % p.a.) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Dlouhodobý výnos z 10letých státních dluhopisů (v % p.a.) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Směnný kurz vůči euru	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Zdroje: ECB a Eurostat.

1) Průměr hodnot za období.

2) Údaje za rok 2007 představují průměr za čtyři čtvrtletí do třetího čtvrtletí 2007.

3) Kyperská libra vůči euru.

Tabulka 15 Hlavní ekonomické ukazatele Malty

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Růst reálného HDP	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Příspěvky k růstu reálného HDP: v procentních bodech</i>										
Domácí poptávka bez zásob	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Čistý vývoz	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
Inflace měřená HICP ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Náhrada na zaměstnance	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominální JMN celkem	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Deflátor dovozu zboží a služeb	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Saldo běžného a kapitálového účtu (v % HDP) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Celková zaměstnanost	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Míra nezaměstnanosti v % pracovní síly	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Přebytek (+) / schodek (-) vládních institucí	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Hrubý dluh vládních institucí	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
3měsíční úroková sazba (v % p.a.) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Dlouhodobý výnos z 10letých státních dluhopisů (v % p.a.) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Směnný kurz vůči euru	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Zdroje: ECB a Eurostat.

1) Průměr hodnot za období.

2) Údaje za rok 2007 představují průměr za čtyři čtvrtletí do třetího čtvrtletí 2007.

3) Maltská lira vůči euru.

pokles cen ubytování. V druhé polovině roku 2007 se meziroční inflace stabilně zvyšovala a zastavila se v prosinci těsně nad hodnotou 3 %, což vyústilo v průměrnou inflaci za celý rok na úrovni 0,7 %. Jak na Kypru tak na Maltě ceny potravin v průběhu roku 2007 přispěly ke zvýšení inflace. Na Maltě toto zvýšení, které bylo patrné zejména během posledního čtvrtletí, rovněž odráželo zvýšení v dílčích indexech oděvů a obuvi a ubytování a stravování.

Vývoj inflace by měl být posuzován v kontextu solidního hospodářského růstu na Kypru v posledním desetiletí, zatímco růst na Maltě byl pomalejší. Na Kypru rostl reálný HDP na počátku desetiletí přibližně o 5 % a poté se jeho růst zmírnil na hodnoty okolo 2 % v letech 2002 a 2003, což odráželo slábnoucí turistickou poptávku. V posledních letech se růst reálného HDP znovu zrychlil na přibližně 4 % v souladu s obnovenou silou domácí poptávky. Na Maltě po období solidního hospodářského růstu do roku 2000 hospodářský růst výrazně zpomalil v důsledku slabé vnější poptávky, zvýšené konkurence na maltských exportních trzích a

probíhající restrukturalizace ve zpracovatelském průmyslu. Hospodářský růst se v posledních letech znovu zrychlil a dosahoval v průměru 3 % zejména díky domácí poptávce. Pokud jde o vnější vývoj, Kypr a Malta mají v posledních deseti letech v průměru schodek běžného a kapitálového účtu ve výši okolo 2 % HDP. V roce 2007 se schodek běžného a kapitálového účtu na Kypru zvýšil na 7,1 % HDP a na Maltě se snížil na 3,2 % HDP.

V minulém desetiletí podmínky na trhu práce zůstaly v obou zemích relativně stabilní. Na Kypru míra nezaměstnanosti kolísala mezi 3 % a 5 %, zatímco na Maltě se pohybovala okolo 7 %. Růst zaměstnanosti byl na Kypru poměrně silný a v období let 2003 až 2005 dosáhl téměř 4 %, zatímco zaměstnanost na Maltě se během tohoto období zvyšovala mírnějším tempem. V návaznosti na hospodářské oživení v posledních letech se však podmínky na trhu práce v obou zemích v průběhu roku 2007 zlepšily. Míra nezaměstnanosti vykazovala v obou zemích klesající trend a koncem roku 2007 činila na Kypru 3,9 % a na Maltě 5,8 %. Významný příliv zahraničních dělníků

včetně sezonních dělníků podporuje flexibilitu pracovních trhů v obou zemích.

Fiskální politika začala v posledních letech více podporovat dosažení cenové stability jak na Kypru tak na Maltě s tím, jak se jejich fiskální pozice výrazně zlepšily. Poměr schodku vládního sektoru k HDP začal v obou zemích v roce 2004 klesat z původně vysoké úrovně. Na Kypru se poměr schodku 6,5 % HDP v roce 2003 změnil v přebytek 1,5 % v roce 2007, zatímco na Maltě poměr schodku poklesl z 9,8 % HDP v roce 2003 na 1,6 % v roce 2007. V obou zemích bylo zlepšení situace v oblasti vládního rozpočtu převážně ovlivněno necyklickými faktory, i když dočasná opatření v nedávných letech hrála rovněž významnou

roli. Poměr dluhu vládního sektoru k HDP je v obou zemích vysoký, ale v posledních letech se snížil. Na Kypru poměr schodku k HDP poklesl z maxima 70,2 % v roce 2004 na 60 % v roce 2007, zatímco na Maltě poklesl za stejné období ze 72,7 % na 62,9 %. Na Maltě je potřeba pokračovat ve fiskální konsolidaci, pokud má země splnit svůj střednědobý cíl stanovený v Paktu stability a růstu. Kromě toho by v obou zemích měl být vytvořen dostatečný manévrovací prostor ve veřejných financích, aby bylo možné se vyrovnat s očekávaným zhoršením demografické situace, která pravděpodobně povede k vyšším veřejným výdajům souvisejícím se stárnutím obyvatelstva.

Box 10

STATISTICKÉ DŮSLEDKY ROZŠÍŘENÍ EUROZÓNY O KYPR A MALTU

Rozšíření eurozóny o Kypr a Maltu k 1. lednu 2008 je třetím 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 Kypru a Malty do eurozóny znamená, že rezidenti těchto zemí 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 kyperskými a maltskými rezidenty a ostatními rezidenty eurozóny.

K lednu 2008 musí tedy Kypr a Malta splňovat všechny statistické požadavky ECB, tj. musí poskytovat plně harmonizované a srovnatelné vnitrostátní údaje. Jelikož příprava nových statistik vyžaduje hodně času, začaly Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta (Central Bank of Malta) spolu s ECB s přípravami dlouho před vstupem Kypru a Malty do EU. Poté, co se Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta staly členy ESCB, zintenzivnily své přípravy na splnění požadavků ECB v oblasti měnové statistiky, bankovní statistiky, statistiky platební bilance, vládní finanční statistiky, statistiky finančních účtů a jiné finanční statistiky. V některých statistických oblastech byl vypracován s těmito dvěma zeměmi plán na zajištění postupného plnění všech požadavků ECB v oblasti statistiky v průběhu roku 2008. Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta musely dále uskutečnit potřebné přípravy na integraci kyperských a maltských úvěrových institucí do systému minimálních rezerv ECB a splnit příslušné statistické požadavky.

Pro vykazující subjekty a NCB ostatních zemí eurozóny rozšíření eurozóny znamenalo, že od ledna 2008 musí hlásit transakce (nebo toky) a pozice vůči rezidentům Kypru a Malty v rámci údajů za eurozónu, nikoliv jako transakce a pozice vůči nerezidentům eurozóny.

Kromě toho Kypr a Malta a ostatní země eurozóny musely poskytnout zpětné údaje v dostatečně podrobném geografickém a sektorovém členění alespoň od roku 2004, kdy Kypr a Malta vstoupily do EU.

Pokud jde o zveřejňování statistik pro eurozónu, poskytla ECB uživatelům on-line přístup ke dvěma souborům časových řad, přičemž jeden obsahuje údaje pro současnou eurozónu (tj. včetně Kypru a Malty) s co největší zpětnou platností a druhý propojuje různá složení eurozóny počínaje 11 zeměmi v roce 1999.

Měnová politika hrála na Kypru a Maltě významnou roli v procesu konvergence. Obě země mají dlouhodobou tradici vázaných kurzových režimů, která sahá až do šedesátých let. Kromě toho bylo zachovávaní cenové stability coby primárního cíle měnové politiky zakotveno roku 2002 v zákoně o kyperské centrální bance a zákoně o maltské centrální bance. Kyperská libra byla svázána s ECU v roce 1992 a s eurem v roce 1999 s fluktuacním pásmem $\pm 2,25\%$. Toto pásmo se rozšířilo v roce 2001 na $\pm 15\%$ v kontextu průběžné a postupné liberalizace kapitálových toků. Kyperská centrální banka však nevyužila širšího pásma a kurz se pohyboval v úzkém rozpětí. Maltská lira byla po většinu období následujícím po získání nezávislosti v roce 1964 svázána s měnovým košem, přičemž velká váha byla přidělena ECU/euru, libře šterlinků a americkému dolaru. Vzhledem k tomu, že euro bylo měnou s největší vahou v koši (představovalo 70 %), kurzové výkyvy liry vůči euru zůstaly poměrně omezené v letech předcházejících vstupu do ERM II. Jak kyperská libra, tak maltská lira vstoupily do ERM II dne 2. května 2005 a připojily se k němu se standardním fluktuacním pásmem $\pm 15\%$. V tu dobu maltské úřady rovněž vyhlásily jako unilaterální závazek svůj záměr udržet kurz liry na centrální paritě vůči euru.

Během roku 2007 se měnová politika centrálních bank Kypru a Malty nadále zaměřovala na dosažení cenové stability. Obě centrální banky poskytovaly podporu svým vázaným devizovým kurzům tím, že udržovaly své klíčové oficiální úrokové sazby nad sazbami ECB. Kyperská centrální banka ponechala svou základní nabídkovou sazbu nezměněnou na 4,5 % po většinu roku, zatímco maltská centrální banka zvýšila svou

centrální intervenční sazbu dvakrát, a to v lednu a květnu, o celkem 50 bazických bodů na 4,25 %. K vyrovnání oficiálních úrokových sazeb se sazbami ECB došlo 21. prosince 2007 na Kypru a 28. prosince 2007 na Maltě, čímž byl dokončen proces konvergence oficiálních úrokových sazeb. Úrokové sazby peněžního trhu na Kypru a na Maltě se pohybovaly zhruba v souladu s oficiálními úrokovými sazbami v těchto zemích, což vedlo k dokončení konvergence tržních úrokových sazeb v prosinci 2007. Dlouhodobé úrokové sazby se blížily úrovním v eurozóně již od počátku roku 2006. To odráželo důvěru trhu v celkový hospodářský vývoj v obou zemích a věrohodnost jejich měnové a kurzové politiky.

Po přijetí eura je hlavním politickým úkolem Kypru i Malty zajistit provádění vhodné národní hospodářské politiky pro zabezpečení vysokého stupně udržitelné konvergence. Pro obě země je zejména důležité pokračovat v udržitelném a věrohodném vývoji fiskální konsolidace založené na strukturálních opatřeních a zlepšit svou fiskální výkonnost výrazným snížením míry svého dluhu. Je rovněž důležité, aby udržely mírný růst mezd, který zohledňuje růst produktivity práce, podmínky na trhu práce a vývoj ve srovnatelných zemích. V obou zemích jsou v tomto ohledu klíčovými prvky posilování konkurence na trzích zboží a zlepšení ve fungování trhu práce. Například na Kypru by mechanismus indexace mezd a některých sociálních dávek (jako jsou přídatky na úhradu životních nákladů) měl být důkladně zrevidován s cílem snížit rizika spojená se setrvačností inflace. Na Maltě musí být pozornost věnována rovněž překonávání strukturálních omezení hospodářského růstu a tvorby pracovních míst, zejména podporováním růstu míry participace.

2 PRÁVNÍ ASPEKTY INTEGRACE KYPERSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A MALTSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY DO EUROSYSTÉMU

Podle čl. 122 odst. 2 Smlouvy ECB posoudila, zda jsou statuty kyperské centrální banky (Central Bank of Cyprus) a maltské centrální banky (Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta) a další příslušné kyperské a maltské právní předpisy v souladu s článkem 109 Smlouvy. ECB zhodnotila slučitelnost kyperských a maltských právních předpisů se Smlouvou a Statutem ESCB příznivě, jak je uvedeno v její Konvergenční zprávě o Kypru a Maltě zveřejněné v květnu 2007.

ECB, kyperská centrální banka a maltská centrální banka přijaly řadu právních aktů s cílem zajistit integraci kyperské centrální banky a maltské centrální banky do Eurosystemu k 1. lednu 2008. Právní rámec Eurosystemu byl přizpůsoben na základě rozhodnutí Rady ECOFIN ze dne 10. července 2007 týkajícího se zrušení výjimek pro Kypr a Maltu.¹ Zavedení eura na Kypru a Maltě a integrace jejich centrálních bank do Eurosystemu si také vyžádaly změny některých kyperských a maltských právních aktů.

V březnu 2007 byly statuty kyperské centrální banky a maltské centrální banky uvedeny do souladu s doporučeními uvedenými v Konvergenčních zprávách ECB z let 2004 a 2006. Kypr konzultoval s ECB tři návrhy změn statutu kyperské centrální banky. ECB přijala tři stanoviska, ve kterých navrhla změny², jež byly reflektovány v konečném znění statutu. V průběhu roku 2007 byla ECB také konzultována v souvislosti se změnami kyperských právních předpisů upravujících peněžní problematiku³.

Malta konzultovala s ECB dne 30. března 2006 návrhy změn statutu maltské centrální banky. ECB přijala stanovisko⁴, ve kterém navrhla řadu změn, které byly následně zohledněny při pozměnění statutu. Dne 21. listopadu 2006 maltská centrální banka rovněž konzultovala s ECB další změny statutu maltské centrální banky s cílem zohlednit doporučení obsažená v Konvergenční zprávě ECB z roku 2006. ECB přijala stanovisko⁵, které rovněž bylo reflektováno v konečném znění statutu

maltské centrální banky. Dne 28. května 2007 byla ECB také konzultována v souvislosti se změnami Směrnice č. 1 maltské centrální banky o povinných minimálních rezervách a přijala stanovisko k těmto změnám.⁶

Na základě rozhodnutí Rady ECOFIN ze dne 10. července 2007 došlo ke změnám v nařízení Rady (ES) č. 974/98, aby bylo možné zavést euro jako kyperskou měnu⁷ a maltskou měnu⁸ a k přijetí nařízení Rady (ES) č. 1135/2007⁹ a nařízení Rady (ES) č. 1134/2007¹⁰, kterým se mění nařízení (ES) č. 2866/98, kterým se stanoví neodvolatelně pevný směnný kurz kyperské libry a maltské liry vůči euru. Rada konzultovala s ECB návrhy obou těchto nařízení, ke kterým ECB přijala stanovisko.¹¹ ECB byla rovněž konzultována ohledně vnitrostátních právních předpisů upravujících přijetí eura jako kyperské a maltské měny.¹²

Co se týče právních příprav na integraci kyperské centrální banky a maltské centrální banky do Eurosystemu, přijala ECB nezbytné právní akty, které zajistily splacení zbývajících kapitálu a převod devizových rezerv do ECB

1 Rozhodnutí Rady 2007/503/ES ze dne 10. července 2007 v souladu s čl. 122 odst. 2 Smlouvy o přijetí jednotné měny Kyprem ke dni 1. ledna 2008, Úř. věst. L 186, 18.7.2007, s.29, a rozhodnutí Rady 2007/504/ES ze dne 10. července 2007 v souladu s čl. 122 odst. 2 Smlouvy o přijetí jednotné měny Maltou ke dni 1. ledna 2008, Úř. věst. L 186, 18.7.2007, s. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 a CON/2006/50.

3 NOC/2007/39 a CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2006/58.

6 CON/2007/16.

7 Nařízení Rady (ES) č. 835/2007 ze dne 10. července 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 974/98 o zavedení eura na Kypru, Úř. věst. L 186, 18.7.2007, s.1.

8 Nařízení Rady (ES) č. 836/2007 ze dne 10. července 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 974/98 o zavedení eura na Maltě, Úř. věst. L 186, 18.7.2007, s.3.

9 Nařízení Rady (ES) č. 1135/2007 ze dne 10. července 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 2866/98 o přepočítacím koeficientu k euru pro Kypr, Úř. věst. L 256, 2.10.07, s. 2.

10 Nařízení Rady (ES) č. 1134/2007 ze dne 10. července 2007, kterým se mění nařízení (ES) č. 2866/98 o přepočítacím koeficientu k euru pro Maltu, Úř. věst. L 256, 2.10.07, s. 1.

11 CON/2007/19, Úř. věst. C 160, 13.7.2007, s 1.

12 CON/2006/10 a CON/2007/1.

13 Rozhodnutí ECB/2007/22 ze dne 31. prosince 2007 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvku na rezervní fondy z rezerv Evropské centrální banky ze strany kyperské centrální banky a maltské centrální banky, Úř. věst. 28, 1.2.2008, s. 36.



oběma těmito centrálními bankami.¹³ Podle článku 27.1 statutu ESCB vydala Rada guvernérů doporučení o externích auditorech kyperské centrální banky¹⁴ a maltské centrální banky¹⁵ pro roční účetní závěrku počínaje účetním obdobím 2008. ECB také přezkoumala svůj právní rámec a zavedla nezbytné změny vyplývající z členství kyperské centrální banky a maltské centrální banky v Eurosystemu. Dále ECB přezkoumala kyperské a maltské právní předpisy, které zavádějí právní rámec Eurosystemu pro měnovou politiku a TARGET2. V důsledku toho se kyperské a maltské protistrany mohou účastnit operací Eurosystemu na volném trhu od 2. ledna 2008. ECB také přijala nařízení o přechodných ustanoveních pro uplatňování minimálních rezerv Evropskou centrální bankou po zavedení eura na Kypru a na Maltě.¹⁶ Také přestala platit dohoda o ERM II¹⁷ pro kyperskou centrální banku a maltskou centrální banku.

14 Doporučení ECB/2007/12 ze dne 15. listopadu 2007 Radě Evropské unie o externích auditorech kyperské centrální banky, Úř. věst. C 277, 20.11.2007, s. 1.

15 Doporučení ECB/2007/17 ze dne 29. listopadu 2007 Radě Evropské unie o externích auditorech maltské centrální banky, Úř. věst. C 304, 15.12.07, s. 1.

16 Nařízení ECB/2007/11 ze dne 9. listopadu 2007 o přechodných ustanoveních pro uplatňování minimálních rezerv Evropskou centrální bankou po zavedení eura na Kypru a na Maltě (ECB/2006/11), Úř. věst. L 300, 17.11.2007, s. 44.

17 Dohoda ze dne 14. prosince 2007 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 319, 29.12.2007, s.7.

3 PROVOZNÍ ASPEKTY INTEGRACE KYPERSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A MALTSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY DO EUROSYSTÉMU

Po rozhodnutí Rady ECOFIN ze dne 10. července 2007 o přijetí eura Kypru a Maltou k 1. lednu 2008 provedla ECB technické přípravy na plnou integraci kyperské centrální banky (Central Bank of Cyprus) a maltské centrální banky (Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta) do Eurosystemu. V souladu s ustanoveními Smlouvy se obě centrální banky připojily k Eurosystemu s přesně stejnými právy a povinnostmi jako NCB členských států EU, které euro již přijaly.

Technické přípravy na integraci kyperské a maltské centrální banky do Eurosystemu probíhaly v úzké spolupráci mezi ECB a kyperskou a maltskou centrální bankou a v případě potřeby i v mnohostranné spolupráci s 13 NCB eurozóny. Tyto přípravy 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 centrální banky bylo jejich součástí rozsáhlé testování nástrojů a postupů k provádění měnové politiky a devizových operací.

3.1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

V návaznosti na přijetí eura Kypru a Maltou k 1. lednu 2008 se začal na úvěrové instituce v těchto dvou zemích vztahovat systém povinných minimálních rezerv Eurosystemu. Protože však 1. leden 2008 připadl téměř doprostřed pravidelného udržovacího období Eurosystemu, které trvalo od 12. prosince 2007 do 15. ledna 2008, bylo nezbytné v průběhu tohoto období uplatnit přechodná ustanovení pro aplikaci povinných minimálních rezerv na Kypru a na Maltě. Přechodná opatření byla také zapotřebí k výpočtu základu pro stanovení povinných minimálních rezerv příslušných protistran. Seznam 215 kyperských a 22 maltských úvěrových institucí podléhajících požadavkům Eurosystemu na povinné minimální rezervy byl na internetových stránkách ECB poprvé zveřejněn 31. prosince 2007.

Přistoupení Kypru a Malty k eurozóně zvýšilo celkové povinné minimální rezervy

úvěrových institucí v eurozóně o méně než 1 % (1,1 mld. EUR v případě Kypru a 0,4 mld. EUR v případě Malty). Autonomní faktory likvidity v rozvahách těchto dvou centrálních bank snížily poptávku celého bankovního sektoru eurozóny po likviditě v průměru o 2,7 mld. EUR v období od 1. do 15. ledna 2008. Při výpočtu tohoto čísla jsou operace měnové politiky na stahování likvidity zahájené kyperskou centrální bankou a maltskou centrální bankou před vstupem do eurozóny, jejichž splatnost ve všech případech byla 4. ledna, rovněž považovány za autonomní faktory. V souladu s tím vstup Kypru a Malty do eurozóny při zohlednění povinných minimálních rezerv i autonomních faktorů snížil celkovou poptávku po likviditě v bankovním sektoru eurozóny o průměrně 1,2 mld. EUR, což se rovná 0,3 % celkové poptávky po likviditě.

Obecně tento přebytek likvidity ve výši 1,2 mld. EUR byl hladce přenesen prostřednictvím mezibankovního trhu do bank v jiných zemích eurozóny, takže mohl být využit pro naplnění povinných rezerv v těchto zemích. Do 15. ledna však kyperské protistrany zároveň využívaly vkladovou facilitu v denním průměrném objemu okolo 0,3 mld. EUR.

ECB zohlednila dopad na stav likvidity v eurozóně úpravou přidělovaných objemů likvidity v rámci svých hlavních refinančních operací již od operace, která byla vypořádána 28. prosince a jejíž splatnost nastala 4. ledna. Vzhledem k přebytku likvidity předložily na počátku roku 2008 protistrany z Kypru a Malty pouze zanedbatelný počet nabídek v rámci hlavních refinančních operací. Účastnily se však operací jemného doladění na stahování likvidity, které byly provedeny ve dnech 2. a 3. ledna, přičemž uložily v Eurosystemu 0,3 a 0,5 mld. EUR.

Při vstupu do eurozóny kyperská centrální banka a maltská centrální banka rovněž přijaly systém zajištění Eurosystemu. Kyperská centrální banka vykazovala aktiva ve výši 4,2 mld. EUR umístěná na Kypru a maltská centrální banka vykazovala aktiva ve výši 3,1 mld. EUR umístěná na Maltě,

kteřé byly způsobilé jako zajištění pro úvěřové operace Euro systému od 1. ledna 2008.

3.2 PODÍL NA ZÁKLADNÍM KAPITÁLU, REZERVÁCH A DEVIZOVÝCH REZERVÁCH ECB

Při vstupu do ESCB 1. května 2004 splatily kyperská centřální banka a maltská centřální banka 7 % svého podílu na upsaném základním kapitálu ECB jako příspěvek k provozním nákladům ECB. V souladu s čl. 49 statutu ESCB splatily kyperská centřální banka a maltská centřální banka zbývající část svého podílu na upsaném základním kapitálu 1. ledna 2008. Jejich celkové podíly činí v případě Kypru 7,2 mil. EUR a v případě Malty 3,6 mil. EUR, což odpovídá 0,1249 % a 0,0622 % upsaného základního kapitálu ECB ve výši 5,761 mld. EUR k 1. lednu 2008.

Na začátku roku 2008 v souladu s čl. 30 a 49.1 statutu ESCB převedly kyperská centřální banka a maltská centřální banka část devizových rezerv (v hodnotě odpovídající v případě Kypru 73,4 mil. EUR a v případě Malty 36,6 mil. EUR) do ECB. Jejich poměr k devizovým rezervám, které do ECB již převedly ostatní NCB zemí eurozóny, vycházel z podílu těchto zemí na upsaném základním kapitálu ECB. Z celkového příspěvku činilo 15 % zlato a 85 % aktiva v amerických dolarech. V návaznosti na precedens z roku 2007, kdy došlo k sloučení operačních činností Banky Slovenije a Banque centrale du Luxembourg pro řízení jejich podílu na devizových rezervách v ECB, kyperská centřální banka a maltská centřální banka se dohodly na sloučení svých operačních činností pro účely řízení svého podílu na devizových rezervách v ECB s Bank of Greece (v případě kyperské centřální banky) a s Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (v případě maltské centřální banky). V souvislosti s převodem devizových rezerv do ECB byla kyperské centřální bance a maltské centřální bance připsána pohledávka v eurech za ECB.

4 ZAVEDENÍ HOTOVOSTNÍHO EURA NA KYPRU A NA MALTĚ

Šest let po úspěšném zavedení eurobankovek a euromincí ve 12 zemích eurozóny a rok poté, co se k Eurosystemu připojilo Slovinsko, byly 1. ledna 2008 eurobankovky a euromince úspěšně zavedeny na Kypru a na Maltě. Po jednom měsíci, kdy bylo v platnosti dvojí oběživo, euro zcela nahradilo kyperskou libru a maltskou liru.

Stejně jako v předchozích případech zavedení hotovostního eura, i zde byla pro hladké zavedení eurobankovek a euromincí velmi důležitá včasná a důkladná příprava. Jak Kypr, tak Malta vytvořily plány zavedení hotovostního eura na národní úrovni dlouho před dnem, kdy k němu došlo. Tyto plány vycházely kromě jiného z právního rámce přijatého Radou guvernérů v červenci 2006 týkajícího se dohodnutých příprav přechodu na hotovostní euro a předzásobení a druhotného předzásobení eurobankovkami a euromincemi mimo eurozónu.

V návaznosti na rozhodnutí Rady ECOFIN ze dne 10. července 2007 o přijetí eura na Kypru a Maltě k 1. lednu 2008 získala kyperská centrální banka a maltská centrální banka při přípravě na zavedení hotovostního eura a poptávku po bankovkách v roce 2008 nárok na vypůjčování bankovek z Eurosystemu.

S cílem pokrýt požadavky na zavedení eura poskytl Eurosystem ze svých zásob kyperské centrální bance celkem 79,1 milionů eurobankovek v nominální hodnotě 1 730 mil. EUR a maltská centrální banka obdržela celkem 72 milionů bankovek v nominální hodnotě 1 566 mil. EUR. Z geografických a logistických důvodů provedly za Eurosystem fyzické doručení bankovek řecká, italská a portugalská centrální banka.

Pokud jde o euromince, příslušné úřady v obou zemích si zvolily možnost veřejného výběrového řízení na zajištění jejich požadovaného množství. V případě Kypru vyrobila 395 milionů euromincí v nominální hodnotě 100,3 mil. EUR finská státní mincovna, zatímco pro Maltu vyrazila 200 milionů euromincí

v nominální hodnotě 56,1 mil. EUR francouzská státní mincovna.

Kyperská centrální banka začala předzásobovat euromincemi úvěrové instituce dne 22. října 2007; předzásobování eurobankovkami začalo 19. listopadu 2007. Ve stejnou dobu bylo zahájeno i druhotné předzásobení maloobchodu a provozovatelů přístrojů pro příjem a výdej hotovosti. Rozsáhlé předzásobení euromincemi podpořilo zhruba 40 000 předem připravených sad euromincí, každá v hodnotě 172 EUR, které byly k dispozici obchodům a maloobchodním subjektům od 3. prosince 2007. Ke stejnému datu byl pro širokou veřejnost zahájen prodej 250 000 minisad, z nichž každá měla hodnotu 10 CYP.

Na Maltě začalo předzásobování euromincemi koncem září 2007, zatímco předzásobování eurobankovkami začalo koncem října. Druhotné předzásobení bankovkami a mincemi pro obchody a maloobchodní subjekty včetně distribuce předem připravených sad euromincí, z nichž každá byla v hodnotě 131 EUR, bylo zahájeno 1. prosince 2007. Široké veřejnosti byla od 10. prosince 2007 nabídnuta možnost zakoupit jednu ze 330 000 minisad v hodnotě 11,65 EUR.

Operace předzásobení a druhotného předzásobení v obou zemích, které přispěly k rozsáhlému rozšíření hotovostního eura před jeho zavedením, byly dokončeny podle plánu a byly klíčem k zajištění hladkého průběhu celého procesu. Přechod na hotovostní euro na Kypru a na Maltě rovněž usnadnila rychlá úprava bankomatů, které byly upraveny buď před dnem zavedení eura nebo během 1. ledna 2008. Kromě toho maloobchodní subjekty od prvního dne vracely drobné pouze v eurech.

V obou zemích bylo euro zavedeno do oběhu podle scénáře „velkého třesku“, tzn. eurobankovky a euromince byly fyzicky zavedeny ve stejnou dobu, kdy se euro stalo zákonným platidlem. Kyperská centrální banka a maltská centrální banka budou vyměňovat bankovky svých starých měn po dobu deseti let a mince po dobu dvou let.

V souvislosti se zavedením eura na Kypru a na Maltě vyměňovaly národní centrální banky eurozóny bankovky v kyperských librách a maltských lirách za euro v nominální hodnotě od prvního pracovního dne roku 2008 a budou v tom pokračovat do 29. února 2008 formou bezplatné služby.¹⁸ Vyměněná částka byla omezena na 1 000 EUR denně pro jakoukoliv danou stranu či transakci.

INFORMAČNÍ KAMPAŇ K ZAVEDENÍ EURA

V rámci příprav na zavedení eura na Kypru a na Maltě k 1. lednu 2008 ECB ve spolupráci s kyperskou centrální bankou a maltskou centrální bankou navrhla a realizovala rozsáhlé informační kampaně. Cílem těchto společných informačních kampaní bylo obeznámit veřejnost se vzhledem a ochrannými prvky eurobankovek a euromincí i s postupy přechodu na hotovostní euro. Obzvláštní pozornost byla věnována profesionálním zpracovatelům peněz a osobám se zrakovým postižením, pro které byla připravena speciální školení a materiály.

Logo „€ naše peníze“, které vychází z loga použitého při informačních kampaních k zavedení eurobankovek a euromincí v roce 2002, figurovalo ve všech komunikačních činnostech vztahujících se k přechodu na hotovostní euro na Kypru a na Maltě.

Společné informační kampaně uplatňovaly komunikační mix obsahující průzkumy veřejného mínění, publikace, tiskový a PR program a program partnerství i speciální internetové stránky věnované této problematice. V návaznosti na celoevropský kvalitativní průzkum provedený v roce 2006 byl při komunikaci o hotovostním euru využit silný lidský prvek. S cílem přiblížit euro lidem byly v informačních materiálech použity fotografie kyperských a maltských občanů v situacích, kdy manipulují s penězi. Kampaně rovněž zohlednily zkušenosti získané během informační eurokampaně ve Slovinsku, kde byly zkušenosti s použitým komunikačním mixem ověřeny průzkumem provedeným v únoru 2007.

ECB vyrobila a kyperská a maltská centrální banka distribuovaly téměř 1,8 milionu publikací v řečtině, maltštině, angličtině a turečtině. Každá domácnost na Kypru a na Maltě obdržela jeden z 560 000 informačních letáků pro veřejnost. Spolu s těmito letáky obdržely domácnosti na Kypru rovněž eurokalkulačku a dvě „eurobankovkové karty“ a domácnosti na Maltě obdržely dvě „karty pro převod na euro“. Jednalo se o karty rozměrů peněženky, na nichž byly dva obrázky, střídavě viditelné při náklonu karty. Na Maltě karty ukazovaly tabulku převodů standardních částek v eurech a maltských lirách a dvacetieurovou bankovku a její ochranné prvky. Na kyperských kartách byly zobrazeny bankovky v hodnotě 20 a 50 EUR a jejich ochranné prvky.

Zvláštní pozornost byla věnována občanům se zrakovým postižením. „Mluvicí eurokarta“, inovativní výrobek založený na principu narozeninových pohlednic hrajících melodii, obsahovala elektronický čip s nahraným třiminutovým zvukovým záznamem popisujícím hlavní prvky eura a místní postupy pro přechod na hotovostní euro.

Několik PR a tiskových akcí odstartovalo rozsáhlé mediální aktivity: bannery s eurotematikou na budovách kyperské a maltské centrální banky, eurokonference na Maltě s cílem podpořit dialog o hospodářských a praktických aspektech eura, přednáška pro akademickou obec na Kypru a oslavy zavedení eura 12. a 18. ledna 2008 na Maltě a Kypru. Pro kyperské a maltské novináře byl v září 2007 v ECB ve Frankfurtu zorganizován dvoudenní seminář s cílem poskytnout jim oficiální informace o organizaci, odpovědnostech a aktivitách ECB/Eurosystemu.

¹⁸ Článek 52 statutu ESCB vyžaduje, aby Rada guvernérů ECB přijala nezbytná opatření, která zajistí, aby bankovky v měnách, které jsou neodvolatelně svázané s eurem, vyměňovaly NCB v eurozóně v nominální hodnotě. Na základě toho Rada guvernérů dne 24. července 2006 přijala obecné zásady týkající se výměny takovýchto bankovek.



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 systému¹. Nejdůležitější činností je monitorování rizik ohrožujících finanční stabilitu a posuzování schopnosti finančního systému absorbovat šoky. Pozornost se soustřeďuje především na banky, protože banky jsou nadále primárními finančními zprostředkovateli a představují tedy také hlavní potenciální kanál pro šíření rizik ve finančním systému. Rostoucí význam finančních trhů a ostatních finančních institucí a jejich propojení s bankami zároveň znamená, že je nutné, aby ESCB monitoroval zranitelnost těchto prvků finančního systému.

CYKlický vývoj

Turbulence na mezinárodních finančních trzích ve druhé polovině roku 2007 vyvolaly řadu problémů souvisejících s finanční stabilitou v eurozóně. Hlavními událostmi, jejich vývojem a poučením plynoucím z této epizody se zabývají jiné části této zprávy (viz část 2 kapitoly 1) a řada dalších relevantních publikací ECB, zejména „Financial Stability Review“. I přes tyto turbulence zůstal finanční systém eurozóny v roce 2007 celkově zdravý a odolný. Jeho schopnost absorbovat šoky však byla ve druhé polovině roku podrobena po delší dobu těžké zkoušce. Zatímco makroekonomické podmínky byly po celý rok většinou příznivé pro finanční stabilitu, v případě příznivých podmínek na finančních trzích došlo v červenci a v srpnu k prudkému zvratu. Turbulence na finančních trzích, vyvolané prudkým růstem míry prodlení u splátek rizikových hypoték v USA, vedly

k přehodnocení úvěrového rizika na několika trzích a nakonec vyústily v narušení fungování hlavních finančních trhů.

Předtím než začaly turbulence, měl finanční systém eurozóny silnou finanční pozici díky tomu, že bankovní sektor po několika let – včetně prvního pololetí roku 2007 – vykazoval vysoké zisky. Bankovní systém měl tak k absorbování poruch vytvořen mohutný „polštář“. Zvýšení ziskovosti velkých bank v eurozóně v první polovině roku 2007 bylo zejména výsledkem silného růstu neúrokových výnosů, zatímco čistý úrokový výnos byl nadále pod tlakem vzhledem k ploché úrokové křivce, a to i přes mohutný, i když pozvolna klesající, růst úvěrů soukromému sektoru. K ziskovosti velkých bank v eurozóně přispěly i nadále nízké ztráty ze znehodnocení. Ve druhé polovině roku však byla ziskovost negativně ovlivněna přehodnocením úvěrového rizika a obtížnějšími tržními podmínkami pro financování likvidity. Tento negativní dopad byl zčásti důsledkem změn v oceňování rizikových a strukturovaných úvěrových cenných papírů, jakož i úvěrů využívajících pákový efekt. Turbulence na úvěrovém trhu měly vliv zejména na zdroje neúrokových výnosů bank, zatímco banky odkázané na velkoobchodní zdroje financování řešily také problémy spojené se zvyšováním svých zdrojů čistého úrokového výnosu.

Zatímco přetrvávající vysoká ziskovost v první polovině roku 2007 měla pozitivní vliv na kapitál bank, kapitálová přiměřenost se mírně snížila, protože rizikově vážená aktiva rostla rychleji než kapitálové základny bank. Ukazatel kapitálové přiměřenosti v první polovině roku 2007 přesto zůstal na úrovni, která pohodlně přesahovala minimální regulační požadavek. I přes nepříznivý vývoj ziskovosti ve druhé polovině roku není pravděpodobné, že přímé

¹ Od konce roku 2004 vydává ECB dvakrát za rok zprávu o stabilitě finančního systému eurozóny nazvanou „Financial Stability Review“. V roce 2007 publikovala také šesté vydání zprávy „EU banking sector stability“ a „EU banking structures“. Tyto publikace obsahují hlavní zjištění vyplývající z pravidelného monitorování struktury a stability bankovního sektoru, které provádí BSC, a jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

dopady turbulencí na finančních trzích budou mít významný vliv na ukazatel kapitálové přiměřenosti velkých bank v eurozóně za rok 2007, což naznačuje, že tyto banky si udržely dostatečně vysokou schopnost absorbovat šoky.

Kromě možných následků turbulencí na úvěrových trzích jsou rizika ohrožující v budoucnu bankovní systém eurozóny spojena zejména s možností nepříznivého vývoje úvěrového cyklu s negativními důsledky pro kvalitu aktiv bank a ztráty ze znehodnocení úvěrů. Možnost nepravidelnosti v odeznívání globální nerovnováhy je navíc nadále zdrojem střednědobého rizika pro finanční stabilitu na celém světě.

Finanční podmínky v pojišťovnictví se v první polovině roku 2007 v eurozóně nadále zlepšovaly, čímž se posílil trend pozorovaný od roku 2004. K tomuto zlepšení přispěl další růst pojistného, jakož i snižování nákladů a mírný vývoj ztrát. Ke zvýšení ziskovosti přispěly také rostoucí výnosy z investic díky příznivému vývoji na akciovém trhu v první polovině roku 2007. Určitá rizika však v sektoru pojišťoven přetrvávají a je možné, že se zvyšují. Riziko finančního trhu je pro pojišťovny stále jedním z největších rizik. Zdá se, že zatímco expozice pojišťoven vůči rizikovým hypotékám a strukturovaným úvěrovým produktům je omezená, sekundární efekty složitých podmínek na úvěrových trzích mohou vzbuzovat určité obavy. Rostoucí konkurence, zejména v segmentu neživotního pojištění, může znamenat další rizika, což by mohlo tlačit na snížení růstu pojistného.

V roce 2007 jako celku pokračoval růst globálního sektoru hedgeových fondů, ale vývoj čistého přílivu investic se v průběhu roku značně lišil. V první polovině roku byl čistý příliv investic velmi vysoký, a to i přes krátkou epizodu turbulencí na finančních trzích na přelomu února a března. Ve druhé polovině roku byl však čistý příliv investic do hedgeových fondů negativně ovlivněn turbulencemi na úvěrovém trhu a rozsáhlými ztrátami v srpnu, které měly dopad na veškeré investiční strategie



hedgeových fondů. Přesto dosahovaly výnosy sektoru hedgeových fondů jako celku do konce třetího čtvrtletí 2007 kladných hodnot.

STRUKTURÁLNÍ VÝVOJ

Strukturální změny v bankovníctví, ke kterým obvykle dochází v průběhu dlouhých období, mohou mít závažné důsledky pro stabilitu finančního systému. V roce 2007 pokračoval základní dlouhodobý trend konsolidace a zprostředkování. Struktura bankovních trhů byla v jednotlivých členských státech EU nadále značně odlišná.

Konsolidační proces, projevující se v poklesu počtu úvěrových institucí, celkově pokračoval, i když pomalejším tempem. Na konci roku 2006 byl počet úvěrových institucí v EU 25 o 2 % nižší než v roce 2005. Bankovní zprostředkování, měřené celkovými bankovními aktivy, přitom nadále rostlo rychleji než nominální HDP. Kombinace klesajícího počtu úvěrových institucí a růstu bankovních aktiv naznačuje, že se zvyšuje význam větších institucí.

Pokles počtu úvěrových institucí byl úzce spojen s aktivitou v oblasti fúzí a akvizic (M&A), zejména vnitrostátních, v rámci bankovního sektoru EU. Klesající trend v počtu M&A transakcí, pozorovaný od roku 2000,

přítom v roce 2007 pokračoval. Výjimkou z tohoto trendu jsou přeshraniční obchody mezi úvěrovými institucemi v rámci EU a mimo EU, které se zvýšily, a to zejména v posledních dvou letech. Hodnota fúzí a akvizic však v roce 2007 vzrostla, především díky velkým vnitrostátním obchodům v některých členských státech. Akvizicí ABN Amro konsorciem Royal Bank of Scotland, Santander and Fortis dosáhly přeshraniční obchody v EU nového měřítka. Ukazuje se tak, že od roku 2004 se každoročně uskutečnil relativně malý počet velkých obchodů.

Pokud jde o distribuční kanály používané v retailovém bankovníctví, lze v poslední době zaznamenat řadu změn. Síť poboček se mění z hlediska umístění i z hlediska služeb tak, aby byly efektivnější a lépe integrované do nových distribučních kanálů používaných úvěrovými institucemi. Kromě toho se rychle rozvíjejí elektronické kanály, a to nejen za účelem poskytování informací a transakčních služeb, ale také za účelem propagace a prodeje bankovních produktů. Ve snaze čelit tvrdé konkurenci v oblasti spotřebitelských úvěrů banky také rozšiřují spolupráci se třetími stranami, jako např. s maloobchodníky, finančními společnostmi a finančními zprostředkovateli/ poskytovateli služeb. Tento vývoj, a zejména stále širší využívání elektronických kanálů, by mohl představovat různé typy rizika, jako např. operační, reputační, likviditní, právní a strategické riziko. Dosud však nebyly zaznamenány žádné závažnější obavy o finanční stabilitu, neboť elektronické kanály mají pro většinu bank dosud omezený význam.

1.2 OPATŘENÍ V OBLASTI FINANČNÍ STABILITY

Hlavní události týkající se opatření v oblasti finanční stability v roce 2007 navazovaly na zjištění simulačního cvičení finanční krize na úrovni celé EU, které se konalo v dubnu 2006². *Ad hoc* pracovní skupina pro opatření v oblasti finanční stability EU Hospodářského a finančního výboru (EFC), která byla pověřena vyhodnocením klíčových problémů

vyplývajících z tohoto cvičení a ve které byla ECB zastoupena, předložila závěrečnou zprávu v září 2007. Tato zpráva obsahovala řadu doporučení, která EFC následně schválil. V průběhu diskuze ECB zdůraznila, že pozornost by se měla soustředit zejména na prevenci finančních krizí. Zároveň by se však neměly zanedbávat relevantní problémy související s řízením krizí, pokud k nim dojde, a s jejich konečným řešením. V rámci těchto snah vytvořil BSC ve spolupráci s Výborem evropských bankovních dohledů (CEBS) společný analytický rámec za účelem hodnocení systémových implikací finanční krize tak, aby existovala společná řeč pro diskuzi mezi orgány dohledu v členských státech zasazených přeshraniční finanční krizí. To umožní příslušným národním orgánům efektivněji řešit dopad krize na jejich domácí finanční systém a reálnou ekonomiku.

Na základě doporučení EFC schválila Rada ECOFIN v říjnu 2007 strategický plán zaměřený na posílení opatření EU v oblasti finanční stability jak na úrovni EU, tak na národní úrovni. Jako první krok Rada schválila soubor společných zásad pro řízení přeshraniční finanční krize, které budou součástí Dohody o spolupráci mezi centrálními bankami, orgány dohledu a ministerstvy financí členských států EU (Memorandum of Understanding - MoU), které má být podepsáno na jaře 2008, jakožto rozšíření MoU EU podepsané v roce 2005. Rozšířené MoU bude rovněž zahrnovat výše uvedený společný analytický rámec. Dále bude obsahovat praktická pravidla pro řízení krize, která odrážejí všeobecné pochopení opatření, jež je třeba přijmout v případě přeshraniční krize. Rada ECOFIN také vyzvala členské státy, které sdílejí obavy o finanční stabilitu, aby připravily a podepsaly „dohody o dobrovolné spolupráci“, které jsou konzistentní s rozšířeným MoU na úrovni EU a opírají se o přeshraniční opatření k prevenci krizí v oblasti dohledu. Evropská komise byla vyzvána, aby

2 Toto cvičení organizoval Hospodářský a finanční výbor za účelem testování Dohody o spolupráci mezi orgány bankovního dohledu, centrálními bankami a ministerstvy financí v případech finanční krize. Podrobněji viz Výroční zprávu ECB 2006, s. 138-139.

v těsné spolupráci s členskými státy zvážila možnosti rozšíření, a kde je to nutné, navrhla regulační změny, týkající se zejména výměny informací, přeshraničního převodu aktiv, likvidace bankovních skupin a opatření v oblasti systémů pojištění vkladů. Evropská komise již reviduje směrnici č. 2001/24/ES o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí. Přihlíží přitom k technickému vkladu ECB a jejím cílem je předložit v roce 2008 návrhy na další zlepšování opatření k řešení a řízení krizí bankovních skupin v EU.

2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED

2.1 OBECNÉ OTÁZKY

Zajištění účinnosti a efektivnosti regulatorního a dohledového rámce EU pro finanční služby bylo v posledních letech hlavní prioritou. Lamfalussyho rámec³ pro finanční regulaci a dohled, který byl v sektoru cenných papírů zaveden v roce 2002 a rozšířen na bankovní a pojišťovací sektor v roce 2005, byl koncipován tak, aby vytvořil v tomto směru odpovídající institucionální uspořádání.

Pokrok dosažený v oblasti konvergence a spolupráce podle Lamfalussyho rámce byl podrobně sledován. První úplné hodnocení Lamfalussyho rámce pro finanční regulaci a dohled ve všech finančních sektorech bylo provedeno ve druhém pololetí roku 2007. Závěry tohoto hodnocení schválila Rada ECOFIN na svém zasedání 4. prosince 2007. Toto hodnocení čerpalo z posudků různých institucí EU, včetně Evropské komise, Meziinstitucionální monitorovací skupiny (the Inter-Institutional Monitoring Group - IIMG), Výboru pro finanční služby (the Financial Services Committee - FSC) a Evropského parlamentu. Eurosystem, který aktivně podporuje projekt Lamfalussy od jeho přijetí a pečlivě sleduje jeho vývoj jako součást svého úkolu přispívat k hladkému provádění politiky v souvislosti s obezřetnostním dohledem nad úvěrovými institucemi a stabilitou finančního systému, publikoval svůj příspěvek 20. listopadu 2007.

V tomto příspěvku Eurosystem uvedl, že vývoj na trhu – zejména pokrok v bankovní integraci, rostoucí význam bankovních skupin v EU s důležitými přeshraničními aktivitami a zvyšující se centralizace obchodních funkcí – podtrhuje nutnost podpory přeshraniční konvergence a spolupráce v oblasti dohledu nad bankami v EU. Tak by bylo zajištěno efektivní monitorování přeshraničních finančních rizik a reakce na ně a zároveň by došlo k racionálnímu propojení dohledů a k vytvoření rovných podmínek pro účastníky trhu. K dosažení těchto cílů je třeba zlepšit každý krok v procesu regulace a dohledu.

Podle Eurosystemu je dále nutné zvýšit úlohu CEBS v institucionálním uspořádání EU a zdůraznit odpovědnost členů CEBS při podpoře konvergence a spolupráce v rámci EU. Zároveň je nutné jasněji specifikovat cíle politiky EU. Pokud jde o regulatorní rámec, Eurosystem považuje za nutné další sblížení bankovní legislativy EU. Hlavní prioritou v oblasti spolupráce mezi domovskými a hostitelskými orgány dohledu bude efektivní každodenní implementace zdokonaleného regulatorního rámce podle směrnice o kapitálových požadavcích (CRD)⁴, je však třeba zvážit další upřesnění. Dohodám o spolupráci mezi domovským a hostitelským dohledem v případě zahraničních poboček je v tomto kontextu třeba věnovat zvláštní pozornost, zejména s ohledem na to, aby byla zajištěna dostatečná angažovanost hostitelské země, jestliže se jedná o velké zahraniční pobočky. V zájmu urychlení konvergence požadavků dohledu Eurosystem zdůrazňuje význam zdokonalených rozhodovacích procesů pro CEBS spolu s uplatňováním principu „dodržuj nebo vysvětli“ (comply-or-explain basis) a efektivního zveřejňování informací dohledu a „peer review“. Nedávno bylo přijato několik opatření, která mají podpořit sblížení postupů dohledu. Tato opatření se týkají zejména důsledného každodenního uplatňování standardů a pokynů CEBS, „operativního budování kontaktů“ v rámci „kolegií orgánů dohledu“ odpovědných za bankovní skupiny v EU, zadávání úkolů

3 Projekt Lamfalussy je čtyřúrovňový proces. Na první úrovni se stanoví základní principy legislativy normálním legislativním postupem: spolurozhodovací proces Evropského parlamentu a Rady EU, které jednají na základě návrhu Evropské komise. Na druhé úrovni jsou ve zkráceném řízení přijímána a pozměňována opatření za účelem implementace legislativy první úrovně. Třetí úroveň souvisí s činností výborů třetí úrovně, která má posílit konvergenci a spolupráci orgánů dohledu. Čtvrtou úroveň tvoří opatření Komise zaměřená na přísnější prosazování práva EU. Další podrobnosti 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.

4 Tato směrnice zahrnuje dvě přepracované směrnice ze 14. června 2006: směrnice č. 2006/48/ES o přístupu k činnosti úvěrových institucí a jejím výkonu a směrnice č. 2006/49/ES o kapitálové příměšnosti obchodníků s cennými papíry a úvěrových institucí.

a zprostředkování mezi orgány dohledu, a také snahy zvýšit celkovou kulturu dohledu. Eurosystem považuje za důležité, aby tato opatření byla v následujícím období účinně uplatňována a dále rozvíjena.

2.2 BANKOVNICTVÍ

ECB ve spolupráci s BSC se zabývá řízením rizika likvidity bank. Zpráva o řízení rizika likvidity v přeshraničních bankovních skupinách v EU byla dokončena v prvním čtvrtletí 2007 a přispěla právě včas k regulatorní činnosti Evropské komise v oblasti rizika likvidity. Zpráva byla předložena také Basilejskému výboru pro bankovní dohled a CEBS jako příspěvek k jejich aktivitám v této oblasti.

Zjednodušená verze této zprávy byla vydána v říjnu 2007 jako zvláštní článek ve zprávě ECB o bankovních strukturách. Zabývá se otázkami regulace likvidity a vývojem organizace řízení rizika likvidity přeshraničně působících bank, jakož i možnými důsledky pro finanční stabilitu. Hlavní poznatky této zprávy lze shrnout následujícím způsobem. Za prvé, přeshraničně působící banky se nedomnívají, že by fragmentace regulace rizika likvidity v EU znamenala nepřiměřená omezení řízení likvidity uvnitř skupiny operující přes hranice. Banky však naznačily, že ostatní předpisy týkající se dohod mezi domovským a hostitelským dohledem a limity pro velkou angažovanost mohou představovat potenciální překážky efektivního řízení rizika likvidity. Za druhé, i když přeshraničně působící banky uznávají prospěšnost iniciativy centrálních bank, která má řešit problémy spojené s mezinárodními toky likvidity a přeshraničním využíváním zajištění, uvádějí, že v oblasti sdružování likvidity a přeshraničního využívání zajištění mohou stále existovat určité překážky. Za třetí, i přes trvající rozdíly v řízení rizika likvidity přeshraničně působících bank byl potvrzen trend směřující k centralizaci strategie a postupů při řízení likvidity a k decentralizaci každodenního řízení likvidity. Za čtvrté, sofistikované metody interního řízení rizika

likvidity se dosud příliš nevyužívají, avšak větší banky, které takové metody vytvořily, by je rády využívaly také pro regulatorní účely. Naproti tomu menší banky v současné době používají regulatorní ukazatele likvidity také pro účely vnitřního řízení. Podle bank má na řízení rizika likvidity bank největší vliv zkrácení časového horizontu pro platební závazky bank, větší využití tržních a potenciálně volatilnějších zdrojů financování a rostoucí potřeba kvalitního zajištění.

ECB ve spolupráci s BSC se bude touto důležitou oblastí zabývat i v budoucnu. BSC bude v této souvislosti analyzovat současnou praxi v oblasti zátěžového testování rizika likvidity bank v EU a pohotovostních plánů financování.

V ECB pokračuje také zkoumání potenciálních procyklických dopadů směrnice o kapitálových požadavcích (CRD). Podle této směrnice byla Evropská komise ve spolupráci s členskými státy a s přihlédnutím k příspěvku ECB pověřena, aby periodicky sledovala, zda minimální kapitálové požadavky nemají významný vliv na hospodářský cyklus, a aby navrhla opravná opatření v případě, že k tomu dojde. Za tímto účelem vytváří BSC a CEBS společně analytický rámec pro hodnocení potenciálního procyklického vlivu nového kapitálového konceptu.

2.3 CENNÉ PAPIŘY

ECB přispěla k regulatorní činnosti EU v oblasti cenných papírů svou účastí v Evropském výboru pro cenné papíry. ECB se také účastnila jako pozorovatel činnosti Evropské expertní skupiny pro trh cenných papírů (the European Securities Market Expert Group - ESME), kterou Evropská komise ustavila jako poradní orgán pro sektor cenných papírů.

Obecně se pozornost veřejných orgánů v roce 2007 soustředila na to, zda členské státy správně implementují směrnici o trzích s finančními nástroji a směrnici

o transparentnosti, a na posouzení nutnosti dalších regulačních zásahů.

Přesněji řečeno, ECB se na mezinárodních a evropských fórech aktivně účastnila debaty o možných regulačních opatřeních v oblasti hedgeových fondů vzhledem k jejich rostoucí roli ve finančním systému a k možným implikacím pro finanční stabilitu. V návaznosti na zprávu o institucích s vysokým podílem cizích zdrojů, kterou vypracovalo Fórum pro finanční stabilitu (FSF), byl potvrzen mezinárodní konsensus ohledně převažujícího nepřímého regulačního postupu, založeného na pečlivé kontrole hedgeových fondů jejich protistranami – hlavně bankami – a investory. ECB plně podporuje nepřímý postup spolu s prováděním nejlepší praxe účastníky trhu. FSF podrobně sleduje realizaci svých doporučení orgánům dohledu, protistranám, investorům a sektoru hedgeových fondů a podalo již zprávu o pokroku dosaženém v této oblasti guvernerům a ministrům financí G10.

3 FINANČNÍ INTEGRACE

Eurosystem má velký zájem na finanční integraci v Evropě, neboť dobře integrovaný finanční systém podporuje plynulou a efektivní transmisí měnověpolitických impulzů v eurozóně a má vliv na úkol Eurosystemu zachovat finanční stabilitu. Finanční integrace také napomáhá efektivnímu a 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.

Eurosystem rozlišuje čtyři typy činností, jimiž přispívá k podpoře 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 regulační rámec finančního systému a přímá tvorba pravidel a iv) poskytování služeb centrální banky, které rovněž podporují finanční integraci. V roce 2007 ECB pokračovala v činnosti ve všech čtyřech oblastech.

ZYŠOVÁNÍ POVĚDOMÍ O FINANČNÍ INTEGRACI A JEJÍ MONITOROVÁNÍ

V březnu 2007 ECB vydala novou výroční publikaci s názvem „Finanční integrace v Evropě“. Hlavním cílem této zprávy je přispět k prohloubení evropské finanční integrace a zvýšit povědomí veřejnosti o úloze Eurosystemu při podpoře tohoto integračního procesu. Zpráva je rozdělena do tří kapitol. První kapitola uvádí hodnocení stavu finanční integrace v eurozóně. Toto hodnocení je založeno na souboru kvantitativních ukazatelů (s podrobným rozpracováním ve statistické příloze), které pokrývají mnoho důležitých aspektů finančního systému (např. peněžní, dluhopisové, akciové a bankovní trhy a tržní infrastrukturu). Tyto ukazatele jsou zveřejňovány dvakrát za rok na internetových stránkách ECB a jednou ročně v této nové zprávě. Druhá kapitola nazvaná „Tematické články“ obsahuje hluboké analýzy vybraných problémů. Témata jsou obvykle volena podle důležitosti pro program finanční integrace EU a podle významu pro plnění úkolů ECB. Druhá kapitola této zprávy se

zabývá následujícími tématy: „měnová politika a finanční integrace“, „posilování rámce EU pro přeshraničně působící banky“ a „iniciativa jednotné oblasti pro platby v eurech (SEPA) a její implikace pro finanční integraci“. Třetí kapitola pak uvádí, jak Eurosystem v průběhu minulého kalendářního roku přispíval k větší integraci a rozvoji finančních trhů v Evropě.

ECB se v roce 2007 nadále účastnila výzkumného 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. Tématy deváté konference, kterou pořádala irská centrální banka (the Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) ve dnech 8.-9. října 2007 v Dublinu, byly „Správa aktiv, společnosti typu „private equity“ a mezinárodní kapitálové toky: jejich role v oblasti finanční integrace a efektivity“. V rámci tohoto programu ECB každoročně nabízí pět studijních pobytů („Lamfalussy Fellowships“), určených pro mladé výzkumné pracovníky. Vzhledem k tomu, že se očekává, že finanční integrace bude mít vliv na vývoj finančních systémů a na hospodářský růst, je činnost ECB v oblasti finanční integrace úzce spjata s širší analýzou faktorů podporujících náležité fungování finančních systémů. Práce v této oblasti pokračovaly i v roce 2007 a jejich cílem bylo vytvořit koncepční rámec pro hodnocení vývoje finančního systému.

KATALYZÁTOR ČINNOSTI 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.

V roce 2007 ECB nadále podporovala projekt SEPA. Realizace tohoto projektu vstoupila v roce 2007 do nejdůležitější fáze, během které se připravovalo spuštění SEPA v lednu 2008. Eurosystem posiloval svou roli katalyzátoru tím,

že vedl stálý dialog s bankami a dalšími zainteresovanými subjekty a také intenzivnější koordinací s Evropskou komisí. V červenci 2007 Eurosystem informoval o svém postoji k relevantním tématům v páté zprávě o postupu realizace projektu SEPA. Tato zpráva se zabývá stavem nástrojů a infrastruktur SEPA a příslušnými doporučeními, informuje o názorech Eurosystemu na realizační opatření a migraci na SEPA a dále se zabývá právním rámcem SEPA a způsobem řízení souvisejících systémů a rámců. Eurosystem úzce spolupracoval s Evropskou komisí, zejména při podpoře schvalování směrnice o platebních službách (PSD)⁵. Tuto směrnici schválil 24. dubna 2007 Evropský parlament a 15. října 2007 Rada EU. ECB a Komise vydaly společné prohlášení, které uvítalo schválení PSD jako rozhodující krok na cestě k realizaci SEPA. V souvislosti s realizačním procesem SEPA se národní centrální banky přímo účastní práce národních orgánů odpovědných za přechod na SEPA. Na evropské úrovni poskytla ECB analytický rámec, který umožňoval srovnání jednotlivých národních realizačních plánů. Eurosystem zorganizoval několik diskuzních fór, aby usnadnil otevřený dialog s bankami, uživateli a poskytovateli infrastruktur a podpořil podobnou iniciativu bank a Evropské komise. Eurosystem poskytoval informace všem zainteresovaným subjektům prostřednictvím brožur a na internetových stránkách ECB a národních centrálních bank (NCB). K dispozici je také adresář odkazů, který shromažďuje informace týkající se SEPA.

Systémy karet pro platby v eurech v Evropě měly vyhovovat požadavkům rámce SEPA pro platební karty od začátku roku 2008 a systém bezhotovostních převodů SEPA byl spuštěn 28. ledna 2008. U příležitosti této významné události uspořádala ECB, Evropská komise a Evropská rada pro platby dne 28. ledna 2008 slavnost pro významné účastníky SEPA a tisk.

ECB podporuje iniciativu STEP (Short-Term European Paper) od jejího zahájení v roce 2001. Po úspěšném spuštění trhu STEP

v červenci 2006 Eurosystem nadále přispíval k této iniciativě zejména ve dvou oblastech. Za prvé, ECB a devět národních centrálních bank budou do června 2008 poskytovat technickou pomoc sekretariátu STEP při udělování značky STEP. Konečnou zodpovědnost za udělování a odnímání značky STEP však má sekretariát STEP. Za druhé, ECB bude na svých internetových stránkách pravidelně zveřejňovat statistiku výnosů a objemů emisí na trhu STEP. Očekává se, že statistika STEP bude hrát důležitou roli při podpoře integrace tohoto trhu, neboť přispěje ke zvýšení jeho transparentnosti. Od září 2006 ECB publikuje statistiku STEP o měsíčních stavech obchodů a od dubna 2007 zveřejňuje denní statistiku STEP o výnosech emisí s údaji za vybrané poskytovatele dat. Zveřejňování denní statistiky za všechny poskytovatele údajů je plánováno od roku 2008.

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 vývoje měnové politiky a připravovaných iniciativ.

Aktivita týkající se rámce EU v oblasti finančního dohledu se v roce 2007 soustředila na rozsáhlou revizi Lamfalussyho rámce, na niž se Eurosystem podílel (viz část 2 této kapitoly). Jako součást své poradní role podle čl. 105 odst. 4 Smlouvy poskytuje ECB pravidelně poradenství ohledně návrhů Komise pro právní předpisy druhé úrovně (viz také část 2).

ECB pokračovala ve své práci na integraci evropského hypotečního trhu v návaznosti na příspěvek Eurosystemu k Zelené knize Evropské komise na toto téma na konci roku 2005. ECB věnuje velkou pozornost další integraci a rozvoji hypotečních trhů z několika důvodů. Hypoteční trhy jsou důležité pro transmissi měnové politiky v eurozóně a mohou významně ovlivňovat

⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/64/ES ze dne 13. listopadu 2007 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a 2006/48/ES a ruší směrnice 97/5/ES (Úř. věst. L 319, 05.12.07, s. 1).



finanční stabilitu. Hypoteční cenné papíry navíc hrají určitou roli při provádění měnové politiky prostřednictvím rámce Eurosystemu pro způsobilá zajištění. Po diskuzi o Zelené knize vydala Evropská komise 18. prosince 2007 Bílou knihu. ECB napomáhá integraci v této oblasti tím, že se účastní práce různých expertních skupin Komise a Odborné skupiny právníků pro evropské finanční trhy (European Financial Markets Lawyers Group - EFMLG). Dne 7. května 2007 EFMLG vydala zprávu o právních překážkách přeshraniční sekuritizace v EU⁶.

ECB poskytla poradenství v otázkách integrace systémů vypořádání cenných papírů a platebních systémů. Zapojila se zejména do prací týkajících se „Kodexu chování pro zúčtování a vypořádání“ (Code of Conduct for Clearing and Settlement). Tento kodex má zejména umožnit, aby si uživatelé mohli svobodně zvolit poskytovatele služeb na každém článku transakčního řetězce. Proto kodex obsahuje závazky ve třech oblastech: cenová transparentnost, přístupnost a interoperabilita, oddělení služeb a oddělení účetnictví. Vzhledem k tomu, že tento kodex je samoregulační nástroj, byl vytvořen přísný monitorovací mechanismus, který má zajistit, aby veškerá opatření byla provedena správně a včas. Mechanismus se v principu opírá o externí auditory a *ad hoc* monitorovací skupinu, kterou tvoří Evropská komise, Výbor evropských regulátorů cenných papírů a ECB. 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. Odstranění prvního souboru překážek se řeší v kontextu Expertní skupiny pro poradenství a monitorování vypořádání obchodů s cennými papíry (CESAME). Fiskální překážky řeší Expertní skupina pro dodržování zásad řádného jednání (Fiscal Compliance Expert Group), zatímco Odborná skupina pro právní jistotu (Legal Certainty Group) se zabývá právními překážkami. ECB se nadále účastnila práce CESAME a Odborné skupiny pro právní jistotu. ECB se také nadále podílela na některých činnostech, které jsou v této oblasti prováděny na celosvětové úrovni (např. Mezinárodním institutem pro unifikaci soukromého práva - UNIDROIT) s tím, že je třeba zajistit, aby iniciativy EU v oblasti zúčtování a vypořádání cenných papírů doplňovaly postupy vypracované mezinárodními institucemi a byly s nimi konzistentní.

Článek 65 odst. 1 směrnice o trzích s finančními nástroji požaduje, aby Evropská komise předložila Evropskému parlamentu a Radě EU zprávu o možném rozšíření ustanovení o transparentnosti podle této směrnice na finanční nástroje jiné než akcie, zejména na dluhopisy. Účastníci trhu a regulátoři vedli rozsáhlou debatu

6 Viz internetové stránky: www.efmlg.org

o vlivu vyšší transparentnosti obchodování na neakciové finanční nástroje, zejména podnikové dluhopisy. ECB se domnívá, že neexistují žádné důkazy, že by omezená transparentnost na trhu dluhopisů po uskutečnění obchodů vedla k nějakým potížím na trhu. Zároveň však také nejsou žádné důkazy o tom, že by omezená transparentnost znamenala efektivní fungování trhu. Na veřejném slyšení, které uspořádala Komise 11. září 2007, a na zasedáních skupiny ESME v průběhu roku 2007 ECB navrhla, aby se tento nedostatek zkušeností v Evropě řešil prostřednictvím kontrolovaného experimentu na maloobchodním i velkoobchodním trhu, na jehož základě by byl posouzen efekt postupného zavádění transparentnosti po uskutečnění obchodu na trzích určitých dluhopisů.

POSKYTOVÁNÍ SLUŽEB CENTRÁLNÍ BANKY, KTERÉ PODPORUJÍ FINANČNÍ INTEGRACI

Úspěšné spuštění TARGET2 dne 19. listopadu 2007 se stalo dalším impulsem procesu finanční integrace v Evropě. TARGET2 zavádí jednotnou technickou infrastrukturu, která umožňuje poskytování služeb na stejné úrovni a zajišťuje rovné podmínky pro banky v celé Evropě. Jednotná cenová struktura platí jak pro domácí, tak pro přeshraniční transakce. TARGET2 také poskytuje harmonizovaný soubor služeb pro vypořádání hotovostí v penězích centrální banky pro všechny přidružené systémy. Nové funkcionality TARGET2 umožňují bankám s multinárodními operacemi konsolidovat jejich interní procesy, jako např. funkce treasury a back-office, a dále integrovat řízení likvidity v eurech. Uživatelé TARGET2 navíc mají stejný online přístup ke komplexním informacím a opatřením k řízení likvidity (viz část 2.2 kapitoly 2).

Dále s ohledem na využití veškerých výhod systému TARGET2 Eurosystem pokračoval v těsné spolupráci s účastníky trhu ve zkoumání možnosti nabídnout novou službu nazvanou TARGET2-Securities (T2S), která poskytne společnou technickou infrastrukturu pro vypořádání obchodů s cennými papíry v eurech v penězích centrální banky, prováděné středisky evidence cenných papírů (CSD), a

bude zpracovávat vypořádání cenných papírů i hotovostí na společné technické platformě (viz část 2.3 kapitoly 2).

V oblasti řízení zajištění bude paralelně a v těsné spolupráci s účastníky trhu vytvořena jednotná sdílená platforma (CCBM2) (viz část 2.4 kapitoly 2).

4 DOZOR NAD INFRASTRUKTURAMI FINANČNÍHO TRHU

Dozor nad platebními systémy je jedním z hlavních úkolů Eurosystemu. Dozorem nad platebními systémy, zejména těmi, které jsou systémově důležité⁷, přispívá Eurosystem k bezpečnosti a efektivnosti finančních infrastruktur a tedy i k efektivnosti toků plateb za zboží, služby a finanční aktiva v ekonomice. Těsný vztah mezi platebními systémy a systémy zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry znamená, že centrální banky obecně a Eurosystem zvláště se také velmi zajímají o zúčtování a vypořádání cenných papírů. Hlavním cílem Eurosystemu je minimalizovat systémové riziko.

Je nezbytně nutné, aby centrální banky měly ve své snaze o zvýšení spolehlivosti a efektivnosti platebních systémů a systémů zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry k dispozici komplexní informace o těchto systémech. Z tohoto důvodu ECB uveřejňuje vždy jednou za několik let komplexní popis hlavních platebních systémů a systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v členských státech EU. Čtvrté vydání této zprávy, která je známá jako „Modrá kniha“, bylo publikováno 14. srpna 2007.

ECB také každoročně zveřejňuje statistické údaje o platbách a obchodech s cennými papíry a jejich zúčtování a vypořádání. Dříve byly tyto statistiky publikovány v dodatku „Modré knihy“. K 16. listopadu 2007, dni zveřejnění údajů za rok 2006, bylo zastaveno vydávání Dodatku Modré knihy v tištěné podobě, jelikož nyní lze celou časovou řadu těchto údajů stáhnout z internetových stránek ECB prostřednictvím Statistical Data Warehouse na adrese <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

4.1 DOZOR NAD PLATEBNÍMI SYSTÉMY A INFRASTRUKTURAMI PRO PLATBY VYSOKÝCH HODNOT V EURECH

Eurosystem provádí dozor nad všemi hlavními platebními systémy a infrastrukturami, které zpracovávají nebo vypořádávají transakce v eurech, včetně těch, které Eurosystem 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 dozoru na zachování kontinuity provozu pro systémově důležité platební systémy (business continuity oversight expectations for systemically important payment systems, SIPS), které Rada guvernérů schválila v roce 2006.

Na základě těchto základních principů a požadavků dozoru na zachování kontinuity provozu vyvinul Eurosystem v roce 2007 společnou metodiku hodnocení dozoru systémově důležitých a mimořádně důležitých systémů pro platby v euru. Cílem společné metodiky je poskytnout orgánům dozoru Eurosystemu nad platebními systémy jasné a komplexní zásady pro hodnocení příslušných systémů a přípravu zpráv o dozoru. Vedle toho umožňuje tvůrcům a provozovatelům platebních systémů lepší pochopení obav orgánů dozoru o bezpečnost a efektivnost, dále motivuje provozovatele, aby pokračovali ve své snaze o zmírnění nebo omezení různých rizik, která mohou ohrožovat jejich systémy, a pomáhá také zajišťovat hladké fungování jejich systémů. Po veřejné diskusi ke společné metodice hodnocení dozoru byly 12. listopadu 2007 zveřejněny konečné verze dokumentů „Rámcové podmínky pro hodnocení dozoru systémově důležitých a mimořádně důležitých systémů pro platby v eurech z hlediska základních principů“⁸ („Terms of reference for the oversight assessment of euro systematically and prominently important payment systems against the Core Principles“) a „Příručka pro hodnocení z hlediska požadavků dozoru na zachování

7 Platební systém je považován za systémově důležitý, jestliže by porucha v jeho rámci mohla vyvolat další poruchy mezi účastníky a v konečném důsledku i v širším finančním systému.

8 Platební systém je považován za mimořádně důležitý, pokud hraje mimořádnou úlohu při zpracování a vypořádání klientských plateb a jeho selhání by mělo zásadní hospodářský dopad a snížilo by důvěru veřejnosti v platební systémy a v měnu obecně.

kontinuity provozu pro systémově důležité platební systémy“ („Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS“).

Eurosystem si musí udržet konečnou kontrolu nad eurem. Proto z obecného hlediska i z hlediska systémového rizika Eurosystem v zásadě nemůže umožnit platebním infrastrukturám pro transakce v eurech, které se nacházejí mimo eurozónu, aby se rozvíjely do hlavních infrastruktur pro platby v eurech, zejména pokud by toto ohrozilo kontrolu Eurosystemu nad eurem. Dne 19. července 2007 ECB zveřejnila dokument „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“). Tyto principy nepředstavují novou orientaci, ale dále podrobně formulují pozici Eurosystemu, která byla načrtnuta v roce 1998 v prohlášení o systémech plateb v eurech a vypořádacích systémech umístěných mimo eurozónu a v roce 2001 v postoji Eurosystemu ohledně konsolidace v zúčtování ústřední protistrany. Tyto principy se uplatňují na jakoukoli stávající nebo potenciální platební infrastrukturu umístěnou mimo eurozónu, která vypořádává transakce v eurech.

TARGET

V souladu se společným rámcem a cíli dozoru nad systémem TARGET provádí ECB a NCB pravidelný dozor nad národními zúčtovacími systémy fungujícími v reálném čase (RTGS), které se účastní systému TARGET nebo jsou na něj napojeny, jakož i nad platebním mechanismem ECB (EPM). Vzhledem k implementaci systému TARGET2 v listopadu 2007 byly změny v systému TARGET velice omezené a dozor nad systémem TARGET se proto zaměřil na pravidelné činnosti, jako je hlášení nehod a následné činnosti.

Před svým spuštěním 19. listopadu 2007 byl systém TARGET2 předmětem komplexního hodnocení ze strany dozoru, které bylo ukončeno ve 3. čtvrtletí 2007. Došlo k řadě

zjištění týkajících se Základních principů. Tato zjištění budou řešena na základě akčního plánu vytvořeného provozovateli systému TARGET2 a odsouhlaseného orgány dozoru. Určité aspekty ale bude možné dále prozkoumat pouze poté, co budou získány první zkušenosti s provozem systému TARGET2. V souladu se stávajícími přístupy Eurosystemu má být hodnocení systému TARGET ze strany dozoru zveřejněno během roku 2008.

EURO1

EURO1 je největší soukromý platební systém pro převody v eurech provozovaný v eurozóně. 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 TARGET. Jelikož v roce 2007 nedošlo v systému EURO1 k žádným zásadním změnám, soustředily se dozorové činnosti ECB na sledování řádného fungování systému. ECB došla k závěru, že v roce 2007 nedošlo k žádným událostem, které by nepříznivě ovlivnily dodržování základních principů ze strany systému EURO1.

SYSTÉM PRO ZÚČTOVÁNÍ DEVIZOVÝCH TRANSAKČÍ (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM, CLS)

Systém CLS byl vytvořen v roce 2002 za účelem poskytování zúčtovacích služeb pro obchody s devizovými hodnotami v různých měnách. Systém CLS v současnosti provádí zúčtování v 15 hlavních světových měnách. Tento systém, provozovaný CLS Bank International („CLS Bank“), v podstatě eliminuje riziko devizového vypořádání tím, že vypořádává obchod v obou měnách zároveň, tj. platba proti platbě, a pouze tehdy, když jsou k dispozici dostatečné finanční prostředky.

Systém CLS reguluje Federální rezervní systém, který je také hlavním orgánem jeho dozoru, jelikož CLS Bank má sídlo ve Spojených státech. Federální rezervní systém spolupracuje s centrálními bankami všech měn, které jsou způsobilé pro zúčtování prostřednictvím

systému CLS, včetně ECB. V rámci ujednání o spolupráci při dozoru je ECB (ve spolupráci s NCB eurozóny) hlavním orgánem dozoru nad vypořádáním transakcí v eurech. V roce 2007 systém CLS připravil sebehodnocení na základě Základních principů.

V roce 2007 udělil Federální rezervní systém CLS Bank regulatorní souhlas s rozšířením služeb o vypořádání platebních příkazů v jedné měně (jiných než platba proti platbě) spojených s nedoručitelnými forwardy a souhlas s tím, aby jednala jako ústřední poskytovatel vypořádacích služeb pro všechny platební příkazy spojené s mimoburzovními úvěrovými deriváty, které vypočte nebo porovná DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse. Eurosystem souhlasil, aby CLS Bank zahrnuje vypořádání nedoručitelných forwardů a mimoburzovních úvěrových derivátů v eurech do této služby, jelikož systém CLS dodržuje Základní principy i principy Eurosystemu týkající se umístění a provozu infrastruktur pro vypořádání transakcí v eurech.

Trvalá bezpečnost a efektivita CLS a jeho dodržování principů Eurosystemu je pro Eurosystem velmi důležitá, protože systém CLS je z hlediska hodnoty největší platební systém mimo eurozónu, který vypořádává transakce v euru. V prosinci 2007 systém CLS zpracovával v průměru 381 436 devizových obchodů denně v průměrné denní hodnotě odpovídající částce 2,9 bil. EUR⁹. S 20% podílem na všech transakcích vypořádaných v CLS je euro nadále druhou nejdůležitější vypořádací měnou (po americkém dolaru s 45% podílem). Průměrná denní hodnota obchodů CLS vypořádaných v EUR činila 564 mld. EUR.

V roce 2007 zveřejnila BIS poradní zprávu nazvanou „Vývoj snižování rizika z vypořádání devizových transakcí“ („Progress in reducing foreign exchange settlement risk“), k níž přispěl i Eurosystem. Tato zpráva předkládá výsledky šetření mezi hlavními účastníky devizového trhu ohledně velikosti, trvání, koncentrace a kontroly vystavení riziku při devizovém vypořádání, které v roce 2006 provedly centrální

banky, jejichž měny jsou vypořádávány v CLS. Zpráva naznačuje, že je ze strany jednotlivých institucí, skupin sektorů a centrálních bank třeba dalších kroků k řešení celosystémových rizik, která ohrožují finanční stabilitu a vyplývají z vystavení riziku při devizovém vypořádání. Konečná verze této zprávy bude zveřejněna v lednu 2008.

KONTINUITA PROVOZU

Na konferenci ECB o kontinuitě provozu pro tržní infrastruktury, která se konala v září 2007, požadovali účastníci trhu, aby Eurosystem/ESCB zorganizoval cvičení týkající se kontinuity provozu na přeshraniční úrovni napříč systémy. V návaznosti na to Eurosystem/ECB vypracoval rámec a metodologii pro organizaci cvičení týkajícího se kontinuity provozu a provedl v roce 2007 první interní testy krizové komunikace. Složitější cvičení týkající se kontinuity provozu se předpokládají v roce 2008. Vedle toho ESCB připravoval návrh způsobu výměny veřejných informací o kontinuitě provozu mezi centrálními bankami EU a účastníky trhu a způsobu výměny důvěrných informací mezi centrálními bankami. V této souvislosti ESCB provedl řadu cvičení na zjišťování skutečností za účelem sběru informací o řadě otázek, jako jsou mezinárodní a národní standardy a iniciativy, jakož i cvičení týkající se kontinuity provozu v jednotlivých zemích. Informace, které nepodléhají režimu utajení, budou zveřejněny ve zvláštní zóně věnované kontinuitě provozu na internetových stránkách každé centrální banky. ECB by měla tuto zvláštní zónu zpřístupnit na svých internetových stránkách v roce 2008.

SWIFT

Dozor nad systémem SWIFT se soustřeďuje na bezpečnost, operační spolehlivost, zachování kontinuity provozu a odolnost infrastruktury SWIFT. Aby zjistily, zda SWIFT plní tyto cíle, hodnotí orgány dozoru pravidelně, zda SWIFT zavedl příslušné řídicí mechanismy, struktury, postupy, metody řízení rizik a kontroly tak, aby

⁹ Každý obchod se skládá ze dvou transakcí, z nichž každá probíhá v jedné ze zúčastněných měn. V prosinci 2007 tak systém CLS zpracoval 190 718 transakcí v průměrné denní hodnotě odpovídající 1,5 bil. EUR.

bylo možné efektivně řídit potenciální rizika, která by mohl znamenat pro finanční stabilitu a spolehlivost finančních infrastruktur. Vzhledem k účasti na kolektivním dozoru nad systémem SWIFT začala ECB spolupracovat v roce 2006 s centrálními bankami G10 na vytvoření souboru požadavků dozoru na vysoké úrovni, které budou vhodné pro hodnocení SWIFT, přičemž byla brána v úvahu existující struktura, metody, kontroly a postupy. V červnu 2007 bylo dokončeno pět požadavků dozoru a tyto byly integrovány do metodiky dozoru založené na riziku, kterou připravuje skupina pro dohled. Jedná se o tyto požadavky:

- 1 Identifikace a řízení rizika: Systém SWIFT by měl identifikovat a řídit operační a finanční rizika ohrožující jeho kritické služby a zajistit, aby jeho procesy řízení rizika byly efektivní.
- 2 Bezpečnost informací: Systém SWIFT by měl implementovat příslušná opatření a postupy a věnovat dostatek zdrojů na zajištění důvěrnosti a úplnosti informací a dostupnosti jeho kritických služeb.
- 3 Spolehlivost a odolnost: Vzhledem ke své roli v globálním finančním systému by měl systém SWIFT implementovat příslušná opatření a postupy a věnovat dostatek zdrojů na zajištění toho, aby jeho kritické služby byly dostupné, spolehlivé a odolné a aby řízení kontinuity provozu a plány na obnovu systému po havárii podporovaly včasné obnovení jeho kritických služeb v případě výpadku.
- 4 Plánování technologií: Systém SWIFT by měl mít zavedeny důkladné metody na plánování celého životního cyklu používání technologií a výběr technologických standardů.
- 5 Komunikace s uživateli: Systém SWIFT by měl být pro uživatele transparentní a poskytovat jim dostatečné informace, které jim umožní pochopit jejich úlohu a kompetence v oblasti řízení rizik spojených s jejich používáním systému SWIFT.

Systém SWIFT dokončuje sebehodnocení na základě těchto požadavků na vysoké úrovni a podá centrálním bankám zprávu o své schopnosti splnit požadavky orgánů dohledu. Těchto pět požadavků poskytuje rámec, v němž orgány dohledu organizují svou činnost a na jehož základě je připraveno plánování dozoru založené na riziku. Požadavky na vysoké úrovni a zdůvodnění tohoto rámce byly podrobně představeny ve „Financial Stability Review“ belgické centrální banky z června 2007.

4.2 PLATEBNÍ SYSTÉMY PRO KLIENTSKÉ PLATBY

Dohled Eurosystemu pokrývá také platební systémy a nástroje pro klientské (retailové) platby, které mají většinou malé hodnoty převáděných částek. ECB v roce 2007 nadále monitorovala hladké fungování prvního celoevropského automatizovaného clearingového střediska pro hromadné platby v eurech STEP2, které řídí a provozuje EBA CLEARING.

V souvislosti se sledováním vývoje v sektoru malých plateb provedla ECB společně s Federální rezervní bankou Kansas City srovnávací studii o úloze nebankovních subjektů v oblasti klientských plateb ve Spojených státech a v některých evropských zemích.

4.3 SYSTÉMY PLATEBNÍCH KARET

V souladu se svou statutární úlohou podporovat hladké fungování platebních systémů v eurozóně vyvinul Eurosystem rámec dozoru pro systémy platebních karet, které zpracovávají platby v eurech. Jeho cílem je přispět k udržení veřejné důvěry v používání platebních karet a podpořit princip rovných podmínek pro všechny systémy karet provozované v eurozóně.

Na základě zprávy nazvané „Návrh rámce dozoru pro systémy platebních karet – požadavky“ („Draft oversight framework for card payment schemes – requirements“) se uskutečnila veřejná diskuse. Poté byla vytvořena revidovaná verze

této zprávy, která přihlédla k připomínkám vzneseným v průběhu veřejné diskuze. Zpráva definuje zamýšlený rozsah činností dozoru, které by měl ve vztahu k systémům platebních karet provádět Eurosystem, a navrhuje standardy, které by při jejich dodržování přispěly ke spolehlivosti těchto systémů. Tyto standardy vycházejí z analýzy rizika, kterou provedl Eurosystem. Tento rámec se bude vztahovat na všechny systémy platebních karet, které poskytují služby spojené s debetními nebo kreditními kartami.

Konečná verze standardů dozoru Eurosystemu pro systémy platebních karet byla schválena Radou guvernérů v lednu 2008 a tyto budou zavedeny v průběhu roku 2008.

4.4 ZÚČTOVÁNÍ A VYPOŘÁDÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

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, se standardy pro využití systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v EU při úvěrových operacích ESCB (známých jako „uživatelské standardy Eurosystemu“)¹⁰.

Spojení se stávají způsobilými pro úvěrové operace Eurosystemu tehdy, jestliže splní devět uživatelských standardů Eurosystemu. Eurosystem posuzuje každé nové spojení nebo aktualizace způsobilých spojení proti těmto standardům. V roce 2007 byla tři stávající způsobilá spojení vylepšena a kladně hodnocena. Navíc bylo posuzováno využití pěti přenosových spojení, ve kterých jsou zahrnuty více než dva systémy vypořádání obchodů s cennými papíry. Během tohoto hodnocení nebyla zjištěna žádná

specifická rizika. Následně Rada guvernérů měla za to, že všech pět přenosových spojení bylo způsobilých účastnit se procesu zajištění úvěrových operací Eurosystemu.

V rámci přípravy na vstup Kypru a Malty do eurozóny 1. ledna 2008 hodnotila Rada guvernérů SSS těchto dvou zemí. Podrobná analýza ukázala, že oba systémy v zásadě splňují uživatelské standardy, a jsou tudíž způsobilé pro použití v operacích měnové politiky a vnitrodenních úvěrových operacích Eurosystemu.

V březnu 2007 CPSS zveřejnil zprávu nazvanou „Nový vývoj v zúčtování a vypořádání mimoburzovních derivátů“ („New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives“), na niž se podílela i ECB. Tato zpráva, k níž proběhla řada rozhovorů s bankami, analyzovala následujících šest oblastí: rizika způsobená nedodělky při dokumentování a potvrzování obchodů, vliv využití zajištění ke snížení úvěrového rizika, využití ústřední protistrany ke snížení rizika protistrany, rizika související se zprostředkovaným obchodováním s cennými papíry, rizika plynoucí z neplatných novacích smluv a možnost narušení trhu v důsledku neplnění jedné nebo více velkých protistran.

VÝVOJ STANDARDŮ PRO ZÚČTOVÁNÍ A VYPOŘÁDÁNÍ CENNÝCH PAPÍRŮ V EVROPSKÉ UNII

V roce 2001 Rada guvernérů schválila rámec pro spolupráci v oblasti systémů zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry mezi ESCB a CESR. Pracovní skupina ESCB-CESR připravila v roce 2004 návrh zprávy o standardech pro zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii s cílem přizpůsobit doporučení CPSS a IOSCO pro SSS podmínkám EU. V následujícím roce tato pracovní skupina pokračovala v práci v této oblasti. Jejím cílem bylo vytvořit metody hodnocení, které by poskytly vodítko pro implementaci standardů. V této době tato skupina pracovala souběžně na přijetí doporučení CPSS-IOSCO pro ústřední protistrany. Od

¹⁰ Standardy pro využití systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v EU při úvěrových operacích ESCB, leden 1998.

konce roku 2005 nedošlo k pokroku v řadě otevřených otázek. V roce 2007 však přišel nový podnět od Evropské komise při diskuzích a jednáních na úrovni rady ECOFIN, Hospodářského a finančního výboru a Výboru pro finanční služby. Po těchto diskuzích Rada ECOFIN uznala, „že ochrana investorů a obezřetná bezpečnost sektoru po uzavření obchodů (post-trading sector), včetně hledisek řízení rizika, jsou důležitými otázkami, které je třeba projednat, a že konkrétní kroky, včetně například dohody o standardech nebo regulatorních opatřeních, je třeba považovat za doplněk Kodexu chování ve věci rizik a finanční stability“. Rada ECOFIN dále požadovala, aby Výbor pro finanční služby „prohloubil svou práci na rozsahu, právním základě a obsahu standardů s přihlédnutím k významu zajištění rovných podmínek a společně s Komisí navrhl způsoby dalšího postupu v této oblasti, které by měly být předány Radě brzy na jaře roku 2008“¹¹. ECB se na této práci podílí.



KAPITOLA 5

EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY

I EVROPSKÉ OTÁZKY

I v roce 2007 ECB udržovala pravidelné kontakty s evropskými institucemi a fóry, zejména s Evropským parlamentem, Radou ECOFIN, Euroskupinou a Evropskou komisí (viz kapitola 6). 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

Příznivé makroekonomické prostředí v roce 2007 podporovalo zlepšování rozpočtových sald ve většině zemí. V důsledku toho také došlo v několika případech k ukončení postupu při nadměrném schodku. Počet členských států s nadměrným schodkem, kterých na konci roku 2006 bylo jedenáct, klesl do konce roku 2007 na šest. V lednu 2007 Rada ECOFIN ukončila postup při nadměrném schodku vůči Francii. V červnu pak stejné rozhodnutí přijala v případě Německa, Řecka a Malty. U posledně jmenované země tím byla odstraněna závažná překážka pro přijetí eura v roce 2008. V říjnu 2007 Rada ECOFIN zrušila postup při nadměrném schodku vůči Velké Británii. Po nápravě nadměrných schodků je nyní důležité, aby členské státy pokračovaly ve strukturální fiskální konsolidaci v souladu s ustanoveními Paktu stability a růstu s cílem splnit své střednědobé cíle. Toto úsilí také pomůže zabránit opětovnému překročení referenční hodnoty schodku ve výši 3 % HDP v důsledku běžných cyklických výkyvů hospodářské aktivity. Ke konci roku 2007 se postup při nadměrném schodku nadále týkal dvou zemí eurozóny (Itálie a Portugalsko) a čtyř členských států mimo eurozónu (České republiky, Maďarska, Polska a Slovenska).

Fiskální vývoj v České republice byl důvodem ke znepokojení. V červnu 2007 Rada ECOFIN na doporučení Evropské komise rozhodla, že kroky učiněné Českou republikou se ukazují jako nedostačující ke snížení schodku pod

3 % HDP v roce 2008. Především aktualizovaný konvergenční program pro Českou republiku z března naznačoval, že hranice 3 % HDP má být překročena nejen v roce 2008, ale i v roce 2009. V říjnu 2007 Rada v souladu s článkem 104 odst.7 Smlouvy opět doporučila, aby Česká republika snížila schodek pod 3 % HDP nejpozději v roce 2008 a dosáhla strukturálního zlepšení rozpočtového salda o 0,75 procentního bodu HDP mezi roky 2007 a 2008. Podle prognózy Evropské komise z podzimu 2007 schodek v roce 2008 skutečně klesne pod 3 % HDP.

Nebyly přijaty žádné další kroky v souvislosti s postupy při nadměrném schodku uplatňovanými vůči Itálii (která měla podle doporučení Rady ECOFIN napravit svůj nadměrný schodek do roku 2007), Maďarsku (2009), Polsku (2007), Portugalsku (2008) a Slovensku (2007). Celkově totiž nové údaje a projekce ukazovaly, že dochází k nápravě nadměrných schodků v souladu s posledními doporučeními Rady.

Na základě návrhů Evropské komise obsažených v jejím sdělení připojeném ke zprávě o veřejných financích v HMU v roce 2007 proběhla v říjnu 2007 v Radě ECOFIN diskuze o účinnosti preventivní složky Paktu stability a růstu. Ministři došli k závěru, že všechny země, které dosud nesplnily své střednědobé cíle, by měly urychlit snižování schodku a dluhu a použít neočekávané příjmy k dosažení střednědobých cílů. Opětovně zdůraznili význam národních víceletých fiskálních rámců založených na dodržování předem daných pravidel a vhodného zapojení národních parlamentů. Rada navíc požádala členské státy, aby ve svých programech stability a konvergenčních programech upřesnily, jak budou jejich střednědobé cíle plněny, a to včetně informací o rozsahu, v němž budou k jejich splnění potřebná další opatření. Komise byla požádána, aby dále pracovala na měření fiskálních pozic členských států. Pokud jde o dlouhodobou udržitelnost veřejných financí, Rada ECOFIN vyzvala Komisi, aby v roce 2008 předložila k diskusi návrhy způsobu zahrnutí fiskálního zatížení souvisejícího se stárnutím populace do definice střednědobých cílů.

LISABONSKÁ STRATEGIE

Program dalekosáhlých ekonomických, sociálních a environmentálních reforem známý jako lisabonská strategie byl nadále ve středu debat o hospodářské politice v EU. Rada EU ponechala tzv. Integrované zásady, přijaté v roce 2005, po dobu tří let beze změny, přičemž vyzývala k důslednější implementaci lisabonské strategie s cílem splnit celkový cíl rychlejšího růstu a vyšší zaměstnanosti¹. Zároveň na jaře roku 2007 doplnila tyto zásady o konkrétní doporučení pro jednotlivé členské státy a pokyny pro země eurozóny. Členské státy na podzim roku 2007 předložily druhé zprávy o plnění svých reformních programů pro období 2005–2008. Tyto zprávy popisují pokrok, kterého členské státy zatím dosáhly v zavádění strukturálních reforem. Reformy zahrnují zajištění udržitelnosti a kvality veřejných financí, zlepšení regulatorního prostředí pro podnikání, investice do výzkumu, vývoje a inovací, ale také opatření podporující participaci na trhu práce a zvyšující jeho pružnost (viz také kapitola 1). Zprávy o plnění národních reformních programů byly vyhodnoceny Radou ECOFIN i Evropskou komisí, která v prosinci 2007 zveřejnila tzv. Strategickou zprávu. Tato hodnocení připravila půdu pro přijetí nových integrovaných zásad v roce 2008 s platností pro další tříleté období mezi roky 2008 a 2010. Lisabonský program Společenství, který byl aktualizován na konci roku 2007, zároveň vytýčil řadu klíčových priorit pro kroky na úrovni Společenství v období 2008–2010. Tyto kroky odpovídají čtyřem prioritním oblastem reforem vymezeným během zasedání Evropské rady na jaře 2006 (znalosti a inovace, podnikatelský potenciál, trhy práce a energetika).

ECB opakovaně zdůraznila význam provádění strukturálních reforem. Vítá odhodlání Komise a členských států implementovat obnovenou lisabonskou strategii na úrovni EU i na národní úrovni. Je obzvláště důležité, aby důkladné reformní kroky provedly země eurozóny, neboť sdílejí odpovědnost za zajištění hladkého fungování HMU.

I.2 INSTITUCIONÁLNÍ OTÁZKY

LISABONSKÁ SMLOUVA

Dne 13. prosince 2007 hlavy států nebo předsedové vlád členských států EU podepsali Lisabonskou smlouvu, která mění Smlouvu o Evropské unii a Smlouvu o založení Evropského společenství. V současné době probíhá ratifikace nové Smlouvy ve všech 27 členských státech. Smlouva by měla nabýt účinnosti k 1. lednu 2009, jestliže ratifikační proces bude do té doby završen. Pokud se tak nestane, Lisabonská smlouva bude účinná k prvnímu dni měsíce následujícího po ratifikaci posledním členským státem.

Nová Smlouva mění Smlouvu o založení Evropského společenství i Smlouvu o Evropské unii. Tyto dvě Smlouvy budou nadále základem pro fungování EU. V nové Smlouvě je Společenství nahrazeno Unií, jež bude mít právní subjektivitu. ECB vítá toto zjednodušení právního a institucionálního rámce EU.

ECB považovala za podstatné, aby cenová stabilita nejen zůstala prvořadým cílem ECB a ESCB, ale stala se také deklarovaným cílem EU. Nová Smlouva toto splňuje a zároveň činí cílem EU také Hospodářskou a měnovou unii a její měnu euro.

ECB, která je v současné době orgánem Společenství, se stává unijní institucí. ECB považovala za nezbytné pro úspěšné plnění svých úkolů, aby byly zachovány specifické institucionální rysy ECB a ESCB. Nová Smlouva je zachovává tím, že potvrzuje úkoly a složení ESCB a nezávislost ECB a národních centrálních bank, stejně jako právní subjektivitu, regulatorní pravomoci a finanční nezávislost ECB. Podle nové Smlouvy jsou členové Výkonné rady ECB jmenováni kvalifikovanou většinou Evropské rady, zatímco v současné době je třeba vzájemné dohody členských států na úrovni hlav států nebo předsedů

1 V souladu s vyhodnocením lisabonské strategie z roku 2005 jsou Integrované zásady určeny pro tříleté období a poté každoročně aktualizovány (viz Výroční zpráva ECB za rok 2005, s. 136–137 v českém vydání).



vlád. Na žádost ECB se do Smluv zavádí termín „Eurosystém“.

Nová Smlouva také zavádí několik inovací v oblasti hospodářského řízení. Sem patří uznání „Euroskupiny“, která si zachovává svůj současný neformální status. Funkční období jejího předsedy bude trvat dva a půl roku. Kromě toho se posiluje role zemí eurozóny. Přestože o tom, zda členský stát může přijmout euro, nadále rozhoduje Rada EU na základě návrhu Evropské komise, jejímu rozhodnutí bude předcházet doporučení zemí eurozóny. Také rozhodnutí o neplnění ze strany zemí eurozóny, na které se vztahuje postup při nadměrném schodku, a o Hlavních směrech hospodářské politiky budou přijímat pouze země eurozóny samotné, a to bez hlasování členských států, kterých se rozhodování týká. Dále bylo doplněno ustanovení, které zemím eurozóny umožňuje přijímat kvalifikovanou většinou nová opatření k prohloubení koordinace a dohledu nad jejich rozpočtovou disciplínou a stanovit pro členy eurozóny konkrétní směry hospodářské politiky.

ECB se domnívá, že nová Smlouva v zásadě potvrzuje současné uspořádání HMU. Uvítala by proto úspěšné dokončení ratifikačního procesu.

KONVERGENČNÍ ZPRÁVY

Na žádost Kypru a Malty ECB a Evropská komise v souladu s čl. 122 Smlouvy vypracovaly konvergenční zprávy o pokroku dosaženém těmito dvěma zeměmi při plnění podmínek vstupu do eurozóny. Na základě těchto konvergenčních zpráv, které byly zveřejněny 16. května 2007, a návrhu Komise přijala Rada ECOFIN 10. července 2007 rozhodnutí, kterým umožnila Kypru a Maltě zavést euro jako svoji měnu od 1. ledna 2008 (viz kapitola 3).

1.3 VÝVOJ V KANDIDÁTSKÝCH ZEMÍCH EU A VZTAHY S NIMI

ECB pokračovala ve spolupráci s centrálními bankami kandidátských zemí s cílem vytvořit podmínky pro hladký průběh jejich měnové integrace do EU, až budou splněny institucionální a ekonomické podmínky. Tato spolupráce se rozvíjela souběžně s celkovým institucionálním dialogem mezi EU a těmito zeměmi.

Přístupová jednání s Chorvatskem začala v říjnu 2005. Otevírání jednotlivých kapitol *acquis communautaire* začalo v červnu 2006 a bez komplikací pokračovalo i v roce 2007, přičemž do konce roku se jednalo o značné části z celkových 35 kapitol. ECB dále prohlubovala dvojstranné vztahy s chorvatskou centrální bankou. V dubnu 2007 pracovníci ECB uskutečnili návštěvu Záhřebu a v říjnu 2007 ECB přivítala guvernéra chorvatské centrální banky na výročních předvstupních rozhovorech 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 předvstupního procesu z důvodu nedostatečného pokroku v rozšiřování celní unie na členské státy EU. Během roku 2007 bylo otevřeno pět kapitol – o podnikání a průmyslové politice, statistice, finanční kontrole, transevropských sítích a zdraví a ochraně spotřebitele. Instituce EU dále sledují slučitelnost turecké legislativy s *acquis communautaire* a probíhají přípravy na případné otevření dalších kapitol. ECB pokračovala v dlouhodobém měnověpolitickém dialogu na vysoké úrovni s tureckou centrální bankou, jehož součástí byla i návštěva prezidenta ECB v Ankaře 1. června 2007 při příležitosti 75. výročí založení turecké centrální banky. Diskuze se soustředily na nejnovější makroekonomický a finanční vývoj v Turecku, měnovou politiku turecké centrální banky

a hospodářskou a měnovou situaci v eurozóně. V roce 2007 byla na požádání turecké centrální banky také poskytována technická pomoc, například v oblastech interního financování a platebního styku.

Bývalé jugoslávské republice Makedonii byl přiznán status kandidátské země v prosinci 2005. Evropská rada však rozhodla, že rozhovory nebudou zahájeny, dokud nebude splněna řada podmínek včetně účinného provádění Smlouvy o stabilizaci a přidružení, uzavřené s EU. Zatím tedy nebylo stanoveno žádné konkrétní datum. Komise pečlivě sleduje dosažený pokrok, a přestože připustila, že byly učiněny kroky správným směrem, identifikovala několik reformních oblastí, kde je zapotřebí zvýšeného úsilí. Došlo ke zintenzivnění styků na pracovní úrovni mezi ECB a makedonskou centrální bankou.

2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY

2.1 HLAVNÍ ASPEKTY VÝVOJE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO A FINANČNÍHO SYSTÉMU

DOHLED NAD MAKROEKONOMICKÝMI POLITIKAMI VE SVĚTOVÉ EKONOMICE

Vzhledem k rychlému tempu hospodářské a finanční integrace je globální ekonomické prostředí stále důležitější pro provádění hospodářské politiky v eurozóně. Eurosystem proto pozorně sleduje a analyzuje makroekonomické politiky a hlavní rysy vývoje v zemích mimo eurozónu. Hraje také významnou roli v procesu mezinárodní 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. Ve všech relevantních institucích a fórech byl ECB udělen status člena (např. v G20) nebo pozorovatele (např. v MMF). ECB posuzuje mezinárodní vývoj s ohledem na to, zda přispívá ke stabilnímu makroekonomickému prostředí a k vyváženým makroekonomickým a finančním politikám.

Mezinárodnímu ekonomickému prostředí v roce 2007 nadále dominovala výrazná globální nerovnováha běžných účtů platební bilance, ačkoli ve Spojených státech a v zemích vyvážejících ropu dochází k určitému přizpůsobování². Ve Spojených státech se schodek běžného účtu mírně snížil na 5,7 % HDP oproti 6,2 % v roce 2006. Hlavními příčinami byly rovnoměrnější vývoj světové poptávky a příznivý vývoj směnných kurzů. Přizpůsobování ve Spojených státech se zároveň přímo neodrazilo na běžných účtech asijských ekonomik, které nadále vykazovaly značné přebytky okolo 6,1 % HDP ve srovnání s 5,3 % v roce 2006. Zvýšily se především přebytky Číny (na 11,7 % HDP) a Japonska (na 4,5 % HDP). Přebytky zemí vyvážejících ropu – které jsou také významnou protipoložkou schodku běžného účtu Spojených států – však klesly z 16,1 % HDP v roce 2006 na 11,9 %. Některé asijské ekonomiky a ekonomiky vyvážející ropu pokračovaly v hromadění značných objemů devizových rezerv. Hromadění

rezerv bylo opět zvláště výrazné v případě Číny, kde výše devizových rezerv výrazně přesáhla 1 bilion USD. Nárůst devizových rezerv v ekonomikách s přebytkem přispěl ke zvětšení významu státních fondů investujících přebytečné úspory (tzv. sovereign wealth funds) na světových finančních trzích.

Eurosystem při různých příležitostech nadále zdůrazňoval rizika a zkraslení související s pokračováním takovéto nerovnováhy. Potvrdil také svoji plnou podporu spolupráci v této otázce, v jehož rámci by všechny dotčené ekonomiky přijaly opatření zajišťující řízené zmírňování globální nerovnováhy. Postupné a řízené zmírňování nerovnováhy by podpořilo a posílilo vyhlídky na celosvětový růst a stabilitu. Mezinárodní hospodářskopolitická agenda zahrnuje politiky zaměřené na zvyšování soukromých i veřejných úspor v zemích se schodky běžného účtu, vyzývá k provádění dalších strukturálních reforem ve vyspělých ekonomikách s relativně nízkým potenciálním růstem a zdůrazňuje potřebu zvýšení domácí poptávky a zefektivnění alokace kapitálu v rozvíjejících se ekonomikách. Jelikož směnné kurzy by měly odrážet základní ekonomické veličiny, prioritou zůstává flexibilita směnných kurzů v nejvýznamnějších zemích a v regionech, kde prozatím schází. V případě Číny je žádoucí posun k větší flexibilitě, a vzhledem k jejímu rostoucímu přebytku běžného účtu a domácí inflaci stále existuje potřeba umožnit rychlejší apreciaci efektivního směnného kurzu. Celkově v roce 2007 několik aspektů vývoje a hospodářskopolitických opatření šlo správným směrem, nicméně je zapotřebí dalších změn, má-li dojít k významnému zmírnění globální nerovnováhy.

Situace na globálním trhu úvěrového rizika se ve druhém pololetí roku 2007 zhoršila, neboť přehodnocování úvěrového rizika v souvislosti s krizí trhu amerických rizikových hypoték vedlo ke kulminaci výnosů a narušení

2 Odhady pro rok 2007 v této kapitole vycházejí z projekcí obsažených v publikaci MMF „World Economic Outlook“, září 2007.

podmínek likvidity v některých segmentech mezibankovního trhu. Ačkoli tento vývoj zasáhl i rozvíjející se ekonomiky, měl na ně mnohem menší dopad než v předchozích případech globálních finančních turbulencí. Tato odolnost částečně pramení ze zlepšené hospodářské politiky těchto zemí, přestože existuje ještě dodatečné vysvětlení, že finanční turbulence měly původ na trzích s inovativními úvěrovými nástroji, které jsou v rozvíjejících se ekonomikách méně rozšířené než v rozvinutých ekonomikách s vyspělým finančním systémem.

V rámci vyhodnocování mezinárodní hospodářské politiky je eurozóna jako taková. MMF i Výbor pro ekonomické přehledy OECD v roce 2007 vypracovaly vedle analýz jednotlivých zemí eurozóny též své 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 eurozóny³. Eurozóna se také účastnila prvních mnohostranných konzultací v rámci MMF, které se zaměřily na globální nerovnováhu (viz následující část této kapitoly).

MEZINÁRODNÍ FINANČNÍ ARCHITEKTURA

Během roku 2007 pokračovalo úsilí o reformu MMF podle její střednědobé strategie. Jednotlivé iniciativy se dařilo naplňovat odlišnou rychlostí, přičemž nejvýraznějším úspěchem bylo přijetí nového rozhodnutí v oblasti dvojstranného dohledu⁴. Mezi ostatní klíčové reformní oblasti patřila správa MMF (kvóty a rozdělení vlivu), rámec pro příjmy a výdaje MMF a role MMF na rozvíjejících se trzích. Hledání dohody o těchto otázkách probíhá prostřednictvím debaty uvnitř MMF i na jiných fórech, např. G7 a G20, a ESCB v něm hraje svoji úlohu tím, že tyto diskuze sleduje a podle potřeby do nich přispívá.

Jedním z hlavních úspěchů MMF v nedávné době bylo zkvalitnění dohledu. V polovině roku 2007 bylo přijato nové rozhodnutí o dvojstranném dohledu nad politikami členů MMF, které nahradilo 30 let staré rozhodnutí o dohledu s cílem podpořit jednoznačnost, otevřenost, nestrannost a odpovědnost. Nové rozhodnutí usiluje o to, aby byla věnována větší pozornost přenosu mezi jednotlivými zeměmi, a proto má být dohled organizován podle principu vnější stability. Vnější stabilita je definována s pomocí směnného kurzu, jehož analýza se poté stává klíčovou složkou procesu dohledu. Vzhledem k tomu, že eurozóna má jednotnou měnu, má být vnější stabilita eurozóny posuzována na úrovni eurozóny jako celku, nicméně dvojstranný dohled, který se bude zabývat národními politikami jednotlivých členských států, zůstává významným prvkem i v tomto kontextu. Nyní probíhají práce na efektivní implementaci nového rozhodnutí, která zohlední technické a koncepční výzvy.

První mnohostranný konzultační proces dospěl do monitorovací fáze. Mnohostranné konzultace představují nový přístup k dohledu, jehož cílem je umožnit otevřený dialog hlavních účastníků v prostředí vzájemné důvěry, který povede ke vhodným opatřením v otázkách systémového či regionálního významu. Tématem první mnohostranné konzultace bylo řešení globální nerovnováhy. Jejimi účastníky byly Čína, eurozóna, Japonsko, Saúdská Arábie a Spojené státy. Toto fórum posloužilo jako užitečná platforma pro výměnu názorů na příčiny a řešení nerovnováhy. Důraz se nyní přesunul od dialogu k implementaci opatření a pracovníci MMF monitorují dosažený pokrok a sdělují své poznatky ve dvoustranných a mnohostranných zprávách.

Pokroku bylo dosaženo i u dalších prvků střednědobé strategie. Pokud jde o reformu kvót

3 „Euro area policies: 2007 Article IV consultation – staff report“, MMF, červenec 2007, a „Economic survey of the euro area“, OECD, leden 2007.

4 Rozhodnutí Výkonné rady o dvojstranném dohledu nad politikami členů MMF, přijaté 15. června 2007, nahradilo rozhodnutí o dohledu nad politikami směnných kurzů z roku 1977.

a rozdělení vlivu, diskuze se zaměřily na nový vzorec pro výpočet kvót, druhé kolo ad hoc navýšení kvót pro širší skupinu zemí a zvýšení základních hlasů. Reformy sledují dva hlavní cíle: výrazně pokročit směrem k opětovnému sladění kvót s relativní vahou členů a jejich postavením ve světové ekonomice a posílit vliv a participaci zemí s nízkými příjmy v rámci MMF. Očekává se, že shoda na hlavních rysech balíčku reformy bude dosažena do zasedání na jaře roku 2008. Probíhá také snaha o vytvoření zdravějšího finančního základu pro tuto instituci. Východiskem pro konkrétní návrhy na straně příjmů jsou doporučení obsažená ve zprávě Výboru významných osobností (orgánu pověřeného zkoumáním dlouhodobě udržitelného financování MMF). Zásadami pro návrhy nového výdajového rámce, který předpokládá výrazné snížení rozpočtu, jsou zohlednění základního mandátu MMF a pečlivé stanovení priorit. Pokračují také práce na angažovanosti Fondu v rozvíjejících se ekonomikách. Fond zkvalitnil svoji pomoc při identifikaci zranitelných míst a v oblasti správy dluhu. Také se dále zabýval možností zavedení nového nástroje likvidity jako opatření pro předcházení krizím.

Kromě reformy MMF se mezinárodní finanční společenství dále věnovalo podpoře mechanismů krizového řízení a řádného řešení krizí. V této souvislosti pokročilo zavádění zásad pro stabilní kapitálové toky a spravedlivou restrukturalizaci dluhu v rozvíjejících se ekonomikách, které přijala skupina G20 v roce 2004. Cílem těchto dobrovolných tržních zásad je poskytnout návod k chování emitentů státních dluhopisů a jejich soukromých věřitelů v oblasti sdílení informací, dialogu a těsné spolupráce. Podporu těmto zásadám a vážný zájem o jejich uvedení do praxe vyjadřuje rostoucí počet finančních institucí a emitujících zemí. V roce 2006 byla ustavena Dozorčí rada složená z předních osobností finančního světa, která má dohlížet na provádění a vývoj zásad. Na svém posledním zasedání ve Washingtonu v říjnu 2007 Dozorčí rada vyhodnotila pokrok dosažený v zavádění zásad v rámci mezinárodní finanční architektury.

Rok 2007 přinesl řadu dalších iniciativ souvisejících s finančními trhy. Skupina předních hedgeových fondů se sídlem v Londýně následovala příklad poskytnutý soukromým sektorem v podobě výše uvedených zásad a navrhla kodex chování hedgeových fondů. Tento dobrovolný kodex si klade za cíl zvýšit transparentnost a zlepšit řízení rizik. Skupina G8 se shodla na akčním plánu pro rozvoj místních dluhopisových trhů v rozvíjejících se ekonomikách a rozvojových zemích. Tento akční plán určuje řadu klíčových hospodářskopolitických otázek, které mají být dále podrobně zkoumány. Patří mezi ně např. posílení tržní infrastruktury a politiky správy veřejného dluhu, rozšíření a diverzifikace investorské základny, rozvoj trhů s deriváty a swapy, zlepšování databází a podpora regionálních iniciativ. Cílem je prohloubení a zefektivnění místních dluhopisových trhů, aby mohly zcela plnit svoji úlohu v oblastech finančního zprostředkování, finanční stability a udržitelného hospodářského růstu. Zdůraznění rostoucího zájmu o úlohu a operace státních fondů investujících přebytečné úspory si vyžádalo, aby Mezinárodní měnový a finanční výbor požádal MMF o zahájení dialogu se správci státního majetku a rezerv. První setkání u kulatého stolu proběhlo v listopadu 2007.

2.2 SPOLUPRÁCE SE ZEMĚMI MIMO EU

V rámci svých mezinárodních aktivit pokračoval Eurosystem v budování svých kontaktů se skupinou centrálních bank mimo EU, a to převážně prostřednictvím organizování seminářů. Významným nástrojem podpory budování institucí a zlepšování efektivního dodržování evropských a mezinárodních standardů v institucích mimo EU se stala také technická spolupráce.

V říjnu 2007 uspořádal Eurosystem v Moskvě čtvrtý bilaterální seminář na vysoké úrovni s ruskou centrální bankou. Jeho účastníci si vyměnili názory na současné výzvy pro měnovou a kurzovou politiku v Rusku i na proces prohlubování finančního zprostředkování a jeho implikace

pro transmisní mechanismus měnové politiky v Rusku i v dalších vyspělých a rozvíjejících se ekonomikách. Po zhodnocení výzev a vyhlídek souvisejících s rozšiřováním EU a eurozóny se diskuze zaměřila na důsledky rozšiřování pro Rusko. Podobné akce budou nadále organizovány pravidelně, přičemž příští seminář se bude konat ve Vídni na jaře roku 2009.

V návaznosti na diskuze na vysoké úrovni během semináře Eurosystemu a ruské centrální banky v Drážďanech v říjnu 2006 uspořádala ruská centrální banka 14. června 2007 v Tule expertní seminář o dlouhodobých růstových vyhlídkách ruské ekonomiky. Její pracovníci i odborníci z ruských státních orgánů a finanční komunity si s ekonomy Eurosystemu vyměňovali názory na determinanty a vyhlídky růstu ruské ekonomiky. Součástí semináře byly mimo jiné prezentace na témata „Dlouhodobé výzvy pro ruskou ekonomiku: závislost na cenách ropy a holandská nemoc“ a „Prognózování růstu HDP v Rusku a role hospodářské politiky“.

Pokračovala i technická spolupráce s ruskou centrální bankou. Například v říjnu 2007 ECB přivítala dvě studijní návštěvy na vysoké úrovni v oblastech tržních operací a interního financování. Ruská centrální banka, ECB a národní centrální banky zemí eurozóny zároveň úzce spolupracovaly v návaznosti na rozsáhlý školicí program bankovního dohledu, který proběhl v období let 2003–2005. Předpokládá se, že nový program spolupráce mezi centrálními bankami, financovaný Evropskou komisí, bude zahájen 1. dubna 2008 a ukončen v prosinci 2010. Jedním z cílů programu je posílení kapacit interního auditu ruské centrální banky díky získání znalostí a zkušeností EU v oblasti interního auditu na bázi hodnocení rizik. Dalším cílem je postupná implementace zásad bankovního dohledu Basel II v Rusku prostřednictvím konzultací a sdílení zkušeností EU s implementací směrnice EU o kapitálových požadavcích. Poradenství v oblasti platebního styku bylo v rámci semináře pořádaného centrální bankou Kazachstánu v září 2007 rozšířeno na Společenství nezávislých států.



Čtvrtý seminář Eurosystemu na vysoké úrovni s guvernéry centrálních bank evropských partnerů EU z regionu Středozeří se konal 28. března 2007 ve Valencii. Pátý seminář se uskuteční 26. listopadu 2008 v Káhiře. Diskuze ve Valencii se kromě jiných témat týkaly fiskální politiky států Středozeří a obchodem mezi eurozónou a Středozeří. Na pracovní úrovni proběhlo několik návštěv pracovníků ECB v centrálních bankách zemí Mágħrebu, mimo jiné Alžírsko (únor 2007), Maroka (listopad 2007) a Tuniska (listopad 2007).

ECB dále prohlubovala své vztahy s centrálními bankami a měnovými orgány členských států Rady pro spolupráci v Zálivu (Gulf Cooperation Council, GCC)⁵. Poskytovala jim také poradenství v oblasti platebního styku a bankovek. Spolu s Deutsche Bundesbank ECB uspořádá 11. a 12. března 2008 v Mohuči seminář Eurosystemu na vysoké úrovni s centrálními bankami a měnovými orgány GCC.

ECB společně se čtyřmi centrálními bankami zemí eurozóny (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France a Banca d'Italia) 25. listopadu 2007 završila dvouletý program spolupráce s egyptskou centrální bankou, který financovala Evropská komise. Program podporoval egyptskou centrální banku v jejím rozsáhlém reformním programu, a to zejména v oblasti zavádění bankovního dohledu na bázi hodnocení rizik a zkvalitňování dohledu. Za tímto účelem se uskutečnilo šest projektů v oblastech průběžného dohledu, kontroly, makrobezpečnostního dohledu, právních otázek a stanovování standardů, školení a informačních

5 Bahrajn, Katar, Kuvajt, Omán, Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty.

technologií. Nad každým z těchto projektů převzala záštitu jedna ze čtyř uvedených národních centrálních bank, která úzce spolupracovala s vedoucím týmu z egyptské centrální banky.

ECB spolu s řadou národních centrálních bank pokračovala v prohlubování vztahů se zeměmi západního Balkánu. Ve dnech 1. a 2. října uspořádala ECB ve Frankfurtu druhou ekonomickou konferenci o tomto regionu, přičemž její záběr byl rozšířen na všechny země střední, východní a jihovýchodní Evropy. Přední odborníci centrálních bank členských států EU i zemí jihovýchodní Evropy společně se zástupci Evropské komise, mezinárodních organizací a akademické obce diskutovali o vybraných aspektech reálné konvergence v regionu a hlavních výzvách spojených s touto problematikou.

ECB společně s národními centrálními bankami osmi členských států (Německa, Estonska, Řecka, Španělska, Francie, Itálie, Rakouska a Slovinska) vypracovala pro centrální banku Bosny a Hercegoviny analýzu pokroku, kterého je třeba dosáhnout ve vybraných oblastech centrálního bankovníctví při přípravě na vstup do EU. Zpráva obsahující tuto analýzu, která završila misi zahájenou 1. března 2007, byla Eurosystemem oficiálně předána 12. září 2007. Obsahuje doporučení pro oblasti, kde centrální banka Bosny a Hercegoviny bude v následujících letech potřebovat pokročit, aby uvedla své standardy do souladu se standardy ESCB. Tento program byl financován Evropskou komisí prostřednictvím programu CARDS (Pomoc Společenství při obnově, rozvoji a stabilizaci) a koordinován ECB.



KAPITOLA 6

ODPOVĚDNOST

I ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU

V posledních desetiletích nezávislost centrální banky začala být zásadní složkou měnověpolitických rámců průmyslově vyspělých 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. Současně je základním principem demokratických společností, že veřejné orgány by měly být odpovědné veřejnosti, od níž se jejich mandát v konečném důsledku odvozuje. V případě nezávislé centrální banky lze odpovědnost chápat jako povinnost vysvětlovat, jak používala své pravomoci, a odůvodňovat její rozhodnutí občanům a jejich voleným zástupcům.

ECB vždy plně uznávala zásadní význam odpovědnosti za svá měnová rozhodnutí a za tímto účelem udržuje pravidelný dialog s občany EU a Evropským parlamentem. ECB jedná nad rámec zpravodajských povinností stanovených Smlouvou například tím, že zveřejňuje Měsíční bulletin, nikoli pouze čtvrtletní zprávy, které jsou od ní požadovány. Pořádá také tiskovou konferenci po prvním zasedání Rady guvernérů v měsíci. Závazek ECB k zásadě odpovědnosti dále ilustruje řada publikací vydávaných ECB a velký počet projevů přednesených členy Rady guvernérů v roce 2007, v nichž vysvětlovali rozhodnutí ECB.

Na institucionální úrovni má významnou roli ve vztahu k odpovědnosti ECB Evropský parlament jako orgán, který odvozuje svou legitimitu přímo od občanů EU. V souladu s ustanoveními Smlouvy prezident ECB prezentoval v roce 2007 Výroční zprávu ECB za rok 2006 plenárnímu zasedání Evropského parlamentu. Prezident ECB navíc nadále pravidelně podával zprávy o měnové politice ECB a jejich dalších úkolech při svých čtvrtletních slyšeních před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti. Prezident byl pozván na další slyšení před tímto Výborem, aby vysvětlil činnost ECB na peněžním trhu v reakci na turbulence na finančním trhu během druhé poloviny roku 2007 a aby diskutoval o případném poučení pro rámec finanční regulace, dohledu a stability. Prezident rovněž vystoupil před společným zasedáním Evropského parlamentu

a národních parlamentů za účelem výměny názorů na hospodářskou konvergenci v eurozóně.

Také další členové Výkonné rady byli vyzváni, aby vystoupili při řadě příležitostí před Evropským parlamentem. Viceprezident prezentoval Výroční zprávu ECB za rok 2006 Výboru pro hospodářské a měnové záležitosti. Gertrude Tumpel-Gugerellová dvakrát vystoupila před Výborem a poskytla informace o nedávném vývoji v oblasti zúčtování a vypořádání cenných papírů a projektu Euro systému nazvaném TARGET2-Securities.

Obdobně jako v minulých letech delegace členů Výboru pro hospodářské a měnové záležitosti navštívila ECB a vyměnila si názory s členy Výkonné rady. ECB také nadále dobrovolně 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 Evropským parlamentem během těchto výměn názorů, jsou uvedeny níže.

RÁMEC EU PRO FINANČNÍ REGULACI, DOHLED A STABILITU

Evropský parlament a ECB pokračovaly ve svém úzkém dialogu o záležitostech týkajících se finanční integrace a stability. Ve svém usnesení o finančních službách (2005–2010) Parlament uznal, že hedgeové fondy mohou poskytovat dodatečný zdroj likvidity a diverzifikace na trhu a vytvářet příležitosti ke zlepšení efektivity společností, nicméně sdílel obavy některých centrálních bank a orgánů dohledu, že takovéto fondy mohou být zdrojem systémového rizika. Proto také volal po zvýšené spolupráci mezi orgány dohledu při uplatňování doporučení Fóra pro finanční stabilitu a nabádal investory, klíčové zprostředkovatele a veřejné orgány ke zhodnocení potenciálních rizik protistrany, která hedgeové fondy představují. Evropský parlament rovněž zaznamenal vysoký stupeň koncentrace v sektoru agentur zabývajících se úvěrovým ratingem a doporučil větší transparentnost pracovních metod těchto subjektů. S ohledem na finanční dohled Parlament vyjádřil obavu, že současný rámec nemusí držet krok s dynamikou finančního trhu a zdůraznil, že tento rámec musí být dostatečně vybavený prostředky, koordinovaný a musí mít ze zákona oprávnění přiměřeně a rychle reagovat v případě velkých přeshraničních systémových krizí. Proto považoval za nezbytné dát relativně nové druhé a třetí úrovni projektu Lamfalussy¹ čas na to, aby se etablovaly, a zároveň přezkoumat potřebnost a uskutečnitelnost provádění obezřetnostního dohledu na úrovni EU, když to bude v budoucnosti zapotřebí.

Prezident ECB zdůraznil, že přehodnocení rizik, které se odehrálo v druhé polovině roku 2007, zohlednilo naplnění některých případů zranitelnosti, které byly již dříve identifikovány ECB a jinými centrálními bankami. Konstatoval, že je třeba zvýšit transparentnost a zlepšit řízení rizik s ohledem na složitější finanční produkty.

Dále potvrdil, že malý počet agentur s globální působností zabývajících se úvěrovým ratingem byl skutečným problémem pro fungování finančního světa. Zároveň zdůraznil, že investoři nesmí považovat stanovisko ratingových agentur za náhražku své vlastní úvěrové analýzy a due diligence. Pokud se jedná o hedgeové fondy, zdůraznil pozitivní roli, kterou hrály při zvyšování efektivity a likvidity finančních trhů, přičemž potvrdil, že mohou rovněž představovat zdroj rizika pro stabilitu finančního systému. Proto se zastával urychlené implementace doporučení Fóra pro finanční stabilitu a podpořil návrh, aby sektor hedgeových fondů usiloval o zavedení správných postupů a aby odvětvová měřítka („benchmarks“) byla vhodným nástrojem, jak tohoto cíle dosáhnout. Rovněž upozornil, že je třeba podstatně zlepšit chápání neregulovaných subjektů, jako jsou zprostředkující organizace („conduits“) a jednotky pro zvláštní účel (SPV), a požádal, aby se pokračovalo v důkladném šetření všech neregulovaných subjektů. Nakonec zdůraznil, že potenciál projektu Lamfalussy by měl být využit v maximálním možném rozsahu dříve, než se začne uvažovat o jakýchkoliv dalekosáhlých institucionálních změnách (viz kapitola 4).

VEŘEJNÉ FINANCE

V diskuzích mezi Evropským parlamentem a ECB výrazně figurovalo provádění fiskální politiky. Ve svém usnesení o zprávě Evropské komise „Veřejné finance v HMU v roce 2006“ Evropský parlament podpořil přísné uplatnění Paktu stability a růstu a volal po obnovení úsilí na straně členských států o využití období silného hospodářského růstu s cílem připravit jejich veřejné finance na problémy, které přinesou

1 Projekt Lamfalussy je čtyřúrovňový proces. Na první úrovni se stanoví základní principy legislativy normálním legislativním postupem: spolurozhodovací proces Evropského parlamentu a Rady EU, které jedná na základě návrhu Evropské komise. Na druhé úrovni jsou ve zkráceném řízení přijímána a pozměňována opatření za účelem implementace legislativy první úrovně. Třetí úroveň souvisí s činností výborů třetí úrovně, která má posílit konvergenci a spolupráci orgánů dohledu. Čtvrtou úroveň tvoří opatření Komise zaměřená na přísnější prosazování práva EU. Další podrobnosti 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.



budoucnost, zejména stárnutí populace. Ve svém usnesení o výroční zprávě Komise o eurozóně proto Evropský parlament uvítal nasměrování fiskální politiky přijaté Euroskupinou v dubnu 2007, které připomnělo závazek aktivně konsolidovat veřejné finance v “příznivém období” a využít neočekávané příjmy na snížení schodku a zadlužení.

Prezident ECB zdůraznil, že ekonomicky příznivé období by mělo být využito k urychlenému řešení zbývající rozpočtové nerovnováhy v zemích eurozóny i k akceleraci úprav vedoucích k dosažení jejich střednědobých cílů. V tomto kontextu nabádal všechny země eurozóny, aby splnily závazek přijatý v rámci Euroskupiny s cílem dosáhnout svých střednědobých rozpočtových cílů co nejdříve a nejpozději do roku 2010 (viz část 1.1 kapitoly 5).

PLATEBNÍ SYSTÉMY A SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY

ECB i nadále informovala Evropský parlament o probíhajících aktivitách v oblasti platebních systémů a zúčtování a vypořádání cenných papírů. Gertrude Tumpel-Gugerellová vystoupila dvakrát před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti a informovala o dosaženém pokroku při vytváření infrastruktury Euro systému pro poskytování služeb zúčtování cenných papírů v penězích centrální banky, nazvané TARGET2-Securities. ECB rovněž uvítala přijetí směrnice o platebních službách Evropským parlamentem a Radou EU v roce 2007 vzhledem k tomu, že poskytuje právní základ pro vytvoření Jednotné

oblasti pro platby v eurech (SEPA) (viz část 3 kapitoly 4).

Ve svém usnesení z vlastní iniciativy ohledně Výroční zprávy ECB za rok 2006 Evropský parlament plně podpořil snahy ECB napomáhat finanční integraci tím, že bude působit jako katalyzátor pro iniciativy soukromého sektoru, jako je SEPA. Parlament také měl za to, že by projekt TARGET2-Securities mohl zvýšit integraci, efektivitu a bezpečnost evropské infrastruktury vypořádání cenných papírů. Zároveň považoval za nezbytné, aby byl zaveden přiměřený řídicí rámec. Ve svém usnesení o finančních službách (2005–2010) Evropský parlament volal po dalším pokroku při odstraňování bariér identifikovaných ve zprávě Giovanniniho skupiny ohledně přeshraničního zúčtování a vypořádání (viz část 2 kapitoly 2).



KAPITOLA 7

**VNĚJŠÍ
KOMUNIKACE**

I KOMUNIKAČNÍ POLITIKA

Cílem komunikace v ECB je větší povědomí veřejnosti o rozhodování 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 kredibilitě měnové politiky ECB. Podporují také úsilí ECB referovat v plném rozsahu o jejích krocích, jak je podrobněji vysvětleno v kapitole 6.

Strategie okamžitého, pravidelného a komplexního vysvětlování měnové politiky a měnových rozhodnutí, která byla zavedena v roce 1999, představuje mimořádně otevřený a transparentní přístup ke komunikaci centrální banky. Rozhodnutí měnové politiky 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 EU.¹ Výroční zpráva ECB a čtvrtletní vydání Měsíčního bulletinu jsou také celé k dispozici v oficiálních jazycích EU.² Konvergenční zpráva je k dispozici ve všech oficiálních jazycích buď celá, nebo ve zkrácené verzi.³ Za účelem odpovědnosti a transparentnosti ve vztahu k veřejnosti ECB rovněž zveřejňuje vedle statutárních publikací další dokumentaci v některých nebo ve všech úředních jazycích, zejména tiskové zprávy o rozhodnutích měnové politiky, makroekonomické projekce⁴, měnová stanoviska a informační materiály, 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 výjimka na úrovni EU.

2 S výjimkou irštiny (na základě výjimky EU) a maltštiny (po zrušení dočasné výjimky EU v květnu 2007 na základě dohody s maltskou centrální bankou).

3 Viz poznámka pod čarou 2.

4 Projekce ECB od září 2004 a projekce odborníků Eurosystemu od prosince 2000.

2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI

ECB musí oslovit 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 potaz různorodost oslovovaných osob.

ECB zveřejňuje řadu studií a zpráv, jako je výroční zpráva, která prezentuje analýzu činností ECB za uplynulý rok, a tak přispívá k odpovědnosti ECB za podniknuté kroky. 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 informací poskytovaných médiím. V roce 2007 prezident ECB vystoupil sedmkrát před Evropským parlamentem a tato slyšení začala být také přenášena živě na internetových stránkách ECB.

Členové Výkonné rady přednesli v roce 2007 přibližně 220 projevů před širokým spektrem osob, poskytli řadu rozhovorů a přispěli články do odborného tisku, časopisů a novin.

V roce 2007 ECB organizovala 15 seminářů určených pro mezinárodní a národní média. Tři z těchto seminářů byly organizovány ve spolupráci s Evropskou komisí a čtyři ve spolupráci s NCB EU.

ECB nadále přispívá k šíření poznatků výzkumu zveřejňováním pracovních dokumentů a příležitostných pracovních dokumentů (řady



„Working papers“ a „Occasional papers“) a organizováním akademických konferencí, seminářů a kurzů (viz část 5 kapitoly 2).

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.

Ve spolupráci s kyperskou centrální bankou a maltskou centrální bankou ECB uspořádala v roce 2007 informační kampaň na přípravu zavedení eura na Kypru a Maltě k 1. lednu 2008. Logo „€ Our money“, které vychází z loga použitého v informační kampani na zavedení eurobankovek a euromincí v roce 2002, bylo použito ve všech společných komunikačních aktivitách v souvislosti s přechodem na euro na Kypru a Maltě. Kampaně byly podobné komunikační strategii vypracované pro vstup Slovinska do eurozóny k 1. lednu 2007. 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 část 4 kapitoly 3).

ECB ve svém sídle ve Frankfurtu přijala v roce 2007 přibližně 13 500 návštěvníků. Návštěvníci obdrželi informace z první ruky formou přednášek a prezentací odborníků ECB. Návštěvníky byli převážně vysokoškolští studenti a odborní pracovníci ze sektoru finančních služeb.

Všechny dokumenty zveřejňované ECB a její různé činnosti jsou prezentovány na internetových stránkách ECB, které v roce 2007 zaznamenaly 15 milionů návštěv (přičemž bylo staženo 15 milionů dokumentů). Zejména informační balíček nazvaný „Proč je pro vás

důležitá stabilita cen?“⁵, který je určen pro studenty a učitele a který vyrobila ECB ve spolupráci s NCB eurozóny ve všech úředních jazycích EU, byl uživateli přijat s velkým zájmem. Soubor se skládá z osmiminutového animovaného filmu, brožur pro studenty a z výukového materiálu pro učitele. Hlavními postavami filmu jsou dva středoškolští studenti, kteří se snaží dozvědět více o cenové stabilitě, která je rovněž tématem stručných brožur pro studenty a podrobněji je rozvedena ve výukovém materiálu pro učitele.

V roce 2007 bylo zpracováno přibližně 60 000 dotazů od veřejnosti, včetně žádostí o informace o různých aspektech činnosti ECB.

ECB každoročně pořádá Kulturní dny, jejichž cílem je přiblížit kulturní rozmanitost členských států EU zaměstnancům ECB i ESCB, mezinárodní finanční komunitě ve Frankfurtu, jakož i obyvatelům Frankfurtu a okolí. Každý rok tato iniciativa vyzdvihuje kulturní bohatství jedné země EU, a přispívá tak k lepšímu porozumění národů v EU. Po Rakousku, Maďarsku, Polsku a Portugalsku se program Kulturních dnů v roce 2007 zaměřil na Řecko. Akce byly organizovány v úzké spolupráci s Bank of Greece a proběhly od 24. října do 13. listopadu 2007.

5 Informační balíček je dostupný na internetových stránkách ECB na adrese <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.cs.html>.



**INSTITUCIONÁLNÍ
RÁMEC, ORGANIZACE
A ROČNÍ ÚČETNÍ
ZÁVĚRKA**

I ROZHODOVACÍ ORGÁNY A SPRÁVA A ŘÍZENÍ ECB

I.1 EUROSISTÉM 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 (15 států od 1. ledna 2008). 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. Lisabonská smlouva již termín „Eurosystém“ obsahuje (viz část 1.2 kapitoly 5).

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 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). NCB mohou vykonávat v rámci své odpovědnosti funkce, které nejsou spojeny s Eurosystémem, pokud Rada guvernérů neshledá, že tyto funkce jsou v rozporu s cíli a úkoly Eurosystému.

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 řády¹. 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.

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“.

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 2007 se dvě zasedání konala mimo Frankfurt: jedno pořádala irská centrální banka (the Central Bank and Financial Services Authority in Ireland) v Dublinu a druhé rakouská centrální banka (Oesterreichische Nationalbank) ve Vídni.

¹ 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 jednacím řádu Výkonné rady ECB, Úř. věst. L 314, 8.12. 1999, s. 34. Tyto jednací řády jsou rovněž k dispozici na internetových stránkách ECB.

RADA GUVERNÉRŮ



Zadní řada (zleva):

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

Prostřední řada (zleva):

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

Přední řada (zleva):

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

Jean-Claude Trichet

prezident ECB

Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

Lorenzo Bini Smaghi

člen Výkonné rady ECB

Michael C. Bonello² (od 1. ledna 2008)

guvernér, Bank Āentrali ta' Malta

Vítor 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

Mitja Gaspari (od 1. ledna do 31. března 2007)

guvernér, Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

člen Výkonné rady ECB

John Hurley

guvernér, Central Bank and Financial Services
Authority of Ireland

Marko Kranjec (od 16. července 2007)

guvernér, Banka Slovenije

Klaus Liebscher

guvernér, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

guvernér, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

guvernér, Banque de France

Athanasios Orphanides² (od 1. ledna 2008)

guvernér, Central Bank of Cyprus

Guy Quaden

guvernér, Nationale Bank van België/Banque
Nationale de Belgique

Andrej Rant (od 1. dubna do 15. července 2007)

úřadující guvernér, Banka Slovenije

Jürgen Stark

člen Výkonné rady ECB

Gertrude Tumpel-Gugerellová

členka Výkonné rady ECB

Axel A. Weber

prezident, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

prezident, De Nederlandsche Bank

2 Guvernéri Bank Āentrali ta' Malta a Central Bank of Cyprus se zúčastnili zasedání Rady guvernérů jako „zvláštní pozvané osoby“ na základě rozhodnutí Rady ECOFIN z 10. července 2007 týkajícího se zrušení výjimky těchto zemí s účinkem od 1. ledna 2008.

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,

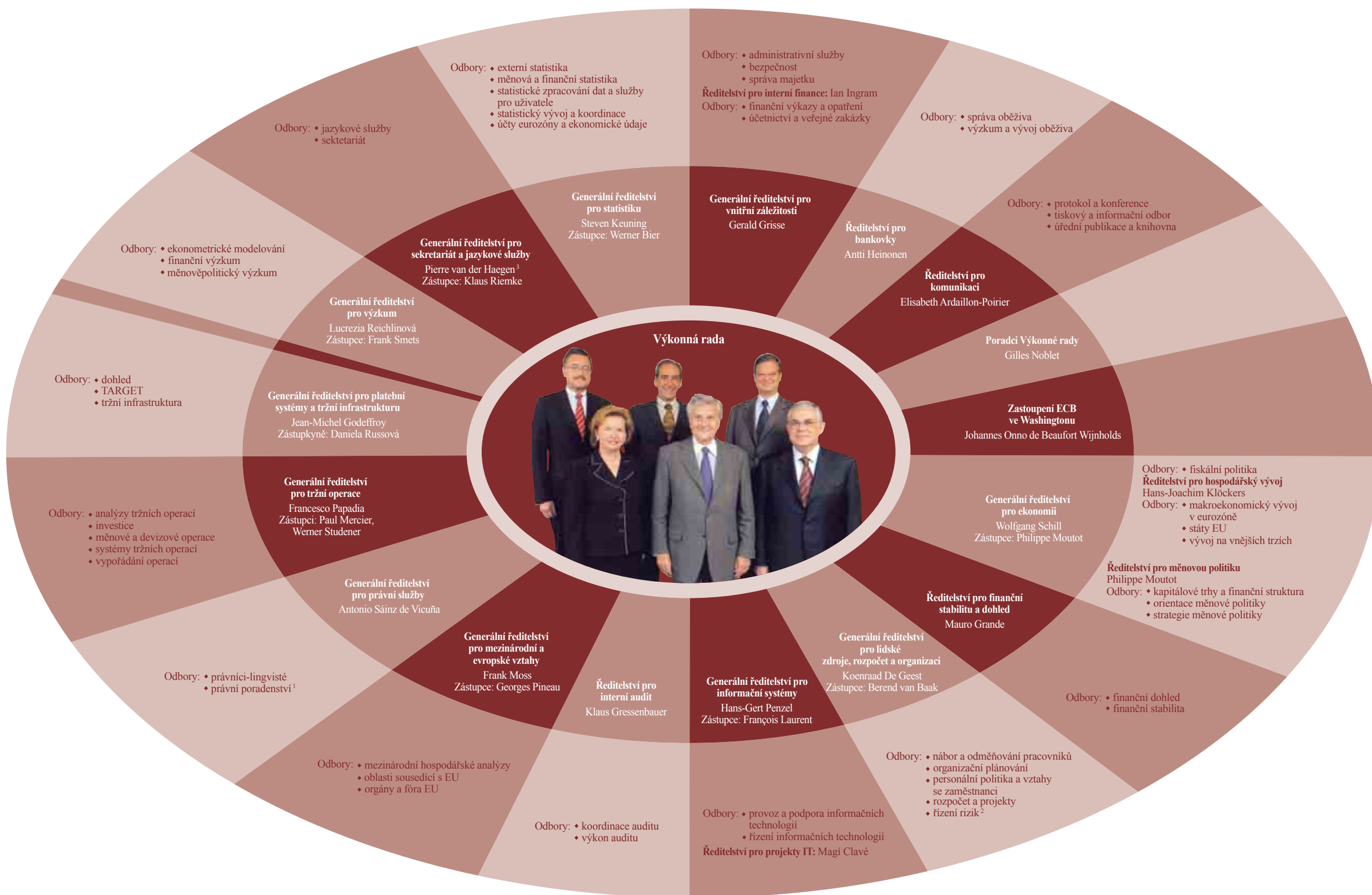
- řízení běžné činnosti ECB,
- vykonávání pravomocí, které Výkonné radě svěří Rada guvernérů. Mezi tyto pravomoci částečně spadá regulační činnost.

Výkonná rada 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.



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

Horní řada, zleva: Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Spodní řada, zleva: Gertrude Tumpel-Gugerellová, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

¹ Včetně funkce ochrany dat.

² Odpovídá přímo Výkonné radě.

³ Tajemník Výkonné rady, Rady guvernérů a Generální rady

1.4 GENERÁLNÍ RADA

Generální rada se skládá z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů NCB všech členských zemí EU. Plní zejména úkoly převzaté od Evropského měnového institutu,

kteří ECB musí nadále plnit vzhledem k tomu, že ne všechny členské státy zavedly euro. V roce 2007 se Generální rada sešla pětkrát. Od 1. ledna 2007 jsou členy Generální rady guvernér Bulharské národní banky (Българска народна банка) a guvernér Banca Națională a României.

Zadní řada (zleva):

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

Prostřední řada (zleva):

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

Přední řada (zleva):

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



Jean-Claude Trichet
prezident ECB

Lucas D. Papademos
viceprezident ECB

Leszek Balcerowicz (do 10. ledna 2007)
prezident, Narodowy Bank Polski

Nils Bernstein
guvernér, Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello
guvernér, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Christodoulos Christodoulou (do 2. května 2007)
guvernér, Central Bank of Cyprus

Vítor 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

Mitja Gaspari (do 31. března 2007)
guvernér, Banka Slovenije

John Hurley
guvernér, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Stefan Ingves
guvernér, Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu
guvernér, Banca Națională a României

Ivan Iskrov
guvernér, Българска народна банка (Bulharská národní banka)

Zsigmond Járai (do 2. března 2007)
guvernér, Magyar Nemzeti Bank

Mervyn King
guvernér, Bank of England

Marko Kranjec (od 16. července 2007)
guvernér, Banka Slovenije

Klaus Liebscher
guvernér, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen
guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok
guvernér, Eesti Pank

Yves Mersch
guvernér, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer
guvernér, Banque de France

Athanasios Orphanides (od 3. května 2007)
guvernér, Central Bank of Cyprus

Guy Quaden
guvernér, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant (od 1. dubna do 15. července 2007)
úřadující guvernér, Banka Slovenije

Ilmārs Rimševičs

guvernér, Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

předseda Rady, Lietuvos bankas

Slawomir Skrzypek (od 11. ledna 2007)

prezident, Narodowy Bank Polski

András Simor (od 3. března 2007)

guvernér, Magyar Nemzeti Bank

Ivan Šramko

guvernér, Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

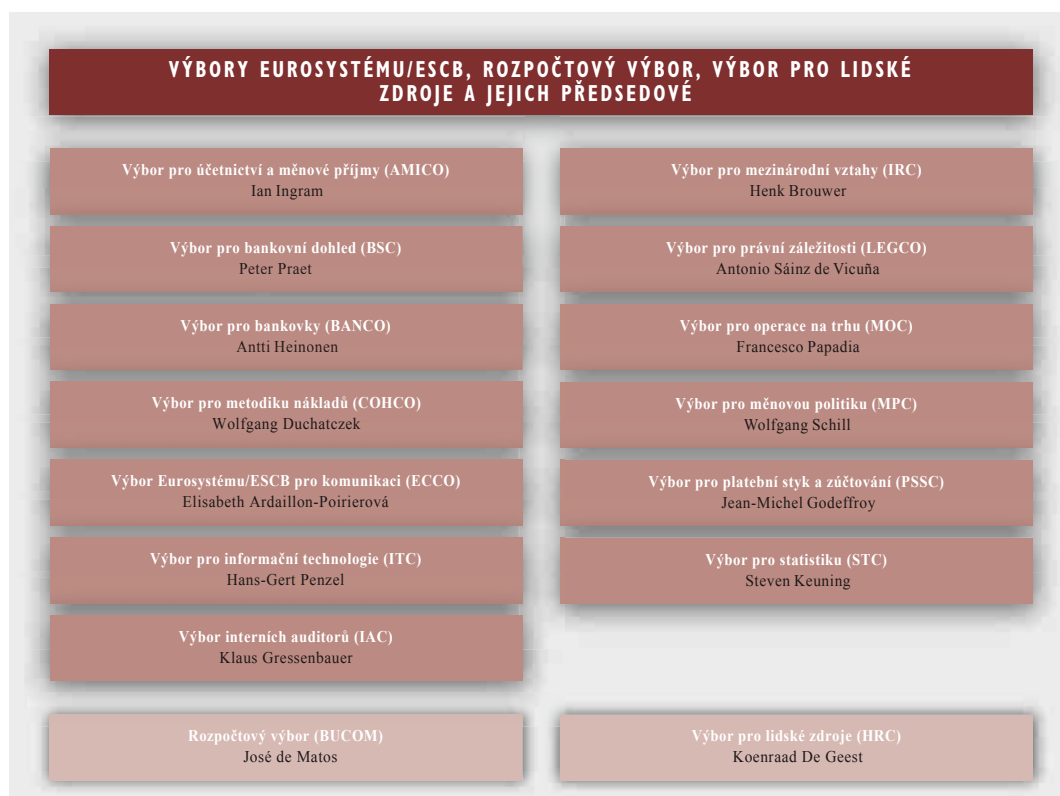
guvernér, Česká národní banka

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 Eurosystému/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 Eurosystému. 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. V červenci 2007 byl ustaven Výbor pro metodiku nákladů jako výbor Eurosystému/ESCB podle čl. 9.1 jednacího řádu ECB, čímž se počet výborů Eurosystému/ESCB ustanovených na základě tohoto článku zvyšuje na 13.

Rozpočtový výbor, který byl ustaven podle čl. 15 jednacího řádu ECB, pomáhá Radě guvernérů v záležitostech týkajících se rozpočtu ECB. Výbor pro lidské zdroje byl vytvořen v roce 2005 podle čl. 9a jednacího řádu jako fórum pro výměnu zkušeností, odborných znalostí a informací mezi centrálními bankami Eurosystemu/ESCB v oblasti řízení lidských zdrojů.

V srpnu 2007 Rada guvernérů ustavila Řídící výbor Eurosystemu pro IT (EISC) s mandátem řídit neustálý vývoj využívání IT v Eurosystemu. Činnosti EISC souvisejí zejména s řízením a správou IT Eurosystemu a zahrnují vývoj a implementaci politiky struktury a bezpečnosti IT, identifikaci požadavků IT, řízení a určování priorit portfolia IT projektu, plánování IT projektu, realizaci a kontrolu a monitorování systémů a operací IT. Očekává se, že EISC zvýší efektivitu a účinnost rozhodování Rady guvernérů o projektech a operacích IT Eurosystemu/ESCB tím, že bude posuzovat návrhy výborů ESCB nebo centrálních bank Eurosystemu před tím, než budou projednávány Radou guvernérů, a předkládat Radě guvernérů zprávy o těchto návrzích. EISC podává zprávy Radě guvernérů prostřednictvím Výkonné rady.

1.6 SPRÁVA A ŘÍZENÍ ECB

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 firem³.

VNITŘNÍ KONTROLNÍ MECHANISMY

Struktura vnitřní kontroly ECB vychází z funkčního přístupu, kdy každá organizační jednotka (sekce, odbor, ředitelství a generální ředitelství) odpovídá za svá vlastní rizika, kontroly, účinnost a efektivitu. Každá organizační jednotka zavádí v rámci své působnosti soubor provozních kontrolních postupů podle tolerance rizika, kterou ex ante stanoví Výkonná rada. Byl například zaveden soubor pravidel a postupů známý jako čínská zeď, který má zabránit přenosu informací z útvarů odpovědných za měnovou politiku na útvary odpovědné za správu devizových rezerv a vlastních zdrojů ECB. V průběhu roku 2007 ECB zlepšila svůj přístup k řízení operačních rizik a vytvořila zastřešující rámec, který umožňuje neustálé řízení operačních rizik strukturovaným a integrovaným způsobem a spojuje řadu strategií rizika a kontroly, postupy a nástroje. Různé odbory v rámci Generálního ředitelství pro lidské zdroje, rozpočet a organizaci navíc monitorují portfolio rizik a strukturu vnitřní kontroly a předkládají návrhy na zlepšení efektivitu identifikace, hodnocení a řešení rizik.

Nezávisle na struktuře 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 auditu⁴ vnitřní auditoři poskytují nezávislé a objektivní ověřovací a poradenské služby a zavádějí systematický přístup k hodnocení a zlepšování efektivitu řízení, kontroly a správy rizika. Ředitelství pro vnitřní audit se přitom řídí Mezinárodními standardy pro profesní praxi vnitřní kontroly, které vypracoval Institut interních auditorů.

3 Společnost KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft byla externím auditorem pro finanční roky 2003–2007. Po skončení veřejného výběrového řízení a v souladu s dohodnutým postupem rotace auditorských firem bude na finanční roky 2008–2012 určen nový externí auditor ECB.

4 V zájmu zvýšení transparentnosti kontrolních mechanismů jsou tyto Zásady uveřejněny na internetových stránkách ECB.

Výbor interních auditorů (výbor Eurosystému/ ESCB), který se skládá z vedoucích interního auditu v ECB a NCB, odpovídá za koordinaci pokrytí společných projektů a provozních systémů Eurosystému a ESCB auditem.

Rada guvernérů se rozhodla, že za účelem dalšího posílení rámce ECB vytvoří v dubnu 2007 výbor ECB pro audit, který se bude skládat ze tří jejích členů a jehož předsedou bude 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 Eurosystému a za udržení efektivity jeho fungování⁵. 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 Evropské centrální banky, který stanovuje obecné zásady a normy pro zaměstnance ECB a členy Výkonné rady, od nichž se očekává, že budou při plnění svých povinností⁶ dodržovat vysokou úroveň profesní etiky. V souladu s pravidly Kodexu chování týkajícími se obchodování zasvěcených osob nesmějí zaměstnanci ECB a členové Výkonné rady využívat vnitřní informace při provádění soukromých finančních aktivit na vlastní riziko, na vlastní účet či na účet třetí strany⁷. Třetím kodexem je Doplňkový kodex etických kritérií pro členy Výkonné rady⁸. 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 nařízení⁹ 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 rozhodnutí¹⁰ o podmínkách 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 ECB¹¹, 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 ECB¹².

V roce 2007 byl počet žádostí o přístup veřejnosti nadále omezený.

- 5 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.
- 6 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.
- 7 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.
- 8 Viz Kodex chování pro členy Výkonné rady, Úř. věst. C 230, 23.9.2006, s. 46 a internetové stránky ECB.
- 9 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.
- 10 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, s. 56. 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 *Komis versus Evropská centrální banka*, ECR I-7147.
- 11 Úř. věst. L 80, 27. 2001, s. 42.
- 12 V souladu se závazkem ECB zachovávat zásady otevřenosti a transparentnosti byla na internetové stránky ECB přidána v roce 2006 část „Archiv“, která zajišťuje přístup k historické dokumentaci.

2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ

2.1 LIDSKÉ ZDROJE

V roce 2007 ECB rozšířila rámec politiky lidských zdrojů, aby zdůraznila důležitost jeho hodnot a základních principů lidských zdrojů¹³. Tento rámec je také nástrojem k objasnění volby specifických strategií 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 zahájené v roce 2006. Cílem řízení diverzity je zajistit, aby se všemi zaměstnanci bylo zacházeno s úctou a aby byli hodnoceni podle vykonané práce.

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 zlepšení výkonu zaměstnanců.

ROZVOJ ZAMĚSTNANCŮ

Poté, co byly v roce 2006 zavedeny všeobecné zásady mobility motivující zaměstnance změnit každých pět let místo, dostalo se interní mobilitě značné podpory. Mobilita představuje příležitost pro rozšíření odbornosti zaměstnanců a rozvoj jejich dovedností a je pro ECB prostředkem k rozšíření povědomí jejich zaměstnanců a zvýšení synergie spolupráce v jednotlivých oblastech činnosti. V této souvislosti je cílem interního náboru, který klade důraz na širokou kvalifikaci, ještě více usnadnit interní mobilitu zaměstnanců. V roce 2007 byl zaveden program mobility podporující výměnu zaměstnanců a dočasné interní přeložení zaměstnance, např. z důvodu zástupu za nepřítomného kolegu. V roce 2007 bylo celkem 152 zaměstnanců, včetně 31 manažerů a poradců, interně

přesunuto dočasně nebo dlouhodobě na jiné místo.

Program ECB External Work Experience Scheme umožňuje vysílání zaměstnanců do 27 národních centrálních bank EU nebo do příslušných mezinárodních finančních institucí (např. MMF nebo BIS) na dobu od dvou do dvanácti měsíců. V rámci tohoto programu bylo v roce 2007 vysláno 23 zaměstnanců. ECB navíc poskytla neplacenou dovolenou po dobu až tří let 36 zaměstnancům. Mnozí z nich (19) nastoupili do národních centrálních bank, mezinárodních organizací nebo soukromých společností. Jiní tuto neplacenou dovolenou využili ke studijním účelům.

Kromě podpory mobility včetně rotace vedoucích zaměstnanců se strategie lidských zdrojů nadále zaměřovala na rozvoj managementu ECB a zejména na posilování manažerských dovedností prostřednictvím vzdělávání a individuálního koučování. Vzdělávání pro vedoucí zaměstnance se soustřeďovalo na prohlubování jejich dovedností vést a řídit zaměstnance, řízení výkonnosti a řízení změn organizace a na „důstojnost v práci“ jako základní pilíř strategie diverzity ECB.

Vedoucí zaměstnanci se také zúčastnili každoročního povinného cvičení využívajícího zpětnou vazbu z více zdrojů, kdy přímí nadřízení, osoby se stejným postavením a externí kontakty určují oblasti pro osobní rozvoj vedoucích zaměstnanců. Individuální koučování se poskytuje na základě výsledků zpětné vazby z více zdrojů.

Trvalé osvojování a rozvíjení schopností a znalostí všemi zaměstnanci je stále základním prvkem strategie ECB v oblasti lidských zdrojů. Vzdělávání a rozvoj je principiálně společným úkolem zaměstnanců a instituce. Na jedné straně ECB poskytuje rozpočtové prostředky a vzdělávací rámec a vedoucí zaměstnanci stanovují požadavky na vzdělávání zaměstnanců pro vykonávání jednotlivých funkcí. Na druhé

13 Základní principy lidských zdrojů zahrnují: organizační potřebu, decentralizované řízení zaměstnanců, zásluhy, různorodost, atraktivní pracovní podmínky a vzájemný závazek.

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 pro 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 22 zaměstnancům získat kvalifikaci, která je vyšší, než vyžaduje jejich stávající funkce.

NÁBOR

Externí nábor na 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. Smlouvy na dobu určitou nabízené v případě stálých pracovních míst mohou být změněny na smlouvy na dobu neurčitou na základě revize, která zohlední potřeby organizace a pracovní výkon jednotlivce. V roce 2007 ECB nabídla externím uchazečům 27 smluv

na dobu určitou s možností změny na smlouvu na dobu neurčitou. ECB také vydala 56 smluv na dobu určitou bez možnosti změny na smlouvu na dobu neurčitou k pokrytí absence zaměstnanců delší než jeden rok a 114 krátkodobých smluv k pokrytí absence zaměstnanců kratší než jeden rok, jako je neplacená nebo rodičovská dovolená. Následující tabulka uvádí vývoj počtu zaměstnanců ECB v roce 2007.

Nabízení krátkodobých smluv zaměstnancům NCB a mezinárodních organizací umožňuje ECB a těmto organizacím těžit ze vzájemných zkušeností. Krátkodobé zaměstnávání zaměstnanců NCB pomáhá také podporovat týmového ducha v celém ESCB.

V září 2007 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 vzděláním.

ECB také nabídla stáže pro studenty a absolventy oborů ekonomie, statistika, podniková ekonomika, právo a překladatelství.



Počet zaměstnanců		
	2007	2006
Zaměstnanci ECB se smlouvou, ekvivalent plného pracovního úvazku ¹⁾	1 375	1 342
Krátkodobé smlouvy nabídnuté expertům z NCB nebo mezinárodních organizací	106	93
Noví účastníci programu ECB pro absolventy vysokých škol	10	6
Stáže	145	173
Zdroj: ECB 1) Schválený počet zaměstnanců k 31. prosinci 2007 činil 1 348. Hlavními příčinami tohoto rozdílu je skutečnost, že smlouvy na dobu určitou se vydávaly jako náhrada za zaměstnance, kteří byli nepřítomni déle než 12 měsíců.		

Dále ECB nabídla pět studijních pobytů 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

ECB zahájila náročný projekt na zavedení systému plánování zdrojů podniku. Systém ISIS (Integrovaná data, racionalizované postupy, sdílení informací) vycházející ze systému SAP bude mít po spuštění významný dopad na řadu úkolů souvisejících s řízením lidských zdrojů. Tento systém kromě zjednodušení různých administrativních postupů umožní zaměstnancům a vedoucím pracovníkům vykonávat řadu aktivit v „samoobslužném režimu“ a přispěje tím ke zvýšení výkonnosti organizace.

V souvislosti s vývojem délky života v poslední době zahájila ECB revizi penzijního plánu, který nabízí svým zaměstnancům. Očekává se, že změny tohoto plánu se začnou provádět na začátku roku 2009.

Za účelem zlepšení rovnováhy mezi profesním a soukromým životem a dalšího rozvoje pružnosti ECB Výkonná rada rozhodla spustit pilotní projekt pro postupné zavádění práce z domova. Po dokončení projektu budou nejdříve pečlivě posouzeny všechny jeho klady a zápory, a poté se rozhodne o jeho rozšíření.

VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE A KROKY NAVAZUJÍCÍ NA DOKUMENT „ÚLOHA EUROSYSTÉMU“

S cílem další podpory spolupráce a týmového ducha mezi centrálními bankami Eurosystemu a ESCB v oblasti řízení lidských zdrojů byl v roce 2005 ustaven Výbor pro lidské zdroje (HRC). Aktivity HRC v roce 2007 zahrnovaly různé aspekty vzdělávání a rozvoje zaměstnanců včetně možnosti společných vzdělávacích aktivit ESCB a rozvoj opatření zvyšujících mobilitu v rámci ESCB.

Za účelem výměny zkušeností a vytvoření nejlepších postupů byly pořádány semináře a prezentace na téma nábor a výběrové řízení, hodnotící střediska, interní mobilita a strategie kariéry. Konala se také konference o hlavních organizačních změnách a byla vytvořena nová pracovní skupina pro informace o řízení lidských zdrojů ESCB.

2.2 NOVÉ SÍDLO ECB

Práce na novém sídle ECB pokračovaly v roce 2007 podle plánu. Podrobná plánovací fáze začala 20. února 2007 a její výsledky byly zveřejněny 8. října 2007. Dne 22. října byl návrh předložen příslušným úřadům města Frankfurt k získání nezbytných stavebních povolení.

Zatímco celkový vzhled budovy zůstal v této podrobné plánovací fázi nezměněn, návrh na nové sídlo byl dále rozpracován. Přímou na místě v Grossmarkthalle byly provedeny analýzy původních stavebních prvků a materiálů za účelem stanovení vhodných metod k jejich restaurování. Specifika výstavby uvnitř Grossmarkthalle byla dále podrobně rozpracována, a to zejména s ohledem na požadavky týkající se bezpečnosti a požární ochrany. Pozornost byla věnována také strukturálním prvkům funkčních ploch uvnitř haly.

Byl definován celkový koncept vnitřku nového sídla, včetně materiálů a povrchů. K přezkoušení funkčnosti a kvality materiálů vybraných pro stavbu hlavní budovy byly postaveny

vzorové instalace. Na místě budoucího sídla byla postavena maketa dvoupatrové budovy ukazující fasádu střední sekce jižní výškové budovy a přilehlého atria ve skutečné velikosti. Účelem bylo prověření technických, funkčních a architektonických detailů.

V roce 2007 byl odborem pro plánování města Frankfurtu ve spolupráci s ECB dále rozpracován územní plán, který má zajistit trvalou urbanistickou koncepci města. Na jeho rozvoji se podílí veřejnost a jednotlivé úřady, čímž je zaručena jeho demokratická legitimita. Dne 13. listopadu 2007 byl územní plán zveřejněn v úředním věstníku města Frankfurt „Amtsblatt“, čímž se stal právně závazným.

V srpnu 2007 zahájila ECB mezinárodní výběrové řízení na generálního dodavatele pro výstavbu nového sídla. Oznámení o kontraktu bylo zveřejněno v Úředním věstníku Evropské unie a na webových stránkách ECB. Předpokládá se, že tento kontrakt bude zadán v říjnu 2008 a hlavní stavební práce by měly být zahájeny ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008. Přípravné práce na stavbě nového sídla ECB budou zahájeny v prvním čtvrtletí 2008. Dokončení nového sídla se předpokládá ke konci roku 2011.

V roce 2008 město Frankfurt zahájí soutěž o návrh památníku a informačních prostorů připomínajících roli Grossmarkthalle v deportaci židovských občanů.

2.3 ÚŘAD EUROSISTÉMU 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. Hlavními úkoly EPCO je usnadnit přijímání a výměnu nejlepších strategií v Eurosystemu, vybudovat infrastrukturu (kvalifikace, funkční nástroje a postupy IT) umožňující sdílet kupní sílu a koordinovat zadávání veřejných zakázek Eurosystemu. Účast centrálních bank

Eurosystemu je dobrovolná. V prosinci 2007 byla pořadající organizací EPCO v období od 1. ledna 2008 do 31. prosince 2012 stanovena Banque centrale du Luxembourg.

3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB

Sociální dialog ESCB je konzultační fórum zahrnující ECB a zástupce zaměstnanců ze všech centrálních bank ESCB a evropských odborových federací¹⁵. Jeho účelem je poskytování informací a výměna názorů na otázky, které mohou mít závažný dopad na zaměstnanost v národních centrálních bankách ESCB.

V červenci a prosinci 2007 se konala zasedání Sociálního dialogu ESCB. Kromě otázek týkajících se výroby a oběhu bankovek a platebních systémů (TARGET2, TARGET2-Securities a CCBM2) se diskuze věnovaly zavádění opatření vztahujících se k dokumentu Úloha Eurosystemu, strategickým záměrům a organizačním principům a jejich důsledkům pro každodenní práci odborníků Eurosystemu. Zástupci zaměstnanců byli také informováni o otázkách, kterými se v současnosti zabývá HRC.

ECB nadále vydává dvakrát ročně zpravodaj a informuje tak zástupce zaměstnanců o posledním vývoji ve výše uvedené oblasti.

Realizace opatření, která ECB dohodla v roce 2006 s evropskými odborovými federacemi za účelem prohloubení Sociálního dialogu ESCB, byla zahájena v roce 2007 a bude pokračovat i v roce 2008.

¹⁵ Stálý výbor odborových svazů Evropské centrální banky (SCECBU), UNI-Finance a Evropská federace odborových svazů veřejných služeb (EPSU).

4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB

ZPRÁVA O ČINNOSTI ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2007

1 HLAVNÍ ČINNOST

Činnost ECB v roce 2007 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 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) v pracovním poměru na dobu neurčitou a v pracovním poměru na dobu určitou vzrostl z 1 337 v roce 2006 na 1 366 v roce 2007. Na konci roku 2007 měla ECB 1 375 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 Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, a z výnosů 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 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. Výkonná rada pravidelně vyhodnocuje, zda jsou prostředky vynakládány v souladu se schválenými rozpočty, přičemž přihlíží k doporučením interních kontrolorů ECB a k doporučením, která za podpory Rozpočtového výboru předkládá Rada guvernérů.

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 SMĚNNÝCH KURZŮ, 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 drženy v amerických dolarech, japonských jenech a ve zlatě, které jsou investovány zejména do úročených 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 2006 dosáhla tato rezerva hodnoty 2 371 395 162 EUR. S účinností od 1. ledna 2007 přispěla v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB rovněž Banka Slovenije k rezervám částkou 10 947 042 EUR. S ohledem na výsledky hodnocení se Rada guvernérů rozhodla převést k 31. prosinci 2007 do rezerv dodatečnou částku 286 416 109 EUR, čímž se objem rezerv zvýšil na 2 668 758 313 EUR a jako v roce 2006 se tím snížil čistý zisk přesně na nulu.

Tato rezerva bude použita 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, 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. Rada guvernérů rozhodla, že tato rezerva spolu s jakoukoli částkou drženu ve všeobecném rezervním fondu nesmí přesáhnout hodnotu podílů na základním kapitálu ECB splacených národními centrálními bankami zemí eurozóny.

HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK ZA ROK 2007

Pokud by nebyla zvýšena shora uvedená rezerva na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata, vykázala by ECB za rok 2007 čistý zisk ve výši 286 mil. EUR.

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.

V roce 2007 vzrostly čisté úrokové příjmy na 2 421 mil. EUR (z úrovně 1 972 mil. EUR za rok 2006), a to zejména v důsledku zvýšení objemu bankovek v oběhu a mezní sazby pro hlavní refinanční operace Euro systému, od které se odvíjí sazba úroků, které dostává ECB ze svého podílu na eurobankovkách Euro systému.

Čisté realizované zisky z finančních operací vzrostly ze 475 mil. EUR v roce 2006 na 779 mil. EUR v roce 2007 zejména v důsledku (a) poklesu úrokových sazeb ve Spojených státech v roce 2007, který vedl k vyšším čistým realizovaným ziskům z prodeje cenných papírů během roku, a (b) růstu ceny zlata, který vedl k vyšším realizovaným ziskům z jeho prodeje v roce 2007. Tyto prodeje zlata byly prováděny v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě (Central Bank Gold Agreement) z 27. září 2004, k níž přistoupila i ECB.

Celkové správní náklady ECB včetně odpisů vzrostly z 361 mil. EUR v roce 2006 na 385 mil. EUR v roce 2007.

ZMĚNA ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU ECB

V souladu s článkem 49.3 Statutu ESCB, který byl do něj doplněn podle Smlouvy o přistoupení, se upsaný kapitál ECB automaticky zvyšuje, když k EU přistoupí nový členský stát a příslušná národní centrální banka se stane členem ESCB. Toto zvýšení vyžaduje, aby vážený podíl v klíči pro upisování základního kapitálu každé národní centrální banky, jež je součástí ESCB, byl vypočten obdobně podle článku 29.1 a v souladu s článkem 29.2 Statutu ESCB. Vstupem Bulharska a Rumunska do EU k 1. lednu 2007 (a) byly podíly národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu upraveny 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, a (b) upsaný základní kapitál ECB se zvýšil na 5 761 mil. EUR.

Dále v souladu s čl. 49.1 Statutu ESCB splatila Banka Slovenije ECB zbývající část svého podílu na upsaném základním kapitálu po přijetí jednotné měny 1. ledna 2007 a Българска народна банка (Bulharská národní banka) a Banca Națională a României, obdobně jako ostatní národní centrální banky zemí mimo eurozónu, splatily 7 % svého upsaného základního kapitálu jako příspěvek na provozní náklady ECB.

V důsledku tohoto vývoje se splacený základní kapitál ECB zvýšil ze 4 089 mil. EUR 31. prosince 2006 na 4 127 mil. EUR 1. ledna 2007. Bližší údaje jsou uvedeny v komentáři č. 15 roční účetní závěrky („kapitál a rezervní fondy“).

ROZVAHA K 31. PROSINCI 2007

AKTIVA	ČÍSLO KOMENT.	2007 €	2006 €
Zlato a pohledávky ve zlatě	1	10 280 374 109	9 929 865 976
Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v cizí měně	2		
Pohledávky vůči Mezinárodnímu měnovému fondu		449 565 998	414 768 308
Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva		28 572 614 853	29 313 377 277
		29 022 180 851	29 728 145 585
Pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně	2	3 868 163 459	2 773 828 417
Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v eurech	3		
Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky		25 128 295	4 193 677
Ostatní pohledávky vůči úvěrovým institucím eurozóny v eurech	4	100 038 774	33 914
Pohledávky uvnitř Euro systému	5		
Pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Euro systému		54 130 517 580	50 259 459 435
Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)		17 241 183 222	3 545 868 495
		71 371 700 802	53 805 327 930
Ostatní aktiva	6		
Hmotná stálá aktiva		188 209 963	175 180 989
Ostatní finanční aktiva		9 526 196 135	8 220 270 389
Rozdíly z přecenění podrozvahových položek		34 986 651	29 518 315
Položky časového rozlišení		1 557 414 330	1 094 509 354
Ostatní		69 064 934	5 580 697
		11 375 872 013	9 525 059 744
Aktiva celkem		126 043 458 303	105 766 455 243

PASIVA	ČÍSLO KOMENT.	2007 €	2006 €
Bankovky v oběhu	7	54 130 517 580	50 259 459 435
Závazky k jiným rezidentům eurozóny v eurech	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Závazky k nerezidentům eurozóny v eurech	9	14 571 253 753	105 121 522
Závazky k nerezidentům eurozóny v cizí měně	10		
Vklady, zůstatky a jiné závazky		667 076 397	330 955 249
Závazky uvnitř Euro systému	11		
Závazky z převodu devizových rezerv		40 041 833 998	39 782 265 622
Ostatní závazky	12		
Rozdíly z přecenění podrozvahových položek		69 589 536	0
Položky časového rozlišení		1 863 461 316	1 262 820 884
Ostatní		659 763 920	899 170 800
		2 592 814 772	2 161 991 684
Rezervy	13	2 693 816 002	2 393 938 510
Účty přecenění	14	6 169 009 571	5 578 445 671
Kapitál a rezervní fondy	15		
Kapitál		4 127 136 230	4 089 277 550
Zisk za rok		0	0
Pasiva celkem		126 043 458 303	105 766 455 243

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2007

	ČÍSLO KOMENT.	2007 €	2006 €
Úrokové výnosy z devizových rezerv		1 354 887 368	1 318 243 236
Úrokové výnosy z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu		2 004 355 782	1 318 852 000
Ostatní úrokové výnosy		4 380 066 479	2 761 697 060
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>7 739 309 629</i>	<i>5 398 792 296</i>
Úročení pohledávek národních centrálních bank z převedených devizových rezerv		(1 356 536 045)	(965 331 593)
Ostatní úrokové náklady		(3 962 006 944)	(2 461 625 254)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(5 318 542 989)</i>	<i>(3 426 956 847)</i>
Čistý úrokový výnos	23	2 420 766 640	1 971 835 449
Realizované zisky nebo ztráty z finančních operací	24	778 547 213	475 380 708
Snížení hodnoty finančních aktiv a pozic	25	(2 534 252 814)	(718 467 508)
Převod do/z rezerv pro měnová a cenová rizika		(286 416 109)	(1 379 351 719)
Čistý výsledek finančních operací, snížení hodnoty a rezerv ke krytí rizik		(2 042 121 710)	(1 622 438 519)
Čisté náklady na poplatky a provize	26	(621 691)	(546 480)
Výnosy z akcií a majetkových účastí	27	920 730	911 866
Ostatní výnosy	28	6 345 668	11 407 583
Čisté výnosy celkem		385 289 637	361 169 899
Osobní náklady	29	(168 870 244)	(160 847 043)
Správní náklady	30	(184 589 229)	(166 426 595)
Odpisy stálých hmotných aktiv		(26 478 405)	(29 162 141)
Náklady na bankovky	31	(5 351 759)	(4 734 120)
Zisk za rok		0	0

Frankfurt nad Mohanem, 26. února 2008

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

Jean-Claude Trichet
Prezident

ÚČETNÍ POSTUPY¹

FORMA A PREZENTACE FINANČNÍCH VÝKAZŮ

Finanční výkazy Evropské centrální banky (ECB) byly navrženy tak, aby věrně odrážely finanční pozici ECB a výsledky jejích operací. Finanční výkazy byly sestaveny v souladu s níže uvedenými účetními postupy², které Rada guvernérů 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 účinností od 1. ledna 2007 se v účetních systémech centrálních bank Eurosystemu změnil základ pro zachycování devizových transakcí, finančních nástrojů v cizí měně a souvisejících položek časového rozlišení. Předčasné uplatnění bylo možné a ECB tuto změnu zavedla od 1. října 2006 s následujícími účinky. S výjimkou cenných papírů jsou nyní transakce 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 nikoli v den vypořádání, jako tomu bylo dříve. 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 (namísto změn v důsledku skutečně dosažených peněžních toků z úroků, jako tomu bylo dříve).

ZLATO, AKTIVA A PASIVA V CIZÍ MĚNĚ

Aktiva a pasiva v cizí měně jsou převáděna na euro v kurzu platnému 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 2007 ze směnného kurzu eura k americkému dolaru k 31. prosinci 2007.

CENNÉ PAPÍRY

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

- 1 Podrobné účetní postupy ECB byly stanoveny v Rozhodnutí ECB/2002/11, Úř. věst. L 58, 3.3.2003, s. 38, v platném znění. S účinností od 1.1.2007 bylo toto Rozhodnutí zrušeno a nahrazeno Rozhodnutím ECB/2006/17, Úř. věst. L 348, 11.12.2006, s. 38, v platném znění.
- 2 Tyto postupy odpovídají ustanovením článku 26.4 Statutu ESCB, která vyžadují harmonizovaný přístup k pravidlům pro účtování a vykazování operací Eurosystemu.

31. prosince 2007 byly použity střední tržní ceny k 28. prosinci 2007. 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 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, měny nebo zlata se nezapočítávají vůči nerealizovaným ziskům z jiných cenných papírů, měn nebo zlata. V případě nerealizované ztráty z jakékoli položky na konci roku se průměrná pořizovací cena této položky sníží na směnný kurz, resp. 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 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 ECB poskytnuto zajištění ve formě hotovosti po celou dobu trvání těchto operací. V roce 2007 nepřijala ECB na celou dobu trvání operací 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 ve variační marži 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.

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 TARGET/TARGET2 – 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 TARGET/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 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 Eurosystému a jsou zachyceny v rozvaze ECB jako jedna čistá aktivní nebo pasivní pozice.

Zůstatky uvnitř Eurosystému z umístění eurobankovek uvnitř Eurosystému jsou vykazovány jako čisté aktivum pod položkou „pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Eurosystému“ (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

Zůstatky uvnitř ESCB, které přísluší některým národním centrálním bankám zemí mimo eurozónu a které vyplývají z jejich účasti v systému TARGET/TARGET2³, jsou vykazovány pod položkou „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“.

VYKAZOVÁNÍ STÁLÝCH AKTIV

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 ZAMĚSTNANECKÉHO 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, které jsou v plánu určeny 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

3 K 31. prosinci 2007 patřily mezi národní centrální banky zemí mimo eurozónu, které se účastní systému TARGET/TARGET2, Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta a Bank of England.

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 vzniknout při úpravách na základě zkušeností (když se skutečné výsledky liší od dřívějších předpokladů založených na výpočtech 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 ZÁVAZKY SOUVISEJÍCÍ SE SKONČENÍM FUNKČNÍHO OBDOBÍ

Důchody členů Výkonné rady a invalidní dávky pro zaměstnance jsou kryty na základě nefinancovaných opatření. Předpokládané náklady na tato plnění se načítají po dobu,

kdy členové Výkonné rady nebo zaměstnanci zastávají svou funkci. 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 vydává ECB a národní centrální banky států eurozóny, které společně tvoří Eurosystem⁴. Celková hodnota eurobankovek v oběhu je rozdělována mezi centrální banky Eurosystemu vždy v poslední pracovní den v měsíci podle klíče pro přidělování bankovek⁵.

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 úročeny⁶, 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 bude v druhý pracovní

4 Rozhodnutí ECB/2001/15 ze dne 6. prosince 2001 o vydávání eurobankovek, Úř. věst. L 337, 20.12.2001, s. 52, v platném znění.

5 „Klíčem pro přidělování bankovek“ se rozumí procentní podíly, které vyplývají z přihlednutí k podílu ECB na celkové emisi eurobankovek a z použití klíče k upisování základního kapitálu na podíl národních centrálních bank na této celkové emisi.

6 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.

den následujícího roku⁷. 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 a o snížení tohoto výnosu z důvodu nákladů vzniklých ECB v souvislosti s vydáváním eurobankovek a manipulací s nimi.

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 KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft jako externího auditora ECB na dobu pěti let do konce účetního roku 2007.

⁷ 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. Tímto rozhodnutím bylo zrušeno rozhodnutí ECB/2002/9.

KOMENTÁŘ K ROZVAZE

I ZLATO A POHLEDÁVKY VE ZLATĚ

K 31. prosinci 2007 držela ECB 18 091 733 uncí ryzího zlata (20 572 017 uncí v roce 2006). K poklesu došlo z důvodu (a) prodeje 2 539 839 uncí zlata v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě, která vstoupila v platnost 27. září 2004 a již je ECB signatářem, a (b) převodu 59 555 uncí ryzího zlata Bankou Slovenije na ECB⁸ v souvislosti s přijetím jednotné měny ve Slovinsku, jak je stanoveno v článku 30.1 Statutu ESCB. Pokles eurové hodnoty tohoto objemu v důsledku uvedených transakcí byl více než vykompenzován výrazným růstem cen zlata během roku 2007 (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 ECB (Special Drawing Rights – SDR) k 31. prosinci 2007 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 se stanoveným maximálním a minimálním objemem. Zvláštní práva čerpání jsou definována na základě koše měn. Hodnota SDR je stanovena jako vážený součet směnných kurzů čtyřech 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, INVESTICE DO CENNÝCH PAPIŘŮ, 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 USD a JPY:

Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny	2007 €	2006 €	Změna €
Běžné účty	761 073 851	1 388 630 590	(627 556 739)
Vklady na peněžním trhu	688 783 688	1 352 326 756	(663 543 068)
Dohody o zpětném odprodeji	543 247 188	330 983 321	212 263 867
Investice do cenných papírů	26 579 510 126	26 241 436 610	338 073 516
Celkem	28 572 614 853	29 313 377 277	(740 762 424)

Pohledávky vůči rezidentům eurozóny	2007 €	2006 €	Změna €
Běžné účty	574 945	18 535	556 410
Vklady na peněžním trhu	3 867 588 514	2 621 949 594	1 245 638 920
Dohody o zpětném odprodeji	0	151 860 288	(151 860 288)
Celkem	3 868 163 459	2 773 828 417	1 094 335 042

Navzdory poklesu amerického dolaru i japonského jenu vůči euru v roce 2007 vzrostla čistá eurová hodnota těchto pozic, a to především v důsledku (a) investic výnosů z prodeje zlata do portfolia v japonských jenech a v menší míře i do portfolia v amerických dolarech (viz komentář č. 1, „zlato a pohledávky ve zlatě“) a (b) výnosů obdržených především v portfoliu amerického dolaru.

Kromě toho v souvislosti s přijetím jednotné měny ve Slovinsku převedla v souladu s článkem 30.1 Statutu ESCB Banka Slovenije s účinností od 1. ledna 2007 americké dolary v hodnotě 162,9 mil. EUR ve prospěch ECB.

⁸ Tento převod odpovídal hodnotě 28,7 mil. EUR a byl proveden s účinností od 1. ledna 2007.

Objem čistých devizových rezerv ECB⁹ v amerických dolarech a japonských jenech k 31. prosinci 2007:

	(v mil. měnových jednotek)
Americký dolar	37 149
Japonský jen	1 076 245

3 POHLEDÁVKY VŮČI NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

K 31. prosinci 2007 tvořily tyto pohledávky vklady peněžního trhu ve výši 20,0 mil. EUR a běžné účty vedené u nerezidentů eurozóny.

	2007 €	2006 €
Pohledávky vůči NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET/TARGET2	145 320 642 526	83 764 470 700
Závazky k NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET/TARGET2	(128 079 459 304)	(80 218 602 205)
Ostatní pohledávky uvnitř Eurosystemu (netto)	17 241 183 222	3 545 868 495

4 OSTATNÍ POHLEDÁVKY VŮČI ÚVĚROVÝM INSTITUCÍM EUROZÓNY V EURECH

K 31. prosinci 2007 tvořily tyto pohledávky vklady peněžního trhu ve výši 100,0 mil. EUR a běžné účty vedené u rezidentů 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 zásadám).

OSTATNÍ POHLEDÁVKY UVNITŘ EUROSISTÉMU (NETTO)

V této položce se vykazují zůstatky na účtech systému TARGET/TARGET2, které národní centrální banky států eurozóny mají u ECB (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Eurosystemu“ v komentáři k účetním postupům). Zvýšení této položky je způsobeno především vypořádáním eurové části vzájemných swapů s národními centrálními bankami v souvislosti s termínovou aukcí (Term Auction Facility) v amerických dolarech (viz komentář č. 9, „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“).

⁹ Aktiva minus pasiva v příslušné cizí měně, která podléhají přecenění podle kurzu cizí měny. Tato aktiva jsou zahrnuta pod položkami „pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v cizí měně“, „pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně“, aktivní „položky časového rozlišení“, „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 cenných papírů v cizí měně není zahrnut. Vliv zisku z přecenění na finanční nástroje v cizí měně není zahrnut.

6 OSTATNÍ AKTIVA

HMOTNÁ STÁLÁ AKTIVA

Tato aktiva k 31. prosinci 2007 tvořily následující hlavní položky:

	2007 €	2006 €	Změna €
Pořizovací ceny			
Pozemky a budovy	156 964 236	160 272 602	(3 308 366)
Počítačové technické a programové vybavení	168 730 634	157 573 338	11 157 296
Zařízení, vybavení, vestavěné části a motorová vozidla	27 105 564	26 670 476	435 088
Nedokončená aktiva	59 791 855	28 790 200	31 001 655
Pořizovací ceny celkem	413 787 579	374 538 759	39 248 820
Oprávk			
Pozemky a budovy	(49 672 589)	(39 696 727)	(9 975 862)
Počítačové technické a programové vybavení	(150 195 777)	(135 057 096)	(15 138 681)
Zařízení, vybavení, vestavěné části a motorová vozidla	(25 562 068)	(24 471 251)	(1 090 817)
Ostatní stálá aktiva	(147 182)	(132 696)	(14 486)
Oprávk celkem	(225 577 616)	(199 357 770)	(26 219 846)
Čistá účetní hodnota	188 209 963	175 180 989	13 028 974

Pokles v kategorii „pozemky a budovy“ v pořizovacích cenách je způsoben především prodejem oficiálního sídla prezidentů ECB nabytého v roce 2001, který proběhl v lednu 2007. Nové oficiální sídlo bylo koupeno v prosinci 2006.

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

Hlavními aktivy této položky jsou:

	2007 €	2006 €	Změna €
Cenné papíry v eurech	8 815 612 722	7 303 413 758	1 512 198 964
Dohody o zpětném odprodeji v eurech	668 392 837	874 669 464	(206 276 627)
Ostatní finanční aktiva	42 190 576	42 187 167	3 409
Celkem	9 526 196 135	8 220 270 389	1 305 925 746

(a) Cenné papíry v eurech a dohody o zpětném odprodeji v eurech představují investici vlastních zdrojů ECB (viz také komentář č. 12, „ostatní závazky“). Nárůst u držených cenných papírů byl způsoben především investicí protipoložky částky převedené do rezervy ECB na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata v roce 2006 do portfolia vlastních zdrojů.

(b) ECB drží 3 211 kusů akcií Banky pro mezinárodní platby (BIS), které jsou vykázány v pořizovací ceně 41,8 mil. EUR.

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 2007 (viz komentář č. 21, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“). Změny ocenění jsou důsledkem přepočtu těchto transakcí na euro 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 zásadám). Do této položky jsou rovněž zahrnuty zisky z ocenění forwardových transakcí s cennými papíry.

POLOŽKY ČASOVÉHO ROZLIŠENÍ

Tato položka v roce 2007 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 545,8 mil. EUR, a časově rozlišené naběhlé úroky z pohledávek vůči národním centrálním bankám zemí eurozóny ze zůstatků na účtech systému TARGET/TARGET2 za poslední měsíc roku 2007, které činily 481,6 mil. EUR.

Do této položky je zahrnut také naběhlý úrok (včetně odpisů diskontů) z cenných papírů a ostatních finančních aktiv.

OSTATNÍ

Tato položka se skládá především ze zůstatků v souvislosti se swapy a forwardovými transakcemi v cizí měně, které byly nesplaceny k 31. prosinci 2007 (viz komentář č. 21, „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 jsou 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 za platby EBA vypořádané prostřednictvím systému TARGET/TARGET2.

9 ZÁVAZKY K NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

Tato položka zahrnuje především závazky vůči Federálnímu rezervnímu systému, které v souvislosti s termínovou aukcí (Term Auction Facility) v amerických dolarech dosahují 13,9 mld. EUR. V rámci tohoto programu poskytl Federální rezervní systém ECB prostřednictvím dočasné vzájemné měnové dohody (swapové linky) 20 mld. USD s cílem nabídnout protistranám v Euro systému krátkodobé financování v amerických dolarech. ECB současně zahájila vzájemné swapové transakce s národními centrálními bankami eurozóny, které využily získané prostředky k provádění operací na poskytnutí likvidity protistranám v Euro systému. Tyto vzájemné swapové transakce vedly k neúročeným zůstatkům uvnitř Euro systému mezi ECB a národními centrálními bankami, které se vykazují v „ostatních pohledávkách uvnitř Euro systému (netto)“.

Ostatní části této položky představují především zůstatky, které u ECB drží národní centrální banky zemí mimo eurozónu a které vznikají z transakcí zpracovávaných systémem TARGET/TARGET2 (viz „zůstatky uvnitř ESCB / zůstatky uvnitř Euro systému“ v komentáři k účetním postupům).

10 ZÁVAZKY K NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V CIZÍ MĚNĚ

Jedná se o závazky z dohod o zpětném odkupu uzavřených s nerezidenty eurozóny v souvislosti se správou devizových rezerv ECB.

11 ZÁVAZKY UVNITŘ EUROSYSTÉMU

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“).

Rozšíření EU přístupem Bulharska a Rumunska a související úprava celkového limitu pohledávek a vážených podílů národních centrálních bank v klíči pro upisování základního kapitálu ECB (viz komentář č. 15, „kapitál a rezervní fondy“) a převod devizových rezerv Bankou Slovenije v souvislosti s přijetím jednotné měny ve Slovinsku vedly ke zvýšení těchto závazků o 259 568 376 EUR.

	do 31. prosince 2006 €	od 1. ledna 2007 ¹⁾ €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	1 419 101 951	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 761 707 508	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services		
Authority of Ireland	513 006 858	511 833 966
Bank of Greece	1 055 840 343	1 046 595 329
Banco de España	4 326 975 513	4 349 177 351
Banque de France	8 275 330 931	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 262 783 715	7 217 924 641
Banque centrale du Luxembourg	87 254 014	90 730 275
De Nederlandsche Bank	2 223 363 598	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 157 451 203	1 161 289 918
Banco de Portugal	982 331 062	987 203 002
Banka Slovenije	-	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 118 926	717 086 011
Celkem	39 782 265 622	40 041 833 998

1) Jednotlivé částky jsou zaokrouhleny na nejbližší celé euro.
Celkový výsledek nemusí souhlasit s důvodu zaokrouhlování.

Pohledávka Banky Slovenije byla stanovena ve výši 183 995 238 EUR, aby tak bylo zajištěno, že poměr mezi touto pohledávkou a agregovanou pohledávkou připisanou ostatním národním centrálním bankám, které přijaly

euro, bude odpovídat poměru mezi váženým podílem Banky Slovenije 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 příspěvku Banky Slovenije na rezervní fondy a rezervy ECB k 31. prosinci 2006 (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 2007 (viz komentář č. 21, „měnové swapy a forwardové měnové transakce“). Změny ocenění jsou důsledkem přepočtu těchto transakcí na euro 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 zásadám a komentář č. 6, „ostatní aktiva“).

Do této položky jsou rovněž zahrnuty ztráty z ocenění forwardových transakcí s cennými papíry a úrokové swapy.

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 TARGET/TARGET2, položky časového rozlišení finančních nástrojů

včetně odpisů premií kuponových dluhopisů a další položky časového rozlišení.

OSTATNÍ

Tato položka zahrnuje především nesplacené prodeje se zpětným odkupem o objemu 517 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, jak je popsáno níže.

PENZIJNÍ PLÁN ECB A OSTATNÍ POŽITKY PO SKONČENÍ ZAMĚSTNANECKÉHO POMĚRU

V souvislosti s penzijními závazky ECB (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení zaměstnaneckého poměru“ v komentáři k účetním postupům) jsou v rozvaze zachyceny tyto částky:

	2007 mil. €	2006 mil. €
Současná hodnota závazků	285,8	258,5
Reálná hodnota aktiv plánu	(229,8)	(195,3)
Nevykázané zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	35,4	17,3
Pasivum vykázané v rozvaze	91,4	80,5

Součástí současné hodnoty závazků jsou nefinancované závazky související s penzemi členů Výkonné rady a rezervy na plnění pro zdravotně postižené zaměstnance v objemu 36,8 mil. EUR (32,6 mil. EUR v roce 2006).

Dále jsou uvedeny částky zachycené ve výkazu zisků a ztrát za rok 2007 a 2006 ohledně „nákladů současné služby“, „úroků ze závazků“ a „očekávaného výnosu z aktiv plánu“:

	2007 mil. €	2006 mil. €
Náklady současné služby	26,5	27,3
Úroky ze závazků	8,6	6,8
Očekávaný výnos z aktiv plánu	(7,9)	(6,7)
Čisté (zisky)/ztráty vykázané v roce vypočtené pojistným znalcem	0	0
Celkem zahrnuto do „osobních nákladů“	27,2	27,4

V rámci metody 10% koridoru (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení zaměstnaneckého poměru“ v komentáři k účetním postupům) není ve výkazu zisků a ztrát za rok 2007 zachycen žádný zisk vypočtený pojistným znalcem.

Změny v současné hodnotě dávkově definovaného závazku:

	2007 mil. €	2006 mil. €
Počáteční výše dávkově definovaného závazku	258,5	223,5
Náklady na službu	26,5	27,3
Úrokové náklady	8,6	6,8
Příspěvky hrazené účastníky plánu	14,2	10,4
Ostatní čisté změny v pasivech představujících příspěvky účastníků plánu	2,5	3,7
Vyplacené požitky (Zisky)/ztráty vypočtené pojistným znalcem	(2,5)	(2,6)
	(22,0)	(10,6)
Konečná výše dávkově definovaného závazku	285,8	258,5

Změny reálné hodnoty aktiv plánu:

	2007 mil. €	2006 mil. €
Počáteční reálná hodnota aktiv plánu	195,3	161,2
Očekávaný výnos	7,9	6,7
Zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	(4,0)	0,2
Příspěvky hrazené zaměstnavatelem	16,2	15,4
Příspěvky hrazené účastníky plánu	14,1	10,3
Vyplacené požitky	(2,2)	(2,2)
Ostatní čisté změny v aktivech představujících příspěvky účastníků plánu	2,5	3,7
Konečná reálná hodnota aktiv plánu	229,8	195,3

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 následující hlavní předpoklady. K výpočtu ročních nákladů ve výkazu zisků a ztrát použili pojistní znalci očekávanou návratnost aktiv penzijního plánu.

	2007 %	2006 %
Diskontní sazba	5,30	4,60
Očekávaná návratnost aktiv plánu	6,50	6,00
Budoucí růst mezd	2,00	2,00
Budoucí růst důchodů	2,00	2,00

13 REZERVY

Vzhledem k vysoké expozici ECB vůči rizikům souvisejícím se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata i vzhledem k současnému objemu přeceňovacích účtů ECB považovala Rada guvernérů ECB za vhodné vytvořit k 31. prosinci 2005 vůči těmto rizikům rezervu. Tato rezerva bude použita 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 budoucí 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 dobu¹⁰. 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 2006 dosáhla rezerva na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata hodnoty 2 371 395 162 EUR. S účinností od 1. ledna 2007 přispěla v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB rovněž Banka Slovenije k rezervám částkou 10 947 042 EUR. S ohledem na výsledky hodnocení se Rada guvernérů rozhodla převést k 31. prosinci 2007 do rezerv dodatečnou částku 286 416 109 EUR, čímž se objem rezerv zvýšil na 2 668 758 313 EUR a jako v roce 2006 se tím snížil čistý zisk přesně na nulu.

Součástí této položky je rovněž odpovídající rezerva na smluvní závazek ECB uvést své stávající prostory do jejich původního stavu,

jakmile je ECB uvolní a přestěhuje se do svých konečných prostor, a ostatní různé rezervy.

14 ÚČTY PŘECENĚNÍ

Tyto účty představují zůstatky přecenění z důvodu nerealizovaných zisků z aktiv a pasiv. S účinností od 1. ledna 2007 přispěla v souladu s článkem 49.2 Statutu ESCB Banka Slovenije k těmto zůstatkům částkou 26 mil. EUR.

	2007 €	2006 €	Změna €
Zlato	5 830 485 388	4 861 575 989	968 909 399
Cizí měna	0	701 959 896	(701 959 896)
Cenné papíry	338 524 183	14 909 786	323 614 397
Celkem	6 169 009 571	5 578 445 671	590 563 900

Pro přecenění na konci roku byly použity tyto směnné kurzy:

Směnné kurzy	2007	2006
USD za EUR	1,4721	1,3170
JPY za EUR	164,93	156,93
EUR za SDR	107,40	114,16
EUR za unci ryzího zlata	568,236	482,688

15 KAPITÁL A REZERVNÍ FONDY

ZÁKLADNÍ KAPITÁL

(A) ZMĚNA 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, a kdykoli nový členský stát přistoupí k EU. 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 banky¹¹,

¹⁰ Viz též kapitola 2 Výroční zprávy ECB.

¹¹ Úř. věst. L 181, 19.7.2003, s. 43.

byly 1. ledna 2007 vstupem Bulharska a Rumunska do EU podíly národních centrálních bank upraveny takto:

	Od 1. května 2004 do 31. prosince 2006 %	Od 1. ledna 2007 %
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
<i>Mezisoučet pro NCB zemí eurozóny</i>	<i>71,4908</i>	<i>69,5092</i>
Българска народна банка (Bulharská národní banka)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<i>Mezisoučet pro NCB zemí mimo eurozónu</i>	<i>28,5092</i>	<i>30,4908</i>
Celkem	100,0000	100,0000

(B) ZÁKLADNÍ KAPITÁL ECB

V souladu s článkem 49.3 Statutu ESCB, který byl do něj doplněn podle Smlouvy o přistoupení, se upsaný kapitál ECB automaticky zvyšuje, když k EU přistoupí nový členský stát a příslušná národní centrální banka se stane členem ESCB. Zvýšení upsaného kapitálu ECB se určí v rámci rozšířeného klíče pro upisování základního kapitálu vynásobením dosavadní částky upsaného kapitálu (tj. 5 565 mil. EUR

k 31. prosinci 2006) poměrem vážených podílů vstupujících národních centrálních bank k váženým podílům národních centrálních bank, které členy ESCB již jsou. Upsaný základní kapitál ECB se tedy 1. ledna 2007 zvýšil na 5 761 mil. EUR.

V souladu s článkem 49.1 Statutu ESCB a právním aktem přijatým Radou guvernérů dne 30. prosince 2006¹² splatila Banka Slovenije k 1. lednu 2007 částku 17 096 556 EUR, která představuje zbývající část jejího úpisu základního kapitálu ECB.

Národní centrální banky zemí mimo eurozónu musí jako příspěvek na provozní náklady ECB uhradit minimální 7% podíl jimi upsaného základního kapitálu. Z tohoto důvodu splatila k 1. lednu 2007 Българска народна банка (Bulharská národní banka) 3 561 869 EUR a Banca Națională a României 10 156 952 EUR. Se započtením těchto částek dosáhl tento příspěvek na konci roku 2007 celkem 122 952 830 EUR. Národní centrální banky zemí mimo eurozónu nejsou oprávněny získat podíl na zisku ECB určeném k rozdělení ani na výnosech z rozdělování eurobankovek v rámci Eurosystému, ale také neodpovídají za financování případné ztráty ECB.

Společným vlivem popsaných tří změn vzrostl splacený základní kapitál ECB z 4 089 277 550 EUR k 31. prosinci 2006 na 4 127 136 230 EUR k 1. lednu 2007 (viz tabulka níže)¹³:

12 Rozhodnutí ECB/2006/30 ze dne 30. prosince 2006 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvku na rezervní fondy a rezervy Evropské centrální banky ze strany Banka Slovenije, Úř. věst. L 24, 31.1.2007, s. 17.

13 Jednotlivé částky jsou zaokrouhleny na nejbližší celé euro, a jejich součty tedy nemusí odpovídat uváděným celkovým součtům.

	Upsaný základní kapitál do 31. prosince 2006 €	Splacený základní kapitál do 31. prosince 2006 €	Upsaný základní kapitál od 1. ledna 2007 €	Splacený základní kapitál od 1. ledna 2007 €
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	141 910 195	141 910 195	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 176 170 751	1 176 170 751	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 686	51 300 686	51 183 397	51 183 397
Bank of Greece	105 584 034	105 584 034	104 659 533	104 659 533
Banco de España	432 697 551	432 697 551	434 917 735	434 917 735
Banque de France	827 533 093	827 533 093	828 813 864	828 813 864
Banca d'Italia	726 278 371	726 278 371	721 792 464	721 792 464
Banque centrale du Luxembourg	8 725 401	8 725 401	9 073 028	9 073 028
De Nederlandsche Bank	222 336 360	222 336 360	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120	115 745 120	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	98 233 106	98 233 106	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	-	-	18 399 524	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71 711 893	71 711 893	71 708 601	71 708 601
Mezisoučet pro NCB zemí eurozóny	3 978 226 562	3 978 226 562	4 004 183 400	4 004 183 400
Българска народна банка	-	-	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	81 155 136	5 680 860	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	87 159 414	6 101 159	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	9 927 370	694 916	9 810 391	686 727
Central Bank of Cyprus	7 234 070	506 385	7 195 055	503 654
Latvijas Banka	16 571 585	1 160 011	16 204 715	1 134 330
Lietuvos bankas	24 623 661	1 723 656	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	77 259 868	5 408 191	75 700 733	5 299 051
Bank Ċentrali ta' Malta	3 600 341	252 024	3 583 126	250 819
Narodowy Bank Polski	285 912 706	20 013 889	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	-	-	145 099 313	10 156 952
Banka Slovenije	18 613 819	1 302 967	-	-
Národná banka Slovenska	39 770 691	2 783 948	38 970 814	2 727 957
Sveriges Riksbank	134 292 163	9 400 451	134 298 089	9 400 866
Bank of England	800 321 860	56 022 530	802 672 024	56 187 042
Mezisoučet pro NCB zemí mimo eurozónu	1 586 442 685	111 050 988	1 756 469 003	122 952 830
Celkem	5 564 669 247	4 089 277 550	5 760 652 403	4 127 136 230

16 UDÁLOSTI PO ROZVAHOVÉM DNI

VSTUP KYPRU A MALTY DO EUROZÓNY

Na základě rozhodnutí Rady 2007/503/ES ze dne 10. července 2007 přijatého v souladu s 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 2007¹⁴ splatila k 1. lednu 2008 Central Bank of Cyprus částku 6 691 401 EUR a Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta částku 3 332 307 EUR, které představují zbývající část jejich úpisu základního kapitálu ECB. V souladu s čl. 30.1 Statutu ESCB

předvedly Central Bank of Cyprus a Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta s účinností od 1. ledna 2008 na ECB devizové rezervy

¹⁴ 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 Ċentrali 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 Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta o pohledávce připsané Evropskou centrální bankou ve prospěch Bank Ċentrali 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.

odpovídající celkové hodnotě 109 953 752 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 2007, a poměru mezi počtem podílů upsaných oběma centrálními bankami 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 hotovosti a ze zlata. Jejich poměr činil 85 ku 15.

Central Bank of Cyprus a Bank Āentrali ta' Malta / Central Bank of Malta byly připsány pohledávky ze splaceného základního kapitálu a z devizových rezerv rovnající se převedeným částkám. Pohledávky z devizových rezerv se vykazují stejným způsobem jako stávající pohledávky ostatních zúčastněných národních centrálních bank (viz komentář č. 11, „závazky uvnitř Eurosystemu“).

PODROZVAHOVÉ NÁSTROJE

17 STANDARDIZOVANÝ PROGRAM ZÁPŮJČEK CENNÝCH PAPÍRŮ

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 2007 objemu 3,0 mld. EUR (2,2 mld. EUR v roce 2006) (viz „reverzní transakce“ v komentáři k účetním postupům).

18 ÚROKOVÉ FUTURES

Při správě devizových rezerv ECB byly v roce 2007 používány úrokové futures a vlastní

Úrokové futures v cizí měně	Hodnota transakcí €
Nákup	5 932 333 678
Prodej	2 105 780 978

Úrokové futures v eurech	Hodnota transakcí €
Nákup	25 000 000
Prodej	190 600 000

zdroje. K 31. prosinci 2007 byly neuhrazeny tyto transakce:

19 ÚROKOVÉ SWAPY

K 31. prosinci 2007 byly neuhrazeny transakce úrokových swapů v hodnotě 13 mil. EUR. Tyto transakce byly prováděny v rámci správy devizových rezerv ECB.

20 FORWARDOVÉ TRANSAKCE S CENNÝMI PAPÍRY

K 31. prosinci 2007 zůstávaly nesplacené forwardové nákupy cenných papírů v hodnotě 113 mil. EUR a prodeje ve výši 9 mil. EUR. Tyto transakce byly prováděny v rámci správy devizových rezerv ECB.

21 MĚNOVÉ SWAPY A FORWARDOVÉ MĚNOVÉ TRANSAKCE

K 31. prosinci 2007 zůstávaly z měnových swapů a forwardových měnových transakcí nesplacené pohledávky ve výši 794 mil. EUR a závazky ve výši 797 mil. EUR. Tyto transakce byly prováděny v rámci správy devizových rezerv ECB.

Dále k 31. prosinci 2007 zůstávaly nesplacené forwardové pohledávky vůči národním centrálním bankám a závazky vůči Federálnímu rezervnímu systému, které vznikly v souvislosti s termínovou aukcí (Term Auction Facility) v amerických dolarech zavedenou Federálním rezervním systémem (viz komentář č. 9, „závazky k nerezidentům eurozóny v eurech“).

22 PROBÍHAJÍCÍ SOUDNÍ ŘÍZENÍ

Společnost Document Security Systems Inc. (DSSI) podala proti ECB u Soudu prvního stupně Evropských společenství žalobu o náhradu škody za údajné porušení patentové ochrany DSSI¹⁵ při výrobě eurobankovek. Soud prvního stupně žalobu DSSI o náhradu škody ze strany ECB v plném rozsahu zamítl¹⁶. ECB v současné době podniká kroky ke zrušení tohoto patentu na úrovni národních soudních pravomocí. 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.

¹⁵ Evropský patent DSSI č. 0455 750 B1.

¹⁶ Usnesení Soudu prvního stupně ze dne 5. září 2007, věc T-295/05. Dostupné na www.curia.eu.

KOMENTÁŘ K VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

23 ČISTÝ ÚROKOVÝ VÝNOS

ÚROKOVÉ VÝNOSY Z DEVIZOVÝCH REZERV

Tato položka obsahuje úrokové výnosy (po odečtení úrokových nákladů) z aktiv a pasiv v cizí měně:

	2007 €	2006 €	Změna €
Úrokové výnosy z běžných účtů	24 052 321	15 399 229	8 653 092
Výnosy z vkladů na peněžním trhu	196 784 561	195 694 549	1 090 012
Dohody o zpětném odprodeji	138 079 630	201 042 718	(62 963 088)
Čistý výnos z cenných papírů	1 036 836 752	934 077 489	102 759 263
Čistý výnos z forwardových a swapových transakcí v cizí měně	19 766 033	3 853 216	15 912 817
Úrokové výnosy z devizových rezerv celkem	1 415 519 297	1 350 067 201	65 452 096
Úrokové náklady na běžné účty	(154 041)	(225 549)	71 508
Dohody o zpětném odkupu	(60 476 997)	(31 598 416)	(28 878 581)
Čisté úrokové náklady na úrokové swapy	(891)	0	(891)
Úrokové výnosy z devizových rezerv (netto)	1 354 887 368	1 318 243 236	36 644 132

ÚROKOVÉ VÝNOSY Z ROZDĚLENÍ EUROBANKOVEK V RÁMCI EUROSYSTÉMU

Tuto položku tvoří úrokové výnosy ECB z jejího 8% podílu na celkové emisi eurobankovek. Pohledávky ECB z jejího podílu na bankovkách jsou úročeny poslední dostupnou mezní sazbou pro hlavní refinanční operace Eurosystemu. Zvýšení výnosů v roce 2007 bylo způsobeno celkovým zvýšením objemu bankovek v oběhu a zvýšením hlavní refinanční sazby ECB. Tyto výnosy jsou rozděleny národním centrálním bankám (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

Na základě předpokládaného výsledku hospodaření ECB za rok 2007 Rada guvernérů rozhodla nerozdělovat žádnou část těchto výnosů.

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 3,9 mld. EUR (2,5 mld. EUR v roce 2006) a úrokové náklady ve výši 3,8 mld. EUR (2,4 mld. EUR v roce 2006) ze zůstatků systému TARGET/TARGET2. 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 2007 byly dosaženy tyto čisté realizované zisky/ztráty z finančních operací:

	2007 €	2006 €	Změna €
Čisté realizované zisky/(ztráty) z cenných papírů a úrokových futures vyplývající ze změn cen	69 252 941	(103 679 801)	172 932 742
Čisté realizované zisky ze změn cen zlata nebo směnných kurzů	709 294 272	579 060 509	130 233 763
Realizované zisky z finančních operací	778 547 213	475 380 708	303 166 505

25 SNÍŽENÍ HODNOTY FINANČNÍCH AKTIV A POZIC

	2007 €	2006 €	Změna €
Nerealizované ztráty z cenných papírů vyplývající ze změn cen	(15 864 181)	(73 609 623)	57 745 442
Nerealizované ztráty z úrokových swapů vyplývající ze změn cen	(18 899)	0	(18 899)
Nerealizované kurzové ztráty	(2 518 369 734)	(644 857 885)	(1 873 511 849)
Snížení hodnoty celkem	(2 534 252 814)	(718 467 508)	(1 815 785 306)

Tyto náklady souvisí především se snížením hodnoty průměrných pořizovacích nákladů ECB na držení amerických dolarů a japonských jenů podle jejich kurzu na konci roku vzhledem k oslabování těchto měn vůči euru během roku.

26 ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVIZE

	2007 €	2006 €	Změna €
Výnosy z poplatků a provizí	263 440	338 198	(74 758)
Náklady na poplatky a provize	(885 131)	(884 678)	(453)
Čisté náklady na poplatky a provize	(621 691)	(546 480)	(75 211)

Výnosy pod touto položkou pocházejí ze sankcí vyměřených 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“).

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.

29 OSOBNÍ NÁKLADY

Do této položky patří mzdy, náhrady, náklady na pojištění zaměstnanců a další různé náklady ve výši 141,7 mil. EUR (133,4 mil. EUR v roce 2006). Osobní náklady ve výši 1,1 mil. EUR (1,0 mil. EUR v roce 2006) 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 společností a jsou z ní strhávány příspěvky na penzijní, zdravotní a úrazové pojištění. Náhrady jsou nezdanitelné a nezapočítávají se do nároku na důchod. Důchodová úprava pro členy Výkonné rady je popsána v komentáři k účetním postupům v části „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení zaměstnaneckého poměru“.

Níže jsou uvedeny základní mzdy vyplacené členům Výkonné rady v průběhu roku:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude-Trichet (prezident)	345 252	338 472
Lucas D. Papademos (viceprezident)	295 920	290 112
Gertrude Tumpel-Gugerellová (členka rady)	246 588	241 752
José Manuel González-Páramo (člen rady)	246 588	241 752
Lorenzo Bini Smaghi (člen rady)	246 588	241 752
Otmar Issing (člen rady do května 2006)	-	100 730
Jürgen Stark (člen rady od června 2006)	246 588	141 022
Celkem	1 627 524	1 595 592

Celkový objem náhrad vyplacených členům Výkonné rady a jejich příjmů z příspěvku ECB na zdravotní a úrazové pojištění dosáhl 579 842 EUR (557 421 EUR v roce 2006), takže jejich funkční požitky činily celkem 2 207 366 EUR (2 153 013 EUR v roce 2006).

Bývalým členům Výkonné rady jsou po skončení jejich funkce vypláceny po přechodnou dobu platby spojené s odchodem z funkce. V roce 2007 činily tyto platby spolu s příspěvkem ECB na zdravotní a úrazové pojištění bývalých členů 52 020 EUR (292 280 EUR v roce 2006). Penze a související náhrady vyplácené bývalým členům Výkonné rady či osobám na nich závislým a příspěvky na jejich zdravotní a úrazové pojištění dosáhly 249 902 EUR (121 953 EUR v roce 2006).

Do této položky je rovněž zahrnuta částka ve výši 27,2 mil. EUR (27,4 mil. EUR v roce 2006) vykázaná v souvislosti s penzijním plánem ECB a požitky po skončení zaměstnaneckého poměru (viz komentář č. 12, „ostatní závazky“).

Na konci roku 2007 dosahoval faktický počet zaměstnanců v pracovním poměru na dobu neurčitou a v pracovním poměru na dobu určitou 1 375¹⁷ (ekvivalent počtu zaměstnanců na plný úvazek), z nichž 149 zastávalo vedoucí funkce. Změny v počtech zaměstnanců během roku 2007 jsou uvedeny zde:

	2007	2006
K 1. lednu	1 367	1 351
Noví zaměstnanci ¹⁾	82	55
Skončení prac. poměru ²⁾	32	39
K 31. prosinci	1 417	1 367
Průměrný počet zaměstnanců	1 394	1 360

1) Do této položky patří také vliv přechodu z částečného pracovního úvazku na plný pracovní úvazek.
2) Do této položky patří také vliv přechodu z plného pracovního úvazku na částečný pracovní úvazek.

Počet zaměstnanců k 31. prosinci 2007 zahrnuje 79 zaměstnanců (ekvivalent počtu zaměstnanců na plný úvazek, 63 v roce 2006) na neplacené nebo rodičovské dovolené a 21 na mateřské dovolené (10 v roce 2006). K 31. prosinci 2007 dále v ECB pracovalo 71 zaměstnanců (ekvivalent počtu zaměstnanců na plný úvazek, 70 v roce 2006) na krátkodobé smlouvy, kteří nahrazovali zaměstnance na neplacené, rodičovské nebo mateřské dovolené.

ECB také nabízí zaměstnancům ostatních centrálních bank ESCB možnost pracovat po přechodnou dobu v ECB; související náklady jsou vykázány v této položce. K 31. prosinci 2007 se tohoto programu účastnilo 76 zaměstnanců národních centrálních bank ESCB (61 v roce 2006).

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 zaměstnaneckého poměru.

17 Do roku 2006 byl v této poznámce uváděn ekvivalent celkového počtu smluvních závazků na plný úvazek (pracovní poměr na dobu neurčitou a pracovní poměr na dobu určitou). Od roku 2007 se uvádí ekvivalent faktického počtu zaměstnanců na plný úvazek v pracovním poměru na dobu neurčitou a v pracovním poměru na dobu určitou, protože je s ohledem na uživatele finančních výkazů považován za relevantnější. Údaje za rok 2006 byly odpovídajícím způsobem upraveny.

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.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, 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 judgment, 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 2007 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, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Tuto stranu vypracovala ECB jako překlad zprávy externího auditora.
V případě rozdílů mezi jazykovými verzemi je rozhodné anglické znění podepsané KPMG.**

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 2007, 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 2007 a výsledků hospodaření za uběhlý 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, 26. února 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

ROZHODNUTÍ O ROZDĚLENÍ ZISKU / ÚHRADĚ ZTRÁTY

Toto rozhodnutí není součástí účetní závěrky ECB za rok 2007.

PŘÍJMY SOUVISEJÍCÍ S PODÍLEM ECB NA CELKOVÉM OBJEMU BANKOVEK V OBĚHU

ECB na základě rozhodnutí Rady guvernérů v roce 2006 nerozdělila částku 1 319 mil. EUR získanou z podílu na celkovém objemu bankovek v oběhu, aby celkový zisk ECB k rozdělení za daný rok nepřesáhl její čistý zisk za stejné období. Obdobně zůstala za rok 2007 nerozdělena částka 2 004 mil. EUR. Obě částky představují celkový příjem z podílu ECB na všech bankovkách v oběhu za dané roky.

ROZDĚLENÍ ZISKU / ÚHRADA ZTRÁTY

Podle článku 33 Statutu ESCB je čistý zisk ECB převáděn v tomto pořadí:

- (a) částka, již 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 měnového příjmu příslušného účetního roku, a to poměrně až do výše částek přidělených národním centrálním bankám podle článku 32.5 Statutu¹.

Navýšení rezervy na krytí rizik souvisejících se změnami směnných kurzů, úrokových sazeb a ceny zlata o 286 mil. EUR v roce 2007 mělo za následek, že ECB za daný rok vykázala nulový čistý zisk. Stejně jako v roce 2005 a v roce 2006 nedošlo z tohoto důvodu k převodu prostředků do všeobecného rezervního fondu ani k rozdělení zisku podílníkům ECB. Nevznikl také požadavek na úhradu ztráty.

¹ 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 2006

(V MIL. EUR)

AKTIVA	31. PROSINCE 2007 ¹	31. PROSINCE 2006
1 Zlato a pohledávky ve zlatě	201,545	176,768
2 Pohledávky v cizí měně za nerezidenty eurozóny	135,133	142,288
2.1 Pohledávky za MMF	9,058	10,658
2.2 Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva	126,075	131,630
3 Pohledávky v cizí měně za rezidenty eurozóny	41,973	23,404
4 Pohledávky v eurech za nerezidenty eurozóny	13,835	12,292
4.1 Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky	13,835	12,292
4.2 Pohledávky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
5 Úvěry v eurech úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi	637,175	450,541
5.1 Hlavní refinanční operace	368,606	330,453
5.2 Dlouhodobější refinanční operace	268,476	120,000
5.3 Reverzní operace jemného doladování	0	0
5.4 Strukturální reverzní operace	0	0
5.5 Mezní zápůjční facilitata	91	88
5.6 Pohledávky z vyrovnání marže	2	0
6 Ostatní pohledávky v eurech za úvěrovými institucemi eurozóny	23,898	11,036
7 Cenné papíry rezidentů eurozóny v eurech	96,044	77,614
8 Pohledávky v eurech za veřejnými rozpočty	37,063	39,359
9 Ostatní aktiva	321,315	216,728
Aktiva celkem	1,507,981	1,150,030

Celkové částky (součty a mezisoučty) nemusí odpovídat součtu dílčích částek z důvodu zaokrouhlování.

PASIVA	31. PROSINCE 2007	31. PROSINCE 2006
1 Bankovky v oběhu	676,678	628,238
2 Závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi	379,181	174,051
2.1 Běžné účty (systém povinných minimálních rezerv)	267,335	173,482
2.2 Vkladová facilita	8,831	567
2.3 Termínované vklady	101,580	0
2.4 Reverzní operace jemného doladování	0	0
2.5 Závazky z vyrovnání marže	1,435	2
3 Ostatní závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny	126	65
4 Emitované dluhopisy	0	0
5 Závazky v eurech vůči ostatním rezidentům eurozóny	46,183	53,374
5.1 Závazky vůči veřejným rozpočtům	38,116	45,166
5.2 Ostatní závazky	8,067	8,208
6 Závazky v eurech vůči nerezidentům eurozóny	45,095	16,614
7 Závazky v cizí měně vůči rezidentům eurozóny	2,490	89
8 Závazky v cizí měně vůči nerezidentům eurozóny	15,552	12,621
8.1 Vklady, zůstatky a jiné závazky	15,552	12,621
8.2 Závazky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
9 Vyrovnávací položka zvláštních práv čerpání MMF	5,278	5,582
10 Ostatní závazky	123,174	71,352
11 Účty přecenění	147,122	121,887
12 Kapitál a rezervní fondy	67,102	66,157
Pasiva celkem	1,507,981	1,150,030

PŘÍLOHY

PŘÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB

Následující tabulka uvádí právní nástroje, které ECB přijala v roce 2007 a na začátku roku 2008 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/2007/1	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 17. dubna 2007, kterým se přijímají prováděcí pravidla týkající se ochrany údajů v Evropské centrální bance	Úř. věst. L 116, 4.5.2007, s. 64
ECB/2007/2	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 26. dubna 2007 o transevropském expresním automatizovaném systému zúčtování plateb v reálném čase (TARGET2)	Úř. věst. L 237, 8.9.2007, s. 1
ECB/2007/3	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 31. května 2007, kterými se mění obecné zásady ECB/2004/15 o požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti v oblasti statistiky platební bilance, statistiky investiční pozice vůči zahraničí a výkazu devizových rezerv	Úř. věst. L 159, 20.6.2007, s. 48
ECB/2007/4	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 31. května 2007, kterými se mění doporučení ECB/2004/16 o požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti v oblasti statistiky platební bilance, statistiky investiční pozice vůči zahraničí a výkazu devizových rezerv	Úř. věst. C 136, 20.6.2007, s. 6
ECB/2007/5	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 3. července 2007, kterým se stanoví pravidla pro zadávání zakázek	Úř. věst. L 184, 14. 7.2007, s. 34
ECB/2007/6	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 20. července 2007, kterými se mění obecné zásady ECB/2006/28 o správě devizových rezerv Evropské centrální banky národními centrálními bankami a o právních podkladech pro operace s těmito rezervami	Úř. věst. L 196, 28.7.2007, s. 46
ECB/2007/7	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 24. července 2007 o podmínkách TARGET2-ECB	Úř. věst. L 237, 8.9.2007, s. 71
ECB/2007/8	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 27. července 2007 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů	Úř. věst. L 211, 11.8.2007, s. 8
ECB/2007/9	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 1. srpna 2007 o měnové statistice a statistice finančních institucí a trhů (přepřacované znění)	Úř. věst. L 341, 27.12.2007, s. 1

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2007/10	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 20. září 2007, kterými se mění přílohy I a II obecných zásad ECB/2000/7 o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu	Úř. věst. L 284, 30.10.2007, s. 34
ECB/2007/11	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 9. listopadu 2007 o přechodných ustanoveních pro uplatňování minimálních rezerv Evropskou centrální bankou po zavedení eura na Kypru a na Maltě	Úř. věst. L 300, 17.11.2007, s. 44
ECB/2007/12	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 15. listopadu 2007 Radě Evropské unie o externím auditorovi Central Bank of Cyprus	Úř. věst. C 277, 20.11.2007, s. 1
ECB/2007/13	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 15. listopadu 2007, kterými se mění obecné zásady ECB/2002/7 o statistické zpravodajské povinnosti stanovené Evropskou centrální bankou v oblasti čtvrtletních finančních účtů	Úř. věst. L 311, 29.11.2007, s. 47
ECB/2007/14	Obecné zásady Evropské centrální banky z 15. listopadu 2007, kterými se mění obecné zásady ECB/2005/5 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 311, 29.11.2007, s. 49
ECB/2007/15	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 22. listopadu 2007, kterým se mění rozhodnutí ECB/2001/16 o přerozdělování měnových příjmů národních centrálních bank zúčastněných členských států od účetního období 2002	Úř. věst. L 333, 19.12.2007, s. 86
ECB/2007/16	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 23. listopadu 2007 o schválení objemu emise mincí v roce 2008	Úř. věst. L 317, 5.12.2007, s. 81
ECB/2007/17	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 29. listopadu 2007 Radě Evropské unie o externích auditorech Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	Úř. věst. C 304, 15.12.2007, s. 1
ECB/2007/18	Nařízení Evropské centrální banky ze dne 29. listopadu 2007, kterým se mění nařízení ECB/2001/13 o konsolidované rozvaze sektoru měnových finančních institucí	Úř. věst. L 330, 15.12.2007, s. 20
ECB/2007/19	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 7. prosince 2007, kterým se mění rozhodnutí ECB/2001/15 ze dne 6. prosince 2001 o vydávání eurobankovek	Úř. věst. L 1, 4.1.2008, s. 7

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2007/20	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 17. 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 42, 18.2.2008, s. 85
ECB/2007/21	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 17. prosince 2007, kterým se mění rozhodnutí ECB/2006/17 o ročních účetních závěrkách Evropské centrální banky	Úř. věst. L 42, 16.2.2008, s. 83
ECB/2007/22	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 31. prosince 2007 o splacení základního kapitálu, převodu devizových rezerv a příspěvcích na rezervní fondy a rezervy Evropské centrální banky ze strany Central Bank of Cyprus a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	Úř. věst. L 28, 1.2.2008, s. 36
ECB/2008/1	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 28. ledna 2008 Radě Evropské unie o externím auditorovi Suomen Pankki	Úř. věst. C 29, 1.2.2008, s. 1

STANOVISKA PŘIJATÁ ECB

Následující tabulka podává přehled stanovisek ECB přijatých v roce 2007 a na začátku roku 2008 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 státu¹

Číslo ²	Původce	Předmět
CON/2007/1	Kypr	Právní rámec přijetí eura a plynulý přechod na euro
CON/2007/2	Maďarsko	Zavedení systému přímého vykazování statistiky platební bilance
CON/2007/3	Irsko	Cenné papíry zajištěné aktivy
CON/2007/5	Slovinsko	Vydávání pamětních a sběratelských euromincí
CON/2007/6	Německo	Změna statutu Deutsche Bundesbank týkající se počtu a jmenování členů výkonné rady
CON/2007/7	Nizozemsko	Dohled nad zúčtovacími a vypořádacími službami
CON/2007/8	Česká republika	Některé úkoly České národní banky v oblasti ochrany spotřebitele
CON/2007/10	Maďarsko	Změny zákona o předcházení a boji proti praní peněz, pokud jde o úpravu sankcí a dohledu a rozsah, v jakém se tato úprava vztahuje na národní centrální banku
CON/2007/12	Lotyšsko	Nástroje měnové politiky a systém vypořádání obchodů s cennými papíry, který je provozován Latvijs Banka
CON/2007/13	Řecko	Změny statutu Bank of Greece, jejichž cílem je zohlednit vývoj v systému zajištění používaném v Eurosystemu a zabezpečit plynulé fungování platebních systémů
CON/2007/14	Maďarsko	Změny zákona o Magyar Nemzeti Bank, které se týkají organizace a systému řízení Magyar Nemzeti Bank
CON/2007/15	Řecko	Dohled nad úvěrovými a finančními institucemi a způsobilé zajištění pro operace měnové politiky
CON/2007/16	Malta	Výpočet povinných minimálních rezerv a související postupy
CON/2007/17	Itálie	Regulace trhů a dohled nad nimi a fungování příslušných nezávislých orgánů
CON/2007/18	Slovinsko	Změny zákona o platebních transakcích, pokud jde o přístup k údajům z rejstříku transakčních účtů

1 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.

2 Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém je Rada guvernérů schválila.

Číslo ²	Původce	Předmět
CON/2007/21	Německo	Návrh zákona, kterým se zavádí nový rámec regulace a dohledu s cílem zlepšit mezinárodní konkurenceschopnost odvětví investičních fondů a kterým se harmonizuje zákon o investování se směrnicí Rady 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
CON/2007/22	Rumunsko	Režim minimálních rezerv
CON/2007/23	Rumunsko	Regulace nebankovních finančních institucí centrální bankou
CON/2007/24	Rumunsko	Statistické vykazování aktiv a pasiv evidovaných v rozvaze nebankovních finančních institucí
CON/2007/25	Španělsko	Změny právní úpravy platebních systémů a systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v rámci příprav na TARGET2
CON/2007/26	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/2007/27	Rumunsko	Dohled nad platebními systémy, systémy vypořádání obchodů s cennými papíry a platebními nástroji ze strany Banca Națională a României
CON/2007/28	Polsko	Pravidla třídění a balení bankovek a mincí
CON/2007/29	Portugalsko	Zavedení systému ochrany spotřebitele v rámci úkolů Banco de Portugal v oblasti obezřetnostního dohledu
CON/2007/31	Polsko	Reforma dohledu nad finančním trhem, zejména pokud jde o Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Německo	Modernizace struktury dohledu Spolkového úřadu pro dohled nad finančním trhem (BaFin)
CON/2007/33	Rakousko	Reforma dohledu nad finančním trhem
CON/2007/34	Polsko	Změny v systému minimálních rezerv, které souvisejí s rozdělením bank
CON/2007/36	Slovinsko	Nové úkoly Banka Slovenije, které se týkají předcházení praní peněz
CON/2007/37	Belgie	Provedení ustanovení, kterými se zrušují cenné papíry na doručitele, v souvislosti s akciemi vydanými Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Číslo ²	Původce	Předmět
CON/2007/38	Slovinsko	Dohled nad směnářskou činností
CON/2007/39	Kypr	Rozsah ochrany zákonného platidla proti padělání a jiným nezákonným činnostem
CON/2007/40	Bulharsko	Nové úkoly, které se týkají dohledu nad poskytováním služeb poukazování peněz
CON/2007/41	Německo	Předpisy o vykazování týkajícím se plateb a přímých investic do tuzemských a zahraničních hospodářských území v souvislosti s vytvořením jednotného prostoru plateb v eurech
CON/2007/43	Slovensko	Právní rámec v souvislosti s přípravou přijetí eura
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 směnek
CON/2008/8	Francie	Důsledky změny postavení ostrovů Svatý Martin a Svatý Bartoloměj podle francouzského práva na jejich měnový režim

(b) Stanoviska ECB vydaná na žádost evropské instituce³

Číslo⁴	Původce	Předmět	Odkaz na Úř. věst.
CON/2007/4	Rada EU	Zavedení nového postupu projednávání ve výborech v osmi směrnících souvisejících s Akčním plánem finančních služeb	Úř. věst. C 39, 23.2.2007, s. 1
CON/2007/9	Rada EU	Nařízení o statistice volných pracovních míst ve Společenství	Úř. věst. C 86, 20.4.2007, s. 1
CON/2007/11	Rada EU	Určování a označování evropské kritické infrastruktury	Úř. věst. C 116, 26.5.2007, s. 1
CON/2007/19	Rada EU	Zavedení eura na Kypru a na Maltě a přepočítací koeficienty mezi eurem a kyperskou librou a mezi eurem a maltskou lirou	Úř. věst. C 160, 13.7.2007, s. 1
CON/2007/20	Rada EU	Mandát pro mezivládní konferenci k vypracování smlouvy, kterou se mění stávající Smlouvy	Úř. věst. C 160, 13.7.2007, s. 2
CON/2007/30	Rada EU	Určení výběrů pro zjišťování, záměnu a kvalitativní očišťování v souvislosti s harmonizovanými indexy spotřebitelských cen	Úř. věst. C 248, 23.10.2007, s. 1
CON/2007/35	Rada EU	Revize právního rámce, který upravuje vypracovávání evropské statistiky a úlohu Evropského statistického systému	Úř. věst. C 291, 5.12.2007, s. 1
CON/2007/42	Rada EU	Povolení přepravy padělaných bankovek a mincí mezi příslušnými vnitrostátními orgány, jakož i orgány a institucemi EU, jako opatření k rozeznávání padělků	Úř. věst. C 27, 31.1.2008, s. 1

³ Zveřejňováno také na internetových stránkách ECB.

⁴ Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém je Rada guvernérů schválila.

CHRONOLOGIE MĚNOVÝCH ROZHODNUTÍ EUROSYSTÉMU¹

12. LEDNA A 2. ÚNORA 2006

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 2,25 %, 3,25 % a 1,25 %.

2. BŘEZNA 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 2,50 % počínaje operací, která bude vypořádána 8. března 2006. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 3,50 % a 1,50 %, obojí s účinností od 8. března 2006.

6. DUBNA A 4. KVĚTNA 2006

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 2,50 %, 3,50 % a 1,50 %.

8. ČERVNA 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 2,75 % počínaje operací, která bude vypořádána 15. června 2006. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 3,75 % a 1,75 %, obojí s účinností od 15. června 2006.

6. ČERVENCE 2006

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 2,75 %, 3,75 % a 1,75 %.

3. SRPNA 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 3,00 % počínaje operací, která bude vypořádána 9. srpna 2006. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 4,00 % a 2,00 %, obojí s účinností od 9. srpna 2006.

31. SRPNA 2006

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 3,00 %, 4,00 % a 2,00 %.

5. ŘÍJNA 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 3,25 % počínaje operací, která bude vypořádána 11. října 2006. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 4,25 % a 2,25 %, obojí s účinností od 11. října 2006.

2. LISTOPADU 2006

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 3,25 %, 4,25 % a 2,25 %.

7. PROSINCE 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace

¹ Chronologie měnových rozhodnutí Eurosystemu v letech 1999 až 2005 je k dispozici ve Výročních zprávách ECB za příslušné roky.

o 25 bazických bodů na 3,50 % počínaje operací, která bude vypořádána 13. prosince 2006. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro mezní zápůjční a vkladovou facilitu o 25 bazických bodů na 4,50 % a 2,50 %, obojí s účinností od 13. prosince 2006.

21. PROSINCE 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit částku přidělenou pro každou dlouhodobější refinanční operaci, která bude provedena v roce 2007, a to z 40 mld. EUR na 50 mld. EUR. Tato zvýšená částka bere v úvahu následující faktory: poptávka bankovního systému eurozóny po likviditě v posledních letech rychle rostla a očekává se, že se bude zvyšovat i v roce 2007. Eurosystem se proto rozhodl mírně zvýšit podíl poptávky po likviditě uspokojované prostřednictvím dlouhodobějších refinančních operací. Eurosystem však nadále bude zajišťovat většinu likvidity prostřednictvím hlavních refinančních operací. Rada guvernérů může rozhodnout, že přidělovanou částku opět upraví na začátku roku 2008.

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 A 6. BŘEZNA 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 %.

DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU OD ROKU 2007

Tento přehled má informovat čtenáře o vybraných dokumentech publikovaných Evropskou centrální bankou od ledna 2007. Pokud jde o publikace řady Working Papers, jsou uvedeny pouze materiály vydané od prosince 2007 do února 2008. 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.

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 2006”, April 2007.

KONVERGENČNÍ ZPRÁVA

“Convergence Report May 2007”.

ČLÁNKY V MĚSÍČNÍCH BULLETINECH

“The enlarged EU and euro area economies”, January 2007.

“Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, January 2007.

“Putting China’s economic expansion in perspective”, January 2007.

“Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, February 2007.

“The EU arrangements for financial crisis management”, February 2007.

“Migrant remittances to regions neighbouring the EU”, February 2007.

“Communicating monetary policy to financial markets”, April 2007.

“Output growth differentials in the euro area: sources and implications”, April 2007.

“From government deficit to debt: bridging the gap”, April 2007.

“Measured inflation and inflation perceptions in the euro area”, May 2007.

“Competition in and economic performance of the euro area services sector”, May 2007.

“Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe”, May 2007.

“Share buybacks in the euro area”, May 2007.

“Interpreting monetary developments since mid-2004”, July 2007.

“Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling”, July 2007.

“Adjustment of global imbalances in a financially integrating world”, August 2007.

“The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area”, August 2007.

“Leveraged buyouts and financial stability”, August 2007.

“Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants”, October 2007.

“The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem”, October 2007.

“Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes”, October 2007.

“The stock market’s changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy”, November 2007.

“The introduction of quarterly sectoral accounts for the euro area”, November 2007.

“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.

STATISTICS POCKET BOOK

K dispozici každý měsíc od srpna 2003.

ŘADA LEGAL WORKING PAPERS

4 “Privileges and immunities of the European Central Bank” by G. Gruber and M. Benisch, June 2007.

5 “Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States” by K. Drēviņa, K. Laurinavičius and A. Tupits, July 2007.

ŘADA OCCASIONAL PAPERS

55 “Globalisation and euro area trade: Interactions and challenges” by U. Baumann and F. di Mauro, February 2007.

56 “Assessing fiscal soundness: theory and practice” by N. Giammarioli, C. Nickel, P.C.Rother and J.-P. Vidal, March 2007.

- 57 “Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe” by S. Herrmann and E. Katalin Polgar, March 2007.
- 58 “Long-term growth prospects for the Russian economy” by R. Beck, A. Kamps and E. Mileva, March 2007.
- 59 “The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) a review after eight years’ experience” by C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler and T. Rautanen, April 2007.
- 60 “Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa” by U. Böwer, A. Geis and A. Winkler, April 2007.
- 61 “Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach” by O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini and T. Zumer, April 2007.
- 62 “Inflation-linked bonds from a central bank perspective” by J. A. Garcia and A. van Rixtel, June 2007.
- 63 “Corporate finance in the euro area – including background material” by the Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, June 2007.
- 64 “The use of portfolio credit risk models in central banks”, by the Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, July 2007.
- 65 “The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations” by F. Coppens, F. González and G. Winkler, July 2007.
- 66 “Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature” by N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, July 2007.
- 67 “Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers” by J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, July 2007.
- 68 “The securities custody industry” by D. Chan, F. Fontan, S. Rosati and D. Russo, August 2007.
- 69 “Fiscal policy in Mediterranean countries – Developments, structures and implications for monetary policy” by M. Sturm and F. Gurtner, August 2007.
- 70 “The search for Columbus’ egg: Finding a new formula to determine quotas at the IMF” by M. Skala, C. Thimann and R. Wölfinger, August 2007.
- 71 “The economic impact of the Single Euro Payments Area” by H. Schmiedel, August 2007.
- 72 “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe” by P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou and M. Lo Duca, September 2007. and L. Søndergaard, September 2007.

- 73 “Reserve accumulation: objective or by-product?” by J. O. de Beaufort Wijnholds and L. Søndergaard, September 2007.
- 74 “Analysis of revisions to general economic statistics” by H. C. Dieden and A. Kanutin, October 2007.
- 75 “The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area” edited by P. Moutot and coordinated by D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, October 2007.
- 76 “Prudential and oversight requirements for securities settlement” by D. Russo, G. Caviglia, C. Papanthassiou and S. Rosati, November 2007.
- 77 “Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing” by E. Mileva and N. Siegfried, November 2007.
- 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.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin, No. 6, June 2007.

ŘADA WORKING PAPERS

- 836 “Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters” by J. A. García and A. Manzanares, December 2007.
- 837 “Monetary policy and core inflation” by M. Lenza, December 2007.
- 838 “Securitisation and the bank lending channel” by Y. Altunbas, L. Gambacorta and D. Marqués, December 2007.
- 839 “Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries” by M. M. Habib and M. Manolova Kalamova, December 2007.
- 840 “Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure” by P. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr, December 2007.
- 841 “Should we take inside money seriously?” by L. Stracca, December 2007.
- 842 “Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies” by G. Ferrucci and C. Miralles, December 2007.

- 843 “Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges” by T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula and J.-P. Vidal, December 2007.
- 844 “Business cycle synchronization and insurance mechanisms in the EU” by A. Afonso and D. Furceri, December 2007.
- 845 “Run-prone banking and asset markets” by M. Hoerova, December 2007.
- 846 “Information combination and forecast (st)ability. Evidence from vintages of time-series data” by C. Altavilla and M. Ciccarelli, December 2007.
- 847 “Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, Eastern enlargement and competitiveness in the European Union” by G. Ottaviano, D. Taglioni and F. di Mauro, December 2007.
- 848 “Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU” by A. Afonso and J. González Alegre, January 2008.
- 849 “Government size, composition, volatility and economic growth” by A. Afonso and D. Furceri, January 2008.
- 850 “Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling” by G. Camba-Méndez and G. Kapetanios, January 2008.
- 851 “Investigating inflation persistence across monetary regimes” by L. Benati, January 2008.
- 852 “Determinants of economic growth: will data tell?” by A. Ciccone and M. Jarocinski, January 2008.
- 853 “The cyclical behavior of equilibrium unemployment and vacancies revisited” by M. Hagedorn and I. Manovskii, January 2008.
- 854 “How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins” by C. Fuss, January 2008.
- 855 “Assessing the factors behind oil price changes” by S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann and M. Mann, January 2008.
- 856 “Markups in the euro area and the US over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors” by R. Christopoulou and P. Vermeulen, January 2008.
- 857 “Housing and equity wealth effects of Italian households” by C. Grant and T. Peltonen, January 2008.
- 858 “International transmission and monetary policy cooperation” by G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets and R. Straub, January 2008.
- 859 “Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives” by F. Fornari, January 2008.

- 860 “Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model” by M. Sánchez, January 2008.
- 861 “Income distribution determinants and public spending efficiency” by A. Afonso, L. Schuknecht and V. Tanzi, January 2008.
- 862 “Stock market volatility and learning” by K. Adam, A. Marcet and J. P. Nicolini, February 2008.
- 863 “Population ageing and public pension reforms in a small open economy” by C. Nickel, P. Rother and A. Theophilopoulou, February 2008.
- 864 “Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects” by A. Afonso and M. St. Aubyn, February 2008.
- 865 “Explaining the Great Moderation: it is not the shocks” by D. Giannone, M. Lenza and L. Reichlin, February 2008.
- 866 “VAR analysis and the Great Moderation” by L. Benati and P. Surico, February 2008.
- 867 “Do monetary indicators lead euro area inflation?” by B. Hofmann, February 2008.
- 868 “Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings” by M. Ehrmann and M. Fratzscher, February 2008.
- 869 “The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data” by N. Cassola, February 2008.
- 870 “Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty” by P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman and R. Pierse, February 2008.
- 871 “The impact of capital flows on domestic investment in transition economies” by E. Mileva, February 2008.
- 872 “Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis” by H. Buddelmeyer, G. Mourre and M. Ward, February 2008.
- 873 “The Feldstein-Horioka fact” by D. Giannone and M. Lenza, February 2008.
- 874 “How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?” by L. Coroneo, K. Nyholm and R. Vidova-Koleva, February 2008.
- 875 “Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area” by O. Castrén, S. Déés and F. Zaher, February 2008.
- 876 “Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?” by M. Andersson and A. D’Agostino, February 2008.

OSTATNÍ PUBLIKACE

“Government finance statistics guide”, January 2007.

“Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, January 2007.

“Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”, January 2007.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics — Annual quality report”, February 2007.

“List of Monetary Financial Institutions (MFI) and Institutions subject to minimum reserves”, February 2007 (online only).

“Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, February 2007.

“Euro Money Market Study 2006”, February 2007 (online only); “Indexed data for the euro money market survey 2006”.

“Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, European Parliament, February 2007.

“Monetary financial institutions and markets statistics sector manual”, March 2007.

“Financial Integration in Europe”, March 2007.

“TARGET2-Securities – The blueprint”, March 2007 (online only).

“TARGET2-Securities – Technical feasibility”, March 2007 (online only).

“TARGET2-Securities – Operational feasibility”, March 2007 (online only).

“TARGET2-Securities – Legal feasibility”, March 2007 (online only).

“TARGET2-Securities – Economic feasibility”, March 2007 (online only).

“Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In co-operation with the Committee on the Global Financial System”, April 2007.

“How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins”, April 2007.

“Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU”, April 2007.

“TARGET Annual Report 2006”, May 2007 (online only).

“European Union balance of payments: International investment position statistical methods”, May 2007.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: Statistical tables”, May 2007 (online only).

“The euro bonds and derivatives markets”, June 2007 (online only).

“Review of the international role of the euro”, June 2007.

“Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, June 2007.

“Financial Stability Review”, June 2007.

“Monetary policy: A journey from theory to practice”, June 2007.

“Eurosysteem staff macroeconomic projections for the euro area”, June 2007 (online only).

“The Eurosysteem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, July 2007 (online only).

“Fifth SEPA progress report”, July 2007 (online only).

“Potential impact of Solvency II on financial stability”, July 2007.

“The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing”, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, July 2007.

“European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, July 2007.

“Payment and securities settlement systems in the European Union. Vol. 1: euro area countries, vol. 2: non-euro area countries” (Blue Book), August 2007.

“EU banking structures”, October 2007.

“TARGET2-Securities progress report”, October 2007 (online only).

“Fifth progress report on TARGET2” with annexes 1 “Information guide for TARGET2 users (version 1.0), 2 “User information guide to TARGET2 pricing” and 3 “TARGET2 compensation scheme, claim form”, October 2007 (online only).

“EU banking sector stability”, November 2007 (online only).

“Euro money market survey”, November 2007 (online only).

“Review of the Lamfalussy framework: Eurosysteem contribution”, November 2007 (online only).

“Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties”, December 2007.

“Financial Stability Review”, December 2007.

“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.

INFORMAČNÍ BROŽURY

“A single currency: an integrated market infrastructure”, September 2007.

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.

Aktiový trh : trh, kde se emitují a obchodují akcie.

Cenová stabilita : udržování cenové stability je hlavním cílem **Eurosystemu**. **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 **repo operace** 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 **Eurosystemem** 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-24 (zahrnující 14 členských států EU, jež nejsou součástí eurozóny, a 10 hlavních obchodních partnerů mimo EU) a EER-44 (zahrnující EER-24 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) : měřítko efektivní úrokové sazby na mezibankovním trhu jednodenních vkladů v euru. Vypočítá se jako vážený průměr úrokových sazeb z nezajištěných jednodenních půjček v euru, 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 fluktučním pásmem $\pm 15\%$. Rozhodnutí o centrálních paritách a případně i o užších fluktučních 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 ze změny centrální parity.

EURIBOR (úroková sazba na mezibankovním trhu v EUR – sazba prodej) : sazba, za kterou je referenční banka ochotna půjčovat finanční prostředky v euru 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.

Eurosystém : 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 a Finska.

Evropská centrální banka (ECB) : ECB tvoří jádro **Eurosystému** a **Evropského systému centrálních bank (ESCB)**, které má právní subjektivitu podle čl. 107(2) Smlouvy. Zajišťuje, že jsou plněny úkoly svěřené Eurosystému 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 **Eurosystému** 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) : měřítko spotřebitelských cen, které sestavuje Eurostat a které je harmonizováno pro všechny země EU.

Hlavní refinanční operace : pravidelná **operace na volném trhu** prováděná **Eurosystemem** ve formě **reverzních transakcí**. Tyto operace se provádějí každý týden ve formě standardních tendrů 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** popsaný 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 mezipotřebu, náhrad poskytnutých zaměstnancům a daní minus dotací na výrobu, ale před započtením plateb a příjmů spojených s půjčkou/pronájmem či vlastnictvím finančních a nevyřáběných 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 půjček 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 **repo operace**, 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 záůjční facilita: stálá facilita Euro systému, 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 měřítek přebytečné likvidity (viz také **hospodářská analýza**).

Měnový příjem: příjem národní centrální banky z provádění funkcí měnové politiky **Euro systému**, 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 **Euro systém**, **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 **Eurosystémem**, 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 vnějšího 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 (očištěných o vliv oceňování), deflovaný inflačními očekáváními.

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 **Eurosystémem** 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 **Eurosystému** 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 Eurosystému 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, jednotky pro zvláštní účel 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 **Eurosystému**. Výše povinných minimálních rezerv se určuje na základě průměru denních sald v **udržovacím 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 **Eurosystému** 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: je druhou stranou 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 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.

Rámec hodnocení úvěrového rizika (ECAI): rámec vymezující postupy, pravidla a techniky, které zajišťují, že všechna způsobilá aktiva splňují vysoké úvěrové standardy **Eurosystému**.

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 likvidity: riziko, že **protistrana** neuhradí plnou výši závazku v okamžiku splatnosti. Riziko likvidity neznamená, že protistrana nebo účastník jsou nesolventní, neboť mohou být schopni závazek vypořádat v nespecifikovaný pozdější okamžik.

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**.

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. Eurosystém nabízí dvě stálé jednodenní facility: **mezní záůjční facilititu** a **vkladovou facilititu**.

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. Jedná se o decentralizovaný systém skládající se z národních systémů RTGS, platebního mechanismu ECB a propojovacího mechanismu.

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 mimorozvahových 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 půjčky v euro 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: půjčky **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 facilitata: stálá facilitata 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.

Základ pro stanovení minimálních rezerv: suma způsobilých položek rozvahy (zejména závazků), která tvoří základ pro výpočet **povinných minimálních rezerv úvěrové instituce**.

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**.

Základní nabídková sazba: spodní hranice úrokové sazby, pro kterou mohou **protistrany** podávat své nabídky v rámci nabídkového řízení s proměnlivou sazbou u **hlavních refinančních operací**. Jde o jednu ze **základních úrokových sazeb ECB**, které odráží nastavení její měnové politiky.

Základní úrokové sazby ECB: úrokové sazby stanovené **Radou guvernérů**, které odrážejí měnovou politiku **Evropské centrální banky**. Jedná se o **základní nabídkovou sazbu** pro **hlavní refinanční operace**, úrokovou sazbu pro **mezní zápůjční facilitu** a úrokovou sazbu pro **vkladovou facilitu**.

Ziskovost (rentabilita) podniků: měřítko 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 měřítko ziskovosti často používá **hrubý provozní přebytek**, založený na národních účtech, např. ve vztahu k HDP nebo přidané hodnotě.

ISSN 1830-2866



9 771830 286001