



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

VÝROČNÍ ZPRÁVA 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

VÝROČNÍ ZPRÁVA  
2005

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

BCE ECB EZB EKT EKP





EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA



V roce 2006  
bude na všech  
publikacích ECB  
vyobrazen motiv  
z bankovky  
5 €.

## VÝROČNÍ ZPRÁVA 2005

© Evropská centrální banka, 2006

**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.int>

**Fax**

+49 69 1334 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

*Uzávěrka statistických údajů pro tuto zprávu proběhla 25. února 2006.*

ISSN 1830-2866 (tištěná verze)

ISSN 1830-2947 (online verze)

# OBSAH

<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>11</b>	4.3 Statistika pro hodnocení konvergence	<b>104</b>
<b>KAPITOLA 1 HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ A MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>5</b>	<b>5 EKONOMICKÝ VÝZKUM</b>	<b>106</b>
<b>1 MĚNOVĚPOLITICKÁ ROZHODNUTÍ</b>	<b>18</b>	5.1 Zaměření výzkumu	<b>106</b>
<b>2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ</b>	<b>22</b>	5.2 Výzkumné programy	<b>108</b>
2.1 Globální makroekonomické prostředí	<b>22</b>	<b>6 JINÉ ÚKOLY A ČINNOSTI</b>	<b>109</b>
2.2 Měnový a finanční vývoj	<b>25</b>	6.1 Dodržování zákazu měnového financování a zvýhodněného přístupu	<b>109</b>
2.3 Cenový vývoj	<b>47</b>	6.2 Poradní funkce	<b>109</b>
2.4 Vývoj nabídky, poptávky a trhu práce	<b>53</b>	6.3 Správa výpůjčních a úvěrových operací Evropského společenství	<b>112</b>
2.5 Fiskální vývoj	<b>61</b>		
2.6 Vývoj devizových kurzů a platební bilance	<b>66</b>	<b>KAPITOLA 3 FINANČNÍ STABILITA A INTEGRACE</b>	
<b>3 HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH STÁTECH EU MIMO EUROZÓNU</b>	<b>74</b>	<b>1 FINANČNÍ STABILITA</b>	<b>116</b>
		1.1 Monitorování finanční stability	<b>116</b>
<b>KAPITOLA 2 OPERACE A AKTIVITY CENTRÁLNÍ BANKY</b>		1.2 Spolupráce v případě finanční krize	<b>118</b>
<b>1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY</b>	<b>86</b>	<b>2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED</b>	<b>120</b>
1.1 Operace měnové politiky	<b>86</b>	2.1 Obecné otázky	<b>120</b>
1.2 Devizové operace	<b>91</b>	2.2 Bankovníctví	<b>120</b>
1.3 Investiční aktivity	<b>91</b>	2.3 Cenné papíry	<b>120</b>
<b>2 PLATEBNÍ SYSTÉMY A SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY</b>	<b>93</b>	2.4 Účetnictví	<b>121</b>
2.1 Systém TARGET	<b>93</b>	<b>3 FINANČNÍ INTEGRACE</b>	<b>123</b>
2.2 TARGET2	<b>95</b>	<b>4 DOZOR NAD INFRASTRUKTURAMI FINANČNÍHO TRHU</b>	<b>128</b>
2.3 Přeshraniční využívání zajištění	<b>96</b>	4.1 Dozor nad platebními systémy a infrastrukturami pro velké platby v euru	<b>128</b>
<b>3 BANKOVKY A MINCE</b>	<b>98</b>	4.2 Platební systémy pro malé platby	<b>129</b>
3.1 Oběh bankovek a mincí	<b>98</b>	4.3 Systémy vypořádání obchodů s cennými papíry	<b>130</b>
3.2 Padělání bankovek a boj proti padělání	<b>98</b>		
3.3 Vydávání a výroba bankovek	<b>100</b>		
<b>4 STATISTIKA</b>			
4.1 Celkový vývoj statistiky v eurozóně	<b>103</b>		
4.2 Nové nebo rozšířené statistiky	<b>103</b>		

<b>KAPITOLA 4</b>		<b>2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ</b>	<b>170</b>
<b>EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY</b>		2.1 Lidské zdroje	170
<b>1 EVROPSKÉ OTÁZKY</b>	<b>134</b>	2.2 Hodnocení efektivity a účinnosti ECB	172
1.1 Politické otázky	134	2.3 Nové sídlo ECB	172
1.2 Institucionální otázky	137	<b>3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB</b>	<b>174</b>
1.3 Vývoj v přístupujících a kandidátských zemích EU a vztahy s nimi	138	<b>4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB</b>	<b>175</b>
<b>2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY</b>	<b>140</b>	Zpráva o činnosti	176
2.1 Hlavní aspekty vývoje mezinárodního měnového a finančního systému	140	Rozvaha k 31. prosinci 2005	178
2.2 Spolupráce se zeměmi mimo EU	142	Výkaz zisků a ztrát k 31. prosinci 2005	180
<b>KAPITOLA 5</b>		Účetní postupy	181
<b>ODPOVĚDNOST</b>		Komentář k rozvaze	185
<b>1 ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU</b>	<b>148</b>	Komentář k výkazu zisků a ztrát	192
<b>2 VYBRANÁ TÉMATA NASTOLENÁ V PRŮBĚHU JEDNÁNÍ S EVROPSKÝM PARLAMENTEM</b>	<b>149</b>	Rozhodnutí o rozdělení ztrát	195
<b>KAPITOLA 6</b>		Zpráva auditora	197
<b>VNĚJŠÍ KOMUNIKACE</b>		<b>5 KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA EUROSYSTÉMU K 31. PROSINCI 2005</b>	<b>198</b>
<b>1 KOMUNIKAČNÍ POLITIKA</b>	<b>154</b>	<b>PŘÍLOHY</b>	
<b>2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI</b>	<b>155</b>	<b>PRÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB</b>	<b>202</b>
<b>KAPITOLA 7</b>		<b>STANOVISKA PŘIJATÁ ECB</b>	<b>204</b>
<b>INSTITUCIONÁLNÍ RÁMEC, ORGANIZACE A ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA</b>		<b>CHRONOLOGIE MĚNOVĚPOLITICKÝCH OPATŘENÍ</b>	<b>211</b>
<b>1 ROZHODOVACÍ ORGÁNY A ZPŮSOB ŘÍZENÍ V ECB</b>	<b>161</b>	<b>DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ ECB</b>	<b>213</b>
1.1 Eurosystem a Evropský systém centrálních bank	161	<b>GLOSÁŘ</b>	<b>219</b>
1.2 Rada guvernérů	162		
1.3 Výkonná rada	164		
1.4 Generální rada	166		
1.5 Výbory Eurosystemu/ESCB, Rozpočtový výbor a Výbor pro lidské zdroje	167		
1.6 Způsob řízení	168		

## SEZNAM BOXŮ

1	Mění se charakter dynamiky silného měnového růstu v posledních letech	28	Graf C	Přidaná hodnota v sektoru služeb v eurozóně	57	
	Graf A	Složky agregátu M3	29	Graf D	Přidaná hodnota v sektoru průmyslu v eurozóně	57
	Graf B	Vývoj agregátu M3 a jeho protipoložek	29	6	Postup zavádění strukturálních reforem na trzích práce, zboží a služeb v Evropské unii	60
	Graf C	Struktura vkladů podle sektoru	30	7	Vývoj emise dluhových cenných papírů vládního sektoru v eurozóně	63
2	Dopad rostoucích cen ropy na výnosy dluhopisů a ceny akcií: historické srovnání eurozóny a Spojených států	36	Tabulka A	Meziroční tempa růstu dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny	63	
	Tabulka A	Změny výnosů desetiletých státních dluhopisů v eurozóně a v USA během 12 měsíců předcházejících obdobím nejvyšších cen ropy	37	Tabulka B	Struktura nesplacených dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny	64
	Tabulka B	Změny cen akcií v eurozóně a USA během 12 měsíců předcházejících obdobím nejvyšších cen ropy	38	Graf A	Nesplacené státní dluhové cenné papíry v eurozóně podle země emitenta v roce 2005	65
3	Rozdíly v růstu půjček domácnostem v jednotlivých zemích eurozóny	41	Graf B	Čisté emise státních dluhových cenných papírů v eurozóně podle země emitenta v roce 2005	65	
	Graf A	Rozdíly v růstu půjček MFI domácnostem mezi zeměmi eurozóny	41	8	Recyklace ropného účtu a její dopad	69
	Graf B	Vážený koeficient variace pro meziroční růst půjček MFI domácnostem v zemích eurozóny	42	Graf A	Příjmy z vývozu ropy	70
	Graf C	Růst celkových půjček MFI domácnostem a zadluženost domácností v zemích eurozóny	42	Graf B	OPEC: čistá aktiva a podíly měn na vkladech	70
	Graf D	Vývoj na trhu s bydlením a půjčky v zemích eurozóny v letech 1999-2004	43	Graf C	Rusko: čistá aktiva a podíly měn na vkladech	71
4	Výzkumný program v oblasti perzistence inflace a chování v oblasti tvorby cen v eurozóně	50	Tabulka	Tržní podíly vybraných ekonomik na dovozech OPEC a SNS	71	
5	Sektorová struktura růstu v eurozóně	55	9	Služby správy rezerv Euro systému	111	
	Graf A	Struktura celkové reálné hrubé přidané hodnoty	56	10	Výzkum kapitálových trhů a finanční integrace v Evropě	123
	Graf B	Struktura reálné hrubé přidané hodnoty ve službách	56	11	Meziregionální srovnání sazeb z hypotečních úvěrů v eurozóně a v USA	124
	Tabulka	Vývoj reálné hrubé přidané hodnoty v eurozóně podle sektorů	56	Graf A	Rozptyl pohyblivých a krátkodobých sazeb z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí a odpovídajících tržních sazeb v regionech USA a zemích eurozóny	125

Graf B	Rozptyl dlouhodobých sazeb z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí a odpovídajících tržních sazeb v regionech USA a zemích eurozóny	125	8	Agregát M3 a jeho protipoložky	31
12	Veřejná prohlášení ECB o reformě Paktu stability a růstu	135	9	Odhady peněžní mezery	32
<b>SEZNAM TABULEK</b>					
1	Cenový vývoj	48	10	Krátkodobé úrokové sazby a sklon výnosové křivky peněžního trhu	33
2	Ukazatele mzdových nákladů	52	11	Sazby z tříměsíčních termínových obchodů EURIBOR a implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční termínové obchody EURIBOR	34
3	Příspěvky k růstu reálného HDP	53	12	Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů	35
4	Vývoj na trhu práce	59	13	Reálné výnosy z dlouhodobých dluhopisů a zlomová inflace v eurozóně	35
5	Fiskální pozice v eurozóně	62	14	Indexy cen akcií	39
6	Růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	74	15	Skutečné a očekávané zisky podniků	39
7	Inflace měřená HICP v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	75	16	Půjčky MFI domácnostem	40
8	Fiskální pozice v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	77	17	Úrokové sazby z půjček domácnostem a nefinančním podnikům	40
9	Platební bilance v členských státech EU mimo eurozónu a v eurozóně	78	18	Dluh a dluhové zatížení domácností	44
10	Vývoj v ERM II	79	19	Reálné náklady vnějšího financování nefinančních podniků v eurozóně	44
11	Oficiální měnověpolitické strategie členských států mimo eurozónu	81	20	Rentabilita kotovaných nefinančních podniků v eurozóně	46
12	Platby v systému TARGET	94	21	Struktura reálného meziročního tempa růstu vnějšího financování nefinančních podniků	46
13	Celková dostupnost systému TARGET	94	22	Ukazatele dluhu sektoru nefinančních podniků	47
14	Struktura padělků podle nominální hodnoty	99	23	Členění inflace měřené HICP: hlavní složky	49
15	Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2005	101	24	Příspěvky hlavních složek HICP k inflaci	49
<b>SEZNAM GRAFŮ</b>					
1	Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu	19	25	Ceny nemovitostí určených k bydlení	51
2	Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích	22	26	Struktura cen průmyslových výrobců	52
3	Vývoj na komoditních trzích	24	27	Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech	52
4	Agregát M3 a úvěry soukromému sektoru	26	28	Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP	54
5	Příspěvky k meziročnímu růstu M3	26	29	Ukazatele důvěry	54
6	Krátkodobé úrokové sazby z vkladů	27	30	Nezaměstnanost	58
7	Příspěvky k meziročnímu tempu růstu krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu	27	31	Produktivita práce	59
			32	Nominální a reálný efektivní devizový kurz eura	68
			33	Saldo běžného účtu a jeho složky	68
			34	Finanční účet eurozóny	72
			35	Finanční toky z eurozóny do nových členských států EU	72

36	Čistá investiční pozice vůči zahraničí	<b>73</b>
37	Vývoj devizového kurzu eura vůči měnám zemí EU mimo mechanismus ERM II	<b>80</b>
38	Faktory likvidity v eurozóně v roce 2005	<b>86</b>
39	Obchodovatelná způsobilá aktiva	<b>89</b>
40	Obchodovatelná způsobilá aktiva předložená jako zajištění	<b>89</b>
41	Rozdíl mezi podílem způsobilých obchodovatelných aktiv a podílem předloženého zajištění v roce 2005	<b>90</b>
42	Celková hodnota bankovek v oběhu mezi roky 2000 a 2005	<b>98</b>
43	Celkový počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2005	<b>98</b>
44	Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2005	<b>99</b>
45	Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2005	<b>100</b>
46	Řada ECB Working Papers: Klasifikace podle Journal of Economic Literature	<b>107</b>



## ZKRATKY

### STÁTY

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

### OSTATNÍ

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

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

Od roku 1998 ECB organizuje řadu výstav s názvem „Současné umění v členských státech Evropské unie“. Každá z výstav má za cíl seznámit zaměstnance a návštěvníky ECB s uměním jedné země EU. Současné umění bylo zvoleno, protože odráží dobu, v níž se měnová unie stala skutečností.

Některá z děl jsou zakoupena pro uměleckou sbírku ECB, která bude dále rozšiřována. Sedm stran, které oddělují kapitoly Výroční zprávy, představuje vybraná díla z této sbírky.

**Autor: Peter Sauerer**

Název: Großmarkthalle, 2004

Materiál: Dřevo a provázek, Rozměry: 90 x 20 x 15 cm

16

**Autorka: Ilse Haider**

Název: Kopf eines Athleten, 1994

Materiál: Vrbové pruty, fotoemulze, Rozměry: 180 x 120 x 40 cm

84

**Autor: Pep Agut**

Název; Read your voice, 2000

Materiál: Smíšená média, Rozměry: 190 x 195 cm

114

**Autorka: Maria Hedlund**

Název: Loosing Ground, 2003

Materiál: 4 c-printy na hliníku, Rozměry: Každý 85 x 76 cm

132

**Autor: David Farrell**

Název: Ballynultagh, 2000 (ze série „Innocent Landscapes“)

Materiál: Fotografie, Rozměry: 100 x 100 cm

146

**Autor: Natividad Bermejo**

Název: Duérmete niño, 2000

Materiál: Grafít na papíře, Rozměry: 145 x 212 cm

152

**Autor: Pedro Proença**

Název: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiál: Akryl na plátně, Rozměry: 200 x 150 cm

158



# PŘEDMLUVA



Nejprve bych chtěl vzdát hold svému předchůdci Wimmu Duisenbergovi, našemu prvnímu prezidentovi, který v minulém roce zemřel. Jak jsem již řekl při různých příležitostech v Amsterdamu, Frankfurtu a v mnoha dalších evropských městech, Evropská centrální banka, její zaměstnanci, moji kolegové ve Výkonné radě i já osobně, Rada guvernérů a Generální rada, my všichni vděčíme Wimmu Duisenbergovi za mnohé a nikdy na něho nezapomeneme. Jak by řekl Chateaubriand, „smrt ho neporazila; jen ho učinila neviditelným“.

\*\*\*

V roce 2005 se reálný hrubý domácí produkt v eurozóně zvýšil o 1,4 % oproti 1,8 % v roce 2004 a 0,7 % v roce 2003. Tempo růstu hospodářské aktivity bylo v první polovině roku jen mírné, ale v druhé polovině roku se začalo zrychlovat díky pokračujícímu silnému růstu globální poptávky, mohutnému růstu podnikových zisků a velmi příznivým podmínkám financování. Hospodářská aktivita tak vykazovala poměrně značnou odolnost vzhledem k vysokým a volatilním cenám ropy.

Inflace měřená HICP však v roce 2005 činila v důsledku silného růstu cen surovin a energií a v menší míře i růstu regulovaných cen a nepřímých daní 2,2 %, a byla tak poněkud vyšší než v předchozích dvou letech, kdy dosahovala 2,1%. Nicméně domácí inflační tlaky byly nadále pod kontrolou, protože pokračující mírný růst mezd a příznivý vývoj cen dovážených tržních výrobků do určité míry kompenzoval růst cen surovin a energií.

\*\*\*

V kontextu umírněných domácích inflačních tlaků udržovala Rada guvernérů po většinu roku základní úrokové sazby ECB nezměněny na historicky nejnižší úrovni 2 % a nadále pečlivě sledovala dlouhodobější inflační očekávání. V průběhu roku naznačovala ekonomická analýza ECB, že se zvyšují proinflační rizika, která by mohla ohrozit střednědobou cenovou stabilitu. Toto hodnocení potvrdila i měnová analýza s ohledem na silný měnový růst a růst úvěrů při již vysoké úrovni likvidity. Před koncem roku 2005 naznačovalo pravidelné porovnání hospodářské a měnové analýzy, že k řešení těchto rizik je třeba upravit akomodační orientaci měnové politiky ECB. Rada guvernérů proto 1. prosince 2005 rozhodla zvýšit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů poté, co tyto sazby po dva a půl roku ponechávala beze změny.

Podle průzkumů i podle finančních ukazatelů jsou inflační očekávání pro eurozónu jako celek pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě. Tato skutečnost přispěla k zachování nízké úrovně rizikových premií zahrnutých do nominálních úrokových sazeb v celém spektru splatností, což vedlo k nižším krátkodobým i dlouhodobým sazbám. Díky vysoké důvěryhodnosti ECB a její politice orientované na stabilitu tak měli investoři nadále velmi příznivé podmínky pro financování, což podporovalo hospodářský růst a tvorbu pracovních míst. Přispělo to i k zachování kupní síly spotřebitelů, což je velmi důležité pro všechny obyvatele v eurozóně, zejména ty s nižšími příjmy. Je nezbytně nutné, aby tato

výhoda ekonomiky eurozóny byla zachována. Proto bude Rada guvernérů nadále pečlivě sledovat veškeré relevantní ukazatele, aby zajistila, že střednědobá až dlouhodobá očekávání budou stále pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě.

\*\*\*

Úspěch HMU je rovněž závislý na dlouhodobě udržitelné fiskální politice a komplexních strukturálních reformách, které mají zvýšit růstový potenciál ekonomiky. Taková kombinace politik nejen podporuje soudržnost a pružnost ekonomiky v eurozóně, ale také napomáhá měnové politice při plnění jejího úkolu – udržení cenové stability. Zvyšuje tak její efektivnost a napomáhá udržitelnému růstu produkce a tvorbě pracovních míst.

Dodržování dohodnutých fiskálních pravidel posiluje udržitelnost veřejných financí, což má zásadní význam nejen vzhledem k očekávanému rozpočtovému dopadu souvisejícímu se stárnutím populace. Proto Eurosystem vždy velmi podporoval Pakt stability a růstu. Přísné a důsledné uplatňování revidovaných pravidel přispívá k fiskální disciplíně a pomáhá obnovit důvěryhodnost fiskálního rámce EU i důvěru v obezřetnou fiskální politiku. Spolehlivé sestavování a včasné vykazování statistických údajů o státních financích je velmi důležité i pro evropský fiskální rámec a efektivní fungování vzájemného dohledu.

V posledních letech bylo dosaženo určitého pokroku v oblasti strukturálních reforem, avšak průběžné hodnocení lisabonské strategie v březnu 2005 naznačilo, že k tomu, aby byl lépe využit růstový a pracovní potenciál v Evropě, je třeba většího úsilí. Větší pružnost na trhu práce, zboží a služeb i na finančních trzích napomáhá lepší alokaci zdrojů a stimulativní podnikatelské prostředí podporuje inovační schopnosti, investice a tvorbu pracovních míst. Dalším úkolem je dobudování vnitřního trhu, včetně trhu služeb, které by umožnilo podnikům využívat úspor z rozsahu a zvyšovat hospodářskou efektivitu. Celkově lze

možnosti vyplývající z globalizace a rychlých technických změn nejlépe využít tím, že umezíme a urychlíme strukturální změny. Otevře se tak nejlepší perspektiva pro budoucí prosperitu občanů v Evropě.

\*\*\*

Eurosystem věnuje velkou pozornost vývoji finanční integrace v Evropě. Finanční integrace přispívá k hladkému provádění jednotné měnové politiky v eurozóně, jakož i k efektivní alokaci finančních zdrojů a tedy k hospodářskému růstu. Má velký význam pro plnění úkolu Eurosystemu udržovat finanční stabilitu i pro efektivní provoz a bezproblémové fungování platebních a vypořádacích systémů. V září roku 2005 zveřejnila ECB první zprávu obsahující soubor ukazatelů finanční integrace v eurozóně. Podle těchto ukazatelů se finanční integrace zvyšuje, i když míra tohoto zvyšování se v jednotlivých segmentech trhu liší. Aniž by byl dotčen cíl cenové stability, ESCB rovněž podporuje obecné cíle EU, k nimž patří i finanční integrace.

Úplné integrace již bylo dosaženo v oblasti zúčtovacích systémů fungujících v reálném čase prostřednictvím systému TARGET. Eurosystem se aktivně účastní příprav systému TARGET2, který nabídne lepší služby a nový rámec pro tvorbu cen základních služeb. TARGET2 bude spuštěn 19. listopadu 2007 tak, aby se k němu mohla připojit první skupina zemí. Předpokládá se, že do května 2008 budou nový systém využívat všechny centrální banky účastníci se systému TARGET2 i jejich národní bankovní komunity.

Hlavním cílem v oblasti maloobchodních platebních systémů je vytvoření jednotné platební oblasti eurozóny (SEPA). V rámci SEPA budou mít zákazníci možnost provádět platby v celé eurozóně z jednoho bankovního účtu s využitím jednotného souboru platebních prostředků stejně efektivně a bezpečně, jako dnes v rámci své země. Předpokládá se, že do roku 2008 bude tato možnost zpřístupněna občanům. Eurosystem tento termín plně

podporuje, což ovšem znamená značný závazek pro všechny zúčastněné strany.

Po podpisu Smlouvy o Ústavě pro Evropu (Evropské ústavě) v říjnu 2004 zahájily členské země nezbytný ratifikační proces. Do dnešního dne Evropskou ústavu ratifikovalo, nebo se blíží k formálnímu završení procesu ratifikace, patnáct členských států. Ve Francii a v Nizozemsku ústava nezískala většinovou podporu. Podle názoru ECB vyjasňuje Evropská ústava právní a institucionální rámec EU a zvyšuje schopnost EU jednat na evropské i mezinárodní úrovni, a zároveň potvrzuje stávající měnový rámec. Je třeba zdůraznit, že ratifikační proces nemá žádný vliv na fungování měnové unie a nijak neovlivňuje stabilitu eura. ECB, ať už bude fungovat podle současné Smlouvy, nebo podle Evropské ústavy, bude nadále zajišťovat důvěryhodnost eura a cenovou stabilitu, která je předpokladem neinflačního makroekonomického prostředí podporujícího hospodářský růst a vytváření pracovních míst.

V roce 2005 se čtyři členské státy připojily ke kurzovému mechanismu ERM II s tím, že se stanou členy eurozóny, jakmile budou udržitelným způsobem splňovat konvergenční kritéria. ECB, stejně jako Evropská komise, vydá na podzim roku 2006 pravidelnou (každé dva roky) konvergenční zprávu. Je třeba zdůraznit, že členské státy budou posuzovány případ od případu podle ekonomické a měnové výkonnosti a při plném respektování zásady rovného zacházení. Za takových podmínek bude rozšíření eurozóny přínosem pro stávající i nové země eurozóny.

\*\*\*

V roce 2005 dosáhla ECB přebytku 992 mil. EUR. Stejná částka byla odložena jako rezerva na kurzová a úroková rizika a rizika spojená se změnami cen zlata, takže vykázáný čistý zisk za rok 2005 se přesně rovná nule. Rezerva bude použita na krytí ztrát vyplývajících z těchto rizik, zejména kurzových ztrát, které nejsou kryty účty přecenění. Přebytek dosažený v roce 2005 následuje po čisté ztrátě 1 636 mil. EUR

v roce 2004, která byla způsobena zejména zhodnocením eura vůči americkému dolaru. V roce 2005 euro vůči dolaru oslabilo.

Celkový počet rozpočtovaných pracovních míst v ECB pro rok 2005 činil 1 369,5 ekvivalentu plného pracovního úvazku oproti 1 362,5 míst v roce 2004. Na konci roku 2005 dosáhl počet zaměstnanců ECB se smlouvu na dobu neurčitou nebo nejméně na jeden rok 1 360, což je 1 351 ekvivalentu plného pracovního úvazku. Po 15. květnu 2005 zahájila ECB přijímání přihlášek od občanů dvou přistupujících zemí, Bulharska a Rumunska. Provádění nové strategie v oblasti lidských zdrojů, zahájené v roce 2004, pokračovalo i v roce 2005. Kromě podpory mobility se tato strategie soustřeďuje na rozvoj vedení ECB a na to, aby si zaměstnanci trvale osvojovali a dále rozvíjeli nové dovednosti a kompetence. Dále bylo do strategie lidských zdrojů postupně zakotveno šest základních hodnot ECB, které byly stanoveny v roce 2004 a kterými se všichni zaměstnanci budou i nadále řídit ve své každodenní práci.

Záležitosti týkající se oblasti lidských zdrojů jsou řešeny i na úrovni Eurosystemu. S cílem dále podpořit spolupráci a pocit sounáležitosti mezi centrálními bankami Eurosystemu/ESCB v této oblasti ustanovila Rada guvernérů v roce 2005 Výbor pro lidské zdroje (HRC). Aniž by tím byla dotčena výlučná kompetence NCB a ECB v této oblasti, HRC umožní výměnu zkušeností, odborných znalostí a informací o příslušných strategiích a postupech v oblasti lidských zdrojů, což přispěje mimo jiné k nalezení možností pro společné vzdělávací aktivity a k vypracování opatření, která by usnadnila výměnu zaměstnanců. HRC a výbor Eurosystemu/ESCB pro komunikaci byly rovněž pověřeny realizací konkrétních opatření na podporu dokumentu Úloha Eurosystemu, uveřejněného v lednu roku 2005. Naplňování smyslu tohoto dokumentu v každodenní práci bude pro zaměstnance Eurosystemu představovat průběžný proces, který posílí spolupráci mezi ECB a NCB v eurozóně.

Jako veřejná instituce je ECB povinna zajišťovat co nejlepší služby s co nejnižšími náklady. s ohledem na tento trvalý závazek rozhodla Výkonná rada přezkoumat efektivitu a výkonnost ECB prostřednictvím analýzy nákladů, na níž se aktivně podíleli její zaměstnanci a vedení. Na základě zjištění této analýzy Výkonná rada rozhodla, že podstatná část míst bude zachována nebo přeměrována, aniž by došlo k propouštění zaměstnanců. Dočasně bylo zastaveno přijímání nových zaměstnanců. Výkonná rada přijala řadu dalších opatření týkajících se širšího spektra organizačních otázek v rámci jednotlivých oblastí činnosti ECB i plošně napříč různými oblastmi, které umožní zvýšit její výkonnost a efektivitu.

Postupně se realizují organizační změny, které vyplynuly z analýzy nákladů – např. restrukturalizace určitých oblastí podnikání za účelem lepšího využití výhod spolupráce, koncentrace odborných znalostí a analytických schopností, zjednodušení obchodních procesů a obnovená orientace na střednědobé strategické plánování. Výsledky této analýzy povedou ke zlepšení kultury řízení, jejímž cílem je co nejlepší využití existujících zdrojů.

Po výběru architekta návrhu nového sídla ECB na začátku roku 2005 rozhodla Rada guvernérů přehodnotit celkové požadavky a rozsah projektu. Tato optimalizační fáze vedla ke značnému snížení odhadovaných stavebních nákladů. Rada guvernérů schválila upravený návrh a v prosinci 2005 zahájila přípravnou etapu projektu. ECB se bude tímto projektem zabývat a sledovat jej s nejvyšší péčí, pokud jde o celkové náklady a včasné plnění různých termínů.

Frankfurt nad Mohanem, březen 2006



Jean-Claude Trichet



**Autor**  
Peter Sauerer  
**Název**  
Großmarkthalle, 2004  
**Materiál**  
Dřevo a provázek  
**Rozměry**  
90 x 20 x 15 cm  
© ECB a autor



KAPITOLA 1

# HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ A MĚNOVÁ POLITIKA

## I MĚNOVĚPOLITICKÁ ROZHODNUTÍ

Hospodářský růst v eurozóně se v druhé polovině roku 2004 a první polovině roku 2005 zmírnil, což bylo částečně způsobeno rostoucími cenami ropy, dočasným zpomalením světového obchodu a zpožděnými dopady předchozího zhodnocování eura. V druhé polovině roku 2005 však růst hospodářské aktivity v eurozóně opět zesílil. Těžil přitom z dlouhodobě rychlého růstu světové poptávky, výrazného růstu podnikových zisků a velmi příznivých podmínek financování. Celkově reálný HDP – ačkoli pouze částečně očištěný o vliv počtu pracovních dnů – v roce 2005 vzrostl o 1,4 % ve srovnání s 1,8 % v roce 2004 a 0,7 % v roce 2003. Hospodářská aktivita v roce 2005 se tedy ukázala jako poměrně odolná proti vysokým a volatilním cenám ropy.

Přes značné zvýšení cen komodit a energií zůstaly domácí inflační tlaky nevýrazné při zrychlujícím, ale stále poměrně mírném hospodářském růstu. Především růst mezd byl nadále mírný. Inflační tlaky tlumil také příznivý vývoj cen dováženého průmyslového zboží. Dlouhodobá inflační očekávání v eurozóně zůstávala pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě. Celková inflace v roce 2005 však byla zejména v důsledku nárůstu cen energií a v menší míře také zvyšování regulovaných cen a nepřímých daní poněkud vyšší. Celkově meziroční inflace měřená HICP v roce 2005 činila 2,2 %, což představovalo mírné zvýšení oproti hodnotě 2,1 % v předchozích dvou letech. Nadále převažovala proinflační rizika, spojená především s potenciálními sekundárními dopady tvorby mezd a cen, které pramení z vyšších cen ropy.

Dynamika měnového vývoje, která začala zrychlovat v polovině roku 2004, v roce 2005 dále zesilovala až do posledních třech měsíců roku, kdy se poněkud zmírnila. Zrychlování dynamiky měnového vývoje částečně odráželo stimulační působení nadále nízkých úrokových sazeb na poptávku po penězích a úvěrech. Výrazný růst peněžní zásoby dále přispíval k již tak vysoké likviditě v eurozóně a poukazyval na existenci proinflačních rizik, která by mohla

ohrožovat cenovou stabilitu ve střednědobém a delším časovém horizontu.

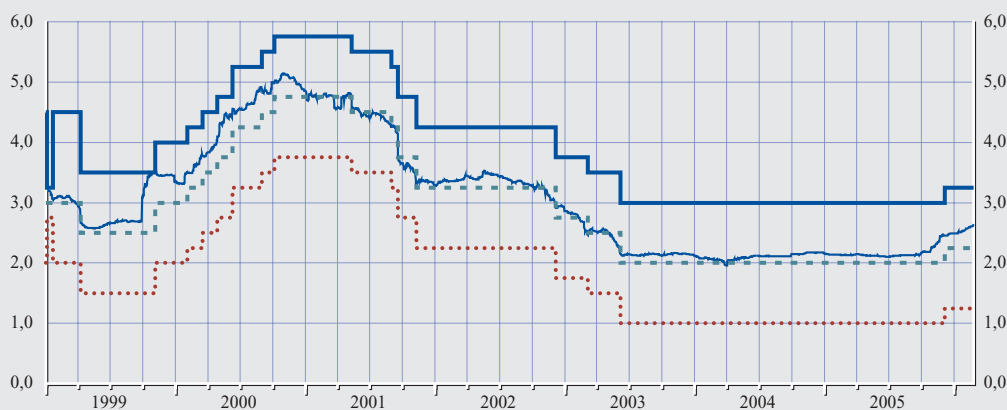
V souladu s tímto vývojem zůstala minimální nabídková sazba z hlavních refinančních operací Eurosystemu po většinu roku beze změny na historicky nejnižší úrovni 2 %. Na počátku roku hospodářská analýza ukazovala, že základní domácí inflační tlaky jsou slabé. Vzhledem k rychlému růstu peněžní zásoby a vysoké likviditě však Rada guvernérů upozornila, že je třeba věnovat pozornost proinflačním rizikům, která by mohla ohrožovat cenovou stabilitu. Projekce inflace navíc byly během roku postupně revidovány směrem nahoru, částečně protože bylo stále zřetelnější, že prudký nárůst cen ropy bude pokračovat déle, než se původně předpokládalo. To potvrzovalo přítomnost proinflačních rizik, která by mohla ohrožovat cenovou stabilitu. V prosinci 2005 již pravidelné hospodářské a měnové analýzy a jejich vzájemná porovnání vedly k závěru, že k řešení těchto rizik bylo třeba upravit akomodační orientaci měnové politiky. Rada guvernérů proto 1. prosince 2005 rozhodla zvýšit klíčové úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů poté, co tyto sazby po dva a půl roku ponechávala beze změny. Minimální nabídková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu byla zvýšena na 2,25 %, sazba pro depozitní facilitu na 1,25 % a sazba pro marginální zápůjční facilitu na 3,25 % (viz graf 1).

Pro podrobnější pohled na měnověpolitická rozhodnutí v roce 2005 je užitečné tento rok rozdělit na dvě části. Pokud jde o první pololetí, údaje dostupné v prvních čtyřech měsících roku 2005 podporovaly názor, že oslabení růstu reálného HDP, ke kterému došlo v druhém pololetí roku 2004, bude jen krátkodobé. Zejména v důsledku dlouhodobě vysokých a volatilních cen ropy však toto hodnocení v druhém čtvrtletí 2005 nabylo poněkud pesimističtějšího rázu, neboť se zvýšila nejistota ohledně krátkodobého vývoje domácí poptávky. V červnu 2005 proto projekce odborníků Eurosystemu pro růst reálného HDP byly sníženy ve srovnání s projekcemi z prosince

Graf 1 Úrokové sazby ECB a sazby peněžního trhu

(v % p.a.; denní údaje)

- marginální záůjční sazba
- ... depozitní sazba
- - - minimální nabídková sazba pro hlavní refinanční operace
- 3měsíční EURIBOR



Zdroj: ECB.

Poznámka: Sazba pro hlavní refinanční operace je sazba použitelná pro tendry s fixní sazbou na operace vypořádané před 28. červnem 2000. Po tomto datu sazba představuje minimální nabídkovou sazbu použitelnou pro tendry s variabilní sazbou.

2004. Meziroční růst reálného HDP měl podle prognózy zpomalit z 1,8 % v roce 2004 na 1,1 až 1,7 % v roce 2005 a v roce 2006 naopak zrychlit na 1,5 až 2,5 %. Prognózy mezinárodních a soukromých organizací byly obdobné. Zdálo se však, že i přes riziko poklesu hospodářského růstu v souvislosti s nízkou důvěrou spotřebitelů, vysokými a volatilními cenami ropy a nerovnovázným vývojem světové ekonomiky nadále přetrvávají příznivé podmínky pro posílení hospodářské aktivity. Pokud jde o oblasti mimo eurozónu, růst světové ekonomiky byl nadále silný a podporoval tak vývoz z eurozóny. V eurozóně velmi příznivé podmínky financování, vysoké podnikové zisky a restrukturalizace podniků vytvářely příznivé prostředí pro investice. Očekávalo se, že růst soukromé spotřeby bude těžit z předpokládaného růstu reálného disponibilního důchodu v souvislosti s rychlejším růstem zaměstnanosti a nižší inflací. Revidované údaje (které byly k dispozici až později během roku) ukazují, že růst reálného HDP, ačkoli byl i nadále mírný, v první polovině roku 2005 postupně zrychloval (z 0,2 % v posledním čtvrtletí 2004 na 0,3 % a

0,4 % v prvním, resp. druhém čtvrtletí 2005). Podílel se na tom především vyšší příspěvek čistého vývozu.

Pokud jde o vývoj cen, meziroční inflace měřená HICP v první polovině roku 2005 v průměru poklesla na 2,0 % z 2,3 % v druhé polovině roku 2004. Tento pokles však převážně odrážel vliv srovnávací základny. Prudký nárůst cen ropy nadále vytvářel silné tlaky na zrychlování inflace. Růst mezd však zůstal umírněný, a nic tudíž nenasvědčovalo tomu, že by v eurozóně narůstaly základní domácí inflační tlaky. V projekcích odborníků Eurosystemu z června 2005 se proto očekávaná průměrná meziroční inflace měřená HICP pro rok 2005 pohybovala v rozmezí 1,8 až 2,2 % a pro rok 2006 mezi 0,9 a 2,1 %. Zatímco základní domácí inflační tlaky zůstávaly podle základního scénáře omezené, byla v těchto projekcích identifikována existence proinflačních rizik spojených především s budoucím vývojem cen ropy a potenciálním růstem nepřímých daní a regulovaných cen. Rada guvernérů navíc zdůraznila, že je třeba soustavně věnovat pozornost potenciálním

sekundárním dopadům tvorby mezd a cen, které by mohly pramenit z vyšších cen ropy.

Zrychlování dynamiky měnového vývoje, které začalo v polovině roku 2004, pokračovalo i v prvním pololetí roku 2005. Na rozdíl od předchozího období rychlého růstu peněžní zásoby (od roku 2001 do poloviny roku 2003), byly hlavním růstovým faktorem nejlikvidnější položky agregátu M3. Na straně protipoložek byl růst peněžní zásoby spojen s expanzí úvěrů soukromému sektoru. Tento vývoj do značné míry odrážel stimulační vliv historicky nejnižší úrovně úrokových sazeb v eurozóně. V důsledku rychlého růstu agregátu M3 v posledních letech byl objem likvidity v eurozóně mnohem větší, než kolik bylo zapotřebí k financování neinflačního růstu ekonomiky. Poptávka po úvěrech na nákup nemovitostí určených k bydlení navíc byla nadále velmi silná a přispívala tak k rychlému růstu cen těchto nemovitostí v některých částech eurozóny. Meziroční tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům začalo opět pozvolna stoupat.

Po zvážení všech faktorů Rada guvernérů dospěla k závěru, že v podmínkách nevýrazných domácích inflačních tlaků je nadále vhodné udržovat úrokové sazby na historicky nejnižší úrovni. Vzájemné porovnání hospodářské analýzy s měnovou analýzou však potvrdilo nutnost trvale obezřetného přístupu v souvislosti s možným naplněním rizik, která by mohla ohrožovat cenovou stabilitu ve střednědobém a dlouhodobějším časovém horizontu. V této souvislosti byl obzvláště pozorně sledován vývoj dlouhodobějších inflačních očekávání.

V druhém pololetí roku 2005 hospodářská analýza postupně potvrdila posilování hospodářské aktivity, které očekávaly červnové projekce odborníků Eurosystemu. Růst reálného HDP v eurozóně dosáhl ve třetím čtvrtletí roku 2005 mezičtvrtletně 0,7 %. Mimoto přetrvávaly příznivé podmínky pro pokračující hospodářský růst, které identifikovaly předchozí projekce odborníků Eurosystemu. Na tomto základě projekce odborníků Eurosystemu publikované

v prosinci 2005 předpokládaly růst reálného HDP v roce 2005 v rozmezí 1,2 až 1,6 % a v letech 2006 a 2007 mezi 1,4 a 2,4 %. Růst reálného HDP tedy zhruba odpovídal projekcím z června. Prognózy mezinárodních a soukromých organizací dávaly podobné signály. Výhled vývoje hospodářské aktivity však současně snižovala některá rizika spojená především s vyššími než očekávanými cenami ropy, nerovnovázným vývojem světové ekonomiky a stále slabou – byť rostoucí – důvěrou spotřebitelů.

Pokud jde o vývoj cen, míra inflace měřená HICP v druhém pololetí roku 2005 výrazně převyšovala 2 %, přičemž nejvyšší hodnota inflace (2,6 %) byla dosažena v září. Příčinou rychlejšího růstu cen bylo především zvyšování cen energií. V rozporu s očekávanými z počátku roku 2005 se navíc stále zřetelněji ukazovalo, že období rychlého růstu cen ropy bude trvat relativně dlouho. Přestože projekce a prognózy z počátku roku 2005 naznačovaly poměrně výrazný pokles inflace měřené HICP v roce 2006, tento výhled se v průběhu roku v důsledku vývoje ceny ropy značně změnil. V druhém pololetí roku 2005 se jevílo jako pravděpodobné, že průměrná meziroční inflace měřená HICP by mohla zůstat nad 2 %, a to i za předpokladu nadále umírněného růstu mezd. Projekce odborníků Eurosystemu z prosince 2005 naznačovaly, že průměrná inflace měřená HICP se v roce 2006 bude pohybovat v rozmezí 1,6 až 2,6 % a v roce 2007 mezi 1,4 a 2,6 %. Prognózy mezinárodních a soukromých organizací předpokládaly zhruba stejný vývoj. Rada guvernérů navíc potvrdila, že tento scénář je nadále vystaven proinflačním rizikům zjištěným již v předchozím období.

V druhé polovině roku 2005 měnová analýza i nadále poukazovala na proinflační rizika, která by mohla ohrožovat cenovou stabilitu ve střednědobém a dlouhodobějším časovém horizontu. Všechny spolehlivé ukazatele svědčily o tom, že v eurozóně byl vysoký objem likvidity. Navíc zrychlování růstu peněžní zásoby, pozorované od poloviny roku 2004, zaznamenalo ve třetím čtvrtletí 2005 ještě vyšší

tempo. Hlavním faktorem růstu širokého peněžního agregátu M3 v prostředí velmi nízkých úrokových sazeb nadále byly jeho nejlikvidnější složky. Mimoto růst úvěrů, zejména pak hypotečních, byl stále velmi silný. Bylo proto nutné pozorně sledovat dynamiku cen na celé řadě trhů bytových nemovitostí.

Rada guvernérů proto ve druhém pololetí roku 2005 vyjádřila narůstající obavy z proinflačních rizik, která by mohla ohrožovat cenovou stabilitu, a zdůraznila, že je třeba pozorně sledovat vývoj dlouhodobějších inflačních očekávání. V prosinci již bylo třeba upravit akomodační nastavení měnové politiky s ohledem na rizika ohrožující cenovou stabilitu. Tato rizika byla zjištěna pomocí hospodářské analýzy a jejich přítomnost byla ověřena porovnáním hospodářské analýzy s měnovou analýzou. Na základě toho Rada guvernérů 1. prosince rozhodla o zvýšení klíčových úrokových sazeb ECB o 25 bazických bodů. Rada guvernérů dospěla k názoru, že toto rozhodnutí přispěje k ukotvení střednědobých a dlouhodobějších inflačních očekávání v eurozóně na úrovni odpovídající cenové stabilitě. Ukotvení inflačních očekávání je nezbytným předpokladem k tomu, aby měnová politika mohla trvale přispívat k hospodářskému růstu v eurozóně. Po rozhodnutí z 1. prosince 2005 zůstaly nominální i reálné úrokové sazby v eurozóně v celém spektru splatností na velmi nízké úrovni. Měnová politika ECB tedy zůstala akomodační, a nadále tak výrazně podporovala hospodářskou aktivitu a tvorbu pracovních míst. Rada guvernérů zdůraznila, že bude nadále pečlivě sledovat vývoj všech faktorů, které by mohly ohrožovat cenovou stabilitu.

## 2 MĚNOVÝ, FINANČNÍ A EKONOMICKÝ VÝVOJ

### 2.1 GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

#### SVĚTOVÁ EKONOMIKA POKRAČOVALA V SILNÉ EXPAZI

Silný růst globální ekonomiky pokračoval i v roce 2005 a oproti výjimečně vysoké úrovni růstu zaznamenané v roce 2004 zpomalil pouze mírně. Stejně jako v roce 2004 došlo k obzvlášť výraznému růstu v Asii. Zejména čínská ekonomika nadále expandovala s víceméně nezmenšenou silou a rozvoj japonské ekonomiky se urychlil. Globální hospodářská aktivita nadále těžila z příznivých podmínek financování a z vysoké ziskovosti podniků v mnoha zemích. Globální růst také nadále podporovala síla ekonomiky USA.

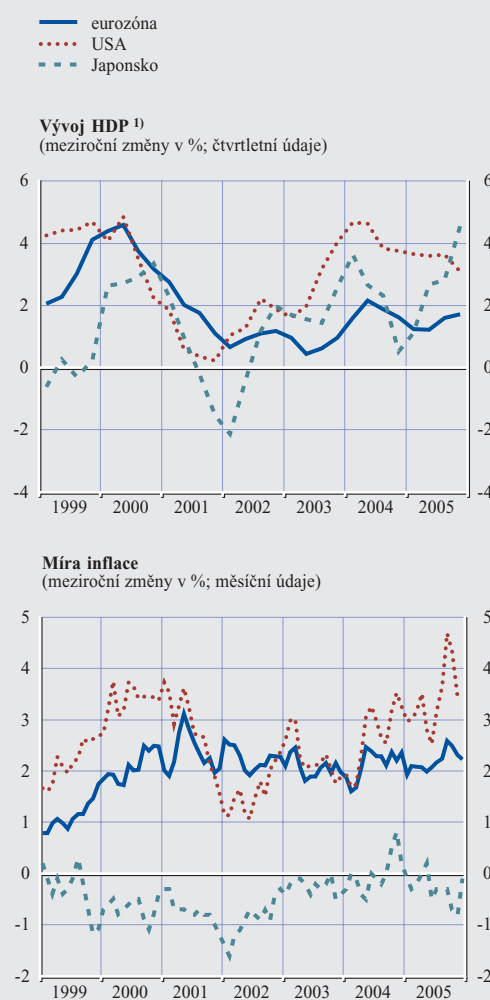
Jelikož se do cen ropy do velké míry promítla silná expanze globální ekonomiky a s tím související zvýšení poptávky po energii spolu s postupným snižováním volných kapacit, ceny po většinu roku stoupaly a na počátku září dosáhla cena surové ropy Brent historického maxima 67,5 USD za barel. Zdá se však, že účinek zvýšených cen ropy na globální růst a inflaci je dosud relativně nevýrazný. I když zvýšení složky energií ovlivnilo celkový index spotřebitelských cen, základní inflační tlaky zůstaly ve většině zemí poměrně dost omezené. Pro země OECD činil meziroční růst celkového indexu spotřebitelských cen za celý rok 2,7 %.

Ve Spojených státech ekonomika v roce 2005 silně expandovala, reálný HDP za celý rok vzrostl o 3,5 %. Růst reálného HDP podpořila pokračující silná soukromá spotřeba a investiční výdaje, zatímco příspěvek čistého vývozu byl mírně negativní. Růst soukromé spotřeby zůstal po většinu roku rychlý, podporovaly ji příznivé podmínky financování, stoupající ceny bytových nemovitostí a pokračující zlepšování podmínek na trhu práce. Jelikož růst mezd zůstal relativně slabý, zmírnilo zvýšení cen energií růst reálných disponibilních příjmů, což přispělo k dalšímu poklesu již tak nízké míry úspor domácností. Mezitím v roce 2005 dále vzrostla zadluženost domácností vyjádřená procentním podílem na disponibilních příjmech. Investice v podnikatelském sektoru rostly velmi rychle, posilovaly je příznivé podmínky

financování a vysoká míra ziskovosti podniků. Bez ohledu na vysoké ceny ropy a na zvýšení cen surovin přispělo mírné zvyšování mezd spolu s dynamickým, byť slábnoucím růstem produktivity k růstu ziskových marží v průběhu roku.

Vnější rovnováha Spojených států se v roce 2005 dále zhoršovala; poměr schodku běžného účtu k HDP zaznamenal historické maximum 6,2 %. Jelikož růstový diferenciál mezi

Graf 2 Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích



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

1) Pro eurozónu jsou použity údaje Eurostatu. Pro Spojené státy a Japonsko jsou použity národní údaje. Údaje o HDP ve všech zemích jsou sezonně očištěny.

Spojenými státy a jejich hlavními obchodními partnery zůstal významný, zhoršila se obchodní bilance, což vedlo k dalšímu prohloubení vnějšího deficitu.

U spotřebitelských cen došlo ve třetím čtvrtletí dočasně ke zrychlení růstu vzhledem k negativním účinkům nečekaných výpadků výroby souvisejících s hurikány a k pokračujícímu zvyšování cen energií. Do konce roku však cenové tlaky ustoupily a meziroční inflace měřená indexem spotřebitelských cen činila 3,4 %. Inflace po vyloučení energií a potravin zůstala relativně omezená na hladině 2,2 %. Navzdory zvýšení cen ropy a surovin i negativním účinkům hurikánů pomohlo kontrolovat cenové tlaky posílení nominálního efektivního kurzu dolaru a mírné zvýšení jednotkových mzdových nákladů, zatímco inflační očekávání zároveň zůstala omezená.

Federální výbor pro volný trh (FOMC) Federálního rezervního systému zvýšil v roce 2005 cíl pro sazbu federálních fondů o 200 bazických bodů. Toto zvyšování proběhlo v osmi postupných krocích vždy po 25 bazických bodech, které do konce roku dovedly cíl pro sazbu federálních fondů k hodnotě 4,25 %. V prohlášení vydaném po posledním zasedání v roce FOMC upozornil, že pravděpodobně bude zapotřebí určitého dalšího umírněného zpevnění měnové politiky. Pokud jde o fiskální politiku, schodek rozpočtu federální vlády ve fiskálním roce 2005 ve srovnání s rokem 2004 klesl, hlavně díky příjmům z daní právnických a fyzických osob. Ve fiskálním roce 2005 tvořil schodek rozpočtu federální vlády 2,6 % HDP.

V Japonsku ekonomické oživení v roce 2005 pokračovalo, reálný HDP již druhý rok po sobě rostl tempem převyšujícím potenciál (2,8 %, oproti 2,3 % v roce 2004). Ekonomická aktivita, podporovaná silnou expanzí soukromé spotřeby a investic do nebytových nemovitostí, na počátku roku 2005 zesílila. V silném růstu spotřebních výdajů se projevilo pokračující zvyšování příjmů a zaměstnanosti, zatímco prudkou expanzi nebytových kapitálových výdajů podporovaly příznivé podmínky

financování, solidní podnikové zisky, zlepšené finanční pozice a obnova stárnoucího fixního kapitálu. I když hlavní hnací silou ekonomického růstu v roce 2005 zůstala domácí poptávka, ke konci roku se začaly projevovat první náznaky oživení vývozu (zejména do Číny). V průběhu roku bankovní sektor těžil z postupného makroekonomického oživení a zlepšujících se podmínek úvěrového rizika.

Obavy z deflace se v roce 2005 dále zmírnily. Spotřebitelské ceny byly v roce 2005 mírně nižší (-0,3 % ve srovnání s nulovou hodnotou v roce 2004), přičemž ke konci roku se pokles úrovně spotřebitelských cen (bez čerstvých potravin) zastavil. V průběhu roku Bank of Japan ponechala cíl pro zůstatek na běžných účtech beze změny na hodnotě okolo 30–35 bilionů JPY. Koncem roku 2005 však Bank of Japan uvedla, že v průběhu fiskálního roku 2006 pravděpodobně ukončí svou kvantitativní uvolňující měnovou politiku (kterou zavedla v březnu 2001), jestliže dojde k realizaci příznivých projekcí cenového vývoje (jako předpoklad ukončení své současné měnověpolitické strategie označila Bank of Japan trvalé zvyšování spotřebitelských cen).

Asijské ekonomiky mimo Japonsko zaznamenaly v roce 2005 silný růst, který ale byl ve srovnání s velmi vysokým tempem dosahovaným v předchozím roce nižší. Hlavní příčinou bylo zpomalení zahraniční poptávky, slabší domácí poptávka a vyšší ceny ropy. Pokud jde o cenový vývoj, vyšší ceny ropy vedly k vysoké inflaci v řadě významných ekonomik regionu s výjimkou Číny a měnové instituce začaly postupně zvyšovat úrokové sazby. Čínská ekonomika nadále silně rostla, podporována rostoucí zahraniční i silnou domácí poptávkou. Zpříšňující makroekonomická opatření vedla ke zmírnění růstu investic, zejména v sektoru nemovitostí, a ke stabilizaci inflace. Nezdá se, že by přechod k flexibilnějšímu (ale stále přísně kontrolovanému) devizovému režimu v červenci 2005 měl na ekonomiku nějaký významný dopad. V prosinci, po prvním celostátním komplexním ekonomickém šetření,



čínský Národní statistický úřad (National Bureau of Statistics, NBS) provedl revizi úrovně HDP za rok 2004 o 2,3 bilionu CNY směrem vzhůru, neboli o 16,8 % nominálního HDP uvedeného dříve. NBS také změnil údaje o růstu HDP Číny od roku 1993 tak, že je zvýšil v průměru přibližně o 0,5 procentního bodu. Tuto revizi si vynutilo hlavně lepší měření čínského sektoru služeb, který se ukázal být téměř o 50 % větší, než bylo vypočítáno dříve. Za celý rok 2005 čínský HDP vzrostl o 9,9 %.

V Latinské Americe se ekonomická situace nadále podstatně zlepšovala, i když o trochu pomaleji než v roce 2004. Region využíval vysoce příznivé vnější prostředí a vyšší ceny komodit, které umožnily snížit finanční zranitelnost. I když růst v regionu těžil ze silného zvyšování vývozu, zaznamenal vyšší poptávku po spotřebě a otevřel příležitosti pro nové investice. V Argentině došlo k prudkému růstu reálného produktu a ve dvou největších zemích regionu, Brazílii a Mexiku, bylo tempo ekonomické expanze mírné.

#### CENY SUROVIN V ROCE 2005 RYCHLE ROSTLY

V roce 2005 ceny ropy již druhý rok po sobě prudce rostly. Cena ropy Brent se počátkem září zvýšila na nové historické maximum 67,5 USD. Poté se ceny ropy poněkud snížily a na konci roku dosahovaly 58 USD. Cena ropy Brent činila v roce 2005 průměrně 55 USD a meziročně se zvýšila o 45 %.

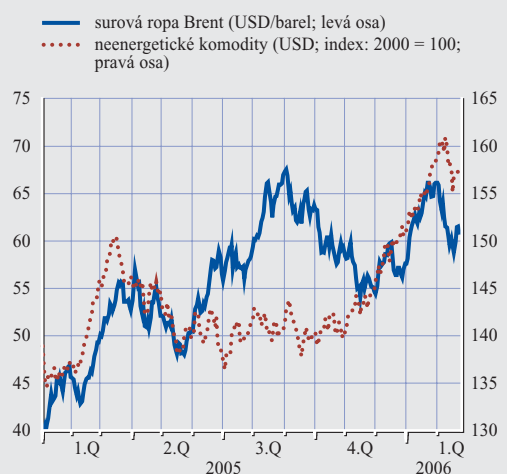
I když se růst poptávky po ropě v roce 2005 zmírnil, volné kapacity se v celém ropném výrobním řetězci dále snižovaly. Ceny ropy zůstaly velmi citlivé na změny poměru nabídky a poptávky. Nízký růst nabídky ropy ze zemí mimo OPEC přispěl ke zvýšení napětí na ropném trhu. Růst produkce ze Společenství nezávislých států (které bylo v předchozích letech hlavním zdrojem dodatečného nárůstu dodávek ze zemí mimo OPEC) se zmírnil a produkce ropy ze Severního moře v roce 2005 poklesla. Kromě toho extrémní počasí (např. hurikány) vážně narušilo produkci v Mexickém zálivu. V důsledku toho se zvýšila poptávka po ropě ze zemí OPEC, „call on OPEC“. Zvýšení

produkce zemí OPEC však nedokázalo snížit ceny, jelikož klesající volné výrobní kapacity této organizace nerozptýlily obavy účastníků trhu z nedostatečné bezpečnostní rezervy proti možným budoucím výpadkům dodávek.

Zvyšující se poptávka po produktech z rafinované ropy snížila volné kapacity rafinérií. Výrobní problémy se také zvýšily kvůli nedostatečným kapacitám pro zpracování těžkých druhů ropy a ropy s vysokým obsahem síry. Kvalitativní nesoulad mezi nabízeným a poptávaným mezním barem ropy také podpořil ceny lehkých tříd ropy a ropy s nízkým obsahem síry, jako je Brent. Další tlak na ceny ropy pramenil z geopolitických obav týkajících se zajištění budoucích dodávek ropy, jelikož hrozby týkající se tohoto zajištění se objevily v různých zemích produkujících ropu.

Ceny neenergetických surovin, měřené indexem HWWA, vykazovaly od roku 2003 vzestupný trend a v březnu 2005 dosáhly svého vrcholu. Celkově se růst cen neenergetických surovin v dubnu a květnu poněkud zvolnil a v následujících šesti měsících se v podstatě stabilizoval. Od listopadu 2005 ceny neenergetických surovin opět stoupají. Při

Graf 3 Vývoj na komoditních trzích



Zdroje: Bloomberg a HWWA.

vyjádření v amerických dolarech byly ceny neenergetických surovin v roce 2005 celkově v průměru o 9,5 % vyšší než v roce 2004. Ceny zlata v roce 2005 vzrostly na svou nejvyšší úroveň od roku 1981 a na počátku února 2006 dosáhly 570 USD za trojskou unci.

## 2.2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

### RŮST M3 V PODMÍNKÁCH NÍZKÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB NADÁLE SÍLIL

Dynamika měnového vývoje ovlivněná nízkou úrovní úrokových sazeb v eurozóně v roce 2005 značně zesílila. Zároveň zeslábl kompenzační tlumící účinek na růst M3 související s normalizací chování rezidentů eurozóny při alokaci portfolia (po jejich silné preferenci likvidity od roku 2001 do poloviny roku 2003). To se projevovalo zejména v první polovině roku. Celkově zrychlování tempa růstu peněžní zásoby v roce 2005 přispělo k již tak velkému objemu likvidity v eurozóně.

Meziroční růst peněžního agregátu M3, který se ve druhé polovině roku 2004 zvýšil, zůstal vysoký i v několika prvních měsících roku 2005. Od dubna 2005 nabyl měnový růst na intenzitě a meziroční míra růstu M3 se ve třetím čtvrtletí 2005 zvýšila na 8 %. Krátkodobější dynamika měnového růstu byla zvláště silná v polovině roku a šestiměsíční aktualizovaný růst M3 dosáhl své nejvyšší úrovně od začátku třetí etapy HMU v září 2005. V posledním čtvrtletí 2005 začal měnový růst mírně slábnout, přestože peněžní agregát M3 stále vykazoval silný meziroční růst 7.8 %.

Na straně komponentů nejvíce přispěla k celkovému růstu M3 nejlikvidnější aktiva v rámci M3, obsažená v úzkém peněžním agregátu M1. Na straně protipoložek byla měnová expanze tažena hlavně úvěry MFI poskytnutými soukromému sektoru. Svědčí to o tom, že převládající nízká úroveň úrokových sazeb v eurozóně, implikující nízké náklady příležitosti z držby likvidních zůstatků a nižší výpůjční náklady, byla klíčovým faktorem dynamiky měnového růstu v roce 2005.

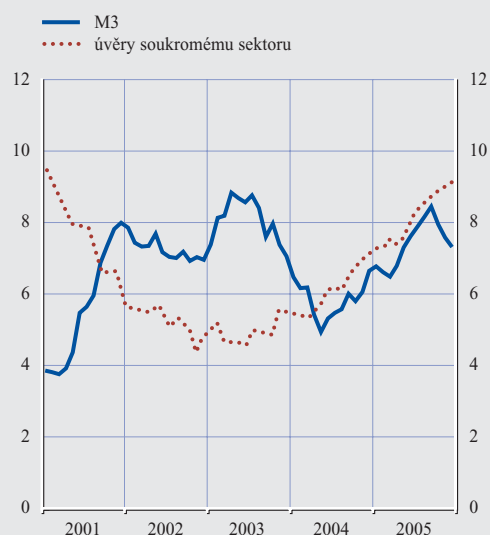
Z tohoto vývoje také vyplývá, že značné zesílení růstu M3 v polovině roku 2004 mělo jiný charakter než zesílení pozorované od roku 2001 do začátku roku 2003. V dřívějším období, které se vyznačovalo zvýšenou hospodářskou a finanční nejistotou, bylo zrychlení meziročního růstu M3 doprovázeno trvalým poklesem meziročního růstu půjček soukromému sektoru (viz graf 4). Rostoucí dynamika měnového růstu pozorovaná od poloviny roku 2004 naopak souvisela se zvýšením růstu půjček soukromému sektoru. To odráží spíše základní faktory, jako je zejména nízká úroveň úrokových sazeb, než dopad přesunů portfolií způsobených volatilitou na finančních trzích probíhajících od roku 2001 do začátku roku 2003. (Analýzou hlavních faktorů přispívajících od poloviny roku 2004 k růstu M3 se zabývá box 1 nazvaný „Mění se charakter dynamiky silného měnového růstu v posledních letech“).

Proces normalizace chování rezidentů eurozóny při alokaci portfolia po jejich zvýšené preferenci likvidity od roku 2001 do začátku roku 2003 pokračoval, i když pomalu, i v roce 2005. Portfolia byla přesunuta z peněz do dlouhodobějších aktiv, což mělo tlumící účinek na růst M3, i když značně mírnější, než by se očekávalo podle předchozích zvyklostí. Zejména sektor držitelů peněz eurozóny nadále projevoval neochotu investovat do zahraničních aktiv, což bylo v protikladu s ochotou cizinců investovat do aktiv eurozóny. Na konci roku se však objevily signály možné obnovy odeznívání posledních přesunů portfolií do peněz, což se odráželo v chování čistých zahraničních aktiv MFI. Pokud by toto odeznívání zpomalovalo měnový růst, znamenalo by to, že oficiální časová řada růstu M3 má tendenci vykazovat nižší tempo měnové expanze.

Na meziročním růstu M3 se v roce 2005, stejně jako i v roce 2003 a 2004, podílely hlavně jeho nejlikvidnější složky obsažené v peněžním agregátu M1 (viz graf 5). Pokračující celkový velký příspěvek M1 skrýval rozdílný vývoj jednotlivých složek. Na jedné straně meziroční růst oběživa se v průběhu roku 2005 snížil z 18,5 % v lednu na 13,7 % v prosinci. Tento

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

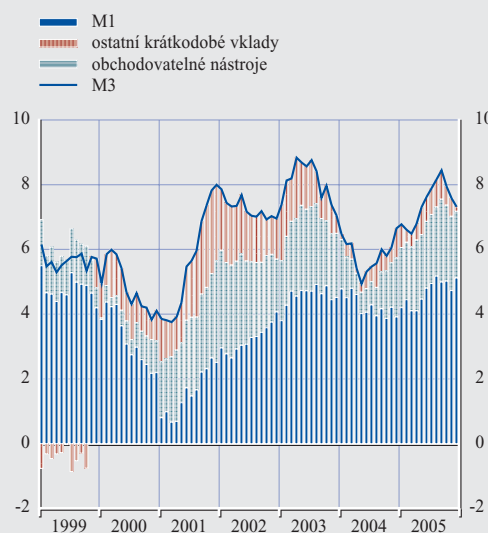
(meziroční změny v %; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

**Graf 5 Příspěvky k meziročnímu růstu M3**

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



Zdroj: ECB.

vývoj odpovídal očekáváním procesu adaptace držby bankovek a mincí po přechodu na hotovostní euro v lednu 2002. Na druhé straně se rok 2005 vyznačoval zrychlujícím se meziročním tempem růstu jednodenních vkladů, podporovaným velmi nízkými náklady příležitosti z držby těchto instrumentů v prostředí velmi nízkých úrokových sazeb. Průměrná úroková sazba z jednodenních vkladů domácností a nefinančních podniků byla na konci roku 2005 zhruba na stejné úrovni jako na konci roku 2003, tj. asi na 0,81 % (viz graf 6). Svoji úlohu sehrály zřejmě také finanční inovace, jako je expanze vysoce likvidních a vysoce úročených internetových depozitních účtů, které jsou zčásti vykazovány jako jednodenní vklady.

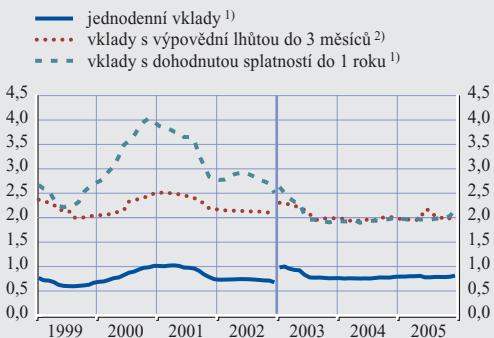
Zatímco celkově k růstu M3 v roce 2005 nejvíce přispěl M1, na zrychlování meziročního tempa růstu M3 se v roce 2005 z velké části podílel vývoj krátkodobých vkladů jiných než jednodenních (viz graf 5). Jejich průměrný příspěvek k meziročnímu růstu M3 byl v roce 2005 2,1 procentního bodu, tedy téměř

dvojnásobný než v roce 2004. Tento velký příspěvek odrážel trvalé zvýšení meziročního růstu krátkodobých termínových vkladů (tj. vkladů s dohodnutou splatností do dvou let včetně), zatímco krátkodobé úsporné vklady (tj. vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců včetně) v průběhu roku postupně klesaly. Poměrně silná poptávka po krátkodobých vkladech jiných než jednodenních pravděpodobně odráží nízké náklady příležitosti z držby těchto poměrně málo úročených, ale také relativně likvidních aktiv v prostředí nízkých úrokových sazeb.

Průměrný příspěvek obchodovatelných nástrojů k meziročnímu tempu růstu M3 se v roce 2005 mírně zvýšil na 0,6 procentního bodu (z 0,5 procentního bodu v předchozím roce). Tento nárůst zakrývá odlišný vývoj dvou komponent. Na jedné straně meziroční dynamika růstu akcií/podílových listů fondů peněžního trhu zůstala na poměrně nízké úrovni. Jelikož domácnosti a firmy často drží tato aktiva jako bezpečný prostředek spoření v době hospodářské a finanční nejistoty, jejich mírný

**Graf 6 Krátkodobé úrokové sazby z vkladů**

(v % p.a.)



Zdroj: ECB.

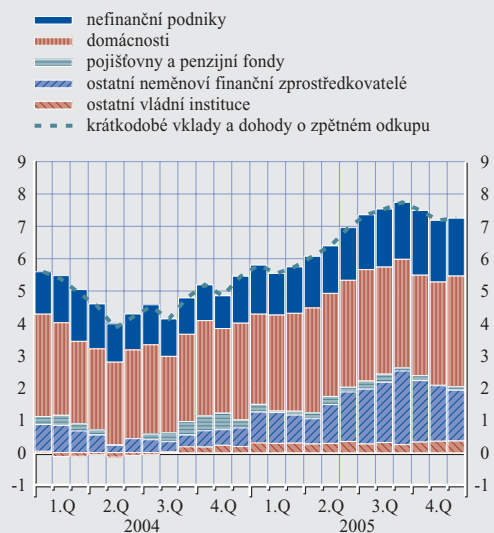
Poznámky: Údaje o maloobchodních úrokových sazbách do prosince 2002 a úrokových sazbách MFI z nových obchodů kromě přečerpání bankovních účtů od ledna 2003 (od prosince 2003 vážené údaje). Podrobnější informace o statistikách úrokových sazeb MFI a vážení údajů viz box 2 v Měsíčním bulletinu ECB z prosince 2003 a box 3 v Měsíčním bulletinu ECB ze srpna 2004.

1) Před rokem 2003 šlo o úrokové sazby z vkladů podniků. Od ledna 2003 tento údaj představuje úrokové sazby z vkladů domácností a nefinančních podniků.

2) Před rokem 2003 šlo o úrokové sazby z vkladů podniků. Od ledna 2003 tento údaj představuje úrokové sazby z vkladů domácností.

**Graf 7 Příspěvky k meziročnímu tempu růstu krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu**

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Eurosystému a ústřední vlády.

růst byl konzistentní s pokračující, avšak pomalou normalizací chování rezidentů eurozóny při alokaci portfolií v roce 2005. Na druhé straně poptávka po dluhových cenných papírech se splatností do dvou let značně zesílila. To zřejmě odráželo výskyt nových strukturovaných produktů, které kombinují tyto cenné papíry s deriváty, zahrnují angažovanost na akciových trzích a ochraňují investory před velkými kapitálovými ztrátami. Meziroční dynamika růstu dohod o zpětném odkupu v roce 2005 oproti předchozímu roku také značně vzrostla, i když tento růst může být značně volatilní.

Sektorové členění krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu (tj. největší agregace komponent M3, pro něž existuje spolehlivé sektorové členění) ukazuje, že zrychlení tempa měnového růstu během roku 2005 bylo do velké míry způsobeno vklady finančních zprostředkovatelů jiných než MFI (viz graf 7). Zejména neměnoví finanční zprostředkovatelé,

s výjimkou pojišťoven a penzijních fondů (známých jako ostatní finanční zprostředkovatelé nebo OFI) přispívali velkou měrou k rychlejší dynamice růstu M3 pozorované po většinu roku 2005, i když představovali pouze malou část celkové zásoby držby peněz. Rostoucí důležitost OFI v posledních letech jako sektoru držby peněz může do velké míry odrážet finanční deregulaci a liberalizaci, stejně jako s tím spojený vývoj hlubších a likvidnějších trhů s cennými papíry.

Zároveň se oproti roku 2004 zvýšil příspěvek vkladů nefinančních podniků k růstu krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu. Vklady nefinančních podniků jsou obvykle koncentrovány do nejlíkvnějších forem, což svědčí o tom, že tyto vklady jsou drženy pro transakční účely, jsou spojené s krátkodobým financováním a potřebami provozního kapitálu. Silný růst podnikových vkladů by mohl také odrážet opatrnostní motivy, neboť nefinanční podniky mohou držet likvidní

vkłady, aby se v případě neočekávané potřeby hotovosti vyhnuly nákladům příležitosti souvisejícím s ušlými investičními možnostmi a/nebo nákladům na získání vnějších financí.

Údaje o sektorovém členění krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu ukazují, že domácnosti i v roce 2005 nadále nejvíce přispívaly k silnému růstu těchto instrumentů.

#### Box 1

### MĚNÍ SE CHARAKTER DYNAMIKY SILNÉHO MĚNOVÉHO RŮSTU V POSLEDNÍCH LETECH

Měnový vývoj se v posledních letech vyznačoval dvěma obdobími významného zrychlování meziročního tempa růstu M3. První období začíná zdvojnásobením meziročního tempa růstu M3 přibližně ze 4 % na asi 8 % v roce 2001 a končí dalším zvýšením na téměř 9 % v první polovině roku 2003. Druhé období začíná v polovině roku 2004 a od té doby se meziroční tempo růstu M3 zvyšuje z přibližně 5 % na nejvyšší hodnotu 8 % ve třetím čtvrtletí 2005. Tento box na základě informací obsažených v komponentech a protipoložkách M3 a na základě sektorového členění vkladů ukazuje rozdílný charakter zrychlování měnového růstu v těchto dvou obdobích.

Hlavními faktory silného růstu M3 v období od roku 2001 do první poloviny roku 2003 byly převládající zvýšené geopolitické, hospodářské a zejména finanční nejistoty, související s řadou velkých šoků ve světové ekonomice.<sup>1</sup> Tyto šoky zahrnovaly velký pokles cen akcií, teroristické útoky z 11. září 2001, velké množství účetních skandálů na obou stranách Atlantiku v důsledku korekcí na akciovém trhu, válku v Afgánistánu koncem roku 2001 a v Iráku začátkem roku 2003. Sektor držitelů peněz (především domácnosti a nefinanční podniky) ve snaze nalézt před těmito šoky „bezpečné útočiště“ pro úspory, přesunul svá portfolia z rizikových a dlouhodobějších aktiv do bezpečných a likvidních měnových aktiv a urychlil tak měnový růst. Naproti tomu se zdá, že silný měnový růst od poloviny roku 2004 byl zásadnější povahy, ovlivněný nízkou úrovní úrokových sazeb a tudíž nízkými náklady příležitosti z držby peněz.

Podrobný pohled na komponenty M3 ukazuje, že přesuny portfolií z rizikových aktiv do peněz v období od roku 2001 do poloviny roku 2003 zvýšily přílivy do dluhových cenných papírů se splatností do dvou let a akcií/podílových listů fondů peněžního trhu, které si domácnosti a firmy drží za účelem ukládání likvidity v době zvýšené nejistoty. Vývoj těchto dvou komponentů měl proto značný vliv na celkovou dynamiku měnového růstu, kdežto příspěvek nejlikvidnějších komponentů hrál jen podřadnou roli. Vysoký růst M3 od poloviny roku 2004 byl naopak tažen nejlikvidnějšími komponenty obsaženými v úzkém agregátu M1. Meziroční příliv do dluhových cenných papírů se splatností do dvou let a akcií/podílových listů fondů peněžního trhu byl však umírněný (viz graf A).

Pokud jde o protipoložky M3, vývoj půjček soukromému sektoru ukazuje odlišný charakter silného měnového vývoje v těchto dvou uvedených obdobích (viz graf 4 v hlavním textu). Zesilující růst M3 byl v období od roku 2001 do poloviny roku 2003 doprovázen trvalým poklesem meziročního tempa růstu půjček soukromému sektoru. Jinými slovy, tempo růstu M3 se v období zvýšené hospodářské a finanční nejistoty pohybovalo opačným směrem než tempo růstu soukromých výpůjček. Období od poloviny roku 2004 se vyznačovalo zrychlením

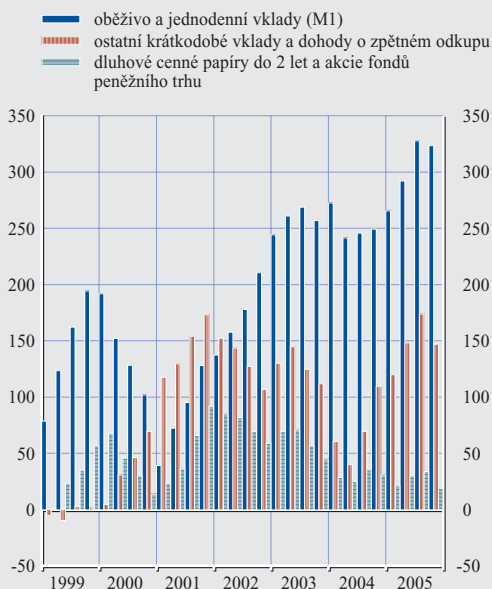
<sup>1</sup> Viz článek „Money demand and uncertainty“, Měsíční bulletin ECB, říjen 2005.

měnového růstu a růstu půjček soukromému sektoru a odráželo nízké náklady příležitosti z držby měnových aktiv a příznivé finanční podmínky implikované nízkými úrokovými sazbami.

Graf B znázorňuje hlavní roli, kterou hrál silný kapitálový příliv do eurozóny při zrychlování tempa měnového růstu od roku 2001 do poloviny roku 2003 (vyjádřený změnami v čistých zahraničních aktivech během tohoto období). V prostředí zvýšené geopolitické nejistoty a nejistoty na finančním trhu, rezidenti eurozóny při hledání „bezpečného útočiště“ před šoky ovlivňujícími globální ekonomiku repatriovali finanční zdroje, které před tím investovali do zahraničních cenných papírů. Přestože změna čistých zahraničních aktiv zůstala od poloviny roku 2004 pozitivní, hrála při zrychlování dynamiky měnového vývoje stále méně důležitou roli. I když je vidět, že sektor držitelů peněz byl i nadále neochoten investovat do zahraničních aktiv (alespoň pokud jde o poptávku nerezidentů eurozóny po aktivech eurozóny), dopad této skutečnosti na růst M3 byl mírnější než impuls daný expanzí úvěrů.

**Graf A Složky agregátu M3**

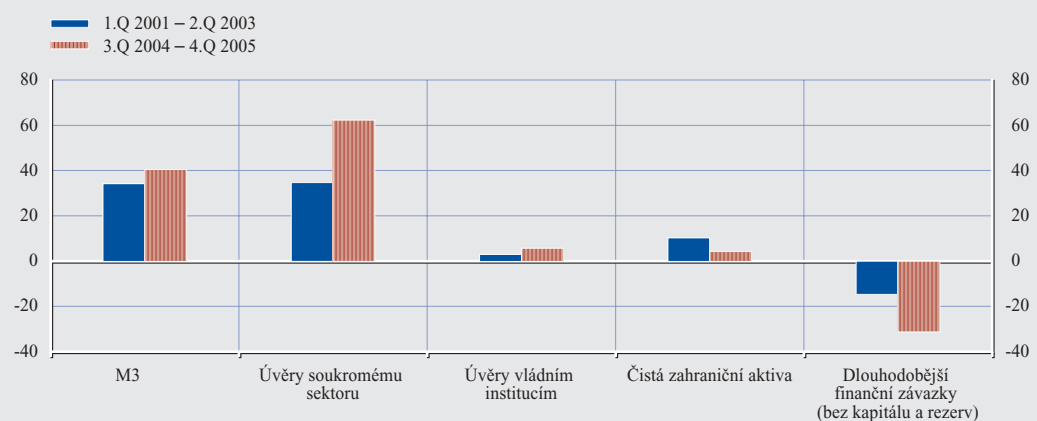
(roční toky; v mld. EUR; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

**Graf B Vývoj agregátu M3 a jeho protipoložek**

(měsíční toky; průměry za období; v mld. EUR; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Agregát M3 je zobrazen pouze pro názornost. Dlouhodobější finanční závazky (bez kapitálu a rezerv) jsou zobrazeny s opačným znaménkem, neboť jsou závazky sektoru MFI.

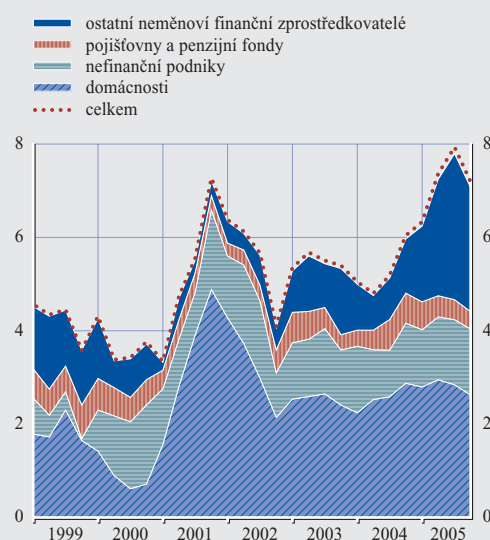
Pokud jde o celkový vývoj protipoložek M3, období od roku 2001 do poloviny roku 2003 se vyznačovalo přesunem z rizikových dlouhodobějších aktiv do krátkodobějších měnových aktiv, o čemž svědčí jen mírný tok do dlouhodobějších finančních pasiv MFI. V kontextu expanze celkové konsolidované bilance MFI bylo možné v období od poloviny roku 2004 pozorovat značné přílivy do dlouhodobějších finančních pasiv MFI souběžně s dynamikou silného měnového růstu.

Sektorové členění vkladů se všemi dobami splatnosti (agregát, jehož sektorové členění je k dispozici od roku 1999 a který zahrnuje dlouhodobější vklady mimo M3) ukazuje, že k zvýšené poptávce po vkladech (včetně dohod o zpětném odkupu) v prvním období došlo především v sektoru domácností (viz graf C).

Analýza sektorového členění vkladů, komponent a protipoložek M3 potvrzuje, že dvě období silného růstu M3 v posledních letech, tj. od roku 2001 do první poloviny roku 2003 a od poloviny roku 2004, měla odlišný charakter. Zejména mohutnost růstu nejlikvidnějších komponent a dynamika poptávky po úvěrech naznačují, že klíčovým faktorem měnového růstu v období od poloviny roku 2004 byla nízká úroveň úrokových sazeb. Zdá se, že pokud jde o implikace pro cenovou stabilitu, dřívější prudký růst M3 v prostředí výjimečné finanční a geopolitické nejistoty vedoucí ke zvýšení preference likvidity odráží změny v chování při alokaci portfolií a lze jej, pokud jde o výhled cenového vývoje, považovat za relativně příznivý. Odlišný charakter silného měnového vývoje od poloviny roku 2004 však implikuje vyšší riziko inflačních tlaků ve středně až dlouhodobém horizontu.

**Graf C Struktura vkladů podle sektoru**

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazující sektor se skládá z MFI kromě Euro systému.

### RŮST ÚVĚRŮ MFI SOUKROMÉMU SEKTORU DÁLE ZESÍLIL

Na straně protipoložek byla dynamika měnového růstu tažená pokračujícím růstem úvěrů MFI poskytovaných soukromému sektoru. Odráželo to silné zvýšení meziročního růstu těchto úvěrů v prostředí nízkých úrokových sazeb, lepších podmínek úvěrové emise (podle výsledků průzkumu bankovních půjček v eurozóně) a silného zvýšení cen aktiv zejména na trhu bytových nemovitostí. Meziroční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru se zvýšilo ze 7,1 % v prosinci 2004 na 9,1 % ke konci roku 2005. Dynamika růstu

úvěrů MFI soukromému sektoru se v roce 2005 projevovala ve většině hlavních sektorů držitelů peněz. Zatímco k růstu úvěrů soukromému sektoru nejvíce přispíval sektor domácností, a to zejména úvěry na nákup nemovitostí, pokračující zrychlování tempa růstu úvěrů do velké míry též odrážel vývoj úvěrů nefinančním podnikům a ostatním finančním zprostředkovatelům.

V rámci ostatních protipoložek peněžního agregátu M3 významné urychlení dynamiky růstu dlouhodobějších finančních pasiv (kromě

kapitálu a rezerv) patrné v roce 2004 pokračovalo i v roce 2005. To ukazovalo na pokračující tendenci sektoru držitelů peněz v eurozóně investovat do dlouhodobějších aktiv v euru. Nižší růst dlouhodobějších finančních pasiv MFI v roce 2005 oproti roku 2004 však také ukazoval na určité zpomalení tempa normalizace chování rezidentů eurozóny při alokaci portfolií, které se vyznačovalo přesunem portfolií z likvidních měnových aktiv do produktů s delší splatností.

Vývoj čistých zahraničních aktiv MFI se po většinu roku 2005 stále vyznačoval pozitivními meziročními toky, které zvyšovaly tlak na dynamiku růstu M3 (viz graf 8). Údaje platební bilance ukazují, že tento jev odrážel větší tendenci nerezidentů eurozóny investovat do akcií a dluhopisů eurozóny než byla tendence rezidentů eurozóny investovat v zahraničí. Investice v první polovině tohoto roku souvisely spíše s vývojem devizového kurzu eura<sup>1</sup>.

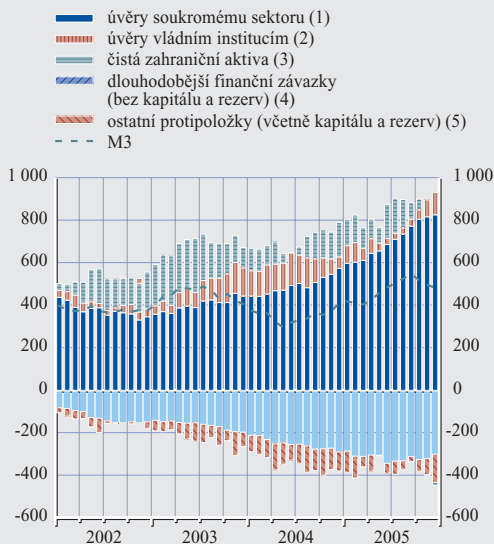
Ve druhé polovině roku naopak probíhal meziměsíční odliv čistého kapitálu z eurozóny, zřejmě v důsledku dalšího prohloubení úrokového diferenciálu mezi Spojenými Státy a eurozónou na krátkém konci výnosové křivky. Souviselo to možná s odezníváním minulých přesunů portfolií do měnových aktiv a reinvestováním těchto prostředků do rizikovějších zahraničních cenných papírů, které následovalo po zřejmém poklesu neochoty investorů eurozóny investovat v zahraničí. Tento vývoj postupně snížil meziroční tok čistých zahraničních aktiv MFI eurozóny a nakonec vedl k tomu, že v listopadu 2005 byla tato protipoložka poprvé od prosince 2001 negativní. Koncem roku tento tlumící účinek na růst M3, vyplývající z vývoje čistých zahraničních aktiv a dlouhodobějších finančních aktiv, víc než vyrovnal zrychlení tempa růstu úvěrů.

#### LIKVIDITA ZŮSTALA NA VYSOKÉ ÚROVNI

Rostoucí dynamika růstu M3 v roce 2005 přispěla k již vysoké zásobě likvidity v eurozóně. Odhady likvidity (reprezentované nominální peněžní mezerou a reálnou peněžní

**Graf 8 Agregát M3 a jeho protipoložky**

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



Zdroj: ECB.

Poznámky: Agregát M3 je zobrazen pouze pro názornost (M3 = 1+2+3+4+5).

Dlouhodobější finanční závazky (bez kapitálu a rezerv) jsou zobrazeny s opačným znaménkem, neboť jsou závazky sektoru MFI.

mezerou), vyjadřující množství likvidity převyšující úroveň nezbytnou k financování neinflačního růstu, se v roce 2005 dále zvýšily (viz graf 9). Nominální peněžní mezera je definovaná jako rozdíl mezi skutečnou úrovní M3 a úrovní M3, která by vzešla z konstantního růstu M3 o referenční hodnotu 4,5 % od prosince 1998, zatímco reálná peněžní mezera je nominální peněžní mezera očištěná o přebytečnou likviditu, která byla absorbována cenovým vývojem v minulosti (tj. kumulovaná odchylka měř inflace od definice cenové stability ECB). Koncem roku obě míry vykazovaly určité známky stabilizace, ačkoliv byly stále na vysoké úrovni.

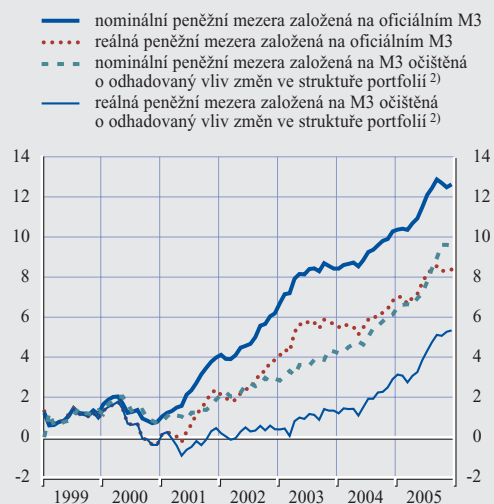
ECB také pravidelně zveřejňovala peněžní mezery měřené na základě očištěné řady M3 o odhadovaný dopad přesunů portfolia do

<sup>1</sup> Další podrobnosti o vztahu mezi vývojem devizového kurzu a čistými zahraničními aktivy MFI viz box „Recent developments in MFI net external assets“, Měsíční bulletin ECB, červenec 2005.



**Graf 9 Odhady peněžní mezery<sup>1)</sup>**

(v % příslušné míry stavu M3; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy; index: prosinec 1998 = 0)



Zdroj: ECB.

1) Nominální peněžní mezera je definována jako rozdíl mezi skutečnou úrovní M3 a úrovní M3, jaká by vzešla z konstantního růstu M3 o referenční hodnotu 4 1/2 %, přičemž základním obdobím je prosinec 1998. Reálná peněžní mezera je definována jako rozdíl mezi skutečnou úrovní M3 deflovanou HICP a deflovanou úrovní M3, jaká by vzešla z konstantního růstu nominálního M3 o referenční hodnotu 4 1/2 % a inflace měřené HICP v souladu s definicí cenové stability ECB, přičemž základním obdobím je prosinec 1998.

2) Odhady rozsahu vlivu změn ve struktuře portfolia na M3 jsou získávány s pomocí přístupu popsaného v části 4 článku „Monetary analysis in real time“ v Měsíčním bulletinu ECB z října 2004.

měnových aktiv způsobený zvýšenou hospodářskou a finanční nejistotou v období od roku 2001 do roku 2003<sup>2)</sup>. Tyto očištěné ukazatele vykázaly stejný vzestupný trend i v roce 2005. Zůstaly však podstatně nižší, než odpovídající peněžní mezery měřené na základě časové řady M3.

Při hodnocení těchto ukazatelů likvidity bychom měli mít na zřeteli, že nejde o přesné odhady likvidity. Vzhledem k tomu, že výběr základního období je do určité míry libovolný, úrovně těchto ukazatelů jsou zatíženy nejistotou a mělo by se k nim přistupovat s opatrností. A navíc nelze zcela vyloučit, že současná situace v likviditě do určité míry odráží trvalou změnu v chování hospodářských subjektů v oblasti poptávky po penězích, tj. strukturálně vyšší

preferenci likvidity, a tedy zvýšení požadované úrovně držby peněz. Odhad M3 upraveného o přesuny portfolií je navíc obklopen značnou mírou nejistoty ohledně odhadu korekcí provedených u samotného M3.

Tato značná nejistota se odrazila v široké škále odhadů vyjádřené čtyřmi ukazateli likvidity, o kterých se zde hovořilo. Nicméně, bez ohledu na tyto nejistoty, je z uvedených ukazatelů patrné, že objem likvidity byl v roce 2005 stále značný. Z hlediska středně až dlouhodobého výhledu, velké množství likvidity znamená riziko pro cenovou stabilitu. Silný měnový růst a růst úvěrů v kontextu již velkého množství likvidity ukazuje na nezbytnost sledovat pozorně vývoj růstu cen aktiv, zejména na trhu s bydlením, především vzhledem k možnému výskytu odchylek.

#### **SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU SE PO OBDOBÍ STABILITY KE KONCI ROKU ZVÝŠILY**

Rada guvernérů ECB rozhodla ponechat klíčové úrokové sazby beze změny po většinu roku 2005. Dne 1. prosince 2005 byly klíčové úrokové sazby ECB zvýšeny o 25 bazických bodů, podle historických měřítek však byly nadále nízké. Tento vývoj sazeb ECB těsně následovaly sazby peněžního trhu na krátkém konci výnosové křivky (jako např. měsíční sazba EURIBOR uvedená v grafu 10). Úrokové sazby peněžního trhu byly víceméně stabilní na úrovni mírně nad 2 % až do listopadu, kdy se zvýšily v důsledku očekávaného růstu klíčových úrokových sazeb ECB.

Sazby peněžního trhu v delších splatnostech byly v prvním čtvrtletí 2005 v podstatě stabilní, a to mírně nad úrovní sazeb v kratších splatnostech. Ve druhém čtvrtletí roku 2005 se dvanáctiměsíční sazba EURIBOR začala snižovat a výsledek byl, že do konce června dosáhla stejné úrovně jako sazby na krátkém konci výnosové křivky peněžního trhu – a krátkodobě byla dokonce nižší. Na konci července 2005 došlo k obratu v tomto

2) Další podrobnosti viz část 4 článku nazvaného „Monetary analysis in real time“, Měsíční bulletin ECB, říjen 2004.

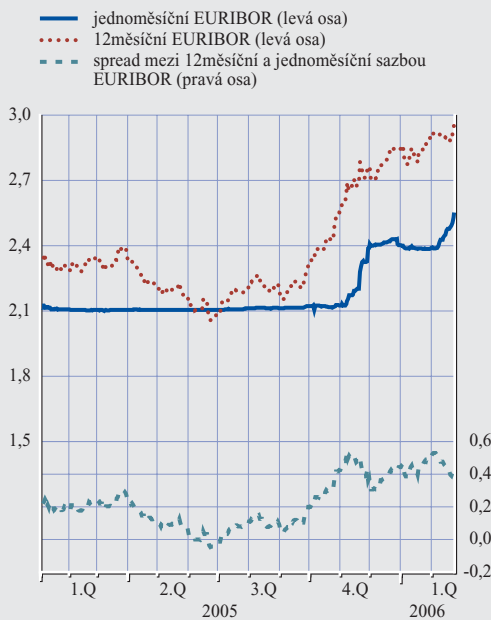
sestupném trendu a od počátku čtvrtého čtvrtletí se zrychlovala vzestupná tendence u sazeb v delších splatnostech, která se udržela až do začátku roku 2006.

Tento vývoj se odrážel ve sklonu výnosové křivky peněžního trhu. Určitá očekávání poklesu klíčových úrokových sazeb ECB vyvolala na konci května 2005 snížení sazeb peněžního trhu, zejména na delším konci výnosové křivky. Sklon této křivky, který se měří rozdílem mezi dvanáctiměsíční a jednoměsíční sazbou EURIBOR, byl v červnu negativní a 23. června 2005 dosáhl nejnižší úrovně -5 bazických bodů. Očekávání trhu ohledně dalšího snižování klíčových úrokových sazeb ECB však rychle odezněla, protože se zlepšily vyhlídky pro hospodářský růst v eurozóně. To vedlo ke strmějšímu nárůstu výnosové křivky peněžního trhu, který trval do poloviny listopadu, kdy krátkodobé sazby reagovaly na zvyšující se očekávání růstu klíčových měnověpolitických sazeb a výnosová křivka se poněkud zploštila. Na počátku roku 2006 byly krátkodobější sazby peněžního trhu v podstatě stabilní, zatímco dlouhodobější sazby nadále rostly. V důsledku toho byl sklon výnosové křivky v lednu 2006 strmější a dosáhl úrovně srovnatelné s úrovní z poloviny listopadu. V únoru se však tento trend obrátil s tím, že krátkodobější sazby se zvýšily, zatímco dlouhodobější sazby byly v podstatě stabilní. Jednoměsíční a dvanáctiměsíční sazba EURIBOR činila 24. února 2006 přibližně 2,55 % a 2,96 %. V důsledku toho se sklon výnosové křivky peněžního trhu v průběhu února znovu snížil o 10 bazických bodů.

Implikovaná volatilita odvozená od opcí na tříměsíční futures kontrakty EURIBOR v období od ledna do května 2005 značně poklesla, což svědčilo o tom, že účastníci trhu si byli očekávaným vývojem krátkodobých úrokových sazeb téměř jisti. Ve dvou případech se však volatilita z této nízké úrovně zvýšila: v červnu 2005 a výrazněji ve čtvrtém čtvrtletí 2005. V obou případech byl růst volatility spojen s tím, že trh očekával změnu klíčových úrokových sazeb ECB. Na konci roku, zejména

**Graf 10 Krátkodobé úrokové sazby a sklon výnosové křivky peněžního trhu**

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



Zdroj: Reuters.

po rozhodnutí Rady guvernérů zvýšit úrokové sazby k 1. prosinci, se volatilita nejprve snížila a poté byla stabilní. Na počátku roku 2006 se volatilita znovu snížila a ve srovnání s rokem 2005 byla velmi nízká (viz graf 11).

### VÝNOSY DLOUHODOBÝCH DLUHOPISŮ V ROCE 2005 BYLY REKORDNĚ NÍZKÉ

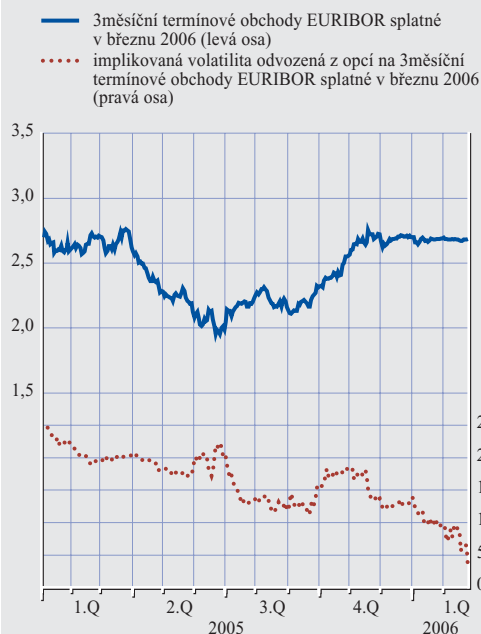
V roce 2005 zaznamenaly výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně nejnižší úroveň za sto let.<sup>3</sup> Po dosažení historicky nejnižší úrovně 3,1 % v září 2005 vzrostly výnosy desetiletých státních dluhopisů do konce roku na 3,4 %, což bylo stále zhruba o 35 bazických bodů méně než na konci roku 2004 (viz graf 12).

Celkově nízká úroveň výnosů dlouhodobých dluhopisů v eurozóně v roce 2005 odrážela vnímání účastníků trhu ohledně umírněných dlouhodobých inflačních tlaků a nízkých reálných výnosů (viz graf 13). Dlouhodobá

<sup>3</sup> Viz box nazvaný „Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective“, Měsíční Bulletin ECB, srpen 2005.

**Graf 11 Sazby z tříměsíčních termínových obchodů EURIBOR a implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční termínové obchody EURIBOR**

(v % p.a.; bazické body; denní údaje)



Zdroje: Reuters a Bloomberg.

inflační očekávání – jak je odráží zlomová míra inflace – se v průběhu roku 2005 pohybovala v poměrně úzkém pásmu a byla tak nadále dobře ukotvena na relativně nízké úrovni. Zdá se, že reálné výnosy dlouhodobých dluhopisů byly ovlivněny nejen úpravami dlouhodobých očekávání růstu směrem dolů, zejména v kontextu prudkého růstu cen ropy (viz box nazvaný „Dopad rostoucích cen ropy na výnosy dluhopisů a ceny akcií: historické srovnání eurozóny a Spojených států“), ale také vysokou poptávkou po státních dluhopisech.

Ke konci prvního čtvrtletí zaznamenaly výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně nejvyšší úroveň roku 2005 (3,8 %), a kopírovaly tak zejména růst výnosů dlouhodobých státních dluhopisů ve Spojených státech v podmínkách zvýšených cenových tlaků a zveřejnění všeobecně příznivých údajů týkajících se hospodářského výhledu USA.

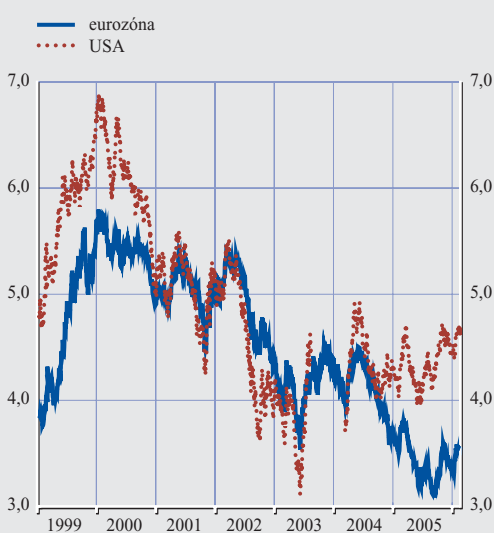
Od konce prvního čtvrtletí do konce třetího čtvrtletí začaly výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně znovu klesat až na historicky nejnižší úroveň 3,1 % na konci třetího čtvrtletí 2005. Tento pokles odrážel snižování reálných výnosů až do konce třetího čtvrtletí, přičemž obavy z inflace byly nadále jen mírné navzdory prudkému nárůstu cen ropy (viz graf 13). Zdá se, že tento pokles reálných výnosů lze jen částečně přičíst vývoji základních makroekonomických veličin, tj. perspektivě dlouhodobého růstu, ale spíše ostatním faktorům, zejména neobvykle vysoké poptávce po dlouhodobých dluhopisech.<sup>4</sup> Penzijní fondy v eurozóně zvýšily držbu zejména dlouhodobých dluhopisů, což bylo částečně motivováno regulatorními změnami a zvýšenou potřebou penzijních fondů vyrovnat svá aktiva a (dlouhodobá) pasiva. Z dlouhodobějšího hlediska mohl k nízké úrovni výnosů dluhopisů přispět další strukturální faktor, a to zvýšená spořicí aktivita populačně silných ročníků a obecně stárnoucí populace. Spekulativní chování, jako např. „yield curve carry trades“, tj. výpůjčky s nízkou krátkodobou úrokovou sazbou a investice do dlouhodobých nástrojů, patrně umocnilo pokles výnosů dlouhodobých dluhopisů.

Nízké výnosy dlouhodobých státních dluhopisů byly zaznamenány na všech hlavních trzích. Tato skutečnost může naznačovat, že výnosy dluhopisů v eurozóně se snížily nejen v důsledku domácích faktorů, ale také, a to do značné míry, díky zvýšené poptávce po dluhopisech eurozóny v celosvětovém kontextu. V tomto ohledu mohlo hrát určitou roli zesílení poptávky po dluhopisech ze strany zemí vyvážejících ropu a pokračující vysoká poptávka asijských a dalších centrálních bank spolu s rostoucí diversifikací devizových rezerv. Navíc nelze vyloučit, že nízká úroveň výnosů dlouhodobých dluhopisů v roce 2005 byla spojena i s vysokou likviditou ve světovém finančním systému po delším období akomodace měnové politiky.

Koncem třetího čtvrtletí 2005 se pokles nominálních a reálných výnosů dluhopisů

**Graf 12 Výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů<sup>1)</sup>**

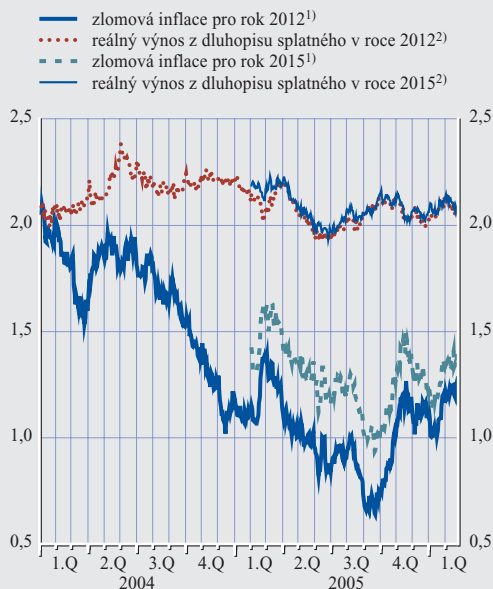
(v % p.a.; denní údaje)



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

**Graf 13 Reálné výnosy z dlouhodobých dluhopisů a zlomová inflace v eurozóně**

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.  
1) Reálné výnosy z dluhopisů jsou odvozeny z tržních cen francouzských státních dluhopisů indexovaných HICP eurozóny (s výjimkou tabáku).  
2) Postup výpočtu zlomové inflace byl nastíněn v boxu 2 v Měsíčním bulletinu ECB z února 2002.

v eurozóně zastavil. Růst výnosů dlouhodobých nominálních a indexovaných dluhopisů ve čtvrtém čtvrtletí 2005 naznačuje, že trhy očekávaly poněkud vyšší tempo hospodářského růstu v eurozóně v nejbližším období. Růst nominálních a reálných výnosů dlouhodobých dluhopisů v eurozóně také odrážel skutečnost, že účastníci trhu přehodnotili směr vzhůru očekávaný budoucí vývoj krátkodobých úrokových sazeb v krátkodobém a střednědobém horizontu, jak to naznačuje postupný posun implikované forwardové výnosové křivky směrem vzhůru v odpovídajících segmentech splatností ve čtvrtém čtvrtletí 2005.

Nominální výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně v důsledku toho dosáhly na konci roku 3,4 %, což je přibližně o 35 bazických bodů méně než na konci roku 2004. Naproti tomu ve Spojených státech výnosy

desetiletých státních dluhopisů vzrostly ve stejném období zhruba o 20 bazických bodů. V důsledku toho se diferenciál mezi desetiletými úrokovými sazbami ve Spojených státech a v eurozóně v roce 2005 značně zvýšil. Zatímco na konci roku 2004 činil 55 bazických bodů, na začátku čtvrtého čtvrtletí 2005 vzrostl až na 120 bazických bodů. Tento odlišný vývoj dlouhodobých úrokových sazeb odrážel rozcházející se názory účastníků trhu ohledně makroekonomických vyhlídek a očekávání krátkodobých úrokových sazeb v těchto dvou ekonomikách. V roce 2005 se reálné výnosy dlouhodobějších dluhopisů v eurozóně snížily, zatímco ve Spojených státech se podstatně zvýšily.

Dlouhodobá zlomová míra inflace se v roce 2005 v eurozóně pohybovala v úzkém pásmu

4 2 Viz box nazvaný „Recent developments in long-term real interest rates“, Měsíční bulletin ECB, duben 2005.

mezi 1,9 % a 2,2 % navzdory prudkému růstu cen ropy (viz graf 13). Zlomová míra inflace (na základě splatnosti dluhopisů v roce 2012) činila na konci roku 2,0 %, což odpovídalo poklesu o 20 bazických bodů ve srovnání s koncem roku 2004.

V roce 2005 zůstala implikovaná volatilita na trhu dluhopisů – která je měřítkem očekávání trhu ohledně rozsahu pohybu výnosů dluhopisů v nejbližší době – na nízké úrovni pozorované v druhé polovině roku 2004. Naznačuje to, že účastníci trhu v roce 2005 neočekávali

v nejbližší době výrazné pohyby výnosů dluhopisů v eurozóně.

V prvních dvou měsících roku 2006 se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů na světových trzích zvýšily. Výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně byly 24. února o 20 bazických bodů vyšší než na konci roku 2005. Toto zvýšení se odráželo v růstu výnosů dlouhodobějších indexovaných dluhopisů, zatímco dlouhodobější inflační očekávání měřená zlomovou mírou inflace se příliš nezměnila.

## Box 2

### DOPAD ROSTOUCÍCH CEN ROPY NA VÝNOSY DLUHOPISŮ A CENY AKCIÍ: HISTORICKÉ SROVNÁNÍ EUROZÓNY A SPOJENÝCH STÁTŮ

Tento box se zabývá vlivem vyšších cen ropy na očekávání trhu ohledně hospodářského růstu a inflace, jak je odrážejí výnosy dlouhodobých dluhopisů a ceny akcií v eurozóně a ve Spojených státech. Reakce finančních trhů na poslední prudký růst cen ropy jsou srovnávány s reakcemi v dřívějších obdobích vysokých cen ropy. Zcela v rozporu s minulými zkušenostmi byla reakce výnosů dluhopisů a cen akcií v eurozóně a ve Spojených státech v minulém roce spíše umírněná.

„Fischerova hypotéza“ pomůže objasnit, proč a jak výnosy dluhopisů reagují na změny cen ropy. Podle této hypotézy lze nominální úrokové sazby rozdělit na očekávanou úrokovou sazbu a prémii, kterou investoři vyžadují jako kompenzaci očekávané inflace v době životnosti dluhopisu. Reálná úroková sazba pak může být spojena, kromě jiného, s vyhlídkami průměrného růstu ekonomiky v době splatnosti dluhopisu, jak jej vnímají investoři na trhu dluhopisů. Vyšší ceny ropy obvykle snižují krátkodobé až střednědobé vyhlídky růstu ekonomik, které neprodukuje ropu, a zároveň zvyšují inflační tlaky a tím i inflační očekávání. Teoreticky je proto celková reakce nominálních výnosů dluhopisů na vyšší ceny ropy prostřednictvím „kanálu očekávání“ nejednoznačná, protože závisí na relativní síle jejího vlivu na očekávání růstu a inflační očekávání.

V minulosti měly nominální výnosy dluhopisů v době vysokých cen ropy tendenci k růstu, protože prudce rostoucí inflace a inflační očekávání zjevně kompenzovaly tlaky na pokles reálných sazeb, které jsou spojeny se současným hospodářským poklesem. První tři řádky v tabulce A ukazují změny ve výnosech desetiletých dluhopisů v období 12 měsíců před kulminacemi cen ropy v době ropných šoků v 70. letech 20. století (leden 1974 a listopad 1979) a před kulminací cen v důsledku války v Zálivu v roce 1990 (říjen).<sup>1</sup> Výnosy desetiletých státních dluhopisů se skutečně prudce zvýšily na obou stranách Atlantiku, a to o 90 až 180 bazických bodů v Německu a o 50 až 150 bazických bodů ve Spojených státech. Během těchto historických epizod se skutečná inflace v obou ekonomikách značně zvýšila a vyvolala zvýšená inflační očekávání investorů. Je nanejvýš pravděpodobné, že hospodářská recese, která

<sup>1</sup> Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů reprezentují výnosy dluhopisů v eurozóně v těchto obdobích.

charakterizovala tyto epizody, rovněž vyvíjela tlak na snižování reálných úrokových sazeb. Výsledný prudký růst nominálních výnosů dluhopisů proto naznačuje, že vyšší inflační očekávání více než kompenzovala pravděpodobný pokles reálných dlouhodobých úrokových sazeb.

Během poslední kulminace cen ropy však dlouhodobé úrokové sazby reagovaly velmi odlišně, a to zejména v eurozóně (viz čtvrtý řádek tabulky A). V průběhu 12 měsíců před kulminací cen ropy v září 2005 se výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně snížily zhruba o 90 bazických bodů a ve Spojených státech se zvýšily o 20 bazických bodů. To patrně odráží zejména skutečnost, že na rozdíl od předchozích ropných šoků byla tentokrát skutečná i očekávaná inflace poměrně stabilní. Jak ukazuje tabulka A, desetiletá zlomová míra inflace – i když není perfektním ukazatelem inflačních očekávání – se v daném období skutečně změnila jen málo.<sup>2</sup> Navíc se zdá, že vyšší ceny ropy také vedly k tomu, že účastníci trhu poněkud přehodnotili svá očekávání růstu směrem dolů, a tedy i ke snížení dlouhodobých reálných úrokových sazeb. V období před kulminací cen ropy v září 2005 se snížily výnosy desetiletých indexovaných dluhopisů v eurozóně zhruba o 80 bazických bodů, zatímco ve Spojených státech byly jen velmi malé náznaky podobné reakce (viz tabulka A). Pokles nominálních výnosů dlouhodobých dluhopisů v tomto období proto odráží zejména nižší reálné výnosy dluhopisů s tím, že inflační očekávání se prakticky nezměnila. Dále mohlo ke snížení nejistoty přispět i zvýšení důvěryhodnosti a předvídatelnosti centrálních bank, což zároveň napomohlo k tomu, že výnosy dluhopisů se v minulém roce změnily jen mírně. Jestliže však vysvětlujeme vazbu mezi nedávným vývojem výnosů dlouhodobých dluhopisů a cenami ropy pouze vlivem růstu cen na očekávání účastníků trhu ohledně růstu a inflace, zanedbáváme některé další faktory, které mohly přímo ovlivnit obě tyto veličiny.<sup>3</sup>

Také ceny akcií mohou být ovlivněny vývojem cen ropy. Teoreticky se cena akcie rovná součtu očekávaných budoucích dividend diskontovaných bezrizikovou úrokovou sazbou a rizikové prémie, kterou investoři požadují za její držbu. Očekávané budoucí dividendy mohou být nahrazeny očekávaným ziskem, pokud se předpokládá, že určitá část zisku bude vyplacena v dividendách. Změny cen ropy mohou mít vliv na všechny tři komponenty. Např. vyšší náklady na energie mohou vést ke zpomalení růstu očekávaného zisku v některých podnicích, ale také k rychlejšímu růstu očekávaného zisku ve společnostech, které mají prospěch z růstu cen ropy, např. ve firmách zabývajících se průzkumem ropných ložisek. Reálné výnosy dlouhodobých státních dluhopisů se často používají jako náhrada za reálnou bezrizikovou sazbu a změny cen ropy mohou ovlivnit také tento komponent, jak bylo vysvětleno výše. Konečně, v obdobích vysokých cen ropy jsou investoři obvykle méně jistí pokud jde o perspektivu zisku podniků, proto mohou požadovat vyšší prémie za akciové riziko. I když některé komponenty mohou působit proti sobě, vysoké a rostoucí ceny ropy obvykle znamenají špatnou zprávu pro akcie,

**Tabulka A Změny výnosů desetiletých státních dluhopisů v eurozóně a v USA během 12 měsíců předcházejících obdobím nejvyšších cen ropy**

(v bazických bodech)

	eurozóna	USA
leden 1973 – leden 1974	91	46
listopad 1978 – listopad 1979	117	152
říjen 1989 – říjen 1990	176	73
září 2004 – září 2005	-89	20
<i>z toho:</i>		
dlouhodobé reálné úrokové sazby	-79	-4
dlouhodobé sazby zlomové inflace	-10	24

Zdroje: BIS, Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Pro první tři období jsou za eurozónu použity údaje pro německé dluhopisy.

<sup>2</sup> Trh indexovaných dluhopisů je dosti novým jevem a toto rozdělení proto není možné v případě tří předchozích ropných epizod.

<sup>3</sup> Např. je pravděpodobné, že nedávný vývoj dlouhodobých reálných úrokových sazeb byl také důsledkem několika faktorů, které určovaly rizikové prémie zahrnuté do výnosů dluhopisů. Viz box nazvaný „Recent developments in long-term real interest rates“, Měsíční bulletin ECB, duben 2005.

protože jsou obvykle zastíněny budoucím negativním vnímáním ziskovosti podniku (viz první tři řádky tabulky B).

Tabulka B uvádí roční výnosnost akciových trhů v eurozóně a ve Spojených státech pro čtyři stejná období kulminace cen ropy. Zdůrazňuje také některé výrazné rozdíly ve vývoji cen akcií v posledním období a v dřívějších obdobích před kulminací cen ropy. Zatímco dva ropné šoky v 70. letech a na počátku 90. let 20. století byly provázeny relativně nízkými zisky investorů na akciovém trhu, v období mezi zářím 2004 a zářím 2005 byl zaznamenán růst cen akcií, zejména v eurozóně. Zdá se tedy, že v posledním období přikládali účastníci trhu menší důležitost faktorům spojeným s cenami ropy, které ovlivňují ceny akcií.

**Tabulka B Změny cen akcií v eurozóně a USA během 12 měsíců předcházejících obdobím nejvyšších cen ropy**

(v %)

	eurozóna	USA
leden 1973 – leden 1974	-2	-19
listopad 1978 – listopad 1979	2	3
říjen 1989 – říjen 1990	-1	-9
září 2004 – září 2005	30	12

Zdroje: Datastream, Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Při výpočtu byl jako akciový index použit celkový tržní index Datastream.

Jedním z důvodů může být skutečnost, že ve srovnání se 70. lety a začátkem 80. let 20. století jsou vyspělé ekonomiky mnohem méně závislé na ropě, a že růst cen ropy byl v poslední době více tažen poptávkou stimulovanou celkově zdravou celosvětovou ekonomickou aktivitou. Dále se zdá, že rizika eskalace v procesu vyjednávání o mzdách a mzdově-inflačních spirál jsou nižší, než tomu bylo u dřívějších ropných šoků. Pokud jde o relativní výkonnost, odráží silnější růst na akciovém trhu v eurozóně než ve Spojených státech v letech 2004–2005 do určité míry vyšší pokles dlouhodobých reálných úrokových sazeb v eurozóně (viz opět tabulka A).

Závěrem lze říci, že ve srovnání s minulými obdobími kulminace cen ropy byla v posledním takovém období reakce dluhopisových a akciových trhů v eurozóně a ve Spojených státech umírněnější. Pokles reálných výnosů z indexovaných dluhopisů v eurozóně může naznačovat, že nedávná výše cen ropy mohla vyvolat obavy ohledně vyhlídek hospodářského růstu eurozóny, i když v tomto období patrně hrály určitou roli i další strukturální a krátkodobé faktory. Pokud jde o stabilní zlomovou míru inflace v eurozóně, nelze vyloučit, že klíčovou roli v odolnosti cen finančních aktiv vůči poslednímu ropnému šoku hrála vyšší kredibilita centrálních bank při zajišťování stabilního nízkoinflačního prostředí.

### CENY AKCIÍ V EUROZÓNĚ V ROCE 2005 NADÁLE ROSTLY

V roce 2005 pokračoval v eurozóně trend růstu cen akcií, který se projevuje od začátku roku 2003 (viz graf 14). Index Dow Jones EURO STOXX uzavřel rok se ziskem 23 % ve srovnání s koncem předchozího roku. Tento nárůst byl nižší než u indexu Nikkei 225, ale vyšší než u indexu Standard & Poor's 500, který v roce 2005 vykazoval setrvalý trend. Kromě vývoje relativních úrokových sazeb byla nižší výkonnost amerického akciového trhu do určité míry vysvětlena také vývojem devizového kurzu: v roce 2005 americký dolar posílil o 13 % vůči euru a o 15 % vůči japonskému jenu.

Vysoká výkonnost akciového trhu v eurozóně v roce 2005 byla patrně výsledkem působení několika faktorů, zejména nižších dlouhodobých úrokových sazeb, které fungují jako diskontní faktor pro očekávané budoucí peněžní toky, a trvalého dvouciferného růstu skutečného zisku na jednu akcii (viz graf 15). Analytici akciového trhu všeobecně přehodnotili své odhady zisku směrem vzhůru. Pokračující nízká volatilita na akciových trzích, která naznačovala nízkou nejistotu účastníků trhu ohledně nejbližšího vývoje akciových trhů, patrně také vytvářela příznivé prostředí pro vývoj cen akcií.

Potenciálně negativní faktory, jako např. méně optimistické ekonomické vyhlídky vyvolané prudkým růstem cen ropy (viz box 2), utlumily zvyšování cen akcií jen částečně.

Z hlediska struktury byl růst cen akcií v eurozóně v roce 2005 nejvýraznější v odvětvích zpracovávajících ropu a plyn (v souladu se silným růstem vykazovaných zisků, vyplývajících z velké části z vývoje cen ropy) a ve finančním sektoru. Z deseti ekonomických sektorů indexu Dow Jones EURO STOXX pouze telekomunikační sektor zaznamenal na konci roku 2005 nižší ceny akcií než na konci roku 2004. Také výsledky v sektoru služeb pro spotřebitele a v sektoru zdravotnictví byly v roce 2005 horší než v případě celkového indexu. Horší výsledky těchto sektorů naznačují, že vyhlídky pro zisky společností, které jsou více závislé na soukromé spotřebě, byly v roce 2005 poměrně slabé.

Na začátku roku 2006 celosvětové ceny akcií nadále rostly. Do 24. února 2006 index Dow Jones EURO STOXX vzrostl ve srovnání s koncem roku 2005 o 8 %. Index Standard & Poor's 500 a index Nikkei 225 zaznamenaly ve stejném období menší zvýšení. Tento růst cen akcií lze vysvětlit celkovým solidním růstem zisků podniků a zvýšeným zájmem investorů o akcie.

### SILNÁ POPTÁVKA DOMÁCNOSTÍ PO FINANCOVÁNÍ

Výpůjčky domácností v roce 2005 nadále sledovaly vzestupný trend pozorovaný od poloviny roku 2003, a to zejména díky mohutnému růstu půjček na nákup nemovitostí určených k bydlení a stále silnějšímu růstu spotřebitelských úvěrů. Meziroční tempo růstu půjček MFI domácnostem se zvýšilo ze 7,9 % na konci roku 2004 na 9,4 % v prosinci 2005. Vývoj na úrovni eurozóny zároveň zakrývá rozdíly mezi zeměmi (viz box 3 „Rozdíly v růstu půjček domácnostem v jednotlivých zemích eurozóny“).

Graf 14 Indexy cen akcií

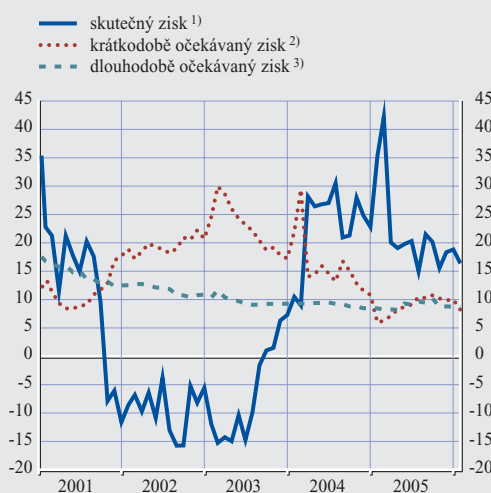
(index: 31. prosinec 2004 = 100; denní údaje)



Zdroje: Reuters a Thomson Financial Datastream.  
Poznámka: Pro eurozónu je použit širší index Dow Jones EURO STOXX, pro USA index Standard & Poor's 500 a pro Japonsko index Nikkei 225.

Graf 15 Skutečné a očekávané zisky podniků

(v % p.a.; měsíční údaje)

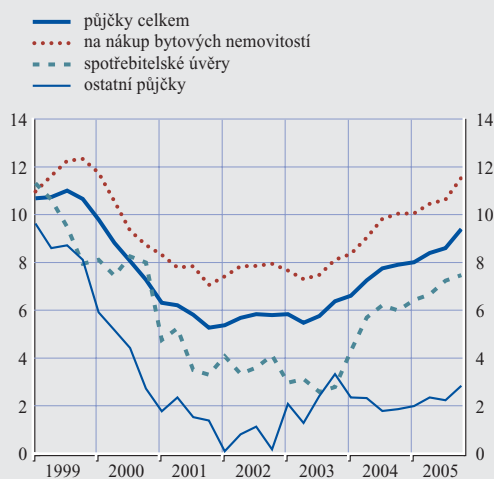


Zdroje: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.  
Poznámky: Růst zisků v rámci indexu Dow Jones EURO STOXX pro eurozónu a Standard & Poor's 500 pro USA.  
1) Zisk na akcii za 12 měsíců nazpět.  
2) Analytiky očekávaný zisk pro nadcházejících 12 měsíců.  
3) Analytiky očekávaný zisk pro nadcházejících 3 až 5 let.



**Graf 16 Půjčky MFI domácnostem**

(meziroční změny v %)



Zdroj: ECB.

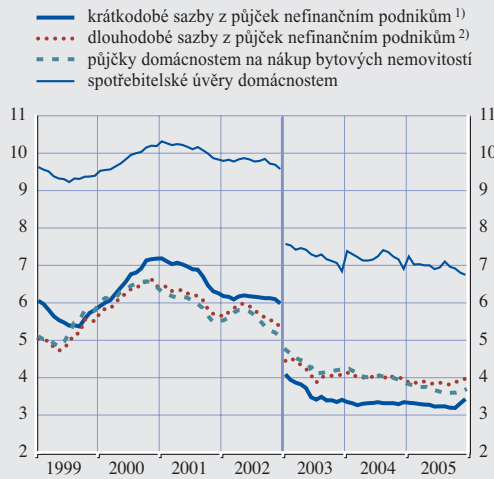
Dynamika růstu půjček poskytnutých domácnostem ostatními finančními zprostředkovateli, která byla v minulém roce mnohem silnější než dynamika růstu půjček od MFI, v roce 2005 značně zpomalila a vedla ke sblížení meziročního tempa růstu celkových půjček domácnostem a půjček domácnostem poskytnutých MFI.

Při pohledu na členění půjček MFI domácnostem podle účelu se zdá, že na výpůjčkách domácností se v roce 2005 podílelo více různých úvěrových kategorií než v předchozím roce. Přesto bylo tempo růstu půjček nadále ovlivňováno zejména silnou poptávkou po půjčkách na nákup nemovitostí určených k bydlení (viz graf 16). Je pravděpodobné, že pokračující intenzita růstu hypotečních úvěrů byla spojena jak s dalším poklesem hypotečních úrokových sazeb v celé eurozóně, tak i s dynamickým růstem trhu s bydlením v mnoha oblastech (viz část 2.3 této kapitoly).

Sazby z hypotečních úvěrů v roce 2005 dále klesaly, a to z již nízkých úrovních dosažených v předchozích letech (viz graf 17). Např. úrokové sazby MFI z nově poskytnutých úvěrů na nákup

**Graf 17 Úrokové sazby z půjček domácnostem a nefinančním podnikům**

(v % p.a.)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Údaje o maloobchodních úrokových sazbách do prosince 2002 a úrokových sazbách MFI z nových obchodů kromě přečerpání bankovních účtů od ledna 2003 (od prosince 2003 vážené údaje). Podrobnější informace o statistikách úrokových sazeb MFI a vážení údajů viz box 2 v Měsíčním bulletinu ECB z prosince 2003 a box 3 v Měsíčním bulletinu ECB ze srpna 2004.

- 1) Před rokem 2003 šlo o úrokové sazby z půjček podnikům se splatností do 1 roku. Od ledna 2003 tento údaj představuje úrokové sazby z půjček nefinančním podnikům s pohyblivou sazbou a počáteční fixací úrokové sazby do 1 roku.
- 2) Před rokem 2003 šlo o úrokové sazby z půjček podnikům se splatností nad 1 rok. Od ledna 2003 tento údaj představuje úrokové sazby z půjček nefinančním podnikům s počáteční fixací úrokové sazby nad 1 rok.

nemovitostí určených k bydlení s počáteční fixací sazby nad 5 let a do 10 let se v průběhu roku snížily o 13 bazických bodů na 3,7 % v prosinci 2005.

Výsledky průzkumu úvěrové činnosti bank v eurozóně navíc naznačují, že mohutný růst půjček na nákup nemovitostí mohl být v prvním a třetím čtvrtletí 2005 spojen také s určitým uvolněním úvěrových standardů používaných bankami ke schvalování těchto půjček, i když byl ovlivněn hlavně silnou poptávkou domácností. Toto uvolnění úvěrových standardů a silná poptávka částečně odrážely stále příznivější hodnocení bank a vypůjčovateli ohledně perspektiv trhu s bydlením.

Navzdory relativně mírnému růstu nominálních výdajů na spotřebu na úrovni eurozóny se meziroční tempo růstu spotřebitelských úvěrů v roce 2005 zvyšovalo a v posledním čtvrtletí 2005 dosáhlo zhruba 7,5 %. Toto zvýšení

odpovídá nízkým úrokovým sazbám ze spotřebitelských úvěrů v roce 2005. Uvolnění úvěrových standardů rovněž naznačují výsledky průzkumu úvěrové činnosti bank v eurozóně.

### Box 3

#### ROZDÍLY V RŮSTU PŮJČEK DOMÁCNOSTEM V JEDNOTLIVÝCH ZEMÍCH EUROZÓNY

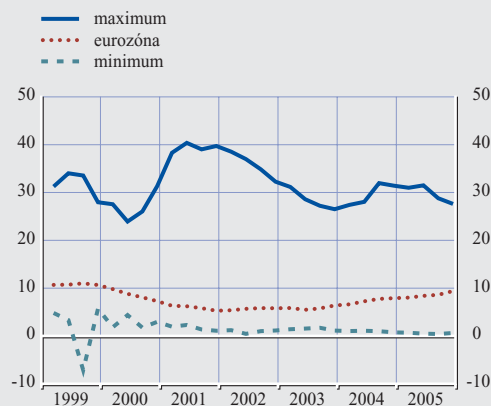
Meziroční tempo růstu půjček MFI domácnostem v eurozóně se od poloviny roku 2003 poměrně stabilně zrychlovalo a na konci roku 2005 dosáhlo 9,4 %. Vysoké tempo růstu na úrovni eurozóny však zakrývá značné rozdíly v tempech růstu v jednotlivých zemích. Tento box se zabývá uvedenými rozdíly z hlediska statistické míry variability a vysvětluje některé rozdíly mezi zeměmi.

#### Měření rozdílu v růstu půjček domácnostem v jednotlivých zemích eurozóny

Rozdíly v růstu půjček domácnostem v jednotlivých zemích lze analyzovat několika způsoby. Graf A ukazuje rozdíl mezi nejvyšším a nejnižším meziročním tempem růstu celkových půjček MFI domácnostem v zemích eurozóny v období od počátku třetí etapy HMU. Tento rozdíl byl obvykle hodně velký a v některých případech byl vyšší než 30 procentních bodů. Zatímco v zemích s nejrychlejší expanzí půjček se meziroční tempo růstu pohybovalo mezi 25 % a 40 %, v zemích s nejnižším růstem bylo ve sledovaném období tempo růstu výpůjček domácností velmi omezené a někdy dokonce nižší než nula. Srovnání těchto údajů s tempem 5 % až 10 % v eurozóně jako celku naznačuje, že země s nejvyššími tempy růstu byly mimořádnými případy a/nebo měly jen malou váhu v zůstatcích úvěrů domácnostem.

Graf A Rozdíly v růstu půjček MFI domácnostem mezi zeměmi eurozóny

(meziroční změny v %)



Zdroj: ECB.

S ohledem na váhu jednotlivých zemí v agregátu eurozóny ilustruje graf B rozptyl meziročního růstu úvěrů v období let 1999-2005 měřený váženým variačním koeficientem. Tento ukazatel má tu výhodu, že méně podléhá vlivu mimořádných případů. Obecně je však vývoj těchto dvou ukazatelů od roku 1999 dosti podobný. Zdá se, že po kulminaci v polovině roku 2002 se rozptyl mezi zeměmi pokud jde o růst půjček domácnostem v roce 2003 poněkud zpomalil a poté se stabilizoval na úrovni vyšší než v roce 1999.

Celkové půjčky MFI domácnostem lze rozdělit na půjčky na nákup nemovitostí určených k bydlení, spotřebitelské úvěry a ostatní půjčky. Jak ukazuje graf B, vážený variační koeficient

pro hypoteční půjčky se do poloviny roku 2002 zvyšoval a následně se v podstatě neměnil. Vzhledem k vysokému podílu hypotečních úvěrů na celkovém stavu půjček MFI domácnostem (téměř 70 % na konci roku 2005), rozptýl růstu hypotečních úvěrů z velké části předurčuje rozptýl růstu celkových půjček domácnostem. Vážený variační koeficient růstu spotřebitelských úvěrů a ostatních půjček v minulosti kolísal mnohem více než u hypotečních úvěrů. Zdá se však, že se v poslední době stabilizoval, i když na značně vyšší úrovni než v případě růstu hypotečních úvěrů.

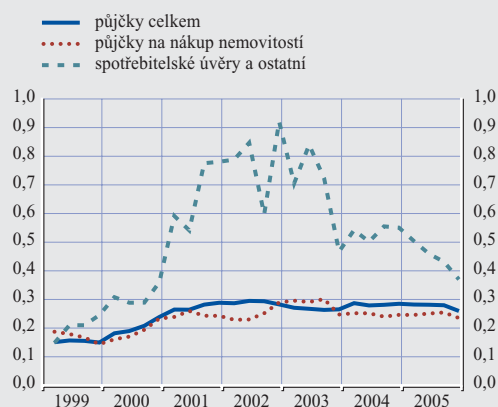
### Růst půjček domácnostem a rozdíly v zadlužení v jednotlivých zemích eurozóny

Rozdíly mezi zeměmi v růstu půjček domácnostem v minulých letech mohou být důsledkem řady faktorů včetně rozdílů ve finanční pozici domácností, ve stupni konvergence úrokových sazeb před vznikem měnové unie, ve struktuře finančních trhů – zejména u hypotečních úvěrů a v klíčových hospodářských determinantách výpůjček domácností, zejména v dynamice trhů s nemovitostmi a cenách nemovitostí určených k bydlení.

Graf C porovnává průměrný meziroční růst celkových půjček MFI domácnostem v zemích eurozóny v období od čtvrtého čtvrtletí roku 1998 do čtvrtého čtvrtletí roku 2005 s úrovní zadlužení domácností v jednotlivých zemích na konci roku 1998. Země eurozóny vykázaly na začátku třetí etapy HMU značné rozdíly v zadlužení domácností měřeném poměrem stavu půjček MFI k HDP. Graf naznačuje, že země s počátečními nízkými ukazateli zadluženosti zaznamenaly v průměru silnější růst půjček než země s počáteční vyšší zadlužeností. Část rozdílů v průměrném růstu úvěrů od roku 1999 by proto mohla odrážet „konvergenční“ proces ukazatelů zadluženosti s tím, jak se sblíží úroveň úrokových sazeb a inflace.

Také struktura finančních trhů byla v jednotlivých zemích v roce 1999 značně rozdílná a pravděpodobně tak přispěla k různé počáteční úrovni zadluženosti domácností. V případě hypotečních trhů se taková diference promítá např. do rozdílů mezi produkty, pokud jde o takové faktory, jako je

**Graf B Vážený koeficient variace pro meziroční růst půjček MFI domácnostem v zemích eurozóny**



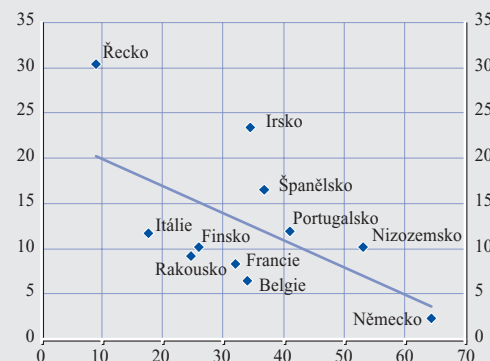
Zdroj: ECB.

Poznámka: Vážený koeficient variace proměnné je poměr její vážené standardní odchylky k jejímu váženému průměru. Váhy vycházejí z podílu země na dané kategorii půjček.

**Graf C Růst celkových půjček MFI domácnostem a zadluženost domácností v zemích eurozóny**

(osa x: v % HDP; osa y: meziroční změny v %)

osa x: míra zadlužení domácností v 4.Q 1998  
osa y: průměrný meziroční růst půjček MFI domácnostem mezi 4.Q 1998 a 4.Q 2005



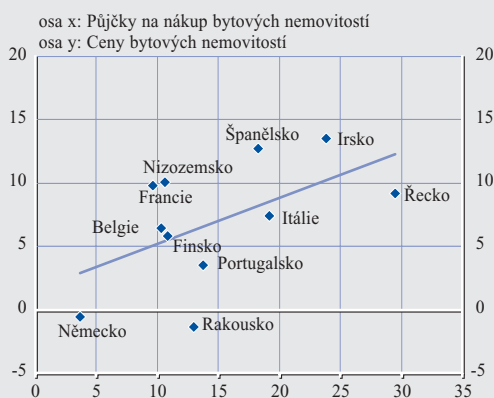
Zdroj: ECB.

Poznámka: Lucembursko nebylo do grafu zařazeno z důvodu značného podílu přeshraničních půjček na celkovém stavu půjček domácnostem.

délka kontraktů, použití pevných nebo proměnlivých úrokových sazeb, průměrný a maximální poměr výše úvěru k ceně. I když v posledních letech docházelo k liberalizaci finančních trhů a zvýšené konkurenci mezi finančními zprostředkovateli, byl vliv takových strukturálních změn na finančních trzích v některých zemích eurozóny větší než v jiných zemích v důsledku jejich počáteční pozice a také tempa a rozsahu provedených reforem. To vedlo například k výraznějšímu snížení úrokové marže a dalších výpůjčních nákladů a rovněž k tomu, že v některých zemích vznikla širší škála inovačních a diversifikovaných hypotečních produktů – např. dostupnost třicetiletých a padesátiletých půjček a vznik tzv. „accordion“ proměnlivé sazby a hypoték „bez amortizace“. To umožnilo přístup k financování nákupu nemovitostí k bydlení většímu počtu domácností. Rozdíly mezi jednotlivými zeměmi v růstu výpůjček domácností mohou být částečně důsledkem heterogenity jak v úrovni, tak v tempu změn sofistikovanosti a hloubky finančních trhů.

**Graf D Vývoj trhu s bydlením a půjčky v zemích eurozóny v letech 1999–2004**

(procentní podíl na průměrných meziročních tempích růstu)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Lucembursko nebylo do grafu zařazeno z důvodu značného podílu přeshraničních půjček na celkovém stavu půjček domácnostem.

I když měnová unie vedla k jednotné krátkodobé sazbě pro všechny země, rozdíly v růstu výpůjček domácností odrážejí i různorodost makroekonomického vývoje v jednotlivých zemích. Tato skutečnost se zvláště výrazně projevila na trzích nemovitostí. Jak ukazuje graf D, několik zemí (např. Irsko a Španělsko) zaznamenalo od roku 1999 velmi rychlý růst cen nemovitostí určených k bydlení, zatímco pro jiné země (např. Německo a Rakousko) byly charakteristické stabilní ceny. Protože hypoteční úvěry jsou největší součástí celkových výpůjček domácností a jsou přirozeně spojeny s dynamikou rozvoje trhu s bydlením, promítají se značné rozdíly ve vývoji cen nemovitostí v různých tempích růstu půjček domácnostem. Rozdíly ve spotřebitelských úvěrech pak mohou pramenit z rozdílných struktur disponibilních příjmů domácností a soukromé spotřeby v jednotlivých zemích.

Na závěr lze konstatovat, že v meziročním růstu celkových půjček MFI domácnostem existovaly v období od roku 1999 do roku 2005 mezi jednotlivými zeměmi značné rozdíly. Dále se ukazuje, že tyto rozdíly přetrvávají. Sbližování úrovně inflace a úrokových sazeb před startem HMU – a tedy dopad přechodu k důvěryhodnému nízkoinflačnímu prostředí na začátku třetí etapy HMU – mohou pomoci vysvětlit rozdíly mezi zeměmi. Důležitou roli však hrála i heterogenní zkušenost od zavedení eura, zejména pokud jde o vývoj na trhu s bydlením a změny ve struktuře finančních trhů. K rozdílnému růstu půjček domácnostem v jednotlivých zemích jistě přispěly i další faktory. Jde např. o rozdíly ve vývoji příjmů a soukromé spotřeby, jakož i v demografii a přístupu k vlastnickému bydlení. Určitou roli mohly hrát i rozdíly v odečitatelnosti úroků od daňového základu, zdanění kapitálových zisků z aktivit spojených s bydlením a sekuritizací hypoték. Část těchto rozdílů mohou objasnit i rozdíly v pokroku dosaženém v oblasti modelování ve finančním sektoru, díky kterému se zvýšila schopnost bank odhadnout vývoj na trzích a úvěrové riziko.

### ROSTOUCÍ ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

V důsledku pokračujícího rychlého růstu výpůjček se poměr dluhu domácností k disponibilnímu příjmu v roce 2005 dále zvýšil (viz graf 18). Avšak zadlužení domácností v eurozóně bylo i nadále nižší než v jiných vyspělých zemích, jako je USA, Velká Británie nebo Japonsko. Navíc se celkové dluhové zatížení domácností (poměr úrokových plateb a splátek jistiny k disponibilnímu příjmu) navzdory růstu zadluženosti víceméně nezměnilo. Vyšší zátěž splácení dluhu spojená s výrazným nárůstem půjček zaznamenaným v posledních letech byla víceméně kompenzována nižším podílem příjmu, který je v prostředí nízkých úrokových sazeb třeba věnovat na splácení úroků.

Nicméně toto zvýšení zadluženosti zvýšilo zranitelnost domácností vůči změnám úrokových sazeb, příjmu a cen aktiv. Navíc, jestliže hodnotíme tyto celkové údaje, je třeba vzít v úvahu, že reprezentují průměr za sektor

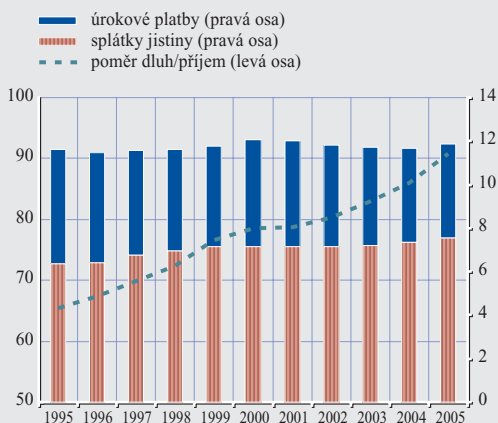
domácností v celé eurozóně a že ukazatel dluhové služby u domácností, které mají nesplacenou hypotéku, bude vyšší. Dluhové zatížení se navíc může lišit v jednotlivých zemích eurozóny a rovněž u domácností v různých příjmových kategoriích. Konečně existuje určitá nejistota ohledně toho, že část stávajícího hypotečního dluhu vystaveného běžným změnám úrokových sazeb závisí na specifických podmínkách hypotečních kontraktů, které se vyznačují značnými rozdíly v jednotlivých zemích eurozóny.

### REÁLNÉ NÁKLADY NA EXTERNÍ FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ BYLY NADÁLE NÍZKÉ

Celkové reálné náklady na externí financování nefinančních podniků v eurozóně, vypočítané jako náklady na rozdílné zdroje externího financování vážené na základě splatných částek (očištěných o kurzové vlivy), zůstaly podle historických měřítek po celý rok 2005 na nízké úrovni (viz graf 19)<sup>5</sup>. Díky nízkým nákladům se značně zvýšilo dluhové financování

Graf 18 Dluh a dluhové zatížení domácností

(v % disponibilního příjmu)

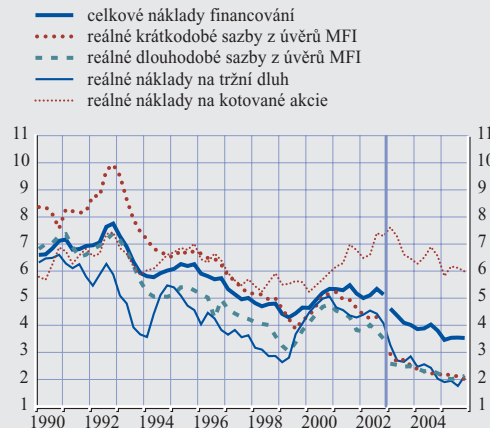


Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2005 jsou odhady.

Graf 19 Reálné náklady vnějšího financování nefinančních podniků v eurozóně

(v % p.a.)



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

Poznámky: Reálné náklady vnějšího 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.

nefinančních podniků, zatímco emise kotovaných akcií vzrostla ve druhé polovině roku jen mírně.

Pokud jde o komponenty reálných nákladů na externí financování, reálné úrokové sazby MFI z půjček nefinančním podnikům se do druhého čtvrtletí 2005 mírně snižovaly (viz graf 17). Tento vývoj odrážel další pokles výnosů krátkodobých a střednědobých státních dluhopisů v první polovině roku. Růst výnosů státních dluhopisů ve druhé polovině roku se v sazbách z půjček MFI projevil jen částečně. Ve čtvrtém čtvrtletí se reálné náklady na bankovní půjčky nezměnily a po mírném nárůstu ve třetím čtvrtletí byly nadále nízké. Celkově nízké reálné náklady na bankovní půjčky vyplývají z toho, že banky hodnotí pozitivně úvěrové riziko nefinančních podniků. Potvrzují to i výsledky průzkumu bankovních půjček v eurozóně, které naznačují čisté uvolnění úvěrových standardů nebo v podstatě stejné úvěrové standardy pro podniky v roce 2005.

Reálné náklady tržního dluhu byly v roce 2005 volatilnější než reálné náklady bankovních půjček. Z nejnižší úrovně v prvním čtvrtletí 2005 se reálné náklady na tržní dluh nefinančních podniků až do poloviny druhého čtvrtletí zvyšovaly. Souviselo to hlavně s růstem spreadů podnikových dluhopisů vlivem řady událostí typických pro podniky, které ovlivnily především automobilový průmysl. Poté se reálné náklady tržního dluhu až do třetího čtvrtletí snižovaly, zejména díky částečnému obratu v růstu spreadů podnikových dluhopisů ve druhém a třetím čtvrtletí, ale ve čtvrtém čtvrtletí 2005 znovu rostly. Došlo k tomu zejména díky růstu tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku a růstu spreadů podnikových dluhopisů ve čtvrtém čtvrtletí. Na konci roku 2005 byly poněkud vyšší než na konci roku 2004, i když podle historických měřítek stále velmi nízké.

V roce 2005 byly reálné náklady kotovaných akcií nefinančních podniků značně vyšší než reálné náklady dluhového financování a zhruba

odpovídaly průměru za období od roku 1995. V první polovině roku se reálné náklady kotovaných akcií poněkud zvýšily. Došlo k tomu patrně proto, že se vyšší než očekávaná ziskovost nefinančních podniků plně nepromítla do cen na akciových trzích, nebo proto, že se zvýšila riziková prémie pro cenné papíry. Avšak ke konci roku, zejména díky příznivému vývoji na akciových trzích, klesly reálné náklady na emisi akcií zhruba na úroveň zaznamenanou na začátku roku.

#### **RŮST POPTÁVKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ PO EXTERNÍM FINANCOVÁNÍ**

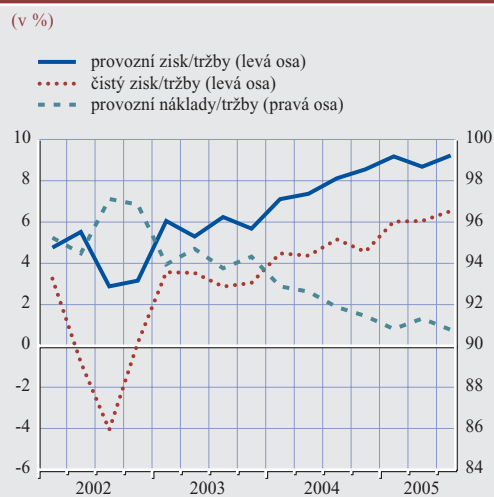
Poptávka nefinančních podniků po externím financování se v roce 2005 značně zvýšila. Současně došlo v roce 2005 k dosažení solidní úrovně ziskovosti podniků (a s tím spojeného růstu možností interního financování). To následovalo po výrazném růstu ziskovosti v letech 2003 a 2004 patrném z agregovaných účetních výkazů kotovaných nefinančních podniků v eurozóně (viz graf 20).<sup>6</sup> Klíčovým faktorem, který přispěl ke zlepšení ziskovosti bylo snížení poměru provozních nákladů k tržbám. Zatímco v období od února do října 2005 byl očekáván pro období následujících dvanácti měsíců zrychlující se růst podnikových zisků, ke konci roku 2005 naznačovaly ukazatele ziskovosti na základě údajů akciového trhu, že se v příštích dvanácti měsících očekává mírné zpomalení růstu ziskovosti ve velkých podnicích kotovaných na burze. Zároveň však zůstala očekávaná úroveň ziskovosti podniků poměrně vysoká.

V průběhu roku 2005 se meziroční tempo růstu externího financování nefinančních podniků značně zrychlilo na 2,8 % ve čtvrtém čtvrtletí (z 1,3 % na konci roku 2004). Tento vývoj byl tažen zejména značným růstem příspěvku půjček, zatímco růst příspěvků dluhových

5 Podrobný popis stanovení reálných nákladů na externí financování nefinančních podniků v eurozóně je uveden v boxu 4 v Měsíčním bulletinu ECB, březen 2005.

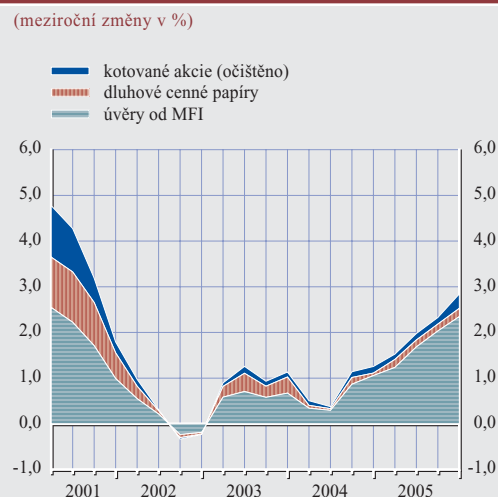
6 Podrobnosti o metodice a dlouhodobém vývoji viz článek „Developments in corporate finance in the euro area“, Měsíční bulletin ECB, listopad 2005.

**Graf 20 Rentabilita kotovaných nefinančních podniků v eurozóně**



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

**Graf 21 Struktura reálného meziročního tempa růstu vnějšího financování nefinančních podniků<sup>1)</sup>**



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

cenných papírů a kotovaných akcií byl mírnější (viz graf 21).

Meziroční tempo růstu úvěrů MFI poskytnutých nefinančním podnikům vzrostlo z 5,4 % na konci roku 2004 na 8,0 % v prosinci 2005. V první polovině roku se na tomto růstu podílely zejména krátkodobé půjčky. V druhé polovině roku se však výrazně zrychlilo meziroční tempo růstu dlouhodobých půjček. Zatímco krátkodobé půjčky jsou často využívány jako provozní kapitál, dlouhodobé půjčky jsou většinou více spojeny s podnikatelskými investicemi. V souladu s tímto vývojem ukázaly výsledky průzkumu bankovních půjček z října 2005 a ledna 2006, že k růstu čisté poptávky podniků po půjčkách nebo úvěrových linkách přispěly fixní investice. Navíc se meziroční tempo růstu hrubé tvorby fixního kapitálu ve druhém a třetím čtvrtletí 2005 podstatně zvýšilo. V této souvislosti nefinanční podniky možná využívaly nízkých nákladů na financování a relativně příznivých úvěrových standardů pro podnikatelské výdaje.

Údaje za období do konce třetího čtvrtletí 2005 naznačovaly, že meziroční tempo změny půjček poskytnutých nefinančním podnikům jinými institucemi než MFI bylo na rozdíl od půjček MFI nadále negativní. Mohly se zde nadále projevat změny v daňových předpisech jedné země eurozóny, které vedly k tomu, že mezipodnikové půjčky byly částečně nahrazeny financováním prostřednictvím nekotovaných akcií.

Meziroční tempo růstu dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky bylo v roce 2005 nadále celkově umírněné. Po určitém zotavení v prvním čtvrtletí, které zčásti souviselo se zvýšenou aktivitou v oblasti fúzí a akvizic, se meziroční tempo růstu ve druhém a třetím čtvrtletí zpomalilo a v posledním čtvrtletí roku 2005 bylo nadále mírné. Celkově relativně nízkou aktivitu v oblasti čisté emise dluhových cenných papírů lze vysvětlit nahrazením dluhových cenných papírů úvěrovým financováním a růstem ziskovosti velkých podniků kotovaných na burze. Čistá emise

dluhových cenných papírů s fixními sazbami byla v roce 2005 nízká, zároveň však nefinanční podniky značně zvýšily emise dlouhodobých dluhových cenných papírů s proměnlivými sazbami. Rok 2005 byl navíc charakterizován vysokou úrovní splácení dluhových cenných papírů emitovaných v letech 1999-2001, kdy byl trh s podnikovými dluhopisy v eurozóně na vzestupu.

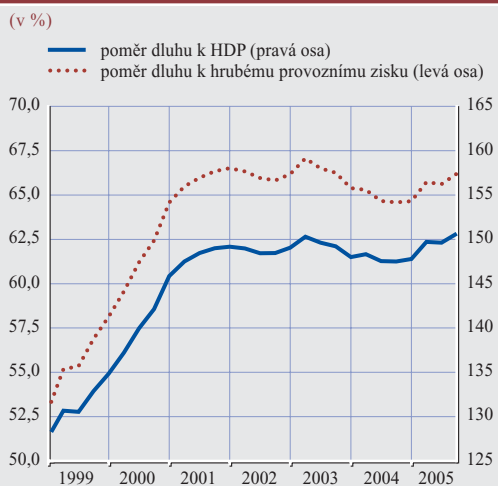
Meziroční tempo růstu kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky se v roce 2005 mírně zvýšilo, celkově však bylo nadále nízké, částečně v důsledku toho, že reálné náklady na emise akcií byly značně vyšší než náklady na dluhové financování. Emise kotovaných akcií nefinančními podniky však v druhé polovině roku zaznamenala mírné zvýšení.

Pokud jde o vývoj rozvahové pozice nefinančních podniků v eurozóně, vedlo zvýšení poptávky nefinančních podniků po dluhovém financování v roce 2005 k mírnému nárůstu poměru dluhu nefinančních podniků k HDP, a to na 63 % na konci čtvrtého čtvrtletí (viz graf 22). Tento vývoj by mohl naznačovat, že období intenzivní rozvahové restrukturalizace nefinančních podniků v roce 2005 skončilo. Zároveň je však pravděpodobné, že situace se bude v jednotlivých podnicích značně lišit.

Tento mírný růst ukazatelů zadluženosti je třeba posuzovat v souvislosti s lepší ziskovostí nefinančních podniků a reálnými náklady na externí financování, které jsou podle historických měřítek stále nízké. Navíc zůstaly na nízké úrovni i čisté úrokové platby nefinančních podniků z úvěrů a vkladů MFI (měřeno v % HDP).

Celkově se zdá, že přes mírné zvýšení dluhových ukazatelů se rozvahová pozice nefinančních podniků v roce 2005 zejména vlivem solidní ziskovosti zlepšila. Naznačuje to i celkově příznivý vývoj úvěrových standardů pro půjčky podnikům, který potvrzuje průzkum bankovních půjček v eurozóně i vývoj úvěrových ratingů.

**Graf 22 Ukazatele dluhu sektoru nefinančních podniků**



Zdroje: ECB a Eurostat.

Poznámky: Hrubý provozní zisk představuje hrubý provozní zisk plus smíšený důchod za celou ekonomiku. Dluh je vykazován podle statistik čtvrtletních finančních účtů. Zahrnuje úvěry, emitované dluhové cenné papíry a rezervy penzijních fondů. Ve srovnání s údaji vycházejícími z ročních finančních účtů jsou tyto ukazatele dluhu poněkud nižší, především proto, že roční finanční účty zahrnují úvěry poskytnuté bankami mimo eurozónu a lépe pokrývají úvěry poskytnuté nefinančními sektory. Údaje za poslední dostupné čtvrtletí jsou odhady.

### 2.3 CENOVÝ VÝVOJ

Vývoj celkové inflace měřené HICP se v eurozóně v roce 2005 ustálil na průměrné hodnotě 2,2 % ve srovnání s 2,1 % v předchozích dvou letech (viz tabulka 1). Domácí inflační tlaky zůstaly v roce 2005 mírné, což částečně odráželo pokračující zpomalování růstu mezd v podmínkách utlumeného vývoje na trhu práce. Hlavním proinflačním faktorem byly vyšší ceny ropy, a to zejména v druhé polovině roku. Nicméně byly zaznamenány pouze nepatrné signály promítání předchozího růstu cen ropy do cen v pozdější fázi výrobního řetězce. Inflaci současně tlumily opožděné dopady předchozího posílení eura a silné celosvětové konkurence. Kromě toho byl čistý příspěvek změn nepřímých daní a regulovaných cen k inflaci měřené HICP v roce 2005 o něco menší než v roce 2004.



**Tabulka 1 Cenový vývoj**

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

	2003	2004	2005	2004 4.Q	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q	2005 pros	2006 led
<b>HICP a jeho složky</b>										
Celkový index	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Zpracované potraviny	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Nezpracované potraviny	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Průmyslové zboží bez energií	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Služby	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
<b>Ostatní cenové a nákladové indikátory</b>										
Ceny průmyslových výrobců <sup>1)</sup>	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Ceny ropy (v EUR za barel) <sup>2)</sup>	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Ceny komodit <sup>3)</sup>	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Zdroje: Eurostat, Thomson Financial Datastream and HWWA.

1) Kromě stavebnictví.

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

3) Kromě energií; v eurech.

### CELKOVÁ INFLACE BYLA PŘEDEVŠÍM OVLIVNĚNA VÝVOJEM CEN ROPY

Celkový vývoj inflace měřené pomocí HICP byl v roce 2005 významně ovlivněn vývojem cen energií, neboť ceny ropy výrazně rostly (viz graf 23). V roce 2005 byla průměrná cena za barel ropy typu Brent v eurech přibližně o 45 % vyšší než průměrná cena v roce 2004. V důsledku toho dosáhlo meziroční tempo růstu cen energií v roce 2005 10,1 % oproti 4,5 % v roce 2004. Příspěvek růstu cen energií ve výši 0,8 procentního bodu k průměrné meziroční míře inflace v roce 2005 byl nejvyšší za posledních pět let (viz graf 24).

Celková inflace se v první polovině roku 2005 pohybovala kolem 2,0 %. V druhé polovině roku inflace dosáhla zejména v důsledku vývoje cen ropy maximální hodnotu 2,6 % v září, ale do konce roku 2005 se snížila na 2,2 %. Dopad růstu cen ropy na inflaci se také projevil v přehodnocení inflačních očekávání v průběhu roku 2005. Například inflační očekávání pro rok 2005 obsažená ve Výběrovém šetření ECB mezi prognostiky (Survey of Professional Forecasters, SPF) se zvýšila z 1,9 % v prvním čtvrtletí na 2,2 % v posledním čtvrtletí roku 2005. Naopak dlouhodobá inflační očekávání podle SPF zůstala v roce 2005 beze změny na hodnotě 1,9 %. Tento trend vykazovaly většinou

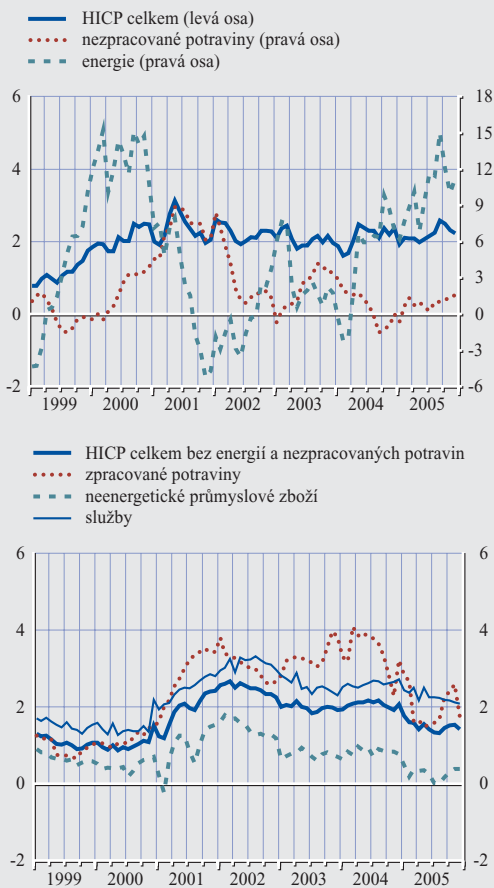
i ostatní ukazatele šetření pro dlouhodobá a krátkodobá inflační očekávání.

Méně volatilní složky HICP sehrály významnou úlohu při omezování tlaku na růst celkové inflace plynoucího z cen ropy. Poté, co meziroční míra růstu HICP (bez cen energií a nezpracovaných potravin) v první polovině roku 2005 poklesla, v druhé polovině roku se stabilizovala. Celková meziroční míra růstu HICP (bez cen energií a nezpracovaných potravin) činila v roce 2005 1,5 % oproti 2,1 % v roce 2004. Tento pokles byl částečně důsledkem nižšího příspěvku čistých daňových změn a změn regulovaných cen k celkové inflaci v roce 2005 ve výši přibližně 0,4 procentního bodu ve srovnání s cca 0,6 procentního bodu v roce 2004<sup>7</sup>. Například růst cen zpracovaných potravin těžil v první polovině roku 2005 z příznivé srovnávací základny odrážející zvýšení daní z tabákových výrobků v některých zemích v první polovině roku 2004. Tato srovnávací základna pouze částečně vykompenzovala zvýšení daně z tabákových výrobků v Německu v září 2005. Celkově ceny zpracovaných potravin v roce 2005 rostly v průměru o 2,0 %, což je ve srovnání s 3,4 %

<sup>7</sup> Podrobnosti ke složkám HICP používaným k hodnocení dopadu vývoje nepřímých daní a regulovaných cen viz box „The impact of developments in indirect taxes and administered prices on inflation“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB z ledna 2004.

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

(meziroční změny v %; měsíční údaje)

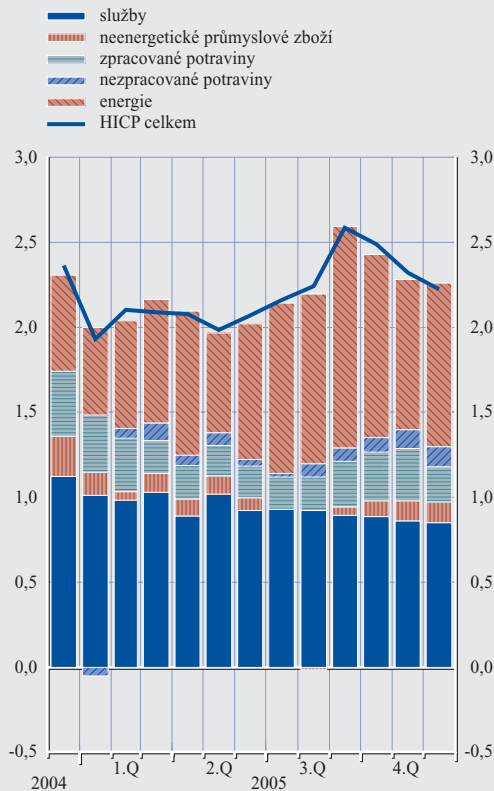


Zdroj: Eurostat.

v roce 2004 podstatně méně. Meziroční tempo růstu cen neenergetického průmyslového zboží v roce 2005 představovalo 0,3 % a ve srovnání s 0,8 % v roce 2004 tedy také pokleslo. V tomto historicky velmi nízkém příspěvku cen neenergetického průmyslového zboží se může projevit tlak na pokles cen plynoucí ze silné vnější konkurence a opožděných dopadů předchozího posílení eura. Navzdory určité krátkodobé variabilitě způsobené některými volatilními složkami, jako jsou zájezdy a dopravní služby, růst cen služeb v průběhu roku 2005 poklesl v průměru na 2,3 % ve srovnání s 2,6 % v roce 2004. V roce 2005 celkově nebyly téměř zaznamenány významnější nepřímé dopady růstu cen energií.

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

(roční příspěvky v procentních bodech; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

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

Skutečnost, že inflace měřená HICP byla v roce 2005 již pátým rokem po sobě těsně nad 2 %, zdůrazňuje význam analýzy determinantů perzistence inflace. Hlavní závěry programu Eurosystem Inflation Persistence Network v oblasti perzistence inflace a chování v oblasti tvorby cen v eurozóně představuje box 4.

**VÝZKUMNÝ PROGRAM V OBLASTI PERZISTENCE INFLACE A CHOVÁNÍ V OBLASTI TVORBY CEN V EUROZÓNĚ**

Program Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN) byl vytvořen v roce 2003 za účelem analýzy vývoje, determinant a důsledků perzistence inflace a chování v oblasti tvorby cen v eurozóně a v jejích členských zemích. Perzistencí inflace se rozumí tendence inflace přibližovat se po odeznění šoku ke své dlouhodobé hodnotě pouze pomalu. Program IPN byl ukončen v roce 2005.

IPN byl společný výzkumný projekt, na kterém se podílely všechny centrální banky Eurosystemu. V jeho rámci byl použit unikátní soubor dat obsahující velké množství informací o makroekonomických a odvětvových proměnných a o chování v oblasti tvorby cen jednotlivých firem. U velkého množství zemí eurozóny byla dána k dispozici měření o jednotlivých cenách, která jsou základem pro sestavování indexů spotřebitelských i výrobních cen. Kromě toho byla v rámci IPN provedena šetření chování v oblasti tvorby cen v devíti zemích. Tyto databáze společně představují jedinečnou příležitost pochopit chování tvůrců cen. Jsou nebývalé i z pohledu mezinárodních měřítek, jelikož datové pokrytí, které bylo v programu IPN k dispozici, značně převyšuje data dostupná pro jiné ekonomiky.

Představitelé IPN přednesli své předběžné výsledky na akademických konferencích, aby od akademické obce co nejdříve získali zpětnou vazbu, kterou by mohli vzít v úvahu při své následné práci. V průběhu roku 2005 se přednášky konaly na výročním zasedání Americké hospodářské asociace ve Filadelfii a na výročním kongresu Evropské hospodářské asociace v Amsterdamu. Množství výzkumných prací bylo zveřejněno v řadě ECB Working Papers, v příštích měsících budou následovat další a některé byly nebo budou otištěny v odborných recenzovaných časopisech.

Pokud jde o tvorbu cen, hlavní poznatky IPN jsou následující. Ceny v eurozóně jsou poměrně nepružné, v průměru se mění pouze jednou ročně<sup>1</sup>. Když k úpravě cen dojde, bývá výrazná, dosahuje přibližně 8–10 % v maloobchodním sektoru a asi 5 % ve výrobním sektoru. Je zajímavé, že růsty a poklesy cen jsou téměř stejně časté a v podobném rozsahu, pozoruhodnou výjimku tvoří sektor služeb, kde jsou běžné malé nárůsty cen, ale ke snižování cen dochází velmi zřídka. V jednotlivých sektorech panují značné rozdíly, zejména pokud jde o frekvenci cenových úprav. Frekvence, rozsah a směr cenových změn dále závisí na makroekonomických podmínkách (jako je míra inflace) a na časových faktorech (jako je sezónnost) a reagují na zvláštní události (jako jsou změny DPH).

Šetření ukázala, že většina firem provádí analýzu cen v pravidelných intervalech i v reakci na měnící se ekonomické podmínky. Analýzy cen jsou častější než změny cen, což může být kvůli tomu, že analýzy ukazují, že není potřeba měnit ceny, nebo kvůli faktorům, které změnám cen brání, i když analýzy mluví v jejich prospěch. Šetření provedená v rámci IPN našla důkazy o překážkách bránících změnám cen, přičemž nejdůležitějšími faktory jsou explicitní nebo implicitní smlouvy mezi firmami a jejich zákazníky a strategické interakce mezi firmami.

<sup>1</sup> To je mnohem méně časté než změny cen například ve Spojených státech. Podrobnější přehled těchto výsledků viz článek „Price-setting behaviour in the euro area“ v Měsíčním bulletinu ECB z listopadu 2005.

Dalším klíčovým zjištěním IPN je skutečnost, že stupeň perzistence inflace se zvyšuje s mírou agregace. Jednotlivé nebo vysoce desagregované cenové řady jsou v průměru mnohem méně perzistentní než řady agregované. Empirické odhady ukazují na mírný stupeň perzistence inflace v současném měnověpolitickém režimu; při odhadech, které se týkají delšího období, je však nutné brát v úvahu dřívější občasně posuny v průměrné úrovni inflace. Nicméně i přesto budou tyto odhady nadále obklopeny poměrně vysokou nejistotou.

Výsledky IPN celkově značně prohloubily znalosti o perzistenci inflace a chování v oblasti tvorby cen v eurozóně. Přinesly významné důsledky a implikace pro sestavování modelů, jelikož nová zjištění silně zpochybnila několik nejčastěji používaných předpokladů v makroekonomických modelech s mikroekonomickými základy. S ohledem na měnovou politiku výsledky zdůrazňují, jak je důležité, aby centrální banky zajistily, aby inflační očekávání byla dobře ukotvena, jelikož se tak omezí perzistence inflace a usnadní se provádění měnové politiky.

#### DYNAMICKÉ CENY NEMOVITOSTÍ URČENÝCH K BYDLENÍ

Ceny nemovitostí určených k bydlení v eurozóně, které nejsou součástí měření HICP, i nadále v roce 2005 výrazně rostly a v první polovině roku 2005 se ve srovnání s rokem 2004 zvýšily o 7,7 % (meziročně) oproti 7,0 % (viz graf 25). Tento údaj však v sobě skrýval protichůdný vývoj v mnoha zemích. Tato dynamika z velké části odráží vzestup na trzích nemovitostí určených k bydlení ve Španělsku, Francii a Itálii, kdežto v Německu došlo k mírnému poklesu cen. Z dostupných údajů za druhou polovinu roku 2005 vyplývá, že silný růst cen pokračoval v případě Španělska a Francie, byť poněkud mírnějším tempem než předtím.

#### OMEZENÉ NEPŘÍMÉ DOPADY V POZDĚJŠÍCH FÁZÍCH VÝROBNÍHO ŘETĚZCE

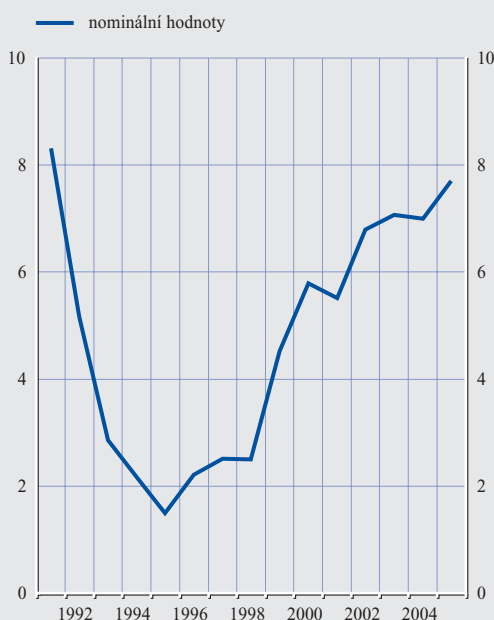
Meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců (bez stavebnictví) v eurozóně činilo v roce 2005 4,1 %, což je výrazně více než hodnota 2,3 % zaznamenaná v roce 2004 (viz graf 26). Toto zvýšení způsobily hlavně ceny energií, jelikož meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců (bez výroby energií a stavebnictví) činilo v roce 2005 1,8 % ve srovnání s 2,0 % v roce 2004.

Tato celková stabilita meziročního tempa růstu cen průmyslových výrobců (bez energetiky) nic nevyovídala o odlišném vývoji na úrovni subsektorů. Meziroční tempo růstu cen

investičních statků činilo v roce 2005 1,3 % ve srovnání s 0,7 % v roce 2004. Tyto tlaky působící směrem vzhůru částečně kompenzovalo výrazné zpomalení růstu cen zboží pro mezispotřebu, ve kterém se zčásti projevoval vývoj cen neropných surovin a také opožděné

**Graf 25 Ceny nemovitostí určených k bydlení**

(meziroční změny v %; roční údaje)

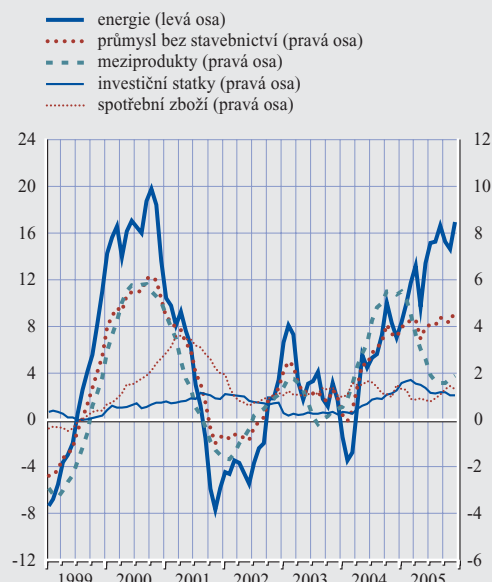


Zdroj: výpočty ECB na základě neharmonizovaných národních údajů.

Poznámka: Údaje za rok 2005 se týkají jen první poloviny roku.

**Graf 26 Struktura cen průmyslových výrobců**

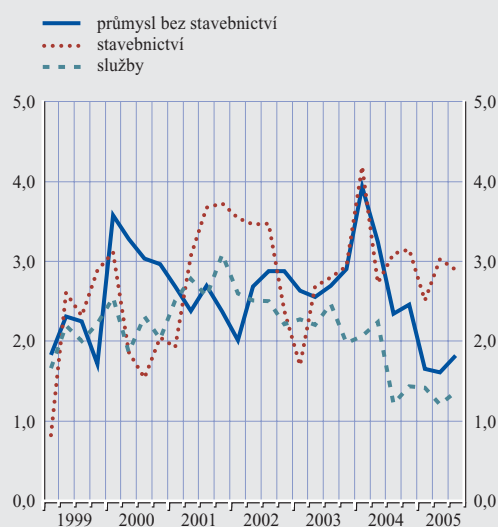
(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: Eurostat.

**Graf 27 Náhrada na zaměstnance v jednotlivých sektorech**

(meziroční změny v %; čtvrtletní údaje)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

dopady předchozího posílení eura. Meziroční tempo růstu cen zboží pro mezispotřebu kleslo z 5,5 % v lednu 2005 na 1,9 % v prosinci 2005 a v průměru činilo v roce 2005 2,9 % ve srovnání s 3,5 % v roce 2004.

V pozdějších fázích výrobního řetězce nebyly zaznamenány významné signály narůstajících cenových tlaků. Ceny výrobců spotřebního zboží vzrostly v roce 2005 o 1,1 % oproti 1,3 % v roce 2004. Slabá spotřebitelská poptávka, zvýšená vnější konkurence a předchozí posílení

eura pravděpodobně firmám bránilo promítat do cen zvýšení cen energií a v menší míře i zvýšení cen zboží pro mezispotřebu.

**POZVOLNÝ VÝVOJ NÁKLADŮ PRÁCE V ROCE 2005**

Růst náhrad na jednoho zaměstnance v prvních třech čtvrtletích roku 2005 vykazoval významný pokles a průměrné meziroční tempo růstu činilo 1,5 % ve srovnání s 2,0 % v roce 2004 (viz tabulku 2). Tento pokles byl tažen zejména vývojem mezd v průmyslu (bez stavebnictví) a v menší míře v sektoru služeb (viz graf 27).

**Tabulka 2 Ukazatele mzdových nákladů**

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

	2003	2004	2005	2004 4.Q	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q
Sjednané mzdy	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Hodinové náklady práce celkem	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Náhrada na zaměstnance	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Memo položky</i>								
Produktivita práce	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Jednotkové mzdové náklady	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Zdroje: Eurostat, národní údaje a výpočty ECB.

V sektoru služeb se však vývoj lišil. Zatímco růst náhrad na jednoho zaměstnance se v sektoru tržních služeb v prvních třech čtvrtletích roku 2005 zvýšil a průměrné meziroční tempo růstu činilo 1,8 % ve srovnání s 1,5 % v roce 2004, růst v sektoru netržních služeb významně klesl a průměrné meziroční tempo růstu činilo 0,8 % ve srovnání s 2,1 % v roce 2004.

Ostatní ukazatele nákladů práce také svědčily o mírném růstu mezd. Meziroční tempo růstu sjednaných mezd činilo v roce 2005 2,1 %, stejně jako v roce 2004. Dílčí informace z dohod o mzdách podepsaných v období do konce roku 2005 v několika zemích eurozóny navíc neprokázaly významnější sekundární efekty vyšších cen ropy kromě mechanických účinků plynoucích z působení systémů indexování mezd v zemích, kde existují. Celkově zůstal vývoj mezd v souvislosti s mírným růstem reálného HDP a omezeným tlakem na trzích práce v eurozóně v roce 2005 utlumený.

Navzdory poklesu růstu mezd zůstal růst jednotkových mzdových nákladů v roce 2005 beze změn. Jednotkové mzdové náklady vzrostly za první tři čtvrtletí roku 2005 v průměru o 0,9 % stejně jako v roce 2004. Projevil se zde pokles tempa růstu produktivity, které v prvních třech čtvrtletích roku 2005 činilo v průměru 0,6 % ve srovnání s 1,1 % v roce 2004.

## 2.4 VÝVOJ NABÍDKY, POPTÁVKY A TRHU PRÁCE

### POMALEJŠÍ HOSPODÁŘSKÝ RŮST V ROCE 2005

Celkový růst reálného HDP v eurozóně (částečně očištěný o vliv počtu pracovních dnů) v roce 2005 činil 1,4 % a ve srovnání s předchozím rokem (1,8 %) a trendovým růstem potenciálního produktu byl pomalejší (viz tabulka 3). Nižší než očekávaná výkonnost v roce 2005, spojená s mírným růstem hospodářské aktivity pozorovaným od poloviny roku 2004, odrážela intenzitu růstu cen ropy,

**Tabulka 3 Příspěvky k růstu reálného HDP**

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

	meziroční tempa růstu <sup>1)</sup>								čtvrtletní tempa růstu <sup>2)</sup>				
	2003	2004	2005	2004 4.Q	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q	2004 4.Q	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q
Reálný hrubý domácí produkt	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
<i>z toho:</i>													
Domácí poptávka <sup>3)</sup>	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Soukromá spotřeba	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Vládní spotřeba	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Hrubá tvorba fixního kapitálu	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Změny zásob <sup>4)</sup>	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Čistý vývoz <sup>3)</sup>	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Vývoz <sup>5)</sup>	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Dovoz <sup>5)</sup>	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Reálná hrubá přidaná hodnota													
<i>z toho:</i>													
Průmysl bez stavebnictví	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Stavebnictví	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Čistě tržní služby <sup>6)</sup>	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: údaje jsou očištěny o sezonní vlivy a částečně o vliv počtu pracovních dnů, neboť ne všechny země eurozóny vykazují řady čtvrtletních národních účtů očištěné o vliv počtu pracovních dnů.

1) Procentní změna oproti stejnému období předchozího roku.

2) Procentní změna oproti předchozímu čtvrtletí.

3) Příspěvek k růstu reálného HDP; v procentních bodech.

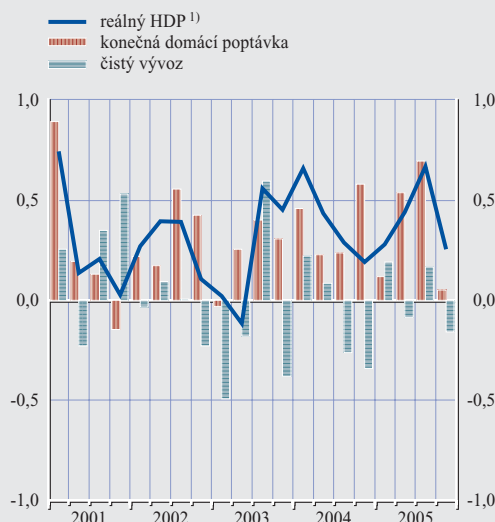
4) Včetně čistého pořízení ceností.

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, dopravu, opravy, pohostinství a ubytování, telekomunikace, finanční služby, podnikatelské služby a služby v oblasti nemovitostí a pronájmu.

**Graf 28 Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu reálného HDP**

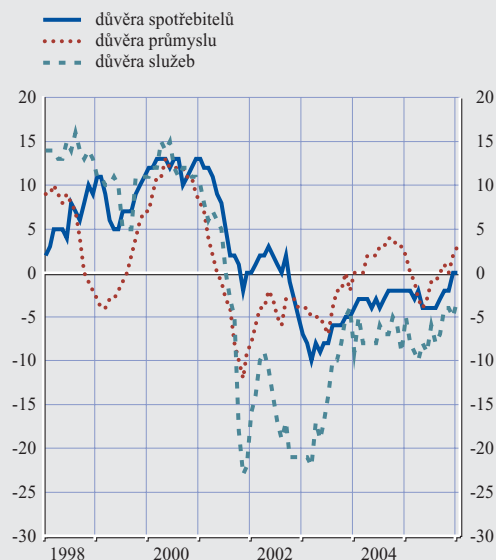
(čtvrtletní příspěvky v procentních bodech; sezonně očištěno)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.  
1) Procentní změny ve srovnání s předchozím čtvrtletím.

**Graf 29 Ukazatele důvěry**

(zůstatky v %; sezonně očištěno)



Zdroj: Výběrová šetření Evropské komise mezi podniky a spotřebiteli.  
Poznámky: Všechny údaje jsou sezonně očištěné. Jsou vypočítány jako odchylky od průměru během období od ledna 1985 pro důvěru spotřebitelů a průmyslu a od dubna 1995 pro důvěru služeb.

zpožděné účinky posílení eura v roce 2004 a dočasné zpomalení globální poptávky v první polovině roku 2005.

Tempo oživení, které započalo ve třetím čtvrtletí roku 2003 po delším období pomalého růstu od poloviny roku 2001 do poloviny roku 2003, bylo relativně slabé ve srovnání s oživením z počátku osmdesátých a devadesátých let 20. století. Tuto skutečnost lze vysvětlit několika faktory. Zaprvé na rozdíl od předchozích oživení znamenalo současnou fázi velmi silné zvýšení cen ropy a významné posílení eura. Zadruhé existují předběžné signály, že růst potenciálního produktu se v posledních letech snižoval, a to především v důsledku nižšího růstu produktivity práce. Zatřetí by se také mělo přihlídnout k tomu, že zpomalení, které oživení předcházelo, bylo relativně mírné. Protože intenzita vzestupu většinou záleží na hloubce předchozího poklesu,

není překvapivé, že současné oživení je do určité míry méně dynamické než ta předchozí<sup>8</sup>.

Celkové zmírnění růstu v roce 2005 lze vysvětlit nižším příspěvkem vnějšího sektoru i vnitřní domácí poptávky. Růst domácí poptávky i exportu v roce 2005 byl nižší, než se očekávalo na konci roku 2004 (viz graf 28).

Pokud jde o domácí příspěvek k růstu, růst soukromé spotřeby byl v roce 2005 nadále nevýrazný (viz tabulka 3). Částečně to byl důsledek nízkého nárůstu reálných disponibilních příjmů odrážejícího umírněný růst nominálního příjmu a zvýšení cen energií. Tyto vlivy nebyly kompenzovány snížením úspor domácností, což bylo možná důsledkem trvajících poměrně pesimistických očekávání vývoje zaměstnanosti. Svoji roli také

<sup>8</sup> Viz též box s názvem „The current euro area recovery from a historical perspective“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB z listopadu 2005.

pravděpodobně sehrály obavy o udržitelnost penzijních a zdravotních systémů spolu se skutečností, že osoby s nízkými příjmy, které vykazují vyšší mezní sklon ke spotřebě, byly možná nepřiměřeně ovlivněny slabým růstem příjmů a šoky, které postihly ceny zboží a služeb denní potřeby. Důvěra spotřebitelů zůstala v roce 2005 nízká, ačkoliv ke konci roku vykazovala známky zlepšení (viz graf 29).

Růst investic byl v první polovině roku 2005 výrazně nižší než ve druhé polovině roku 2004. Toto zpomalení způsobil hlavně nižší růst investic do jiných sektorů než stavebnictví, který lze připsat převážně nepříznivému vývoji v sektoru dopravy.

Hrubá tvorba fixního kapitálu však od poloviny roku 2005 rostla silněji. K faktorům, které v roce 2005 investice podporovaly, patřilo

zlepšení podnikatelské efektivity, vysoké zisky podniků, velmi příznivé podmínky financování a růst globální poptávky.

Sektorová struktura hospodářského růstu v roce 2005 ukazuje, že k růstu pozitivně přispěla přidaná hodnota v průmyslu (bez stavebnictví), ve stavebnictví a v sektoru služeb. Růst přidané hodnoty v sektoru tržních služeb byl vyšší než v roce 2004, naopak nižší byl v průmyslu (bez stavebnictví). Důvěra průmyslového sektoru a sektoru služeb se v první polovině roku 2005 zhoršila, ale ve druhé polovině se zlepšila (viz graf 29). V posledních desetiletích se výrazně zvýšila důležitost sektoru služeb a očekává se, že jeho příspěvek k ekonomice eurozóny se bude v následujících letech dále zvyšovat. Box 5 popisuje sektorovou strukturu růstu v eurozóně a poskytuje podrobnější analýzu vývoje v sektoru služeb.

#### Box 5

#### SEKTOROVÁ STRUKTURA RŮSTU V EUROZÓNĚ

Tento box představuje přehled sektorové struktury ekonomiky eurozóny a posunů v sektorech v posledních letech. Zabývá se také příspěvkem hlavních hospodářských sektorů k růstu přidané hodnoty v eurozóně a k volatilitě v posledních letech a zkoumá, zda relativně slabé současné oživení v porovnání s dřívějšími obdobími vzestupu souvisí s vývojem v konkrétních sektorech.

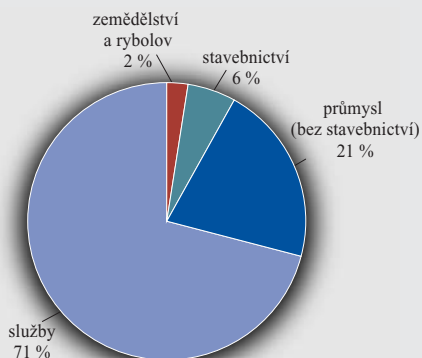
Sektorová struktura přidané hodnoty poukazuje na význačnou roli sektoru služeb v eurozóně (viz graf A). S podílem kolem 70 % představuje sektor služeb zdaleka největší ekonomický sektor v eurozóně. Sektor průmyslu, který se skládá hlavně ze zpracovatelského průmyslu (ale také z dobývání nerostných surovin a z výroby elektřiny, plynu a vody), tvoří asi 20 % přidané hodnoty v eurozóně. Podíl stavebnictví je pouze 6 % a podíl zemědělství pouze 2 %.

Sektor služeb se zase obvykle dále dělí na tři hlavní kategorie zhruba stejné velikosti, a to obchod a dopravu, finanční a podnikatelské služby a sektor, který zahrnuje hlavně vládní služby (viz graf B). Ačkoliv toto členění nestanoví žádné striktní oddělení soukromých a veřejných služeb, na kategorie zahrnující obchod a dopravu a finanční a podnikatelské služby se obvykle odkazuje jako na sektor tržních služeb.

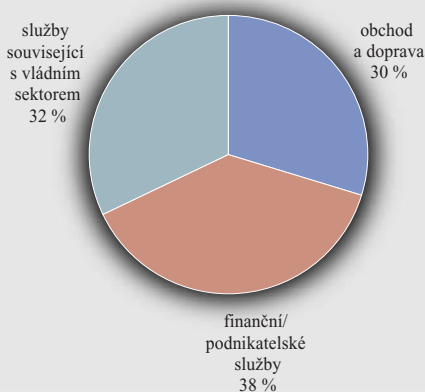
V souladu s trendy pozorovanými obvykle u rozvinutých zemí prošla ekonomika eurozóny významnými strukturálními změnami. Tyto změny se projevily ve zvýšení významu sektoru služeb, zatímco podíl sektoru průmyslu neustále klesal. Například od roku 1996 se podíl sektoru služeb na celkové přidané hodnotě zvýšil asi o 3 procentní body, zatímco podíl sektoru průmyslu se snížil o 2 procentní body. Příčinou zvyšujícího se podílu sektoru služeb může být řada faktorů. Patří sem posun ve spotřebitelské poptávce směrem ke službám díky zvyšujícím se příjmům,



**Graf A Struktura celkové reálné hrubé přidané hodnoty<sup>1)</sup>**



**Graf B Struktura reálné hrubé přidané hodnoty ve službách<sup>1)</sup>**



Zdroj: Eurostat.  
1) Váhy se týkají roku 2005.

liberalizace sektoru služeb a stoupající podíl žen na trhu práce, který vede k přesunu některých aktivit domácností na sektor služeb.

Změny podílů jednotlivých sektorů v eurozóně na přidané hodnotě odrážejí významné rozdíly ve výkonnosti růstu jednotlivých sektorů. Tabulka ukazuje, že od počátku devadesátých let 20. století se reálná hrubá přidaná hodnota v eurozóně mezičtvrtletně zvyšuje v průměru o 0,5 %. Služby zaznamenaly totéž tempo růstu, zejména díky růstu tržních služeb. Průmysl (bez stavebnictví) expandoval v průměru o 0,3 %, zatímco stavebnictví zaznamenalo nejnižší tempo růstu, pouze 0,1 %. V důsledku své velikosti a silnější výkonnosti služby nejvíce přispívaly ke zvyšování přidané hodnoty v eurozóně. Od poloviny devadesátých let 20. století byl příspěvek

### Vývoj reálné hrubé přidané hodnoty v eurozóně podle sektorů

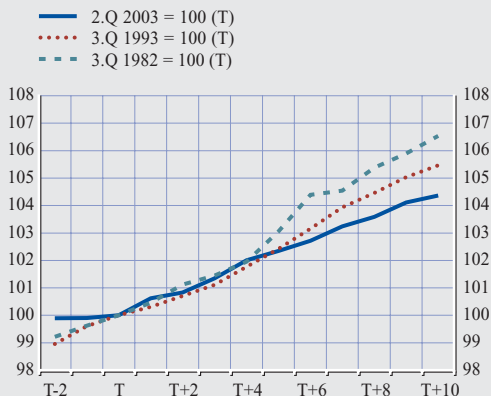
(průměry za období)

	Mezičtvrtletní růst (v %) (1991 – 2005)	Standardní odchylka (mezičtvrtletního růstu) (1991 – 2005)	Příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu (v procentních bodech) (1996 – 2005)	Průměrné absolutní příspěvky ke změně mezičtvrtletního růstu (v procentních bodech) (1996 – 2005)
Služby	0,5	0,3	0,4	0,2
Obchodní a dopravní služby	0,5	0,6	0,1	0,1
Finanční a podnikatelské služby	0,7	0,4	0,2	0,1
Služby související s vládním sektorem	0,4	0,3	0,1	0,0
Průmysl (bez stavebnictví)	0,3	1,0	0,1	0,2
Stavebnictví	0,1	1,7	0,0	0,1
Zemědělství	0,4	1,6	0,0	0,0
<b>Celkem</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-</b>

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

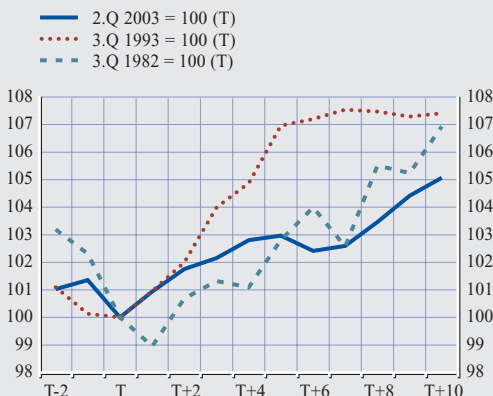
### Graf C Přidaná hodnota v sektoru služeb v eurozóně

(index, T = 100)



### Graf D Přidaná hodnota v sektoru průmyslu v eurozóně

(index, T = 100)



Zdroj: výpočty ECB na základě údajů Eurostatu.

Poznámka: Oživení začíná ve čtvrtletí T+1, kde čtvrtletí T je sedlo cyklu podle definice Euro Area Business Cycle Dating Committee CEPR (viz <http://www.cepr.org/data/Dating>), s výjimkou posledního oživení, které je identifikováno na základě mezičtvrtletního růstu reálného HDP.

služeb k přidané hodnotě v eurozóně v průměru 0,4 procentního bodu ve srovnání s průměrným příspěvkem sektoru průmyslu ve výši pouze 0,1 procentního bodu.

Mezi sektory jsou patrné významné rozdíly, pokud jde o volatilitu růstu přidané hodnoty. Růst přidané hodnoty ve službách vykazuje daleko nižší volatilitu než v jiných sektorech (měřeno standardní odchylkou). Nicméně kvůli své velikosti přispívá sektor služeb k volatilitě růstu přidané hodnoty od poloviny devadesátých let 20. století v průměru přibližně stejně jako sektor průmyslu.

S ohledem na podstatné rozdíly v průměrných tempích růstu hlavních sektorů v eurozóně vyvstává otázka, do jaké míry mohl vývoj v jednotlivých sektorech v minulosti přispět k relativně slabému současnému oživení. Oživení, které započalo v polovině roku 2003, ztratilo ve druhém roce vzestupu svoji dynamiku, než ve třetím čtvrtletí roku 2005 opět zesílilo. Grafy C a D srovnávají vývoj v sektoru služeb a průmyslu v rámci současného oživení s vývojem v předchozích dvou obdobích růstu. Ukazují, že relativně slabý růst v druhém roce tohoto oživení nebyl způsoben slabým vývojem v žádném konkrétním sektoru. Skladba relativní výkonnosti v sektoru průmyslu i služeb dokonce kopírovala strukturu celkového HDP. V obou sektorech nedošlo v prvním roce současného oživení k žádným zřetelným rozdílům ve srovnání s průměrným vývojem v období dvou předchozích oživení. Ve druhém roce oživení byl však růst přidané hodnoty v obou sektorech podprůměrný oproti dvěma předchozím obdobím oživení. Grafy dále dokumentují mnohem volatilnější povahu vývoje v sektoru průmyslu ve srovnání se sektorem služeb. Relativně slabý růst ve druhém roce tohoto oživení pravděpodobně ovlivnila řada faktorů včetně nižšího trendového růstu produktu, kurzového a ropného šoku a nejistot spojených s probíhajícími reformami v některých ekonomikách v eurozóně (viz box 5 s názvem „The current euro area recovery from a historical perspective“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB z listopadu 2005).

Celkově sektorová struktura růstu přidané hodnoty v eurozóně zdůrazňuje význam sektoru služeb v eurozóně. Sektor služeb je zdaleka největším ekonomickým sektorem v eurozóně. Za poslední desetiletí se jeho význam značně zvýšil a tento proces bude s velkou pravděpodobností pokračovat. V současné době tento sektor přispívá k celkové volatilitě růstu přidané hodnoty přibližně stejně jako sektor průmyslu. Ve srovnání s předchozími vzestupy se tedy slabší růst ve druhém roce současného oživení, tj. od poloviny roku 2004 do poloviny roku 2005, v podstatě projevil v hlavních sektorech eurozóny.

Různá měření rozptylu ukazují, že rozdíly v tempu růstu reálného HDP mezi jednotlivými zeměmi eurozóny zůstaly v roce 2005 v podstatě beze změny. Jelikož se v průměrném meziročním růstu reálného HDP zčásti projevilo zmírnění globálního hospodářského růstu a obchodu a zvýšení cen ropy, tento růst se ve všech zemích eurozóny v roce 2005 ve srovnání s předchozím rokem snížil, nebo zůstal prakticky beze změn, a to s výjimkou

Španělska, kde se poněkud zvýšil a zůstal relativně silný.

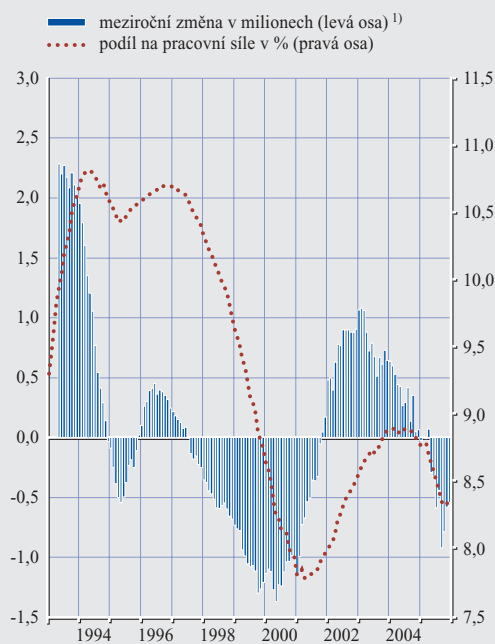
#### POKRAČUJÍCÍ ZLEPŠOVÁNÍ SITUACE NA TRHU PRÁCE

Zaměstnanost v průběhu roku rostla podobným tempem jako v roce 2004 (viz tabulka 4). V rámci jednotlivých sektorů zaměstnanost silně rostla v sektoru služeb a ve stavebnictví, zatímco v sektoru průmyslu (bez stavebnictví) a v zemědělství nadále klesala. Ukazatele průzkumu o výhledu zaměstnanosti v sektoru služeb i průmyslu se ke konci roku také značně zvýšily. V podmínkách nevýrazného růstu hospodářské aktivity v roce 2005 hrála pravděpodobně klíčovou roli hospodářsko-politická opatření na trhu práce. Tato opatření usnadnila zaměstnávání na částečný úvazek a zlepšila podmínky pro samostatnou výdělečnou činnost.

Míra nezaměstnanosti v eurozóně v roce 2005 stále klesala a na konci roku dosáhla 8,3 % (viz graf 30). Významně klesla míra nezaměstnanosti pracovníků mladších 25 let. Po zvyšování NAIRU (Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment, míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci) v období od sedmdesátých do poloviny devadesátých let 20. století, ve kterém se do značné míry projevily nepříznivé otřesy a rigidní institucionální prostředí na trhu práce ve většině zemí eurozóny, se odhady NAIRU v posledním desetiletí mírně snížily<sup>9</sup>. Toto snížení se připisuje především dopadu reform na trhu práce v některých zemích eurozóny (další podrobnosti viz box 6). I když několik zemí učinilo významný pokrok směrem

**Graf 30 Nezaměstnanost**

(měsíční údaje; sezonně očištěno)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje pro všechny roky se týkají všech 12 zemí eurozóny.

1) Meziroční změny nejsou sezonně očištěny.

<sup>9</sup> Viz též box A s názvem „Longer-term perspective on structural unemployment in the euro area“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB ze srpna 2005.

### Tabulka 4 Vývoj na trhu práce

(změny v % oproti předchozímu období; v %)

	2003	2004	2005	2003 3.Q	2003 4.Q	2004 1.Q	2004 2.Q	2004 3.Q	2004 4.Q	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q
Pracovní síla	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Zaměstnanost	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Zemědělství <sup>1)</sup>	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Průmysl <sup>2)</sup>	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– bez stavebnictví	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– stavebnictví	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Služby <sup>3)</sup>	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
<b>Míry nezaměstnanosti<sup>4)</sup></b>													
Celkem	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Pod 25 let	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 let a více	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

1) Zahnuje také rybolov, myslivost a lesní hospodářství.

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

3) Nezahrnuje exteriorní instituce a organizace.

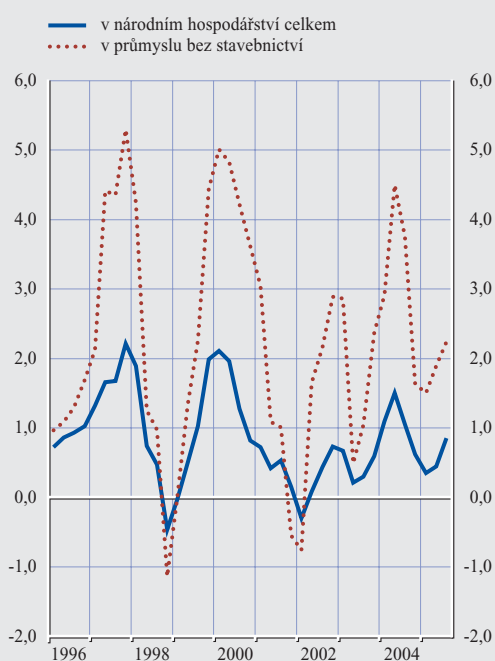
4) V % pracovní síly podle doporučení ILO.

k flexibilnějším trhům práce, v mnoha zemích je zapotřebí realizovat ambicióznější reformy. Pouze rozhodný přístup ke strukturálním

reformám na trhu práce umožní v budoucích letech významně snížit míru nezaměstnanosti, aniž by došlo k ohrožení cenové stability.

### Graf 31 Produktivita práce

(meziroční změny v %)



Zdroj: Eurostat.

Růst produktivity práce zůstal v roce 2005 utlumený (viz graf 31). Růst produktivity v sektoru průmyslu (bez stavebnictví) zůstal nad růstem produktivity ekonomiky jako celku. V eurozóně byl růst produktivity v posledních letech zklamáním. Snížil se z více než 2 % v devadesátých letech 20. století na pozdější hodnotu jen mírně přesahující 1 %. Nižší růst produktivity v eurozóně částečně souvisí s vyšší zaměstnaností, ale projevuje se zde také nedostatečné využití nových technologií zvyšujících produktivitu. Struktura růstu produktivity práce v posledních letech také ukazuje, že při objasňování růstu produktivity práce hraje určitou roli i nižší kvalita práce<sup>10</sup>. Předběžné empirické důkazy spojují relativně špatnou výkonnost produktivity v zemích eurozóny s nedostatkem konkurence a s legislativou na ochranu zaměstnanosti<sup>11</sup>. Z hlediska budoucího vývoje tyto skutečnosti

10 Viz G. Schwerdt a J. Turunen, Growth in euro area labour quality, ECB Working Paper č. 575, leden 2006.

11 Viz G. Nicoletti a S. Scarpetta, „Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in OECD“, Working Paper ekonomického oddělení OECD č. 460, listopad 2005.

naznačují, že v oblasti lidského kapitálu by politiky měly směřovat k dosažení vyššího vzdělání a k zajištění větší pracovní praxe.

Patrná je také zřetelná potřeba hospodářských politik, které stimulují inovace a podporují používání technologií zvyšujících produktivitu.

#### Box 6

### POSTUP ZAVÁDĚNÍ STRUKTURÁLNÍCH REFORM NA TRZÍCH PRÁCE, ZBOŽÍ A SLUŽEB V EVROPSKÉ UNII

Intenzivnější konkurence, rychlé technologické změny a stárnutí populace znamená, že se evropské země musí zabývat novými problémy a přemýšlet je v příležitosti. Pokud jde o trhy práce, zboží a služeb, tyto úkoly zahrnují zvýšení flexibility trhu práce, zlepšení dovedností pracovní síly, dokončení jednotného trhu (včetně služeb), podporu inovací a posílení podnikatelského prostředí. To vyžaduje strukturální reformy, které zlepší potenciál hospodářského růstu Evropy, podpoří tvorbu pracovních míst, usnadní přizpůsobení a zvýší odolnost vůči šokům.

V reakci na tyto úkoly se Evropská rada na svém zasedání na jaře 2005 dohodla, že Komise, Rada a členské státy by měly znovu spustit lisabonskou strategii – ambiciózní agendu reforem zavedenou v březnu 2000 – s obnoveným zaměřením na udržitelný růst a pracovní místa<sup>1</sup>. V tomto kontextu a na návrh Komise Rada ECOFIN přijala v roce 2005 na tříleté období (2005 – 2008) Integrované zásady pro růst a zaměstnanost (Integrated Guidelines for Growth and Jobs), které zahrnují nové Hlavní směry hospodářské politiky (Broad Economic Policy Guidelines) a Zásady politiky zaměstnanosti (Employment Guidelines). Tyto zásady pro hospodářskou politiku a politiku zaměstnanosti mj. vyžadují strukturální reformy, které zlepší fungování trhů práce, zboží a služeb v EU. Na základě integrovaných zásad zpracovaly členské státy národní programy reforem, kde uvádějí své plánované strukturální reformy na období 2005 – 8 (viz část 1 kapitoly 4). V červenci 2005 přijala Komise paralelní Lisabonský program Společenství, který doplňuje národní programy reforem opatřeními, jež mají být přijata na evropské úrovni.

Jednou z nejdůležitějších priorit národních programů reforem je zlepšení efektivity trhů práce. Vzhledem k tomu, že v EU je stále 20 milionů nezaměstnaných, bylo zvyšování míry zaměstnanosti a snižování míry nezaměstnanosti dosud pomalé. Ačkoliv členské státy oznámily mnoho reformních opatření ke zlepšení efektivity trhů práce, zdá se, že pro splnění cílů zaměstnanosti lisabonské strategie jsou zapotřebí naléhavější kroky. Zejména se musí zvýšit míry participace a zaměstnanosti žen, pracovníků mladších 25 let a pracovníků starších 55 let. V tomto kontextu bylo v roce 2005 cílem politik zaměstnanosti v jednotlivých členských státech hlavně ovlivnit nabídku pracovních sil prostřednictvím pobídek, které měly přimět více lidí vstoupit na trh práce. Většina těchto hospodářskopolitických opatření se týkala zdanění práce, aktivních politik na trhu práce, dávek v nezaměstnanosti a sociálních dávek. Cílem většiny opatření přijatých v oblasti zdanění práce bylo snížit daňovou zátěž práce, aby se snížením nákladů práce stimulovala zaměstnanost. V souvislosti s aktivními politikami trhu práce několik zemí restrukturalizovalo své veřejné služby v oblasti zaměstnanosti. V oblasti dávek v nezaměstnanosti a sociálních dávek byla přijata různá opatření zaměřená na cílenější intervence, přísnější kontroly a striktnější podmínky pro poskytování dávek. Některé země EU dosud hlásily celkově pozitivní účinky, které mělo na jejich trhy práce otevření hranic migraci

<sup>1</sup> Viz článek s názvem „The Lisbon strategy – five years on“ ve vydání Měsíčního bulletinu ECB z července 2005.

z nových členských států. Zároveň bylo zahájeno jen málo reforem týkajících se systému předčasného odchodu do důchodu.

Evropě také hrozí ztráta pozice ve srovnání s konkurenty, jestliže se nezlepší podnikatelské ovzduší pokud jde o konkurenci a regulaci. Trhy zboží, služeb a energií, včetně síťových odvětví, stále nejsou plně konkurenční. Celkově se proces zlepšování regulace na národní úrovni a na úrovni EU zrychlil. V souvislosti se službami bude významným krokem k dokončení vnitřního trhu implementace směrnice ES o službách na vnitřním trhu. Je však zapotřebí více opatření, která odstraní překážky vstupu a zajistí řádné fungování trhů včetně síťových odvětví.

Reformy trhů práce, zboží a služeb je potřebné doplnit reformami, které vytvoří správné ovzduší pro rozvoj znalostí a pro inovace. Pokud však jde o výdaje na výzkum a vývoj, EU se pohybuje v mezinárodních žebříčcích ve spodních patrech. Podíl těchto výdajů na HDP od roku 2001 víceméně stagnuje na hodnotě okolo 1,9 % HDP. To je daleko méně než lisabonský cíl 3 %. I když mnohé členské státy ve svých národních programech reforem plánují významné zvýšení celkových výdajů na výzkum a vývoj do roku 2010, ve střednědobém a dlouhodobém horizontu je třeba více usilovat o podporu zejména soukromých výdajů na výzkum a vývoj. Pokud jde o vzdělávání, tato oblast potřebuje větší důraz, aby vývoj kvality práce zůstal v souladu s cíli lisabonské strategie.

Souhrnně řečeno, v roce 2005 bylo dosaženo dalšího pokroku v realizaci strukturálních reforem. Reformní opatření zahájená v kontextu obnovené lisabonské strategie, která byla následně oznámena v Lisabonském programu Společenství a v národních programech reforem, jsou dalším vítaným krokem správným směrem. Na základě těchto programů je nyní třeba zrychlit celkové tempo reforem.

## 2.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

### NEUSPOKOJIVÝ ROZPOČTOVÝ VÝVOJ V ROCE 2005

Fiskální vývoj v eurozóně vykazoval po celý rok 2005 velmi malý pokrok směrem ke zdravým veřejným rozpočtům. Podle nejnovějších dostupných údajů z aktualizovaných programů stability členských států deficit eurozóny mírně poklesl na 2,5 % HDP, což nestačilo zabránit dalšímu zvýšení průměrného dluhu eurozóny v poměru k HDP (viz tabulka 5). Odhadovaný rozpočtový výsledek za rok 2005 odrážel určité zpřísnění fiskální politiky v podmínkách mírného hospodářského růstu.

Několik zemí nesplnilo své rozpočtové cíle stanovené v aktualizovaných programech stability vypracovaných na konci roku 2004 a v prvním pololetí roku 2005. Očekávané výsledky byly v průměru o 0,2 procentního

bodu HDP nižší než cílové hodnoty, částečně v důsledku nižšího než očekávaného hospodářského růstu, ale také z důvodu nedostatečné konsolidace a překročení výdajů v některých zemích. Tento odhadovaný propad byl zvláště výrazný v některých ze zemí, které již vykazaly velké deficity. Zhoršení rozpočtových pozic v roce 2005 je také patrné v nárůstu počtu zemí, které zaznamenaly deficit nad referenční hodnotou 3 % HDP oproti aktualizovaným programům stability pro rok 2004. Odhaduje se, že nad referenční hodnotou byly deficity čtyř zemí (tj. Německa, Řecka, Itálie a Portugalska), přestože programy stability předpokládaly, že se nad touto hodnotou budou nacházet pouze dvě země. S výjimkou Portugalska, kde byla k udržení deficitu na hodnotě 3 % HDP nebo pod ní použita v letech 2002-2004 významná dočasná opatření, vykazovaly tyto země deficity nad referenční hodnotou po většinu období od

**Tabulka 5 Fiskální pozice v eurozóně**

(v % HDP)

	Přebytek (+) / deficit (-) vládních institucí			údaje z programů stability za rok 2005
	2002	2003	2004	
<b>Eurozóna</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Belgie	0,0	0,1	0,0	0,0
Německo	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Řecko	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Španělsko	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Francie	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irsko	-0,6	0,2	1,4	0,3
Itálie	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Lucembursko	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Nizozemsko	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Rakousko	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugalsko	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finsko	4,3	2,5	2,1	1,8

	Hrubý dluh vládních institucí			údaje z programů stability za rok 2005
	2002	2003	2004	
<b>Eurozóna</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>	<b>70,8</b>	<b>71,0</b>
Belgie	105,8	100,4	96,2	94,3
Německo	61,2	64,8	66,4	67,5
Řecko	111,6	108,8	109,3	107,9
Španělsko	53,2	49,4	46,9	43,1
Francie	58,8	63,2	65,1	65,8
Irsko	32,4	31,5	29,8	28,0
Itálie	108,3	106,8	106,5	108,5
Lucembursko	6,8	6,7	6,6	6,4
Nizozemsko	51,3	52,6	53,1	54,4
Rakousko	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugalsko	56,1	57,7	59,4	65,5
Finsko	42,3	45,2	45,1	42,7

Zdroje: Evropská komise (2002-2004), aktualizované programy stability pro období 2005-2006 (2005) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje vycházejí z definice postupu při nadměrném schodku. Rozpočtová salda nezahrnují výnosy z prodeje licencí UMTS.

zavedení eura v roce 1999. Očekává se, že Německo za rok 2005 vykáže deficit ve výši 3,3 % HDP a Francie dosáhne hodnoty 3,0 %. Deficit Německa tak zůstal nad úrovní 3 % HDP již počtvrté v řadě. Následně po zásadních statistických revizích v roce 2004 vyšlo podle metodiky ESA 95 najevo, že Řecko vykazovalo deficity nad referenční hodnotou od roku 1997, přičemž pro rok 2005 se očekává deficit ve výši 4,3 % HDP. Rovněž Itálie výrazně překročila v roce 2005 referenční hodnotu a odhaduje deficit ve výši 4,3 % HDP. Portugalsko téměř zdvojnásobilo svůj deficit v porovnání s rokem 2004 a dosáhlo hodnoty 6,0 % HDP poté, co skončila významná dočasná fiskální opatření.

Rozpočtový výsledek za eurozónu jako celek charakterizuje fiskální politiku jako mírně

restriktivní. Odhadovaný růst reálného HDP zůstal pod svou potenciální úrovní, což znamená, že hospodářský cyklus měl negativní vliv na rozpočtový vývoj. Úrokové platby zůstaly stabilní a odrážely historicky nízké úrokové sazby.

Ačkoli se potřeby konsolidace v jednotlivých zemích eurozóny značně lišily a odhady cyklicky očištěných fiskálních bilancí jednotlivých zemí se pohybovaly od přebytku ve výši 2,5 % HDP až po deficit na úrovni přibližně 5 % HDP, strukturální zlepšení stavu veřejných financí v řadě zemí stále nedosahovalo požadované úrovně. Dočasná a jednorázová opatření na snížení deficitu situaci poněkud zkreslují, i když v menší míře než v předchozích letech, a jak je zřejmé z jejich

charakteru, nevedly k trvalému zlepšení. Pokud jde o eurozónu jako celek, odhaduje se, že se vládní výdaje i příjmy v poměru k HDP mírně zvýšily. Snižování přímých daní a příspěvků na sociální zabezpečení víceméně vykompenzovalo omezenou restrikcí výdajů a zvyšování nepřímých daní v roce 2005.

Očekává se, že se poměr dluhu k HDP v eurozóně v roce 2005 třetí rok v řadě zvýšil a činil 71,0 % HDP. Toto zvýšení bylo taženo nízkým primárním přebytkem, skutečností, že hospodářský růst byl nižší než implicitní úroková sazba veřejného dluhu, a v některých případech úpravami finančních stavů a toků zvyšujícími dluh. Většina zemí eurozóny zaznamenala dluh přesahující referenční hodnotu 60 % HDP. V mnoha případech poměr

dluhu k HDP nadále rostl. Nejvyšší hodnoty v eurozóně dosáhla Itálie, jejíž dluh se odhaduje ve výši 108,5 % HDP. Dluh Řecka klesl pouze nepatrně a v roce 2005 nadále přesahoval 100 % HDP. Očekává se, že další tři země překračující referenční hodnotu 60 % HDP (tj. Německo, Francie a Portugalsko) poměr svého dluhu k HDP nesnížily. Přestože se odhaduje, že Belgie v roce 2005 opět dosáhla vyrovnaného rozpočtu (částečně díky dočasným opatřením), snižování podílu jejího dluhu se značně zpomalilo v důsledku značného přizpůsobení deficitu a dluhu. Pokračující významná rozpočtová nerovnováha a nepříznivá dynamika dluhu v eurozóně se také odrazily v objemu emise dluhových cenných papírů vládního sektoru (viz box 7).

## Box 7

### VÝVOJ EMISE DLUHOVÝCH CENNÝCH PAPIRŮ VLÁDNÍHO SEKTORU V EUROZÓNĚ

Emise dluhových cenných papírů vládního sektoru byla v roce 2005 nadále silná, jelikož vlády měly větší potřebu financovat své rozpočtové deficity. Do roku 1999, kdy byla zahájena třetí etapa HMU, většina zemí eurozóny vykazovala pouze malou rozpočtovou nerovnováhu nebo dokonce přebytek, a tyto země měly proto nízkou potřebu výpůjček. Od roku 2000 se ale rozpočtové pozice začaly zhoršovat (částečně v důsledku horších ekonomických podmínek) a následně se zvýšily celkové požadavky zemí eurozóny na výpůjčky. Tento vývoj se odráží ve zvýšení poměru dluhu k HDP i v meziročním tempu růstu dluhových cenných papírů emitovaných vládním sektorem v eurozóně. To se v posledních čtyřech letech pohybovalo v průměru kolem 4,5 % (viz tabulka A).

Analýza struktury nesplacených dluhových cenných papírů vládního sektoru ukazuje, že emisi vládního dluhu provádí převážně ústřední vláda, jejíž podíl na nesplacených dluhových cenných papírech činil v prosinci 2005 93,8 %. Zbývajících 6,2 % připadlo na ostatní složky vládního sektoru. Nicméně i tyto složky začaly vyvíjet vyšší aktivitu. Podíl dluhových cenných papírů emitovaných ústřední vládou se v rozmezí let 1998 až 2005 trvale snižoval, zatímco se podíl

Tabulka A Meziroční tempa růstu dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny

(v %; ke konci období)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vládní instituce celkem	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
<i>Dlouhodobé</i>	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
s pevnou sazbou			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
s pohyblivou sazbou			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
<i>Krátkodobé</i>	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Zdroj: ECB.



**Tabulka B Struktura nesplacených dluhových cenných papírů emitovaných vládami zemí eurozóny**

(v % z celkových dluhových cenných papírů emitovaných vládními institucemi; ke konci období)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ústřední vláda	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Dlouhodobé cenné papíry</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Krátkodobé cenné papíry</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Ostatní vládní instituce	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Dlouhodobé cenné papíry</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Krátkodobé cenné papíry</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vládní instituce celkem								
<i>Dlouhodobé</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
s pevnou sazbou	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
s pohyblivou sazbou	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>Krátkodobé</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Vládní instituce celkem								
v mld. EUR	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

Zdroj: ECB.

dluhových cenných papírů emitovaných ostatními složkami vládního sektoru zdvojnásobil (viz tabulka B).

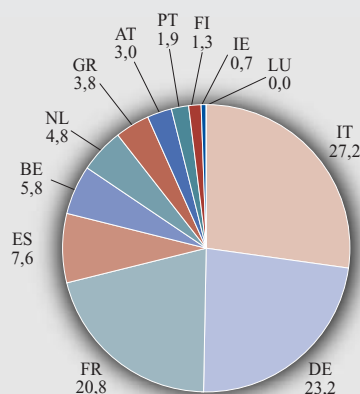
V oblasti řízení dluhu se země nadále zaměřovaly na dlouhodobý horizont. Důležitým faktorem, díky kterému se zvýšila atraktivita dlouhodobých dluhových cenných papírů emitovaných vládami, byla nízká úroveň úrokových sazeb. Dlouhodobé závazky činily na konci roku 2005 de facto 92,3 % nesplacených dluhových cenných papírů, zatímco podíl krátkodobých dluhových cenných papírů byl pouze 7,7 %. To je také v souladu se záporným tempem růstu krátkodobých dluhových cenných papírů v roce 2005. Meziroční tempo růstu dlouhodobých dluhových cenných papírů v roce 2005 mírně pokleslo na 4,8 % z 5,7 % v roce 2004.

Z tabulky B vyplývá, že velká většina dlouhodobých dluhových cenných papírů veřejného sektoru byla emitována s fixní úrokovou sazbou. Postupem času se podíl dlouhodobých dluhových cenných papírů s pohyblivou sazbou výrazně snížil, a to z 11,9 % v roce 1998 na 7,9 % v prosinci 2005. Určujícím faktorem tohoto vývoje byl postupný pokles termínových premií vyplácených některými vládami u dlouhodobých cenných papírů s fixní sazbou v prostředí cenové stability, ke kterému docházelo na konci 90. let. Podíl dluhových cenných papírů s pohyblivou sazbou se ale v roce 2005 mírně zvýšil na 7,9 % ze 7,7 % v roce 2004. Jedinou zemí, kde je podíl dluhových cenných papírů s pohyblivou sazbou výrazně nad průměrem eurozóny, je Itálie (21 %), i když se tento podíl od roku 1998 podstatně snížil. Tempo růstu dlouhodobých cenných papírů s pohyblivou sazbou se v eurozóně v roce 2005 zvýšilo na 9,3 % a odrazil se v něm vývoj emise dluhových cenných papírů v jiných segmentech trhu, jako jsou měnové finanční instituce (viz část 2.2 této kapitoly). Tento nárůst může souviset s tím, že cenné papíry s pohyblivou sazbou pozitivně ovlivnila velice nízká úroveň krátkodobých úrokových sazeb (viz tabulka A).

Celkově lze konstatovat, že současné trendy ve struktuře vládního financování odrážejí tu skutečnost, že strategie řízení dluhu jednotlivých zemí využily příznivého vývoje podmínek na finančním trhu vyplývajících z hospodářských politik více orientovaných na stabilitu v průběhu minulého desetiletí. Nejlépe je tato výhoda pro veřejnost zřejmá ve výrazně nižším podílu státního rozpočtu vynakládaného na splátky úroků.

**Graf A Nesplacené státní dluhové cenné papíry v eurozóně podle země emitenta v roce 2005**

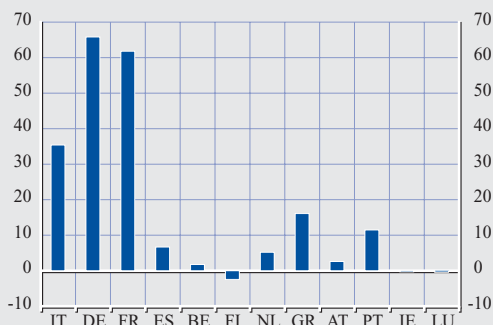
(v %; ke konci období)



Zdroj: ECB.

**Graf B Čisté emise státních dluhových cenných papírů v eurozóně podle země emitenta v roce 2005**

(v mld. EUR; průměry za období)



Zdroj: ECB.

Pohled na celkové částky nesplaceného dluhu vládního sektoru v září 2005 (viz graf A) ukazuje, že zdaleka největším emitentem je Itálie s 28% podílem na celkové částce v eurozóně. Následuje Německo s 23 % a Francie s 20 %. Vlády pouze těchto tří zemí se podílejí na celkovém dluhu eurozóny více než dvěma třetinami. Při srovnání úrovně čisté emise v roce 2005 dosahuje nejvyšší částky Německo (65,8 mld. EUR). Za ním je Francie s částkou ve výši 61,8 mld. EUR a Itálie s 35,4 mld. EUR (viz tabulka B).

### VYHLÍDKY VEŘEJNÝCH FINANČÍ V ROCE 2006

Poslední aktualizace programů stability naznačují, že cíle představují pokrok v konsolidaci, který se ve většině případů v zásadě shoduje s revidovaným Paktem stability a růstu. Ale stejně jako v předchozích letech nemají mnohé vlády dostatečně konkrétní či věrohodné plány na komplexní řešení své fiskální nerovnováhy. Jsou patrné určité záměry na omezení výdajů, ale očekává se, že tyto úspory budou vykompenzovány snížením daní a ve výsledku dojde k poklesu vládních výdajů i příjmů. V důsledku toho se lze obávat, že většina zemí opět učiní příliš málo pro omezení deficitů a také nenaplní záměry komplexních strukturálních reforem. Pro rok 2006 programy stability naznačují mírný pokles průměrného deficitu eurozóny ve výši 0,2 procentního bodu na 2,3% HDP a růst ekonomiky blízko potenciálu. Za těchto okolností bude mít hospodářský cyklus v roce 2006 neutrální vliv

na fiskální vývoj a na úrovni eurozóny dojde k mírnému poklesu úrokových plateb. Průměrná míra dluhu zůstane v podstatě stabilní blízko úrovně 71 % HDP.

Pokud jde o země s nadměrným deficitem, Řecko se snaží snížit svůj deficit pod hranici 3 % v roce 2006, přičemž Německo a Itálie toto plánují až na rok 2007, a Portugalsko chce napravit svůj nadměrný deficit v roce 2008. Ačkoli tyto země spolu s Francií plánují dosažení fiskálních pozic v souladu se svými střednědobými cíli mimo svůj programový horizont, všechny ostatní země tak učiní nejpozději do roku 2008.

## **NEZBYTNOST STRATEGICKÉHO OBRATU VE FISKÁLNÍ POLITICE**

Minulý a budoucí fiskální vývoj, zaznamenaný Evropskou komisí a nastíněný v aktualizovaných programech stability, přináší řadu závažných úkolů.

Zprvé by měla být prioritou fiskální konsolidace. Zvláště znepokojivý je počet zemí s výraznou fiskální nerovnováhou. Zlepšující se výhled růstu poskytuje zemím dobrou příležitost pokročit směrem k nápravě nadměrných deficitů a dosáhnout zdravých veřejných financí. Zdá se ale, že bez dodatečných opatření nebude moci řada zemí naplnit své konsolidační závazky. Toho je nutné se vyvarovat, zejména v zájmu obnovení kredibility revidovaného Paktu stability a růstu. Evropský fiskální rámec je základním pilířem HMU, který ukotvuje očekávání ohledně fiskální disciplíny a tím přispívá k růstu, stabilitě a soudržnosti v eurozóně.

Zadruhé, za účelem zlepšení fiskální situace klade revidovaný Pakt v souladu s ekonomickými úvahami velký důraz na trvalou konsolidaci rozpočtových sald místo jednorázových a dočasných opatření. Bylo by proto velice vítaným krokem, kdyby se země spoléhaly na tato opatření v menší míře, jak to předpokládají některé vlády. Je evidentní, že dočasná opatření mohou odsunout snahu o konsolidaci, která je nezbytná pro řešení strukturálních rozpočtových problémů řady zemí eurozóny. Krátkodobé zisky dosažené za pomoci těchto opatření navíc mohou v budoucnosti způsobit zhoršení veřejných financí. To by mohlo vést k vyššímu fiskálnímu zatížení pozdějších generací.

Zatřetí, většina zemí eurozóny potřebuje komplexní reformní strategii na podporu zaměstnanosti a růstu. Tyto reformy musí obsahovat plán fiskální konsolidace. Vzhledem k tomu, že mnoho zemí chce jako součást této strategie snížit efektivní sazby daně z pracovních a kapitálových příjmů, má klíčový význam kontrola veřejných výdajů. Strukturální reformy výdajů jsou zásadní pro zdravé a růst

podporující veřejné finance. Jestliže mají výdaje podpořit investice, inovace a zaměstnanost, musejí být směřovány k produktivním cílům. Současně je zřejmě potřebné posílit mechanismy kontroly výdajů, aby nedošlo k jejich překročení, které často vede k úpravě cílů rozpočtového deficitu směrem nahoru. V mnoha případech bude za účelem zlepšení kvality veřejných výdajů také nezbytné přezkoumat závazky vlád. Tak budou země schopny dosáhnout zdravých financí a zároveň přiměřeně financovat klíčové programy veřejného sektoru.

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

### **EURO V ROCE 2005 OSLABILO**

Po velkém posílení v průběhu posledních tří měsíců roku 2004 euro v první polovině roku 2005 oslabilo. Jednalo se o oslabení vůči většímu počtu měn, nejvýrazněji se však projeвило vůči americkému dolaru a několika asijským měnám, které byly formálně nebo fakticky navázané na americký dolar. Poté, co se euro vzpamatovalo ze svých dřívějších ztrát vůči japonskému jenu, byly výkyvy u většiny dalších bilaterálních kurzů eura relativně drobné a v důsledku toho se nominální efektivní kurz eura do konce roku 2005 stabilizoval přibližně na 6 % pod svou úroveň na začátku roku (viz graf 32).

Na konci roku 2004 euro dosáhlo nejvyšší úrovně od svého zavedení v roce 1999, pokud jde o nominální efektivní kurz i o kurz vůči americkému dolaru. Poté trh začal měnit své vnímání faktorů ovlivňujících devizové kurzy, a to vedlo k oslabení eura. V té době sílily známky zvyšování hospodářské aktivity ve Spojených státech i v Japonsku, zatímco vyhlídky eurozóny byly nadále převážně vnímány jako slabší. Především ve Spojených státech zprávy naznačující výraznou hospodářskou aktivitu spolu s indikacemi zvyšujících se inflačních tlaků zjevně přesunuly pozornost trhu od velkého a trvajících deficitů běžného účtu k očekáváním vyšších úrokových sazeb ve Spojených státech, což podpořilo

americkou měnu. Tento proces zaznamenal pouze krátkou přestávku v období od poloviny února do začátku března 2005, kdy se americká měna dostala dočasně pod tlak v rámci určitých spekulací o možné diverzifikaci devizových rezerv některých centrálních bank. Od poloviny března se však postoj trhu vůči dolaru zlepšoval, kdežto vůči euru byl negativnější, a tento vývoj se dále zhoršil na počátku června po odmítnutí Smlouvy o Ústavě pro Evropu ve Francii a Nizozemsku. Pokles vnější hodnoty eura v období od poloviny března do konce července pouze částečně kompenzovalo jeho posílení vůči měnám čtyř největších nových členských států EU. Zdá se, že dočasné snížení globální ochoty riskovat ovlivnilo investiční rozhodnutí ve střední a východní Evropě, zejména v období od poloviny března do začátku června, což vedlo k takřka všeobecnému oslabení měn v tomto regionu.

V průběhu druhé poloviny roku 2005 devizovým trhům nadále dominovaly cyklické faktory, kdežto strukturální faktory zůstaly spíše v pozadí. Dolar byl zřejmě nadále podporován rozšiřujícím se úrokovým diferencíálem Spojených států v poměru k ostatním velkým ekonomikám. Dále tomu napomohly toky peněz do amerických podniků související se zákonem o domácích investicích<sup>12</sup> a zprávy, že zahraniční poptávka po amerických aktivech se nadále zvyšovala, což pravděpodobně zmírnilo obavy trhu o financování deficitu běžného účtu USA. Znamky zlepšení podnikatelského ovzduší v eurozóně však silnou pozici dolaru vykompenzovaly, a euro tedy vůči americkému dolaru kleslo v období od července do konce prosince 2005 pouze marginálně. Zlepšení japonského ekonomického výhledu zjevně nestačilo ke kompenzaci tlaku na pokles japonského jenu, který pramenil z vyšších cen ropy a z rozšiřujícího se diferenciálu výnosů mezi Japonskem a ostatními hlavními ekonomikami. V důsledku toho zaznamenal japonský jen v druhé polovině roku 2005 oslabení vůči řadě měn. Čína 21. července opustila navázání na americký dolar a přešla na řízený floatingový režim ve vztahu ke koši měn. Tuto změnu pocítili většinou v Asii a nezdálo

se, že by měla trvalejší přímý dopad na devizový kurz eura.

Kurz eura 30. prosince 2005 činil 1,20 USD. To bylo zhruba o 11 % méně než na začátku roku. V roce 2005 euro také oslabilo vůči libře šterlinků (o 3,9 %), norské koruně (o 2,5 %) a australskému a kanadskému dolaru (o 7,0 % a 14,4 %). Oslabilo také vůči některým měnám nových členských států EU, a to vůči polskému zlotému (o 5,4 %) a české koruně (o 4,7 %). Ve stejném období zůstalo euro vůči japonskému jenu a švýcarskému franku téměř beze změn.

Oslabení eura vůči výše uvedeným měnám bylo pouze částečně kompenzováno jeho mírným posílením vůči maďarskému forintu a významnější apreciaci vůči švédské koruně (o 5,1 %).

V lednu roku 2006 euro posílilo vůči většině hlavních měn, avšak v únoru opět oslabilo. Zdá se, že vývoj devizového kurzu eura v prvních dvou měsících roku 2006 ovlivnila především očekávání trhu o budoucím nastavení měnové politiky, a to zejména v eurozóně, ve Spojených státech a v Japonsku. Dne 24. února 2006 byl nominální efektivní kurz eura asi o 0,3 % pod úroveň ze začátku roku.

Reálný efektivní devizový kurz eura na základě nákladových a cenových ukazatelů v roce 2005 rovněž klesl v souladu se snížením nominálního efektivního kurzu (viz graf 32). Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 byly indexy reálného efektivního devizového kurzu eura mírně nad úrovní zaznamenanou v prvním čtvrtletí roku 1999 a poblíž průměrné úrovně za posledních deset let.

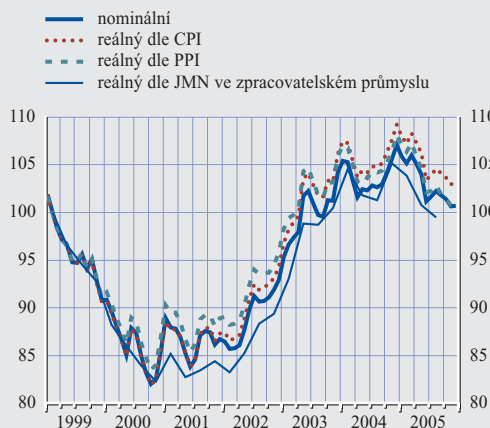
#### **SALDO BĚŽNÉHO ÚČTU SE V ROCE 2005 ZHORŠILO PŘEDVŠÍM V DŮSLEDKU VYŠŠÍCH NÁKLADŮ NA DOVOZ ROPY**

V roce 2005 běžný účet eurozóny zaznamenal deficit 29 mld. EUR (tj. 0,4 % HDP) oproti

<sup>12</sup> Zákon o domácích investicích (Homeland Investment Act) umožňuje americkým společnostem repatriovat zisky ze zahraničí s výhodnou daňovou sazbou v průběhu příslušných fiskálních let.

**Graf 32 Nominální a reálný efektivní devizový kurz eura<sup>1)</sup>**

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

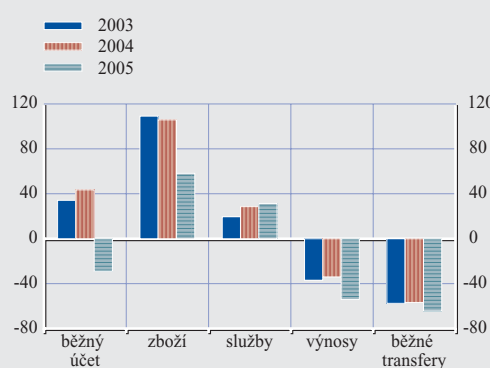


Zdroj: ECB.

1) Pohyb indexů EER nahoru znamená apreciaci eura. Poslední měsíční údaje jsou z prosince 2005. V případě reálného EER založeného na JMN ve zpracovatelském průmyslu je nejnovější údaj za třetí čtvrtletí 2005 a je zčásti postaven na odhadech.

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

(v mld. EUR; sezonně očištěné údaje)



Zdroj: ECB.

přebytku 43,5 mld. EUR v roce 2004 (0,6 % HDP). Tento pokles byl v podstatě důsledkem zhoršení přebytku obchodní bilance a v menší míře zvětšení schodku bilance výnosů, zatímco bilance služeb a běžných transferů zůstala v podstatě beze změny (viz graf 33).

Teritoriální struktura běžného účtu eurozóny, která je k dispozici do třetího čtvrtletí roku 2005, ukazuje, že výrazné snižování kumulovaného přebytku běžného účtu za 12měsíční období do září 2005 bylo většinou způsobeno zvýšením deficitu obchodu s ropou se zeměmi vyvážejícími ropu. Ve stejném období zůstal přebytek se Spojenými státy v podstatě beze změn (na hodnotě přibližně 41 mld. EUR), zatímco přebytek s jinými zeměmi v EU vzrostl o 14 mld. EUR, a to převážně v důsledku zvýšení přebytku se Spojeným královstvím.

V roce 2005 se přebytek obchodní bilance snížil o 47,6 mld. EUR, jelikož hodnoty dovozu rostly rychleji než hodnoty vývozu. Hodnoty dovozu zboží se zvyšovaly zhruba stejným tempem jako v roce 2004, zatímco růst hodnot dovozu zboží se poněkud zrychlil. Schodek bilance výnosů se

zejména ke konci roku prudce zvýšil v důsledku většího nárůstu plateb.

Vývoji obchodu se zbožím lze lépe porozumět, jestliže hodnoty vývozu a dovozu zboží mimo eurozónu rozčleníme na základě statistiky zahraničního obchodu Eurostatu na složku cenovou a objemovou (dostupné údaje se týkají období do listopadu 2005). Toto rozdělení ukazuje, že rychlý růst hodnoty dovozu, ke kterému došlo v roce 2005, lze přičíst zejména výraznému růstu hodnoty dovozu energetických produktů, což ve značné míře odráží zvýšení cen ropy. Navíc zejména v druhé polovině roku vzrostl objem dovozu. Po nevýrazném vývoji v první části roku 2005 se objemy dovozu zvýšily vlivem oživení celkové konečné poptávky v eurozóně.

Pokud jde o vývoz, k růstu hodnot vývozu zboží přispěly v roce 2005 vývozní ceny i objem vývozu. Zvýšení vývozních cen bylo částečně způsobeno nárůstem nákladů souvisejícím s vyššími cenami ropy. V průběhu roku se objem vývozu zboží zvyšoval většinou díky vývoji zahraniční poptávky po zboží z eurozóny. Po slabém vývoji v prvním čtvrtletí se růst

zahraniční poptávky ve zbývající části roku prudce zvyšoval, i když pomaleji než v předchozím roce. Výrazně rostl zejména vývoz do Asie (zejména do Číny) a do nových členských států EU, jelikož se zde projevoval silný růst ekonomik těchto regionů v roce 2005. Vývoz z eurozóny také využil recyklaci příjmů z vývozu ropy uskutečněnou zeměmi vyvážejícími ropu (viz box 8). Pokud jde o produkty, nejsilnější růst zaregistroval vývoz

investičních statků, zatímco vývoz spotřebního zboží byl nižší. Co se týče cenové konkurenceschopnosti, objem vývozu na začátku roku negativně ovlivnily zpožděné dopady posílení eura, avšak pozdější oslabení eura pravděpodobně pomohlo objemu vývozu překonat tempo růstu zahraniční poptávky ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2005.

#### Box 8

#### RECYKLACE ROPNÉHO ÚČTU A JEJÍ DOPAD

Zvyšování cen ropy a stoupající objem produkce od roku 2002 přinášejí zemím vyvážejícím ropu podstatně vyšší příjmy z vývozu ropy. Tento box se zaměřuje na příjmy z vývozu Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) a Společenství nezávislých států (SNS), které společně produkují přibližně 70 % mezinárodně obchodované ropy. Odhaduje se, že společné příjmy zemí OPEC a SNS se z 250 mld. USD v roce 2002 zvýšily přibližně na 630 mld. USD v roce 2005 (viz graf A). Tento box analyzuje zpětné efekty pramenící ze zvyšujících se příjmů z ropy („recyklace ropného účtu“), a to zejména dva hlavních kanály – finanční trhy a mezinárodní obchod – kterými se zisky z vývozu ropy přenášejí do zemí dovážejících ropu.

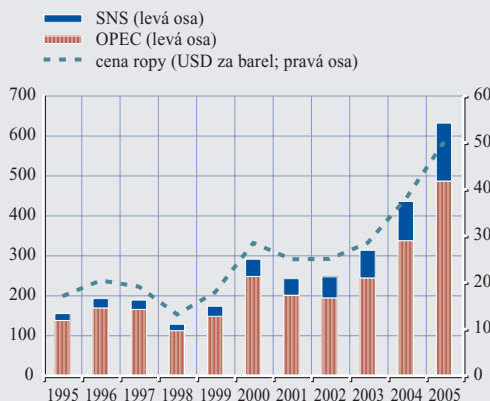
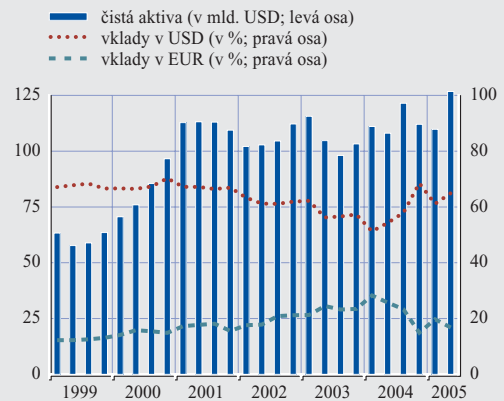
Jedním z možných scénářů, který souvisí s přerozdělováním bohatství po období trvale vysokých cen ropy, je, že země vyvážející ropu zvyšují své vklady u mezinárodních bank nebo nakupují zahraniční akcie a dluhové nástroje. Země OPEC obvykle investují hlavně do amerických aktiv a trhů a své bankovní vklady uskutečňují téměř výlučně v amerických dolarech. Činily tak zejména po druhém ropném šoku na počátku osmdesátých let 20. století. Stejně tak zvyšování cen ropy v období od poloviny roku 1998 do konce roku 2000 doprovázelo s mírným zpožděním téměř zdvojnásobení stavu čistých aktiv zemí OPEC držených v mezinárodních bankách – jedná se o měřítko čistého směřování finančních prostředků zemí OPEC do vkladů u mezinárodních bank. To však nebyl případ posledního období zvyšujících se cen ropy, neboť stav čistých aktiv zemí OPEC zůstává podle bank podávajících zprávy Bance pro mezinárodní platby (Bank of International Settlements, BIS) od prvního čtvrtletí roku 2001 stejný (viz graf B)<sup>1</sup>. Tento model investic, který lze vyzkoušet sledováním rozvahových pozic bank, však nemusí poskytovat úplný obrázek. Podíváme-li se na přeshraniční kapitálové toky, došlo podle ministerstva financí USA ke zvýšení držby státních cenných papírů USA zeměmi OPEC od ledna 2001 do září 2005 o 92 % (z 28,5 mld. USD na 54,6 mld. USD). Příjmy z vývozu ropy byly zřejmě také směřovány do státních cenných papírů USA prostřednictvím off-shore trhů.

Byly zaznamenány některé viditelné změny v členění aktiv zemí vyvážejících ropu podle měn. Ekonomiky zemí OPEC postupně zvýšily podíl eurových vkladů z 12 % na začátku roku 1999

<sup>1</sup> Viz BIS Quarterly Review (prosinec 2005); s. 25–27. Čistými aktivy se rozumí rozdíl mezi aktivy zemí OPEC a jejich závazky vůči bankám podávajícím zprávy BIS a jedná se o měřítko čistého směřování finančních prostředků do mezinárodního bankovního systému.

**Graf A Příjmy z vývozu ropy**

(v mld. USD, není-li uvedeno jinak)

**Graf B OPEC: čistá aktiva a podíly měn na vkladech**

Zdroje: International Energy/Agency a odhady ECB.

Zdroje: BIS a výpočty ECB.

Poznámka: Poslední údaje jsou za 2. čtvrtletí roku 2005.

na více než 28 % na konci prvního čtvrtletí roku 2004. Tento vývoj byl doprovázen trvalým poklesem podílu amerických dolarových vkladů. Od roku 2004 však ekonomiky zemí OPEC postupně přesouvají své vklady zpět do amerických dolarů navzdory relativně výraznému posílení eura v průběhu uvedeného roku. V důsledku toho došlo ke zvýšení podílu amerických dolarových vkladů z nejnižší hodnoty 51 % na konci prvního čtvrtletí roku 2004 na 65 % ve druhém čtvrtletí 2005. Tento vývoj se časově shodoval s podobným poklesem (pokud jde o velikost) podílu vkladů denominovaných v eurech, který v druhém čtvrtletí roku 2005 činil 17 %.

Čistá aktiva v držbě Ruska, největšího producenta ropy v SNS a největšího světového vývozce ropy mimo organizaci OPEC, v průběhu posledního zvýšení cen ropy výrazně vzrostla. Změnilo se také jejich členění podle měn (viz graf C). Rusko je od roku 2002 čistým věřitelem bank, které podávají zprávy BIS. Podíl jeho eurových vkladů se v období od poloviny roku 2002 do druhého čtvrtletí roku 2005 téměř ztrojnásobil a zvýšil se z 11 % na 36 %. V tomto poměrně prudkém zvýšení za poslední tři roky se také do určité míry projevuje výrazné posílení eura vůči americkému dolaru a zvyšující se používání eura ruskými měnovými institucemi jakožto rezervní měny. Jak je dále vysvětleno, tento posun k vyváženějšímu portfoliu vkladů, pokud jde o měny, může signalizovat snahu producentů ropy zajistit si kupní sílu v souvislosti s přesunem jejich dovozu ze Spojených států do Evropy a jiných zemí.

Druhý potenciální recyklační kanál vyšších příjmů z ropy představuje mezinárodní obchod. Během období prvního a druhého výkyvu cen ropy v sedmdesátých letech příjmy zemí OPEC z vývozu ropy neustále poměrně výrazně překračovaly celkový dovoz. V důsledku toho vznikly „obchodní přebytky závislé na ropě“. Tyto přebytky v polovině osmdesátých let 20. století přešly v nízké schodky, když se cena ropy opět snížila na cca 15 USD za barel. Velký přebytek vznikl opět v roce 2000 v souvislosti s výrazným růstem cen ropy. Obchodní přebytky zemí OPEC závislé na ropě však od roku 2001 zůstávají relativně mírné ve srovnání s předchozími obdobími vysokých cen ropy navzdory silnému zvýšení cen ropy i objemu vývozu ropy. Z toho vyplývá, že zvyšující se příjmy zemí OPEC z dovozu ropy odpovídají zvyšujícímu se dovozu

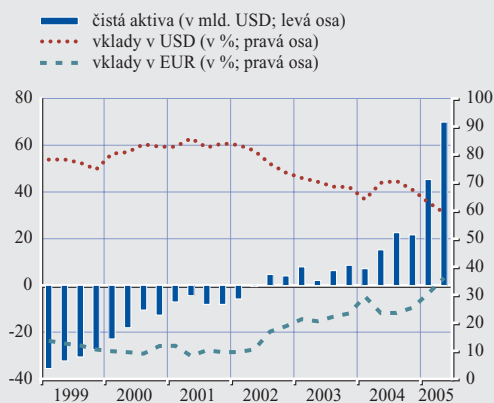
zemí OPEC. Podobný trend lze pozorovat u SNS. Obchodní schodky závislé na ropě zaznamenané SNS se po zvýšení cen ropy v letech 1999 a 2000 výrazně snížily. Silné zvýšení cen ropy se však časově shodovalo se zhoršením obchodní bilance SNS závislé na ropě v letech 2001 až 2004. Z toho vyplývá, že zvyšující se příjmy SNS z dovozu ropy v těchto letech také odpovídaly zvyšujícímu se dovozu. V první polovině roku 2005 však deficit SNS závislý na ropě opět prudce klesl.

Celkový dovoz do zemí OPEC a do SNS v nominálním dolarovém vyjádření zaznamenal v letech 2001 až 2004 průměrné meziroční zvýšení o 18 %, respektive 21 %. Zdá se, že silná poptávka pocházející ze zemí vyvázejících ropu eurozóně prospěla. Průměrné meziroční tempo růstu dovozu zemí

OPEC a SNS z eurozóny činilo v letech 2001 až 2004 21 %, respektive 26 % a vedlo ke zvýšení podílu eurozóny na trhu v obou regionech vyvázejících ropu (viz tabulku A). Asijským zemím mimo Japonsko se také podařilo zvýšit svůj relativní podíl na celkovém dovozu zemí OPEC a SNS. Tato čísla ostře kontrastují s výsledky Spojených států, jejichž podíl na trhu za stejné období prudce klesl. V roce 2005 eurozóna měla nadále prospěch ze zvyšujícího se dovozu uskutečňovaného zeměmi vyvázejícími ropu. Dovoz zemí OPEC a SNS byl v první polovině roku 2005 (poslední dostupná data) o 22,1 %, respektive 25,4 % vyšší než ve stejném období předchozího roku.

Od roku 1999 byly zaznamenány různé postupy při rozdělování dodatečných příjmů z vývozu ropy uplatňované ekonomikami vyvázejícími ropu, zejména ekonomikami zemí OPEC. V důsledku podstatného zvýšení cen ropy v roce 1999 země OPEC vložily velké procentní podíly svých příjmů z ropy do mezinárodních bank, zatímco výdaje na dovoz zůstaly nízké. Od roku 2001 však ekonomiky zemí OPEC i zemí SNS svůj dovoz podstatně zvýšily. Zdá se, že eurozóně toto nedávné zvýšení dovozní aktivity prospívá. Takže i když vyšší cena ropy měla ekonomiku v eurozóně utlumit, zdá se, že zpětné efekty související s recyklací ropného účtu do určité míry zmírnily negativní primární dopady stoupajících cen ropy v poslední době.

**Graf C Rusko: čistá aktiva a podíly měn na vkladech**



Zdroje: BIS a výpočty ECB.

Poznámka: Poslední údaje jsou za 2. čtvrtletí roku 2005.

### Tržní podíly vybraných ekonomik na dovozech OPEC a SNS

(v % z celkových dovozů)

	OPEC			SNS		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Eurozóna	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
USA	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Velká Británie	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asie kromě Japonska a Číny	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japonsko	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Čína	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Zdroje: MMF a výpočty ECB.



### ČISTÝ ODLIV SOUHRNU PŘÍMÝCH A PORTFOLIOVÝCH INVESTIC V ROCE 2005

Na finančním účtu byl v roce 2005 zaznamenán čistý odliv (13 mld. EUR) souhrnu přímých a portfoliových investic eurozóny než tomu bylo v předchozím roce 2004 (24 mld. EUR). Šlo především o důsledek vyššího čistého přílivu majetkových portfoliových investic, který byl kompenzován čistým odlivem přímých investic a nižším čistým přílivem prostředků do dluhových nástrojů (viz graf 34).

Větší schodek přímých investic v roce 2005 způsobil zvýšení přímých investic eurozóny v zahraničí, realizovaných většinou ve formě investic do majetkových cenných papírů. V oživení přímých zahraničních investic eurozóny v zahraničí se možná částečně projevuje obnovený zájem podniků v eurozóně o zlepšení konkurenceschopnosti prostřednictvím zahraničních přidružených společností, jakož i výjimečná operace související s restrukturalizací společnosti Royal Dutch Shell. Současně se příliv přímých zahraničních investic do eurozóny stabilizoval

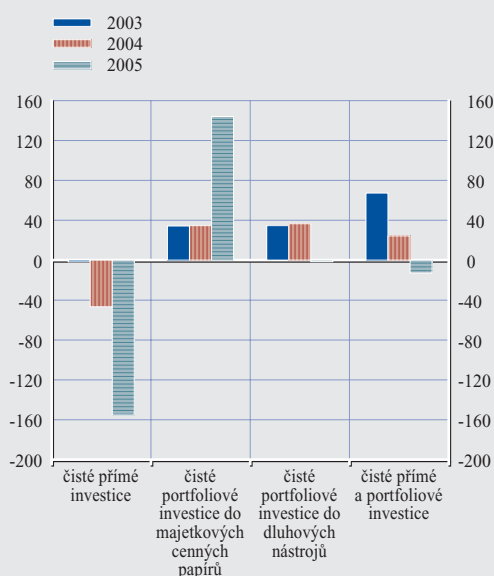
na nízkých úrovních z roku 2004. Příčinou tohoto vývoje mohlo být očekávání, že hospodářský růst v zemích mimo eurozónu bude silnější než v samotné eurozóně.

Zvýšení čistého přílivu portfoliových investic bylo ovlivněno zvýšením čistých nákupů majetkových cenných papírů v eurozóně uskutečněných nerezidenty. Tyto nákupy byly částečně ovlivněny akciemi získanými v souvislosti s restrukturalizací společnosti Royal Dutch Shell a také očekáváním relativně vyšších výnosů na trzích akcií v eurozóně. Údaje z průzkumu trhu naznačují zájem zahraničních investorů o akcie v eurozóně, jejichž ceny považují ve srovnání s jinými trhy za relativně atraktivnější.

Pokud jde o dluhové nástroje, jejich přeshraniční toky se v roce 2005 výrazně zvýšily. Většina transakcí s dluhovými nástroji se uskutečnila v dlouhodobých a střednědobých dluhopisech. V průběhu roku 2005 byly zaznamenány dva odlišné trendy: v první části roku se čistý příliv dluhových nástrojů eurozóny

Graf 34 Finanční účet eurozóny

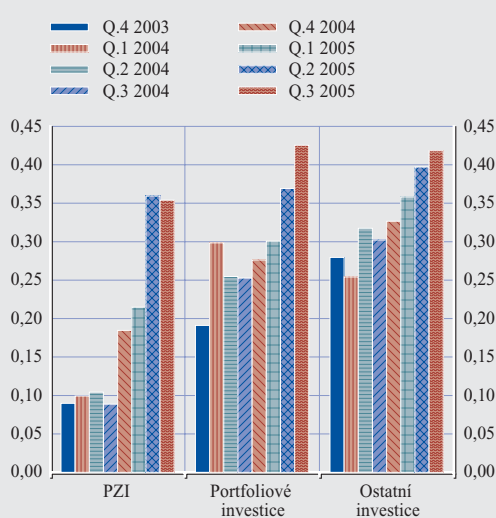
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf 35 Finanční toky z eurozóny do nových členských států EU

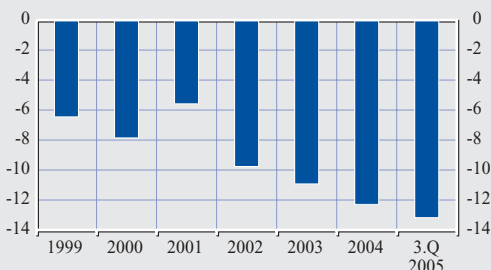
(v % HDP nových členských států EU; čtvrtletní úhrny)



Zdroj: ECB.

**Graf 36 Čistá investiční pozice vůči zahraničí**

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

neustále zvyšoval a svého vrcholu dosáhl na počátku léta. Ve druhé polovině roku se tento trend změnil na čistý odliv. Důvodem bylo pravděpodobně značné zvýšení výnosových diferenciálů mezi dlouhodobými a střednědobými vládními dluhopisy ve Spojených státech a v eurozóně, a to zejména v průběhu léta.

Na základě kumulovaných toků za první tři čtvrtletí roku 2005 byly hlavními příjemci přímých investic eurozóny Velká Británie a nové členské státy EU. Nové členské státy EU byly také hlavními investory v eurozóně v tomto období. Z teritoriálního rozdělení portfoliových investic je patrné, že portfoliové investice eurozóny v zahraničí směřovaly v průběhu prvních tří čtvrtletí roku 2005 především do Velké Británie a daňových rájů. Investoři v eurozóně také ve velkém rozsahu nakupovali státní dluhopisy USA, avšak pokud jde o akcie a nástroje peněžního trhu USA, byli jejich čistými prodejci.

Velká část zahraničních investic eurozóny směřovala do nových členských států EU jako celku. Zřetelný pozitivní trend naznačuje, že investoři v eurozóně zřejmě považovali tento region za relativně ziskový a že finanční integrace mezi eurozónou a novými členskými státy EU v tomto období možná posílila (viz graf 35).

## INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ SE V ROCE 2005 DÁLE ZHORŠILA

Údaje o investiční pozici eurozóny vůči zemím mimo eurozónu, dostupné do konce třetího čtvrtletí roku 2005, naznačují, že čistá pasiva činila 1 049 mld. EUR (což představuje 13,2 % HDP eurozóny) ve srovnání s čistými pasivy ve výši 946 mld. EUR (12,4 % HDP) na konci roku 2004 a 809 mld. EUR (11,0 % HDP) na konci roku 2003 (viz graf 36). Vyšší čistá pasiva v roce 2005 byla v podstatě důsledkem zvýšení čistých pasiv u portfoliových investic (z 1 071 mld. EUR na 1 350 mld. EUR), což částečně vykompenzovalo zvýšení čistého aktiva u přímých investic (z 89 mld. EUR na 224 mld. EUR) a snížení čistého pasiva u ostatních investic (z 241 mld. EUR na 212 mld. EUR).

Pokud jde o teritoriální strukturu přímých zahraničních investic eurozóny od konce roku 2004, ve Velké Británii bylo investováno 24 % a ve Spojených státech 21 %. Pokud jde o portfoliové investice eurozóny v zahraničí, jejich podíly v těchto dvou zemích činily 23 %, resp. 35 %. Tyto dvě země byly také nejvýznamnějšími přímými investory v eurozóně.

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

#### HOSPODÁŘSKÁ AKTIVITA

V roce 2005 se růst reálného HDP v členských státech EU mimo eurozónu v porovnání s rokem 2004 zmírnil, ale zůstal silnější než v eurozóně (viz tabulka 6). Jako v předchozích letech byl růst produktu nejsilnější v pobaltských státech, v nichž přesahoval hodnotu 7 %, a na Slovensku a v České republice, kde tempo růstu dosáhlo hodnoty přibližně 6 %.

Silný růst domácí poptávky se ve většině zemí udržel díky výraznému růstu soukromé spotřeby, která v roce 2005 zůstala na vysoké úrovni, a to zejména ve většině nových členských států. Výdaje domácností byly podporovány výrazným růstem reálných disponibilních příjmů, jakož i expanzivními fiskálními politikami a stoupajícími cenami bytových nemovitostí v některých zemích. Kromě toho akcelerující růst úvěrů soukromému sektoru v řadě zemí EU mimo eurozónu, zejména v pobaltských státech, podpořil pokračující růst v oblasti investic do nemovitostí a výdajů domácností. Přírůstek spotřeby byl v roce 2005 mírnější na Maltě (následkem nízkého růstu disponibilních

příjmů), v Polsku (vzhledem k mzdové umírněnosti a vyšší míře úspor) a ve Velké Británii (v důsledku vyšších úrokových sazeb a ochlazení trhu s bydlením). Domácí poptávka byla dále podporována trvalou silnou dynamikou investic v mnoha členských státech mimo eurozónu, zejména v pobaltských státech, Maďarsku, na Maltě, na Slovensku a ve Švédsku. K vysokému růstu investic přispěly nízké úrokové sazby, stoupající důvěra průmyslového sektoru, vysoká míra využití kapitálu a pozitivní trvale příznivé predikce poptávky, i když růst investic v nových členských státech podpořily také finanční zdroje z fondů EU.

Pokud jde o vnější poptávku, hlavním zdrojem růstu reálného HDP ve většině nových členských států byl vývoz, a to především v pobaltských státech, České republice, Maďarsku a Polsku. Příspěvek čistého vývozu k růstu reálného HDP se ale v jednotlivých zemích EU mimo eurozónu výrazně lišil a pro skupinu jako celek byl v podstatě neutrální. Růst vývozu i dovozu zůstal v roce 2005 v nových členských státech dosti vysoký, což

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

(meziroční změny v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q
Česká republika	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dánsko	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estonsko	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Kypr	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lotyšsko	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litva	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Maďarsko	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polsko	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovensko	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slovensko	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Švédsko	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Velká Británie	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EU-10 <sup>1)</sup>	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EU-13 <sup>2)</sup>	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Eurozóna	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Zdroje: Eurostat a národní statistické úřady Litvy a Slovinska (pro meziroční tempa růstu v roce 2005 v těchto dvou zemích).

1) Skupina EU-10 zahrnuje 10 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004.

2) Skupina EU-13 zahrnuje 13 členských států EU mimo eurozónu.

Poznámky: Čtvrtletní údaje nejsou sezonně očištěny s výjimkou České republiky (sezonně očištěné) a Velké Británie (sezonně očištěné a očištěné o vliv počtu pracovních dnů). Meziroční tempo růstu HDP pro Českou republiku je průměr čtvrtletních údajů.

naznačovalo, že dlouholetý proces obchodní integrace po vstupu do EU dále zesílil v souvislosti s odstraněním obchodních překážek, zejména u potravinářského zboží.

Situace na trhu práce se v roce 2005 ve většině členských států mimo eurozónu nadále zlepšovala, především v pobaltských státech, Polsku a na Slovensku. I když míra nezaměstnanosti klesala pouze postupně, růst zaměstnanosti v nových členských státech významně rostl, a to zejména v zemích s nejvyšší mírou nezaměstnanosti. V Polsku a na Slovensku zůstala míra nezaměstnanosti zvláště vysoká, a to přibližně na dvojnásobně vyšší úrovni než v eurozóně. Na Kypru, v Dánsku a Velké Británii byla situace na trhu práce poměrně napjatá a míra nezaměstnanosti se pohybovala pod 6% úrovní.

#### CENOVÝ VÝVOJ

V roce 2005 byla inflace měřená pomocí HICP nejnižší – pod průměrem eurozóny – ve Švédsku, České republice, Dánsku a ve Velké Británii. Ve většině zemí mimo eurozónu byla inflace měřená pomocí HICP mírně nad průměrem eurozóny, ale v Lotyšsku, Estonsku a Maďarsku byla vyšší než 3 % (viz tabulka 7).



V porovnání s rokem 2004 vykázala v roce 2005 většina nových členských států s výjimkou pobaltských států nižší míru inflace měřené HICP, zatímco Dánsko a Velká Británie, které

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

(meziroční změny v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 1.Q	2005 2.Q	2005 3.Q	2005 4.Q
Česká republika	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dánsko	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estonsko	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Kypr	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lotyšsko	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litva	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Maďarsko	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polsko	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovensko	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovensko	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Švédsko	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Velká Británie	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EU-10 <sup>1)</sup>	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EU-13 <sup>2)</sup>	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Eurozóna	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Zdroj: Eurostat.

1) Skupina EU-10 zahrnuje 10 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004.

2) Skupina EU-13 zahrnuje 13 členských států EU mimo eurozónu.

začínaly na nízkých hodnotách, zaznamenaly míru inflace vyšší.

Vývoj inflace v členských státech mimo eurozónu byl částečně determinován stejnými faktory. V několika nových členských státech zpomalení inflace v prvním pololetí roku 2005 odráželo vliv srovnávací základny v důsledku zvýšení cen v roce 2004 spojeného se vstupem do EU. Kromě toho se zdá, že silná konkurence vytvářela tlaky na pokles cen ve většině členských států mimo eurozónu, a to zejména u průmyslového zboží a potravin. Oproti tomu tlak na zvýšení inflace vyvíjely rostoucí ceny ropy. Konkrétní dopad tohoto faktoru se ovšem v jednotlivých zemích lišil a do značné míry odrážel rozdíly ve struktuře spotřeby, tržních strukturách a energetické náročnosti výroby. Mimoto se promítání vyšších cen ropy v roce 2005 nemuselo plně projevit, vzhledem k tomu, že ceny energií jsou v mnoha zemích EU mimo eurozónu do velké míry regulovány. Inflační tlaky byly také výsledkem pokračující silné domácí poptávky v některých nových členských státech.

Vývoj inflace v roce 2005 byl také ovlivněn vývojem devizových kurzů a jejich zpožděným dopadem na celkovou inflaci. V řadě zemí, zejména v České republice, Maďarsku, Polsku a na Slovensku, mělo posilování měny tlumící dopad na inflaci.

### FISKÁLNÍ POLITIKA

Na základě posledních aktualizací konvergenčních programů předložených koncem roku 2005 a na začátku roku 2006 byl celkový stav fiskální politiky v členských státech mimo rámec eurozóny v roce 2005 různorodý. Tři členské země EU mimo eurozónu (Dánsko, Estonsko a Švédsko) vykázaly fiskální přebytek a deset zemí vykázalo fiskální deficit. Odhadované rozpočtové výsledky za rok 2005 byly buď v podstatě v souladu s cíli konvergenčních programů nebo lepší, s výjimkou České republiky, Maďarska, Malty a Slovenska. Salda veřejného sektoru se během roku zhoršila v šesti ze třinácti členských států EU mimo eurozónu

(viz tabulka 8), přestože konvergenční programy obsahují v některých případech poměrně konzervativní odhady. Ke zhoršení došlo navzdory tomu, že fiskální bilance byly podporovány příznivým hospodářským vývojem, který měl v řadě zemí za následek vyšší než očekávané příjmy.

Cyklický příspěvek k rozpočtu byl většinou pozitivní nebo neutrální. Přesto jedinými zeměmi se zpřísnující fiskální politikou byly Dánsko, Kypr, Malta, Polsko a Velká Británie. Na Kypru a v Maďarsku měla dočasná opatření vliv na snížení deficitu v roce 2005 o více než 0,5 % HDP. V roce 2005 se kvůli jednorázovým výdajům naopak zvýšil deficit Slovenska.

Realizace výdajů se většinou držela plánovaných výdajových trajektorií. Ovšem jako v roce 2004 některé vlády, včetně České republiky, Estonska, Lotyšska, Litvy a Slovenska, použily část přebytečných příjmů na financování dodatečných výdajů, místo aby zlepšily svou fiskální bilanci.

Na základě rozhodnutí Rady ECOFIN z 5. července 2004 bylo konstatováno, že šest států mimo eurozónu (Česká republika, Kypr, Maďarsko, Malta, Polsko a Slovensko) se nachází v situaci nadměrného deficitu. Kypr snížil v roce 2005 svůj deficit pod 3 % HDP podle příslušného požadavku rozhodnutí Rady. Oproti tomu došlo podle posledních aktualizací konvergenčních programů ke zvýšení deficitu v České republice, Maďarsku a na Slovensku (v případě Slovenska ovšem na účet jednorázového odpuštění dluhu ve výši 0,8 % HDP). Kypr, Malta a Polsko splnily konsolidační „benchmark“ pozitivní změny v cyklicky očištěném rozpočtovém saldu ve výši nejméně 0,5 % HDP bez jednorázových a dalších dočasných opatření. Maďarsko opět vykázalo známky významného skluzu ve vztahu ke svému rozpočtovému cíli na rok 2005, který byl zvýšen z 3,6 % na 6,1 % HDP. Rada rozhodla dvakrát podle článku 104 odst. 8 Smlouvy o tom, že Maďarsko nepodniklo účinné kroky k nápravě nadměrného deficitu (viz část 1.1 kapitoly 4). Velká Británie vykázala deficit

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

(v % HDP)				
Přebytek (+) / deficit (-) vládních institucí				údaje z programů stability za rok 2005
	2002	2003	2004	
Česká republika	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dánsko	1,4	1,2	2,9	3,6
Estonsko	1,5	2,5	1,7	0,3
Kypr	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lotyšsko	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litva	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Maďarsko	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polsko	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slovinsko	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slovensko	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Švédsko	-0,3	0,2	1,6	1,6
Velká Británie	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
EU-10 <sup>1)</sup>	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
EU-13 <sup>2)</sup>	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Eurozóna	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Hrubý dluh vládních institucí				údaje z programů stability za rok 2005
	2002	2003	2004	
Česká republika	29,8	36,8	36,8	37,4
Dánsko	47,6	45,0	43,2	35,6
Estonsko	5,8	6,0	5,5	4,6
Kypr	65,2	69,8	72,0	70,5
Lotyšsko	14,2	14,6	14,7	13,1
Litva	22,4	21,4	19,6	19,2
Maďarsko	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polsko	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovinsko	29,8	29,4	29,8	29,0
Slovensko	43,7	43,1	42,5	33,7
Švédsko	52,4	52,0	51,1	50,9
Velká Británie	38,2	39,7	41,5	43,3
EU-10 <sup>1)</sup>	39,9	43,3	42,6	41,5
EU-13 <sup>2)</sup>	40,6	42,0	42,8	43,2
Eurozóna	69,2	70,4	70,8	71,0

Zdroje: Evropská komise (2002–2004), aktualizované programy stability pro období 2005–2006 (2005) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje vycházejí z definice postupu při nadměrném schodku. Rozpočtová salda (údaje Komise) nezahrnují výnosy z prodeje licencí UMTS. Údaje zahrnují penzijní fondy spadající pod druhý pilíř. Odhady jejich kladného vlivu v % HDP (jsou-li k dispozici) činí v Dánsku 0,9 % u rozpočtového salda, v Maďarsku 1,3 % u rozpočtového salda a 3,8 % u dluhu, v Polsku 1,8 % u rozpočtového salda a 5,4 % u dluhu, na Slovensku 0,8 % u rozpočtového salda a ve Švédsku 1,0 % u rozpočtového salda a 0,6 % u dluhu.

1) Skupina EU-10 zahrnuje 10 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004.

2) Skupina EU-13 zahrnuje 13 členských států EU mimo eurozónu.

nad referenční hodnotou 3 % HDP třetí rok v řadě. Rada ECOFIN 24. ledna 2006 rozhodla, že ve Velké Británii existuje nadměrný deficit, a vydala doporučení podle článku 104 odst. 7 Smlouvy, v němž žádá o co nejčasnější nápravu nadměrného deficitu, nejpozději však do finančního roku 2006/7.

V roce 2005 poměr dluhu k HDP ve většině členských států EU mimo eurozónu setrval výrazně pod průměrnou hodnotou tohoto

ukazatele v eurozóně. Pouze Kypr a Malta i nadále vykazovaly poměr dluhu k HDP nad 60% referenční hodnotou. S několika výjimkami poměr dluhu k HDP v členských státech mimo eurozónu poklesl a částečně tak odrážel příznivé růstové a úrokové diferenciály a deficit snižující změny poměru deficitu a dluhu<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Údaje o dluhu za rok 2005 z posledních aktualizací konvergenčních programů nejsou přesně srovnatelné s údaji Evropské komise za předchozí roky

## VÝVOJ PLATEBNÍ BILANCE

Souhrn běžného a kapitálového účtu členských států EU mimo eurozónu se v jednotlivých zemích v roce 2005 nadále výrazně lišil (viz tabulka 9). Ačkoli Švédsko a Dánsko vykázaly značný přebytek, Velká Británie a nové členské státy EU vykázaly deficit. Deficit v Estonsku, Lotyšsku a na Maltě zůstal velmi vysoký – kolem 10 % HDP a více – ačkoli v prvních dvou jmenovaných zemích klesá, a Kypr, Litva, Maďarsko a Slovensko vykázaly deficit běžného a kapitálového účtu ve výši více než 5 % HDP. Česká republika, Polsko, Slovinsko a Velká Británie vykázaly na svých běžných a kapitálových účtech mírnější deficity.

Ačkoli by vysoké deficity běžného účtu v některých zemích mohly poukazovat na rizika pro udržitelnost vnějších pozic, jsou tyto deficity do jisté míry také obvyklým rysem „dohánějících“ ekonomik, jako je tomu v případě nových členských států, v nichž příliv kapitálu umožňuje financovat investice s vysokými výnosy, které by nebylo možné realizovat pouze z domácích úspor. Ačkoli zdrojem vnější nerovnováhy ve většině zemí byl především deficit obchodní bilance, deficit

bilance výnosů – často spojený s repatriací zisků firem se zahraniční majetkovou účastí a tudíž s předchozím přílivem přímých zahraničních investic – byl v řadě případů jejím dalším významným zdrojem. Nedávný vývoj běžných účtů by se měl interpretovat s jistou obezřetností, jelikož je do určité míry ovlivněn metodologickými změnami při sestavování údajů o obchodu po vstupu do EU.

Ve většině nových členských států EU byly nadále významným zdrojem vnějšího financování přímé zahraniční investice – částečně spojené s privatizačními programy. Čistý příliv přímých zahraničních investic se v roce 2005 v porovnání s rokem 2004 pro tuto skupinu jako celek mírně zvýšil (viz tabulka 9). Čistý příliv přímých zahraničních investic (z hlediska HDP) byl zvláště výrazný v Estonsku, kde byl z velké míry ovlivněn jednou velkou transakcí. Také v České republice a na Maltě byl nadále značně rozsáhlý. Čistý příliv přímých zahraničních investic byl kladný ve všech nových členských státech kromě Slovinska, které v této položce zaznamenalo v roce 2005 spíše vyrovnané čisté toky. Pokud jde o ostatní členské státy EU mimo eurozónu,

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

(v % HDP)

	Saldo běžného účtu a kapitálového účtu				Čisté toky PZI				Čisté toky portfoliových investic			
	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>
Česká republika	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dánsko	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estonsko	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Kypr	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lotyšsko	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litva	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Maďarsko	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polsko	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovinsko	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slovensko	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Švédsko	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Velká Británie	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EU-13 <sup>3)</sup>	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
eurozóna	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Zdroj: ECB.

1) Údaje za rok 2005 jsou průměrem za čtyři čtvrtletí do 3. čtvrtletí 2005.

2) Skupina EU-10 zahrnuje 10 zemí, které vstoupily do EU 1. května 2004.

3) Skupina EU-13 zahrnuje 13 členských států EU mimo eurozónu.

ve Švédsku a Dánsku došlo k čistému odlivu přímých zahraničních investic, který byl v případě Švédska dosti významný, zatímco čistý příliv přímých zahraničních investic do Velké Británie byl výrazně kladný. Celkově čistý příliv přímých zahraničních investic představoval v roce 2005 důležitý zdroj financování pro řadu členských států mimo rámec eurozóny, přestože v mnohých případech tento příliv nebyl dostatečný na to, aby pokryl deficit souhrnu běžného a kapitálového účtu.

Čisté toky portfoliových investic také významně přispěly k financování deficitu běžného účtu v roce 2004 a 2005 na Kypru, v Maďarsku a Polsku v porovnání s poměrně mírným přílivem v předchozích letech. Tento vývoj odrážel zejména vyšší příliv investic do dluhových nástrojů, který mohl být v některých případech spojen s výnosovými diferenciacemi, ale na důležitosti získal také čistý příliv investic do akcií. Částečně v důsledku dodatečného financování zajištěného čistým přílivem portfoliových investic a také „jiných“ investic vzrostl také zahraniční dluh některých zemí ve vztahu k HDP.

#### ERM II A PROBLEMATIKA SOUVISEJÍCÍ S DEVIZOVÝM KURZEM

V roce 2005 se k Estonsku, Litvě, Slovinsku a Dánsku připojily k ERM II čtyři nové členské státy EU: Kypr, Malta a Lotyšsko přistoupily k mechanismu 2. května 2005 a Slovensko 28. listopadu 2005, každá z těchto zemí se

standardním flukтуаčním pásmem ve výši  $\pm 15\%$  kolem hodnoty jejich centrální parity vůči euru. Před vstupem do ERM II byly kyperská libra i lotyšský lats již jednostranně navázány na euro. Zatímco kyperská libra byla navázána na euro od zavedení jednotné měny v roce 1999, Lotyšsko změnilo navázání své měny z měnového koše zvláštních práv čerpání – zúčtovací jednotky, zejména MMF, jejíž hodnota je definována na základě koše měn – na euro na začátku roku 2005 a zachovalo flukтуаční pásmo  $\pm 1\%$ . Po vstupu do ERM II lotyšské úřady oznámily, že jednostranně ponechají devizový kurz latsu na centrální paritě vůči euru s flukтуаčním pásmem  $\pm 1\%$ . Po vstupu do mechanismu bylo změněno navázání maltské liry na euro oproti původnímu navázání na měnový koš, který zahrnoval euro, libru šterlinků a americký dolar. Maltské úřady navíc oznámily, že jednostranně ponechají devizový kurz maltské liry na centrální paritě vůči euru. V případě slovenské koruny a kyperské libry úřady nepřijaly formální jednostranný závazek týkající se užšího pásma. Jednostranné závazky neznamenaají žádný další závazek pro ECB. S cílem zajistit bezproblémovou účast v ERM II se jednotlivé země zavázaly, že přijmou nezbytná opatření pro zachování makroekonomické a devizové stability.

Účast v ERM II nebyla spojena s výrazným napětím na devizových trzích kterékoli z účastnických zemí. Estonská koruna, litevský

Tabulka 10 Vývoj v ERM II

	Datum vstupu	Horní kurz	Centrální parita	Spodní kurz	Maximální odchylka v %	
					Nahoru	Dolů
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Zdroj: ECB.

Poznámka: Odchylka dolů (nahoru) odpovídá posunu k spodnímu (hornímu) kurzu a představuje posílení (oslabení) měny vůči euru. Referenční období pro vykázané maximální odchylky jsou od data vstupu do ERM II do 24. února 2006. Pro Dánsko je referenční období od 1. ledna 2004 do 24. února 2006.

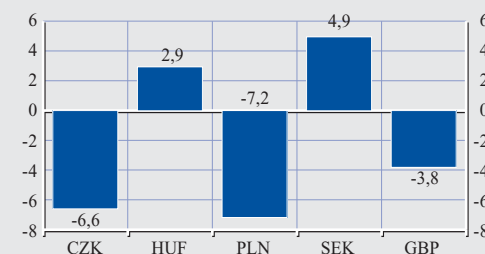


litas, maltská lira a slovinský tolar byly od vstupu do mechanismu průběžně obchodovány za svou centrální paritu nebo v její těsné blízkosti. Dánská koruna byla v roce 2005 také nadále obchodována v těsné blízkosti své centrální parity. Po vstupu do ERM II kyprská libra vůči euru v prvních dvou měsících mírně posílila a poté se v prvním pololetí roku 2005 stabilizovala na hodnotě asi o 2 % nad svou centrální paritou. Lotyšský lats zůstal nezměněn v silnější části standardního fluktučního pásma a nacházel se poblíž horní meze svého jednostranně vyhlášeného pásma. Po vstupu do ERM II byla volatilita slovenské koruny vyšší než ostatních měn v ERM II a byla obchodována na úrovni o 3,2 % nad svou centrální paritou (viz tabulka 10).

Ačkoli většina měn členských států mimo rámec eurozóny a ERM II v roce 2005 vůči euru posilovala, v efektivním vyjádření bylo toto posílení slabší, jelikož zmíněný vývoj byl částečně vykompenzován jejich oslabováním vůči americkému dolaru a měnám vázaným na americký dolar. V prvním pololetí roku 2005 došlo u polského zlatého a české koruny k částečnému obratu oproti jejich výraznému posilování v roce 2004, ve druhém pololetí roku 2005 však tyto měny začaly opět posilovat. Dne 24. února 2006 tyto měny ve srovnání se začátkem roku 2005 vůči euru výrazně posílily, což znamenalo oslabení eura o 7,2 %, resp. 6,6 % (viz graf 37). Oproti tomu maďarský forint oslaboval při výrazných kurzových fluktuacích, které byly v průběhu celého roku především spojeny se zhoršeným fiskálním výhledem. Dne 24. února 2006 se forint obchodoval na hodnotě téměř o 3 % nižší, než byla hodnota na začátku roku 2005. Zdá se, že změny úrokových diferencíálů měly vliv na švédskou korunu a libru šterlinků. Zatímco vlivem prohlubujícího se negativního úrokového diferenciálu vůči eurozóně švédská koruna vůči euru po většinu roku 2005 poměrně silně oslabovala, libra šterlinků vůči euru v roce 2005 a na začátku roku 2006 při značných fluktuacích posílila téměř o 4 %.

**Graf 37 Vývoj devizového kurzu eura vůči měnám zemí EU mimo mechanismus ERM II**

(v procentních bodech)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Kladná (záporná) hodnota znamená zhodnocení (znehodnocení) eura. Změny se týkají období od 3. ledna 2005 do 24. února 2006.

## MĚNOVÁ POLITIKA

Primárním cílem měnové politiky všech členských států EU mimo eurozónu je měnová stabilita. Strategie měnové politiky se v jednotlivých zemích značně liší a odrážejí tak jejich heterogenní charakter z hlediska nominálního, reálného i strukturálního (viz tabulka 11). S výjimkou výše zmíněného vstupu Kypru, Lotyšska, Malty a Slovenska do ERM II zůstaly režimy měnové politiky a režimy devizových kurzů zemí EU mimo eurozónu v roce 2005 převážně nezměněné, přestože byly provedeny určité úpravy rámců měnové politiky několika zemí za účelem budoucí měnové integrace.

Pokud jde o měnověpolitická rozhodnutí v zemích s cílováním devizového kurzu v roce 2005, Danmarks Nationalbank zvýšila svou klíčovou měnověpolitickou sazbu o 25 bazických bodů na 2,4 % v důsledku zvýšení úrokové sazby ECB 1. prosince 2005. Dne 17. února 2006 tuto sazbu dále zvedla o 10 bazických bodů z důvodu odlivu cizích měn v únoru, mimo jiné v důsledku nákupů zahraničních akcií a dalších cenných papírů ze strany dánských institucionálních investorů. Central Bank of Cyprus snížila do konce roku 2005 svou základní nabídkovou sazbu celkem o 125 bazických bodů na 3,25 %, aby pomohla omezit tlaky na posílení kurzu vyplývající

z lepší důvěry investorů v ekonomický výhled. Tato důvěra byla výsledkem zlepšení veřejných financí a vstupu kyperské libry do ERM II. Latvijs Banka zvýšila ve dvou krocích svou sazbu povinných minimálních rezerv ze 4 % na 8 % s cílem omezit velmi vysoký růst úvěrů

v Lotyšsku. Na Maltě byla v reakci na silný růst úvěrů zvýšena oficiální úroková sazba o 25 bazických bodů na 3,25 %. Banka Slovenije snížila v únoru 2006 svou klíčovou měnověpolitickou sazbu o 25 bazických bodů na 3,75%.

**Tabulka 11 Oficiální měnověpolitické strategie členských států mimo eurozónu**

	Měnověpolitická strategie	Měna	Charakteristika
Česká republika	cílování inflace	česká koruna	Cíl: pásmo 2–4 % do konce roku 2005, poté 3 % s tím, že skutečná inflace se nebude lišit o více než $\pm 1$ procentní bod. Kurzový režim: řízený floating.
Dánsko	cílování devizového kurzu	dánská koruna	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 2,25$ % okolo centrální parity 7,46038 DKK za euro.
Estonsko	cílování devizového kurzu	estonská koruna	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 15,6466 EEK za euro. Jako jednostranný závazek Estonsko nadále udržuje svůj režim currency board.
Kypr	cílování devizového kurzu	kyperská libra	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 0,585274 CYP za euro.
Lotyšsko	cílování devizového kurzu	lotyšský lats	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 0,702804 LVL za euro. Jako jednostranný závazek Lotyšsko nadále udržuje fluktuacní pásmo $\pm 1$ %.
Litva	cílování devizového kurzu	litevský litas	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 3,45280 LTL za euro. Jako jednostranný závazek Litva nadále udržuje svůj režim currency board.
Maďarsko	kombinace cílování inflace a cílování devizového kurzu	maďarský forint	Kurzový cíl: forint vázán na euro s kurzem 282,36 HUF za euro s fluktuacním pásmem $\pm 15$ %. Inflační cíl: do konce roku 2005 4 % ( $\pm 1$ procentní bod), do konce roku 2006 3,5 % ( $\pm 1$ procentní bod) a střednědobý cíl od roku 2007 3 % ( $\pm 1$ procentní bod).
Malta	cílování devizového kurzu	maltská lira	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 0,42930 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 % $\pm 1$ procentní bod (meziroční změna CPI). Kurzový režim: čistý floating.
Slovinsko	strategie o dvou pilířích, která monitoruje měnové, reálné, externí a finanční ukazatele makroekonomických podmínek	slovinský tolar	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 239,640 SIT za euro.
Slovensko	cílování inflace v podmínkách ERM II	slovenská koruna	Účastní se ERM II s fluktuacním pásmem $\pm 15$ % okolo centrální parity 38,4550 SKK za euro. Inflační cíl: krátkodobý inflační cíl 3,5 % ( $\pm 0,5$ procentního bodu) na konci roku 2005. 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 $\pm 1$ procentní bod. Kurzový režim: čistý floating.
Velká Británie	cílování inflace	libra šterlinků	Inflační cíl: 2 %, měřeno nárůstem CPI <sup>1)</sup> 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.

Co se týče zemí EU mimo eurozónu, které zavedly režim cílování inflace, většina z nich snížila v roce 2005 své klíčové měnověpolitické sazby. S přihlédnutím k příznivějšímu inflačnímu výhledu Maďarsko, Polsko a Slovensko snížily své měnověpolitické sazby celkem o 350, resp. 200 a 100 bazických bodů na 6 %, resp. 4,5 % a 3 %. Na Slovensku byla rozhodnutí o úrokových sazbách rovněž motivována posilováním měny. V Polsku se klíčová měnověpolitická sazba dále snížila v lednu 2006 o 25 bazických bodů na 4,25 %. Ve Švédsku a Velké Británii byly klíčové měnověpolitické sazby v roce 2005 sníženy o 50 resp. 25 bazických bodů na 1,5 % resp. 4,5 % a odrážely tak oslabující růst produkce a nižší budoucí inflaci. Ve Švédsku byly ale v lednu 2005 měnověpolitické sazby zvýšeny o 25 bazických bodů na 1,75 % a v únoru 2006 o dalších 25 bazických bodů na 2 %. Tato rozhodnutí vycházela z prognóz Zprávy o inflaci z prosince 2005 a února 2006 (vzhledem k rostoucí trajektorii krátkodobých úrokových sazeb). Přestože se v České republice s ohledem na příznivý inflační výhled a posilující korunu měnověpolitické sazby snížily v prvním pololetí roku 2005 celkem o 75 bazických bodů, na konci října se opět zvýšily o 25 bazických bodů na hodnotu 2 % v souladu s nejnovější prognózou inflace a s ní spojenými riziky.

### FINANČNÍ VÝVOJ

Pohyby výnosů dlouhodobých dluhopisů ve většině členských států EU mimo eurozónu v roce 2005 sledovaly pohyby obdobných sazeb v eurozóně a do září vykazovaly všeobecný pokles, a poté se zejména v Maďarsku a Polsku mírně zvýšily. V Litvě a ve Slovinsku dlouhodobé úrokové sazby postupně poklesly na úroveň eurozóny, zatímco na Maltě a ve Velké Británii byly poněkud stabilnější. Celkově byly u většiny zemí dlouhodobé úrokové sazby na konci roku 2005 o 20 až 55 bazických bodů nižší než na začátku roku, přičemž silnější pokles zaznamenalo Lotyšsko, Polsko, Slovensko a zejména Kypr (o více než 200 bazických bodů). Vzhledem k tomu, že dlouhodobé úrokové sazby eurozóny poklesly v průběhu roku 2005 přibližně o 30 bazických

bodů, spready výnosů dluhopisů zůstaly ve vztahu k eurozóně stabilní nebo se snížily. V posledním čtvrtletí roku se ovšem poměrně výrazně zvýšily spready ve vztahu k eurozóně v Maďarsku a Polsku. Reakce trhu odrážela nepříznivé fiskální trendy v Maďarsku a nejistotu týkající se fiskálního vývoje a hospodářské politiky po parlamentních volbách v Polsku.

Akciové trhy v zemích EU mimo eurozónu i nadále dosahovaly v roce 2005 příznivé výsledky a s výjimkou Slovinska a Velké Británie zaznamenaly lepší výsledky ve srovnání s vývojem průměrných cen akcií v eurozóně, měřených indexem Dow Jones EURO STOXX. Ceny akcií byly v nových členských státech EU s výjimkou Slovinska na konci roku 2005 o 25 % až 65 % vyšší než na začátku roku.



**Autorka**

Ilse Haider

**Název**

Kopf eines Athleten, 1994

**Materiál**

Vrbové pruty, fotoemulze

**Rozměry**

180 x 120 x 40 cm

© ECB a autorka



## KAPITOLA 2

# OPERACE A AKTIVITY CENTRÁLNÍ BANKY

# I OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY, DEVIZOVÉ OPERACE A INVESTIČNÍ AKTIVITY

## 1.1 OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY

Operační rámec pro provádění jednotné měnové politiky<sup>1</sup> v roce 2005 nadále fungoval efektivně. Krátkodobé sazby peněžního trhu byly po celý rok stabilní. Volatilita sazeb EONIA v roce 2005 celkově klesla. Standardní odchylka úrokového rozpětí mezi úrovní sazby EONIA a minimální nabídkovou sazbou byla v roce 2005 5 bazických bodů oproti 9 bazickým bodům v roce 2004 a 16 bazickým bodům v roce 2003.

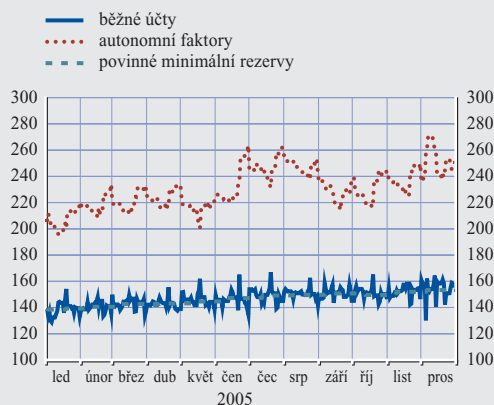
Vývoj na konci roku 2005 poskytl první příležitost do určité míry vyzkoušet schopnost operačního rámce – změněného v březnu 2004<sup>2</sup> – neutralizovat v rámci udržovacího období dopad změny očekávání týkajících se vývoje klíčových úrokových sazeb ECB. Po více než dvou letech, kdy se nepředpokládala žádná změna úrokových sazeb, byl v listopadu 2005 peněžní trh pod vlivem očekávání zvýšení úrokových sazeb. Po prohlášení prezidenta ECB 18. listopadu před jednáním Rady guvernérů 1. prosince jednodenní sazba vzrostla o 12 bazických bodů. O několik dní později však začala klesat a po přidělení likvidity poslední MRO v udržovacím období nad benchmarkovou hodnotu<sup>3</sup>, které doprovázelo vysvětlující prohlášení, se přiblížila ke své dřívější úrovni. Proto se zdá, že navzdory počáteční reakci sladění začátku udržovacího období s realizací rozhodnutí o změnách úrokových sazeb efektivně pomohlo předejít výraznému a trvalému vlivu očekávání o změnách úrokových sazeb v průběhu předchozího udržovacího období.

### POSOUZENÍ A ŘÍZENÍ PODMÍNEK LIKVIDITY

Řízení likvidity Eurosystemu spočívá v každodenním posuzování podmínek likvidity v bankovním systému eurozóny s cílem stanovit poptávku systému po rezervách a tudíž kvantifikovat objem likvidity, který má být alokovan v týdenních MRO, měsíčních dlouhodobějších refinančních operacích (LTRO) a případně prostřednictvím jiných operací na volném trhu, jako jsou operace jemného doladění. Poptávka po likviditě v rámci bankovního systému je určena objemem

Graf 38 Faktory likvidity v eurozóně v roce 2005

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

celkových povinných minimálních rezerv uloženým bankám, objemem prostředků držených úvěrovými institucemi nad rámec povinných minimálních rezerv na běžných účtech u jejich NCB (volné rezervy) a autonomními faktory (viz graf 38). Autonomní faktory představuje skupina položek rozvahy Eurosystemu, které mají vliv na poptávku bank po likviditě, ale obvykle nejsou pod přímou kontrolou řízení likvidity Eurosystemu (např. bankovky v oběhu, vládní depozita a čistá devizová aktiva).

Průměrná denní poptávka po likviditě v rámci bankovního systému eurozóny v roce 2005 dosáhla 377,4 mld. EUR, což představuje nárůst o 21 % ve srovnání s rokem 2004. Povinné minimální rezervy dosáhly v průměru

- 1 Podrobný popis provozního rámce obsahuje publikace ECB *Provádění měnové politiky v eurozóně: Obecná dokumentace k nástrojům a postupům měnové politiky Eurosystemu*, únor 2005.
- 2 V březnu 2004 byly zavedeny dvě změny: i) byl upraven kalendář cyklů PMR (udržovacích období) tak, aby tato období vždy začínala v den vypořádání MRO po jednání Rady guvernérů, na němž se rozhoduje o nastavení měnové politiky, a ii) splatnost MRO byla zkrácena ze dvou týdnů na jeden. Viz *Výroční zpráva ECB 2004*, s. 82–83.
- 3 Benchmarková hodnota je objem dodávané likvidity odpovídající vyrovnané výši rezerv a tudíž rovnovážnému vývoji krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu na základě celkové predikce likvidity Eurosystemu. Zveřejněná benchmarková hodnota se zaokrouhuje na nejbližších 500 mil. EUR.



146,5 mld. EUR, volné rezervy 0,8 mld. EUR a autonomní faktory 230,1 mld. EUR. U autonomních faktorů vykazovaly nejsilnější meziroční tempo růstu nadále bankovky. Průměrný objem bankovek se meziročně zvýšil přibližně o 15 %, podobně jako v roce 2004 a 24. prosince 2005 dosáhl své historicky nejvyšší hodnoty 568 mld. EUR.

#### **HLAVNÍ REFINANČNÍ OPERACE**

MRO jsou týdenní operace na dodání likvidity s dobou splatnosti jeden týden ve formě tendrů s variabilní sazbou, kde minimální nabízená sazba je výsledkem americké aukce. MRO jsou nejdůležitější operace na volném trhu prováděné Eurosystemem, neboť hrají ústřední úlohu při řízení úrokových sazeb a likvidity na trhu a při signalizaci zaměření měnové politiky prostřednictvím nastavení úrovně minimální nabídkové sazby.

Aby ECB pomohla úvěrovým institucím s přípravou nabídek v rámci MRO, nadále v roce 2005 každý týden zveřejňovala predikci denních průměrných objemů autonomních faktorů a benchmarkovou hodnotu. Účelem této komunikační politiky je vyhnout se nesprávnému názoru trhu na to, zda jsou rozhodnutí týkající se alokace likvidity v rámci MRO zacílena na vyrovnaný stav likvidity v systému či nikoliv.

V roce 2005 se objemy přidělené v rámci MRO pohybovaly od 259,0 mld. EUR do 333,5 mld. EUR. Průměrný počet účastníků v rámci jedné MRO činil 351, zůstal tedy na podobné úrovni jako v roce 2004 po zavedení změn rámce. Likvidita dodaná prostřednictvím MRO

představovala 77 % celkové čisté likvidity dodané Eurosystemem prostřednictvím operací měnové politiky. Průměrné rozpětí mezi marginální sazbou a minimální nabídkovou sazbou činilo 5,3 bazického bodu v porovnání s 1,6 bazického bodu v roce 2004 a 4,7 bazického bodu v roce 2003. První tři čtvrtletí roku 2005 zůstal spread v podstatě stabilní na 5 bazických bodech, ale v září se začal zvětšovat a v polovině října dosáhl 7 bazických bodů. V tomto okamžiku ECB vyjádřila své znepokojení s jeho zvýšením a zahájila politiku dodávání likvidity mírně nad benchmarkovou hodnotu, i když stále sledovala rovnovážné podmínky na konci udržovacího období. Tato „politika uvolněné alokace“ skutečně vedla ke stabilizaci spreadu mezi marginální sazbou a minimální nabídkovou sazbou na hodnotě 5 bazických bodů.

#### **OPERACE JEMNÉHO DOLADĚNÍ**

V důsledku změn operačního rámce zavedených v březnu 2004 se zvýšila možnost kumulace chyb v predikci likvidity do období osmi dnů mezi poslední MRO udržovacího cyklu a koncem daného cyklu PMR. Absolutní rozdíl mezi predikcí a skutečným stavem za osm dní dosahoval v roce 2005 v průměru 7,16 mld. EUR. Aby tyto chyby nezpůsobily významné využívání automatických facilit a aby ECB zabránila velkým spreadům mezi jednodenní sazbou a minimální nabídkovou sazbou, provedla vždy, když očekávala značnou nerovnováhu likvidity, poslední den udržovacího období operace jemného doladění. Celkem bylo provedeno devět operací jemného doladění, tři z nich dodávaly likviditu (18. ledna, 7. února a 6. září) a šest likviditu



absorbovalo (8. března, 7. června, 12. července, 9. srpna, 11. října a 5. prosince). Všechny měly za cíl obnovit rovnovážné podmínky likvidity a přispět ke stabilizaci jednodenní sazby na konci udržovacích období.

#### **DLOUHODOBÉ REFINANČNÍ OPERACE**

LTRO jsou operace určené na dodávání likvidity, prováděné s měsíční periodicitou. Obvykle se realizují poslední středu v měsíci a mají dobu splatnosti tři měsíce, takže bankám poskytují příležitost uspokojit jejich poptávku po likviditě na delší období. Na rozdíl od MRO se LTRO nepoužívají k signalizaci záměrů měnové politiky Eurosystemu. Provádějí se čistě jako aukce s variabilní sazbou a s předem oznámeným alokovaným objemem, a Eurosystem akceptuje nabízené tržní sazby.

V roce 2005 LTRO představovaly v průměru 23 % celkové čisté likvidity dodané prostřednictvím operací na volném trhu. Umisťovaný objem pro každou operaci se zvýšil z 25 mld. na 30 mld. EUR v lednu 2005 a na 40 mld. EUR v lednu 2006.

#### **AUTOMATICKÉ FACILITY**

Dvě automatické facility nabízené Eurosystemem, tj. marginální zápůjční facility a depozitní facility, dodávají a absorbují jednodenní likviditu. Jejich úrokové sazby tvoří koridor pro pohyb jednodenní sazby peněžního trhu. V roce 2005 zůstala šířka koridoru beze změn na 200 bazických bodech se středem na úrovni minimální nabídkové sazby MRO.

V roce 2005 činilo průměrné denní využívání marginální zápůjční facility 106 mil. EUR, zatímco průměrné denní využívání depozitní facility činilo celkem 122 mil. EUR. Nízké využívání automatických facilit v roce 2005 bylo v souladu s vývojem v předchozích letech a svědčí o vysoké efektivnosti mezibankovního trhu i o nižší nerovnováze likvidity zaznamenávané v poslední den jednotlivých udržovacích období. Toto snížení nerovnováhy likvidity odpovídá častějšímu využívání operací jemného doladění v roce 2005 v případě značných chyb v predikci likvidity.

#### **SYSTÉM MINIMÁLNÍCH REZERV**

Úvěrové instituce v eurozóně mají povinnost držet na účtech u NCB minimální rezervy. Minimální rezervy tvoří 2 % ze základu pro stanovení povinných minimálních rezerv, který se určuje na základě stavu předem definovaných položek rozvahy dané instituce. Povinnost minimálních rezerv je plněna formou průměrování denních hodnot za dané udržovací období. Tento systém má dvě funkce: zaprvé stabilizovat krátkodobé sazby na peněžním trhu tím, že je umožněno průměrování, a zadruhé zvyšovat deficit likvidity, tj. celkovou poptávku bank po refinancování z Eurosystemu. Výše povinných minimálních rezerv v roce 2005 postupně rostla a v průběhu posledního udržovacího období v roce dosáhla 153 mld. EUR.

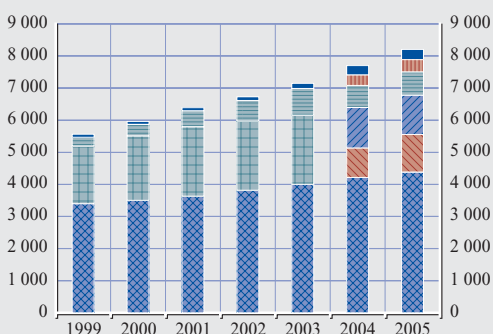
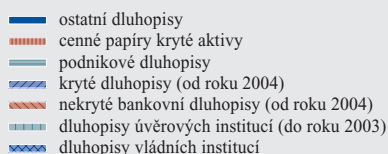
#### **AKTIVA ZPŮSOBILÁ PRO OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY**

Za účelem ochrany Eurosystemu proti vzniku ztrát se požaduje zajištění veškerých úvěrových operací v rámci Eurosystemu odpovídajícím zajištěním. Vzhledem ke zvláštní povaze finančních trhů v Eurosystemu a k operačnímu rámci Eurosystemu pro měnovou politiku je struktura aktiv akceptovaných jako zajištění široká. Průměrná hodnota způsobilého obchodovatelného zajištění dosáhla v roce 2005 8,3 bilionu EUR, což bylo o 7 % více než v roce 2004 (viz graf 39). Dluhopisy vládního sektoru tvořily 53 % z celkové částky, zbytek měl podobu krytých (tj. typu Pfandbrief) nebo nekrytých dluhopisů emitovaných úvěrovými institucemi (29 %), podnikových dluhopisů (9 %), cenných papírů krytých aktivy (tzv. ABS – asset-backed securities) (5 %) a jiných dluhopisů, jako byly např. dluhopisy emitované nadnárodními organizacemi (4 %). Průměrná hodnota obchodovatelných aktiv použitých protistranami jako zajištění pro úvěrové operace Eurosystemu v roce 2005 dosáhla 866 mld. EUR oproti 787 mld. EUR v roce 2004 (viz graf 40).

Graf 41 ilustruje rozdíl mezi aktivy způsobilými pro použití jako zajištění a aktivy poskytovanými jako zajištění při úvěrových operacích Eurosystemu podle druhu aktiv. Dluhopisy vládního sektoru tvořily 53 %

**Graf 39 Obchodovatelná způsobilá aktiva**

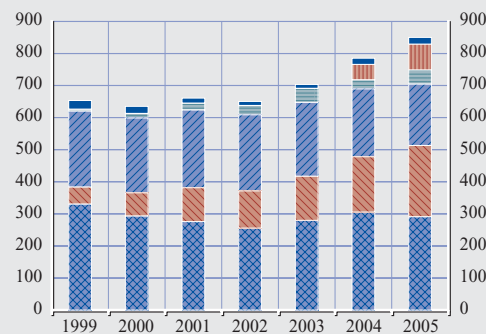
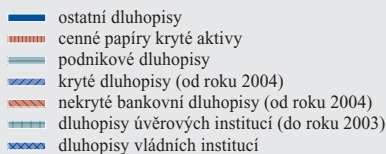
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

**Graf 40 Obchodovatelná způsobilá aktiva předložená jako zajištění**

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

disponibilního obchodovatelného zajištění, ale pouze 34 % poskytnutého zajištění. Avšak nekryté dluhopisy emitované úvěrovými institucemi tvořily 14 % disponibilního obchodovatelného zajištění, ale 27 % poskytnutého zajištění. Cenné papíry kryté aktivy tvoří 5 % disponibilního zajištění, ale 10 % použitého zajištění.

V průběhu roku 2005 došlo v politice Eurosystemu v oblasti zajištění k významnému vývoji. Zprv Eurosystem dokončil novou formulaci kritérií způsobilosti pro cenné papíry kryté aktivy (ABS). Bylo to nutné, jelikož ABS se stávají stále významnějším zdrojem zajištění při operacích v Eurosystemu a protistrany volaly po větší transparentnosti, pokud jde o druhy ABS, které jsou akceptovány. Změněná kritéria byla oznámena v lednu 2006 a budou platit od května 2006. ABS, které jsou v současnosti na seznamu způsobilých aktiv, ale nevyhovují těmto kritériím, budou postupně vyřazeny do října 2006.

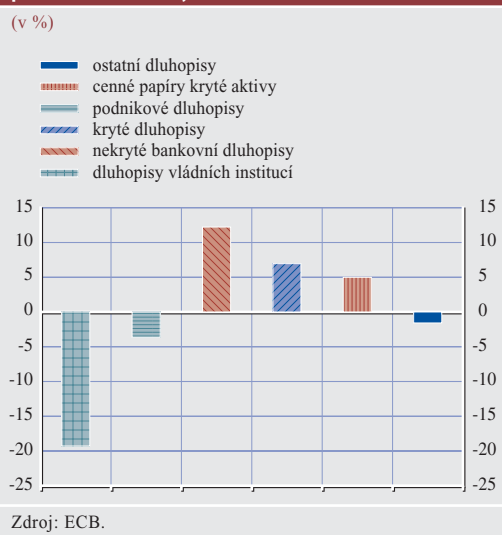
Eurosystem také explicitně stanovil minimální požadavek na kvalitu dlužníka, který je konzistentně uplatňován při akceptaci aktiv

jakožto zajištění od zavedení jednotné měny – a to úvěrový rating alespoň „single A“ od jedné ze tří největších mezinárodních ratingových agentur. Úvěrový rating „single A“ odpovídá dlouhodobému ratingu alespoň A- od agentury Standard & Poors's nebo Fitch Ratings či alespoň A3 od agentury Moody's. Bylo též objasněno, že tento požadavek se stejným způsobem vztahuje na emitenty ze soukromého i z veřejného sektoru.

Došlo také k posunu směrem k vytvoření jednotného seznamu způsobilých aktiv, který postupně nahradí současný dvouúrovňový systém. Očekává se, že jednotný seznam zvýší dostupnost zajištění, zlepší princip rovných podmínek v eurozóně, dále podpoří rovné zacházení s protistranami a emitenty a zvýší celkovou transparentnost rámce zajištění. První dvě hlavní opatření na zavedení jednotného seznamu vstoupila v platnost v roce 2005:

- Zprv, 30. května byl zveřejněn seznam neregulovaných trhů akceptovatelných pro Eurosystem z hlediska řízení zajištění. Seznam je k dispozici na internetové stránce ECB a bude aktualizován alespoň jednou ročně. Aktiva kotovaná nebo obchodovaná

**Graf 41 Rozdíl mezi podílem způsobilých obchodovatelných aktiv a podílem předloženého zajištění v roce 2005**



pouze na neregulovaných trzích, která nejsou obsažena v tomto seznamu, zůstanou akceptovatelná do května 2007 a po tomto datu se stanou nezpůsobilými.

- Zadruhé, 1. července byly nové nástroje, které byly dříve nezpůsobilé, a to dluhové nástroje denominované v eurech a emitované institucemi zřízenými v členských zemích G10, které nejsou součástí EEA, zahrnuty do jednotného seznamu způsobilých aktiv. Celková výše nového způsobilého zajištění na konci roku 2005 činila 137 mld. EUR. Používání těchto nových nástrojů se v druhé polovině roku 2005 postupně zvyšovalo a do konce prosince dosáhlo 5,3 mld. EUR.

V únoru 2005 Rada guvernérů oznámila, že další krok směřující k jednotnému seznamu – zahrnutí bankovních úvěrů – proběhne podle následujícího časového rámce:

- Bankovní úvěry budou způsobilé jako zajištění pro úvěrové operace v rámci Eurosystemu ve všech zemích eurozóny od 1. ledna 2007, kdy budou zavedena společná kritéria způsobilosti a Rámec Eurosystemu

pro hodnocení kvality dlužníka (Eurosystem credit assessment framework, ECAF). ECAF je sada postupů a pravidel, která formuluje požadavek Eurosystemu, aby veškeré způsobilé zajištění v budoucím jednotném seznamu splňovalo vysoké standardy (viz níže).

- V období od 1. ledna 2007 do 31. prosince 2011 se bude používat přechodný režim, který umožní jednotlivým národním centrálním bankám Eurosystemu zvolit si minimální objem úvěrů, jež budou přijímány jako zajištění, a rozhodnout se, zda má být použit manipulační poplatek.
- Od 1. ledna 2012 bude pro používání bankovních úvěrů jako zajištění zaveden jednotný systém, v němž bude minimální objem stanoven na úrovni 500 000 EUR.

V červenci 2005 Rada guvernérů schválila všeobecná kritéria způsobilosti, která budou muset bankovní úvěry splňovat, a v listopadu 2005 také schválila základní prvky ECAF, které zajistí, že dlužníci budou muset vyhovět vysokým standardům Eurosystemu co do svého finančního zdraví. Realizační práce na systému pro bankovní úvěry již probíhají. Konečné technické a provozní podrobnosti týkající se zahrnutí bankovních úvěrů budou oznámeny v první polovině roku 2006.

#### PROBLEMATIKA ŘÍZENÍ RIZIK

Při provádění úvěrových operací pro účely měnové politiky nebo platebních systémů vzniká Eurosystemu úvěrové i tržní riziko související s nedodržením finančních závazků protistrany. Tato rizika zmírňuje požadavek poskytnout odpovídající zajištění, jak stanoví článek 18.1 statutu ESCB, správné ocenění zajištění a opatření na kontrolu rizik.

ECAF bude platit od 1. ledna 2007. Opírá se o čtyři zdroje hodnocení kvality dlužníka: externí ratingové instituce, interní ratingové systémy v jednotlivých národních centrálních bankách, interní ratingové systémy protistran a tzv. ratingové nástroje třetích stran. Hlavními

principy, na kterých bude ECAF spočívat, budou konzistentnost, přesnost a srovnatelnost.

Aby se zajistilo uplatňování těchto základních principů, budou muset všechny zdroje hodnocení kvality dlužníka splňovat určitá kritéria způsobilosti. Dále se bude používat soubor technických specifikací a nástrojů – včetně minimální úrovně kvality dlužníka a postupu sledování a vykazování plnění ze strany dlužníka – aby se zaručilo, že způsobilé zajištění splňuje minimální standardy úvěruschopnosti.

Pokud jde o referenční hodnotu úvěrového rizika, Eurosystem bude v podstatě akceptovat pouze dluhové nástroje dlužníků:

- s ratingem alespoň „single A“ od jedné ze tří největších mezinárodních ratingových agentur; nebo
- s pravděpodobností nedodržení finančních závazků maximálně 0,10 %, což zahrnuje dlužníky, kteří patří do sektoru rizik s předpokládanou roční pravděpodobností nedodržení finančních závazků maximálně 0,10 %.

Tato definice platí stejným dílem pro soukromé i veřejné emitenty, jak požaduje článek 102 Smlouvy, který ECB zakazuje poskytovat příznivější podmínky dluhovým nástrojům veřejného sektoru.

## 1.2 DEVIZOVÉ OPERACE

V roce 2005 ECB nerealizovala na devizovém trhu žádné intervence, které by byly důsledkem měnové politiky. Její devizové transakce se týkaly výlučně investiční činnosti. ECB navíc neprováděla žádné devizové operace v měnách používaných mimo eurozónu, které jsou součástí ERM II.

Stálá smlouva mezi ECB a MMF o umožnění provedení transakcí se zvláštními právy čerpání (SDR) s jinými držiteli práv SDR



prostřednictvím MMF v zastoupení ECB byla v roce 2005 využita v pěti případech.

## 1.3 INVESTIČNÍ AKTIVITY

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

### SPRÁVA DEVIZOVÝCH REZERV

Portfolio devizových rezerv ECB odpovídá devizovým rezervám přesunutým národními centrálními bankami eurozóny do ECB, ale také minulým operacím ECB s devizami a zlatem. Hlavním účelem devizových rezerv ECB je financování intervencí ECB na devizovém trhu. Cíle správy devizových rezerv ECB v pořadí podle důležitosti jsou likvidita, bezpečnost a výnosnost. V roce 2005 byly devizové rezervy ECB spravovány decentralizovaně, každá NCB držela a aktivně spravovala část portfolia ECB.

Portfolio devizových rezerv ECB zahrnuje především americké dolary, ale obsahuje rovněž japonské jeny, zlato a SDR. Zlato a SDR v držení ECB nebyly v roce 2005 aktivně investovány. ECB uskutečnila prodeje zlata,

kteře celkově činily 47 tun. Tyto prodeje byly zcela v souladu se smlouvou mezi centřálními bankami o prodeji zlata (Central Bank Gold Agreement) z 27. zářĩ 2004, jejĩmž je ECB signatářem. Hodnota oficiálních devizových aktiv ECB vyjádřená v současných devizových kurzech a tržních cenách se během roku 2005 zvýšila z 35,1 mld. EUR na konci roku 2004 na 41,0 mld. EUR na konci roku 2005. Ve změně hodnoty portfolia v průběhu roku 2005 se hlavně projevilo posílení amerického dolaru a zlata vůči euru i pozitivní výnosy (zahrnující kapitálový výnos a úrokové výnosy) vytvořené aktivitami správy portfolia.

V lednu 2006 byl zaveden nový rámec pro vykonávání správy devizových rezerv ECB. Změny rámce byly zavedeny proto, aby se zvýšila efektivita decentralizovaného provádění investičních operací v rámci Euro systému. Při vykonávání správy devizových rezerv ECB (tj. provádění operací, jejichž prostřednictvím se tyto finanční prostředky investují) může nyní každá národní centřální banka v eurozóně zpravidla spravovat pouze jedno portfolio (tj. buď portfolio v amerických dolarech, nebo v japonských jenech). Existují nicméně dvě NCB spravující dvě portfolia. Dále se může kterákoliv NCB v eurozóně rozhodnout, že se nechce podílet na vykonávání správy devizových rezerv ECB, ale zároveň se stále podílet na strategických činnostech správy portfolia, jako jsou revize strategického referenčního portfolia a revize rámce řízení rizik. NCB v eurozóně, které se rozhodnou podílet se na vykonávání správy devizových rezerv, mohou tyto aktivity také sdružovat.

V roce 2005 pokračovala práce na rozšiřování seznamu způsobilých nástrojů, do kterých lze investovat devizové rezervy. Na počátku roku 2006 byly do tohoto seznamu přidány měnové swapy a US STRIPS<sup>4</sup>. Proběhly též přípravné práce pro začlenění úrokových swapů.

#### **SPRÁVA VLASTNÍCH PROSTŘEDKŮ**

Portfolio vlastních prostředků ECB se skládá ze splacené části upsaného základního kapitálu a všeobecného rezervního fondu. Účelem tohoto

portfolia je poskytnout ECB rezervu pro krytí případných ztrát. Cílem jeho správy je dlouhodobě vytvářet příjmy nad úrovní průměrné hlavní refinanční sazby ECB. V roce 2005 byl seznam emitentů nástrojů způsobilých k investování dále rozšířen na segment vysoce kvalitních agentur a zajištěných dluhopisů. Na počátku roku 2006 byly na seznam investičních možností přidány prioritní nezajištěné dluhopisy emitované firmami z finančního sektoru s vysokým úvěrovým ratingem.

Portfolio vlastních prostředků ECB vzrostlo z 6,1 mld. EUR na konci roku 2004 na 6,4 mld. EUR na konci roku 2005, když se zde projevíly pozitivní výnosy správy portfolia v podobě kapitálových a úrokových výnosů.

#### **PROBLEMATIKA ŘÍZENÍ RIZIK**

Rámec používaný ECB ke zmírnění finančních rizik, jimž se vystavuje (jako je tržní, úvěrové a likviditní riziko), se realizuje mj. prostřednictvím přísných měnověpolitických požadavků (jako jsou omezení durace, měnové kompozice a minimální likvidity portfolia) a podrobného systému limitů, jejichž plnění se denně sleduje a ověřuje. V roce 2005 proběhly přípravy na zavedení metody Value-at-Risk (VaR)<sup>5</sup> jako hlavního nástroje pro definování maximálních rizik spojených s obchodními pozicemi správců portfolia ve vztahu k referenčním portfoliím ECB. Metoda VaR má několik koncepčních výhod a jako komplexní měřítko rizika si ve finančním odvětví získala velkou popularitu. To dokládá také význam, který jí přisoudila Nová basilejská kapitálová dohoda (The New Basel Capital Framework) v souvislosti s výpočtem požadovaného kapitálu.

4 Zkratka STRIPS znamená Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (oddělené obchodování registrovaného úroku a jistiny cenných papírů), což jsou cenné papíry vytvořené oddělením jistiny dluhopisu od úrokových plateb u vládních dluhopisů USA.

5 VaR je definován jako úroveň ztráty, která může být v daném časovém horizontu překročena pouze s určitou pravděpodobností. Například jednoleté 99% VaR je ztráta, která bude během jednoho roku překročena pouze s 1% pravděpodobností.

## 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 dohledové funkce – zajišťování facilit plateb a vypořádání obchodů s cennými papíry. Za tímto účelem vytvořil Eurosystem transevropský automatizovaný zúčtovací systém expresních převodů fungující v reálném čase, známý jako TARGET, pro platby vysoké hodnoty v eurech. V několika uplynulých letech byl vylepšen a pracuje se na vývoji systému druhé generace, TARGET2.

V srpnu 2005 ECB vydala programové prohlášení týkající se „Opatření o platebním styku pro malé platby v eurech zajišťovaného pro úvěrové instituce centrálními bankami“. S odkazem na statutární pomoc Eurosystemu při poskytování zařízení pro zpracování malých plateb v eurech pro úvěrové instituce, ECB kromě jiného poznamenala, že národní centrální banky, které nabízejí úvěrovým institucím přístup k platebním systémům pro malé platby, přihlížejí k požadavkům a soutěžnímu prostředí na příslušném trhu a k návratnosti vynaložených nákladů.

Pokud jde o vypořádání obchodů s cennými papíry, nabízí Eurosystem a trh množství kanálů, které usnadňují využívání zajištění přes hranice jednotlivých států.

### 2.1 SYSTÉM TARGET

Současný systém TARGET je „systém systémů“ vytvořený z národních zúčtovacích systémů fungujících v reálném čase (RTGS) 16 zemí, které byly členy EU v době spuštění systému TARGET, z platebního mechanismu ECB (EPM) a z propojujícího mechanismu, který umožňuje zpracování plateb mezi propojenými systémy.

V roce 2005 TARGET dále přispěl ke sjednocení peněžního trhu s eurem, a protože se tímto systémem zpracovávají úvěrové operace Eurosystemu, hrál i nadále významnou roli při hladkém provádění jednotné měnové politiky.

Vzhledem ke své zúčtovací službě v penězích centrální banky fungující v reálném čase a k širokému pokrytí trhu přitahuje systém TARGET také další různé platby. V roce 2005 TARGET fungoval hladce a úspěšně a pokračoval v trendu zúčtování zvyšujícího se počtu plateb vysoké hodnoty v eurech. To je v souladu s cílem politiky Eurosystemu podporovat zúčtování v penězích centrální banky, které jsou mimořádně bezpečným platebním prostředkem. V roce 2005 bylo prostřednictvím systému TARGET uskutečněno 89 % z celkového obrátu plateb vysoké hodnoty v eurech. TARGET je k dispozici pro všechny bezhotovostní platby v eurech mezi bankami připojenými k tomuto systému, 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 (mezistátní platby).

Šetření provedené v roce 2005 odhalilo, že k 31. prosinci 2004 měl TARGET 10 564 účastníků. Celkově se lze prostřednictvím systému TARGET pomocí identifikačního kódu banky obrátit asi na 53 000 institucí, zvlášť na pobočky účastníků.

### OPERACE V SYSTÉMU TARGET

Objem i hodnota denního průměru plateb zpracovaných systémem TARGET se v roce 2005 zvýšily o 10 %. V tabulce 12 je uveden přehled plateb v systému TARGET v roce 2005 ve srovnání s předchozím rokem.

V roce 2005 celková dostupnost systému TARGET, tj. do jaké míry mohli účastníci TARGET během jeho provozní doby bez problémů používat, dosáhla 99,83 % (viz tabulka 13). V průměru 95,59 % mezistátních plateb bylo zpracováno do pěti minut.

**Tabulka 12 Platby v systému TARGET<sup>1)</sup>**

Objem (počet transakcí)	2004	2005	Změna (v %)
<b>Veškeré platby</b>			
Celkem	69 213 486	76 150 602	9
Denní průměr	267 234	296 306	10
<b>Vnitrostátní platby<sup>2)</sup></b>			
Celkem	52 368 115	58 467 492	10
Denní průměr	202 193	227 500	11
<b>Mezistátní platby</b>			
Celkem	16 845 371	17 683 110	5
Denní průměr	65 040	68 806	5
<b>Hodnota (v mld. EUR)</b>			
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Změna (v %)</b>
<b>Veškeré platby</b>			
Celkem	443 992	488 900	9
Denní průměr	1 714	1 902	10
<b>Vnitrostátní platby<sup>2)</sup></b>			
Celkem	297 856	324 089	8
Denní průměr	1 150	1 261	9
<b>Mezistátní platby</b>			
Celkem	146 137	164 812	11
Denní průměr	564	641	12

Zdroj: ECB.

1) 259 provozních dnů v roce 2004 a 257 provozních dnů v roce 2005.

2) Zahrnuje platby vzdálených účastníků.

**Tabulka 13 Celková dostupnost systému TARGET**

(%) systém RTGS	2005
EPM (ECB)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
<b>Celková dostupnost systému</b>	<b>99,83</b>

Zdroj: ECB.

### NOUZOVÁ OPATŘENÍ PRO SYSTÉMOVĚ VÝZNAMNÉ 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 významné platby – tj. platby, které by mohly způsobit systémové riziko, jestliže nebudou v okamžiku splatnosti zpracovány – 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 2005 provedly centrální banky (často za účasti komerčních bank) řadu 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 NOVÉ ČLENSKÉ STÁTY EU

V říjnu 2002 Rada guvernérů rozhodla, že po rozšíření EU bude národním centrálním bankám nových členských zemí umožněno – ale nebude to povinnost – napojit se na současný systém TARGET. Vzhledem k omezené zbývající životnosti současného systému TARGET a za účelem úspory nákladů vypracoval Eurosystem alternativy k úplné integraci, která umožní přímé spojení národních centrálních bank nových členských států se současným systémem TARGET.

Prvním členským státem, který se k tomuto systému připojil, bylo Polsko. Dne 7. března 2005 byl systém RTGS polské centrální banky (Narodowy Bank Polski) pro platby v eurech (SORBNET-EURO) připojen k systému TARGET prostřednictvím systému RTGS italské centrální banky Banca d'Italia (BI-REL).

### VZTAHY S UŽIVATELI SYSTÉMU TARGET A PROVOZOVATELI ZÚČTOVÁNÍ V REÁLNÉM ČASE 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 2005 konaly pravidelné schůzky 16 NCB napojenými 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. 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 udržuje úzké styky s provozovateli RTGS jiných měnových zón. V důsledku zvyšujícího se počtu vzájemných vztahů, například těch, které vznikají díky operacím v systému pro zúčtování devizových transakcí, vznikla potřeba společných diskusí o provozních otázkách.

#### 2.2 TARGET2

Dne 8. února 2005 ECB zveřejnila první zprávu o postupu realizace systému TARGET2. Zpráva obsahovala informace o rozhodnutích, která v prosinci 2004 přijala Rada guvernérů v souvislosti se službami systému TARGET2, o obecném cenovém rámci pro základní služby a o přechodu na systém TARGET2. Poskytla také přehled celkového plánování projektu.

Druhá zpráva o postupu realizace byla zveřejněna 21. října 2005. Představila rozhodnutí přijatá Radou guvernérů hlavně v souvislosti s plánovaným datem spuštění systému TARGET2, s daty různých okamžiků přechodu a s tvorbou cen služby sdružování likvidity (liquidity pooling service) a pomocného systému vypořádání. Nastínila také systém tvorby cen pro základní služby systému TARGET2, který bude projednán s bankovním



sektorem před přijetím konečného rozhodnutí. Nakonec zpráva poskytla podrobnosti k časovému rozvrhu provozního dne systému TARGET2 a k probíhajícím pracím souvisejícím s nouzovými mechanismy.

Hlavní přípravné práce v roce 2005 se týkaly dokončení funkčních specifikací. Na konci srpna 2005 byla v úzké spolupráci se skupinou uživatelů systému TARGET dokončena předběžná verze uživatelských podrobných funkčních specifikací (User Detailed Functional Specifications, UDFS). Konečné UDFS (verze 2.0) byly 30. listopadu poskytnuty uživatelům. Dokončení umožnilo postoupit ve vývoji a technické realizaci jednotné sdílené platformy pro systém TARGET2 i v adaptaci interních systémů jednotlivých účastníků pro připojení k novému systému.

V souvislosti s plánovaným datem spuštění Rada guvernérů 17. června 2005 trhu sdělila, že bylo ukončeno období intenzivních konzultací s uživateli a že datum zahájení prvního období přechodu bude stanoveno na druhou polovinu roku 2007. Po komplexním vyhodnocení plánovacích opatření bylo datum zahájení přechodu pro první skupinu zemí stanoveno na 19. listopad 2007. Předpokládá se, že všechny centrální banky, které se účastní systému TARGET2, spolu se svými národními bankovními sektory začnou nový systém používat do května 2008. Sveriges Riksbank a



Bank of England se rozhodly, že se k systému TARGET2 nepřipojí.

Další hlavní oblast práce se v roce 2005 zaměřila na přípravy nadcházejících zkušebních a přechodových aktivit. Eurosystem se dohodl, že přechod rozdělí do čtyř vln, přičemž poslední vlna bude vyhrazena pouze pro nouzové účely. Každá vlna bude obsahovat skupinu národních bankovních sektorů a plánovaná data každé přechodové vlny jsou následující: 19. listopadu 2007, 18. února 2008, 19. května 2008 a 15. září 2008 (v případě, že bude muset být využito nouzové období). V květnu 2005 zveřejnil Eurosystem národní přechodové profily, které popisují používání různých modulů od data, kdy centrální banky přejdou na systém TARGET2. Zkoušení bude probíhat s uživateli podle přechodových vln. V každé vlně budou testy rozděleny na různé větve, například na institucionální úroveň, na úroveň bankovních sektorů a na evropskou úroveň. Plánuje se, že zkušební aktivity s centrálními bankami začnou na počátku roku 2007. Na konci října 2005 byl na internetových stránkách NCB zveřejněn obecný popis plánovacích a organizačních aspektů uživatelských zkušebních aktivit.

Cílem plánovaného systému tvorby cen pro základní služby je splnit dva hlavní záměry. Zprvce by měl zajistit široký přístup k systému, což znamená, že by neměl odrazovat menší instituce od přímé účasti. Zadruhé by tvorba cen měla být atraktivní pro velké účastníky trhu, kteří tvoří velmi vysoký podíl současných transakcí v rámci systému TARGET. Systém představený v druhé zprávě o postupu realizace umožňuje účastníkům vybrat si mezi i) malým měsíčním poplatkem 100 EUR plus paušální sazbou 0,80 EUR za transakci a ii) měsíčním poplatkem 1 250 EUR plus degresivním poplatkem od 0,60 EUR do 0,20 EUR za transakci v závislosti na objemu. Měsíční poplatek je pevná částka splatná každým účastníkem za jeden účet vypořádání. Průměrné poplatky jsou podle plánovaného systému tvorby cen téměř ve všech dotyčných zemích výrazně nižší než poplatky stávajícího systému TARGET. Ceny systému TARGET2 se budou

vztahovat na všechny centrální banky bez ohledu na jejich datum přechodu, až se ke sdílené platformě připojí země v třetí přechodové skupině, tj. od května 2008.

Probíhala také práce na smluvních a jiných právních otázkách týkajících se systému TARGET2 i na provozním rámci (tj. nouzové mechanismy a interakce s pomocnými systémy). Eurosystem bude po zbytek trvání projektu pokračovat v plodném dialogu a úzké spolupráci se skupinou využívající systém TARGET a bude pravidelně podávat zprávy o dosaženém pokroku.

### 2.3 PŘESHraniční využití zajištění

Způsobitelná aktiva lze použít mimo hranice jednotlivých států k zajištění všech typů úvěrových operací Eurosystemu prostřednictvím modelu korespondenční centrální banky (CCBM) nebo prostřednictvím způsobilých spojení mezi systémy vypořádání obchodů s cennými papíry v EU (SSS). CCBM zajišťuje Eurosystem, zatímco způsobilá spojení jsou tržním řešením.

Částka přeshraničního zajištění v držbě Eurosystemu se zvýšila z 370 miliard EUR v prosinci 2004 na 444 miliard EUR v prosinci 2005. Celkově představovalo přeshraniční zajištění na konci roku 2005 49,1 % celkového zajištění poskytnutého Eurosystemu. Tato čísla potvrzují trend pozorovaný v předchozích letech, a to rostoucí integraci finančních trhů v eurozóně a zvyšující se ochotu protistran mít v portfoliu aktiva emitovaná v jiné zemi eurozóny.

### MODEL Korespondenční centrální banky

CCBM zůstává hlavním kanálem pro transfery přeshraničního zajištění v měnové politice Eurosystemu a úvěrových operací v průběhu dne. Na celkovém zajištění poskytnutém Eurosystemu v roce 2005 se podílel 36,7 %. Aktiva držaná v úschově prostřednictvím CCBM se zvýšila z 298 miliard EUR na konci

roku 2004 na 353 miliard EUR na konci roku 2005.

V roce 2005 začala revize technického a operačního nastavení CCBM vzhledem k budoucí implementaci nového rámce zajištění Euro systému schváleného Radou guvernérů v červenci 2005. Tento rámec předpokládá jednotný seznam zajištění a umožní použití bankovních půjček jako zajištění v kterémkoliv státě eurozóny. Dále byly podniknuty počáteční kroky k integraci některých nových členských států EU do rámce CCBM vzhledem k dalšímu rozšíření eurozóny.

Jelikož neexistuje žádná komplexní tržní alternativa služeb CCBM, který byl navržen jako přechodné uspořádání v důsledku chybějícího tržního řešení v eurozóně, ECB začala provádět analýzu možných způsobů rozvoje operačního rámce pro řízení zajištění v Euro systému.

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

Národní SSS mohou být propojeny prostřednictvím smluvních a provozních mechanismů, které umožňují přeshraniční transfer způsobilých cenných papírů mezi systémy. Poté, co jsou způsobilé cenné papíry převedeny pomocí těchto spojení do jiného SSS, lze je používat prostřednictvím místních postupů stejně jako jakékoliv domácí zajištění. Protistrany mají v současnosti k dispozici 59 spojení, z nichž je využíván pouze omezený počet. Tato spojení navíc pokrývají pouze část eurozóny. Spojení jsou způsobilá pro úvěrové operace Euro systému, jestliže splňují devět uživatelských norem Euro systému<sup>6</sup>. Euro systém posuzuje každé nové spojení nebo zlepšení způsobilých spojení podle těchto norem. V roce 2005 byla vylepšena a kladně hodnocena tři stávající způsobilá spojení.

Objem zajištění držený prostřednictvím těchto spojení se zvýšil ze 72 miliard EUR v prosinci 2004 na 91 miliard EUR v prosinci 2005. Představovalo to 8,6 % z celkového

přeshraničního i domácího zajištění v držbě Euro systému v roce 2005.

Euro systém v roce 2005 rozhodl, že k přeshraničnímu převodu cenných papírů by mohlo být využito i přenosové spojení mezi systémy vypořádání obchodů s cennými papíry. Přenosové spojení je smluvní a technický mechanismus, který umožňuje, aby dva systémy vypořádání obchodů s cennými papíry, které nejsou přímo spojené, vypořádaly transakci pomocí třetího systému vypořádání obchodů s cennými papíry. Aby nebyl Euro systém vystaven nepřijatelným rizikům, bude přenosové spojení používané účastníky trhu považováno za způsobilé pouze tehdy, jestliže samo spojení a systém vypořádání obchodů s cennými papíry bude v souladu s uživatelskými normami Euro systému. V souvislosti s tím Euro systém vypracoval metodiku pro vyhodnocení přenosových spojení. První vlna hodnocení přenosových spojení začala v roce 2005.

6 „Standards pro používání systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v úvěrových operacích ESCB“, leden 1998.

## 3 BANKOVKY A MINCE

### 3.1 OBĚH EUROBANKOVEK A EUROMINCÍ

#### POPTÁVKA PO EUROBANKOVKÁCH A EUROMINCÍCH

V roce 2005 se hodnota eurobankovek v oběhu zvýšila o 63,9 mld. EUR na 565,2 mld. EUR (viz graf 42). Meziroční tempo růstu kleslo přibližně na 12,8 % z 15,0 % v roce 2004. Počet bankovek v oběhu se na konci roku zvýšil na 10,4 mld. při meziročním tempu růstu 7,4 % ve srovnání s 6,8 % v roce 2004 (viz graf 43). Statistické analýzy naznačují, že pokračující zvyšování poptávky po eurobankovkách má do určité míry původ na trzích mimo eurozónu. Odhaduje se, že 10 % až 20 % eurobankovek v oběhu drží nerezidenti eurozóny, hlavně jako uchovatele hodnoty nebo jako paralelní měnu.

Hodnota eurobankovek v oběhu v roce 2005 nadále rostla rychleji než jejich počet, jak tomu je každý rok od přechodu na euro. To signalizuje dlouhodobě vysokou poptávku po eurobankovkách vysokých nominálních hodnot. Tendence růstu pro jednotlivé nominální hodnoty jsou podobné jako v roce 2004: oběh bankovek 5 EUR, 10 EUR, 20 EUR a 200 EUR rostl mírně tempem 3,1 % až 3,9 %, zatímco oběh bankovek 50 EUR, 100 EUR a 500 EUR se výrazně zvýšil o 11,4 %, 10,8 %, respektive 20,9 % (viz graf 44).

Oběh euromincí v oběhu od ledna 2003 stále roste v objemovém i hodnotovém vyjádření.

V roce 2005 se hodnota euromincí v oběhu (tj. čistý oběh mimo zásoby držené NCB) zvýšila o 8,5 % z 15,3 mld. EUR na 16,6 mld. EUR. Počet euromincí v oběhu vzrostl o 12,1 % z 56,2 mld. na 63,0 mld. Výrazné zvýšení počtu mincí bylo způsobeno hlavně rostoucí poptávkou po mincích nízkých hodnot.

#### NAKLÁDÁNÍ EUROSISTÉMU S BANKOVKAMI

V roce 2005 pokračoval trend mírného růstu vydaných a uložených eurobankovek pozorovaný v předchozích letech. Celkový počet vydaných eurobankovek činil 31,3 mld., zatímco 30,6 mld. jich bylo vráceno NCB.

U všech eurobankovek vrácených z oběhu NCB eurozóny je ověřována pravost a způsobilost k oběhu pomocí plně automatizovaných přístrojů na zpracování bankovek. V roce 2005 bylo takto zkontrolováno přibližně o 1 mld. více bankovek než v předchozím roce. Bylo zničeno přibližně 4,3 mld. bankovek, protože byly znečištěné nebo opotřebované, a tedy již neupotřebitelné.

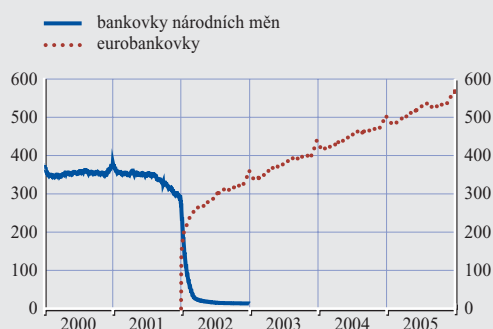
### 3.2 PADĚLÁNÍ BANKOVEK A BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

#### PADĚLKY EUROBANKOVEK

Počet ohlášených padělků eurobankovek zůstal v roce 2005 stabilní. Od začátku roku 2004 do konce roku 2005 bylo každý měsíc zadrženo

Graf 42 Celková hodnota bankovek v oběhu mezi roky 2000 a 2005

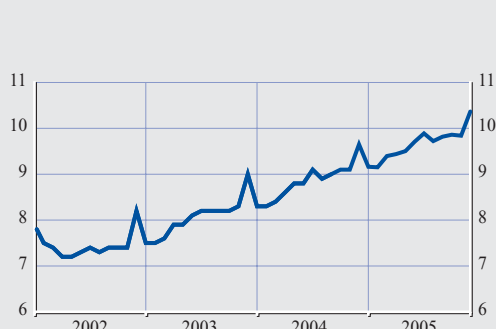
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf 43 Celkový počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2005

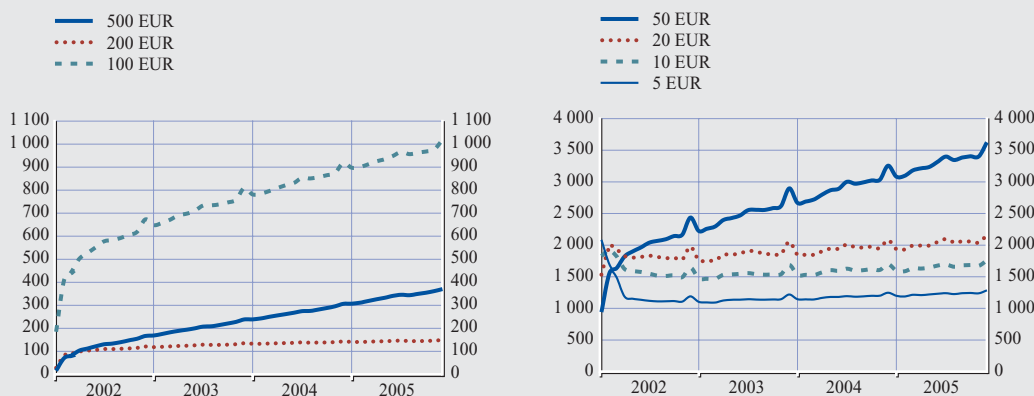
(v mld.)



Zdroj: ECB.

**Graf 44 Počet eurobankovek v oběhu mezi roky 2002 a 2005**

(v mil.)



Zdroj: ECB.

v průměru asi 49 000 padělků. Národní střediska pro analýzu padělků<sup>7</sup> obdržela v roce 2005 celkem přibližně 582 000 padělků. Toto číslo se velmi podobá údajům za rok 2004 (594 000). Veřejnost může bezpečnosti eura nadále důvěřovat: zůstává dobře chráněnou měnou, jak pokud jde o propracovanost ochranných prvků, tak pokud jde o účinnost evropských a národních orgánů činných v trestním řízení. Veřejnost by však nadále měla být ostražita. Téměř ve všech případech postačí k odhalení padělků test hmatem, zrakem a nakloněním bankovky<sup>8</sup>. Graf 45 ukazuje situaci u padělků zadržovaných z oběhu; jde o pololetní údaje od vydání bankovek do oběhu. Tabulka 14 ukazuje, že nejčastějším cílem padělatelů zůstává bankovka nominální hodnoty 50 EUR; od roku 2004 podíl padělků bankovek 50 EUR stoupl, kdežto podíl padělků bankovek 100 EUR zaznamenal odpovídající pokles.

**Tabulka 14 Struktura padělků podle nominální hodnoty**

	5 €	10 €	20 €	50 €
Podíl v %	1	7	21	59
	100 €	200 €	500 €	Celkem
Podíl v %	7	4	1	100

Zdroj: Eurosystem.

### BOJ PROTI PADĚLÁNÍ

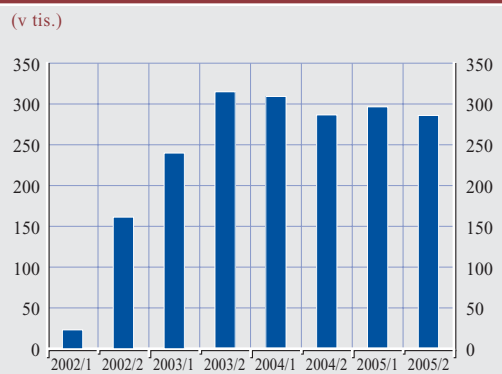
ECB v boji proti padělení eura nadále úzce spolupracuje s NCB eurozóny, Europolem a Evropskou komisí (zejména s Evropským úřadem pro boj proti podvodům, OLAF). Eurosystem aktivně přistupuje ke školení odborníků manipulujících s hotovostí v rozpoznávání padělaných bankovek a v zacházení s nimi, a to jak v EU, tak i mimo ni.

Mezinárodní středisko pro boj proti padělení nadále hodnotilo reprodukční zařízení a systémy boje proti padělení a podporovalo Skupinu centrálních bank pro boj proti padělení, což je společná iniciativa 27 centrálních bank spolupracujících pod záštitou guvernérů centrálních bank zemí G10. Rostoucí nasazování systémů boje proti padělení vyústilo ve značné zvýšení aktivity Mezinárodního střediska pro boj proti padělení. Nadále se vyvíjí infrastruktura podporující boj proti padělení a zejména vylepšená internetová stránka [www.rulesforuse.org](http://www.rulesforuse.org) zlepšila komunikaci mezi vydávajícími úřady a veřejností, pokud jde o systémy boje proti padělení.

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

8 Podrobnosti viz na adrese <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

**Graf 45 Počet padělaných eurobankovek stažených z oběhu mezi roky 2002 a 2005**



Zdroj: Eurosystem.

### 3.3 VYDÁVÁNÍ A VÝROBA BANKOVEK

#### RÁMEC PRO ODHALOVÁNÍ PADĚLKŮ A TŘÍDĚNÍ PODLE UPOTŘEBITELNOSTI

K zajištění pravosti bankovek a jejich dobrého stavu vydala ECB v lednu 2005 rámec pro odhalování padělků a třídění podle upotřebitelnosti úvěrovými institucemi a jinými subjekty zabývajícími se zpracováním hotovosti. Tento rámec stanoví společnou politiku pro vrácení bankovek zpět do oběhu úvěrovými institucemi a jinými profesionálními subjekty zabývajícími se zpracováním hotovosti od zákazníků. Navíc tento rámec poskytuje institucím pomoc při plnění jejich povinností podle článku 6 nařízení Rady (ES) č. 1338/2001 týkajícího se odhalování a stahování padělaných eurobankovek. Pro zajištění konzistence při implementaci tohoto rámce v Eurosystemu Rada guvernérů schválila v prosinci 2005 manuál postupů. NCB budou zodpovídat za implementaci tohoto rámce s ohledem na situaci ve svých zemích (např. ekonomické prostředí, strukturu bankovníctví, stávající síť poboček NCB a úlohu NCB v oběhu hotovosti) nejpozději do konce roku 2006. Bude stanoveno dvouleté přechodné období, které skončí nejpozději na konci roku 2007, pro adaptaci postupů a stávajících strojů v provozu úvěrovými institucemi a jinými subjekty zabývajícími se zpracováním hotovosti.

Klíčovým elementem rámce je povinnost úvěrových institucí a jiných subjektů zabývajících se zpracováním hotovosti kontrolovat pravost, a podle minimálních norem pro třídění dobrý stav eurobankovek, které obdržely od zákazníků, a jejich opětovné vydání jiným zákazníkům. V případech, kdy se úvěrové instituce a ostatní subjekty zpracovávající hotovost rozhodnou, že nebudou vracet bankovky zpět do oběhu, budou mít i nadále možnost zajišťovat si potřebné bankovky od národních centrálních bank.

Bankovky distribuované úvěrovými institucemi prostřednictvím bankomatů (ATM) budou kontrolovány pomocí strojů na zpracování bankovek, které byly otestovány jednotlivými NCB eurozóny, zdali jsou v souladu s novým rámcem. Očekává se, že také další organizace, zejména maloobchodníci, kteří provozují bankomaty, budou kontrolovat bankovky podle těchto norem. Eurosystem bude vývoj v této oblasti sledovat.

Podle tohoto rámce budou muset úvěrové instituce a ostatní subjekty zpracovávající hotovost informovat NCB o všech činnostech souvisejících se zpracováním hotovosti, aby Eurosystem mohl plnění tohoto rámce sledovat. Rada guvernérů v prosinci 2004 rozhodla, že Eurosystem ve spolupráci s bankovním sektorem připraví podrobnou informaci o sběru těchto dat. K tomuto účelu Eurosystem zřídil v roce 2005 společnou pracovní skupinu se zástupci pracovní skupiny pro hotovost Evropské rady pro platby (European Payments Council's Cash Working Group) a Evropské asociace pro bezpečnost dopravy (European Security Transport Association). Bude tak hospodárněji shromažďováno omezené množství klíčových informací o infrastruktuře zpracování hotovosti a provozní data o zpracování bankovek od institucí, které vracejí eurobankovky zpět do oběhu prostřednictvím bankomatů.

### VYTVOŘENÍ PILOTNÍHO PROGRAMU ROZŠÍŘENÉ SPRÁVY ZÁSOB

ECB zvažuje vytvoření pilotního programu rozšířené správy zásob (ECI) pro eurobankovky za účelem jejich mezinárodní distribuce a zlepšení monitorování jejich oběhu mimo oblast eurozóny, neboť se předpokládá, že asi 10 % až 20 % celkové hodnoty eurobankovek v oběhu se nachází mimo eurozónu. ECI je sklad hotovostí spravovaný soukromou bankou (banka ECI), která spravuje měnu na bázi úschovy. Podle tohoto programu by banky ECI podávaly zprávy o destinaci a původu obchodovaných bankovek, shromažďovaly informace o zadržených padělcích a určovaly bankovky nevhodné pro oběh a poskytovaly Eurosystému údaje o používání eura mimo eurozónu a o padělání bankovek. Banky ECI by mohly také poskytovat informace o zavádění nových sérií eurobankovek a umožnit nahrazování starých bankovek bankovkami novými. Dříve než ECB vydá konečné rozhodnutí o vytvoření a fungování takového programu, zváží zahájení jednoletého zkušebního programu ECI ve dvou bankách v Asii.

### ZAJIŠTĚNÍ VÝROBY

V roce 2005 bylo vyrobeno celkem 3,63 mld. bankovek oproti 1,6 mld. v roce 2004. Růst výroby v roce 2005 odrážel tyto faktory: i) vyčerpání hladiny zásob národních centrálních bank v roce 2004, ii) zvýšení počtu bankovek v oběhu v roce 2005, iii) růst počtu bankovek v oběhu vyžadujících jejich nahrazení a iv) rozhodnutí vyrobit v roce 2005 již část



bankovek, které budou požadovány v budoucnu. Toto rozhodnutí by mělo snížit očekávané výrobní špičky a umožnit účinnější využití výrobních kapacit v nadcházejících letech.

Přidělování výroby eurobankovek vycházelo i v roce 2005 ze scénáře sružené decentralizované výroby přijatého v roce 2002. Podle tohoto ujednání je každá NCB v eurozóně zodpovědná za zajištění výroby přiděleného podílu z celkového požadavku na výrobu určité nominální hodnoty. Tabulka 15 uvádí stručný přehled rozdělení výroby v roce 2005.

### DRUHÁ SÉRIE EUROBANKOVEK

Po schválení hlavního plánu vývoje, výroby a emise druhé série eurobankovek Radou guvernérů, začaly práce na tomto projektu a pokračují dobře. Hlavními fázemi tohoto projektu jsou určení funkčních a technických požadavků různých skupin uživatelů eura, průmyslová validace k určení potenciálních problémů při výrobě ve velkém, grafický návrh a příprava tiskových podkladů, zkušební výroba, výroba ve velkém a postupná emise.

Základní požadavky na funkčnost nových bankovek, včetně seznamu ochranných prvků, vznikají na základě výzkumu trhu a konzultací s evropskými spotřebitelskými asociacemi

**Tabulka 15 Rozdělení výroby eurobankovek v roce 2005**

Nominální hodnota	Množství (v mil.)	NCB zadávající výrobu
5 €	530	FR
10 €	1 020	DE, GR, IE, AT
20 €	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 €	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	90	IT
200 €	-	-
500 €	190	DE, LU
Celkem	3 630	

Zdroj: ECB.

a Evropskou slepeckou unií. Konzultační proces zahrnoval také evropské bankovníctví, bezpečnost dopravy, odvětví maloobchodu a prodejních automatů a také asociaci výrobců zařízení na zpracování bankovek.

Očekává se, že první bankovka nové série bude vydána koncem tohoto desetiletí. Přesný harmonogram a posloupnost emise bude záviset na pokroku dosaženém v inovačním procesu ochranných prvků a na situaci v oblasti padělení bankovek. V druhé sérii bude zachován současný rozsah nominací eurobankovek a design bude vycházet z tématu „epoch a uměleckých slohů“ současných sérií.

## 4 STATISTIKA

ECB s pomocí NCB shromažďuje, kompiluje a vydává širokou škálu statistik, které podporují měnovou politiku eurozóny a různé úkoly ESCB. V roce 2005, stejně jako i v předchozích letech, probíhalo poskytování statistik hladce. Nové statistiky byly k dispozici v souladu se střednědobou strategií ECB pro statistiku a ECB i nadále přispívala k harmonizaci statistických koncepcí a k jejich dodržování ve spolupráci s institucemi společenství a dalšími mezinárodními organizacemi.

### 4.1 CELKOVÝ VÝVOJ STATISTIKY V EUROZÓNĚ

Během několika posledních let bylo ve vývoji statistiky v eurozóně dosaženo významných výsledků. Cílem statistického systému eurozóny je progresivním způsobem obsáhnout změny probíhající na finančních trzích a v ekonomice obecně a zároveň řešit zbývající statistické mezery zjištěné uživateli v ECB i mimo ni. ECB se pevně zavázala, že bude při plnění těchto cílů postupovat hospodárně a udržovat zatěžování institucí výkaznictvím na minimu. Návrhy na novou nebo podstatně změněnou statistiku proto podléhají zhodnocení nákladů a výnosů zahrnujícímu vykazující subjekty, kompilátory a také uživatele.

Nejvyšší prioritou je návrh a sestavení systému čtvrtletních finančních a nefinančních účtů podle institucionálních sektorů za eurozónu, který Eurosystem připravuje spolu s Evropskou komisí (Eurostatem) a národními statistickými úřady (NSÚ). Očekává se, že tento integrovaný systém účtů bude dokončen v roce 2007. Tento systém umožní sledovat vzájemné působení mezi různými sektory ekonomiky, zejména nefinančními podniky, finančními podniky, vládou, domácnostmi, stejně jako mezi těmito sektory a ostatním světem. Poskytne rámec pro analýzu propojení finančního a nefinančního vývoje v ekonomice, zejména pokud jde o vyrovnávací položky jako jsou spoření a investice domácností a podniků, vládní deficit a HDP. Po určité době by tak mělo být možné získat lepší přehled o různých přenosových kanálech měnové politiky a lépe analyzovat

dopad hospodářských otřesů na eurozónu. Čtvrtletní účty eurozóny umožní sledování širokého spektra statistiky a klíčových ukazatelů v jednotném a koherentním makroekonomickém účetním rámci.

ECB také připravuje rámec pro sběr harmonizovaných statistik o neměnových finančních zprostředkovatelích (s výjimkou pojišťoven a penzijních fondů), se zvláštním zaměřením na investiční fondy, a zabývá se tak stále důležitější úlohou těchto institucí na finančních trzích eurozóny.

Příprava na další rozšíření eurozóny je dalším klíčovým prvkem střednědobé strategie ECB pro statistiku. ECB úzce spolupracuje s NCB nečlenských států eurozóny, aby mohla vykazovat široké spektrum dat, za něž je primárně zodpovědná, od okamžiku vstupu těchto států do eurozóny. Všechny členské státy EU přijaly pro přenos relevantních dat obecnou politiku, aby zajistily, že v eurozóně budou k dispozici dostatečně dlouhé časové řady i po každém jejím rozšíření.

ECB úzce spolupracuje s Eurostatem a dalšími mezinárodními institucemi a aktivně se podílí na probíhající aktualizaci globálních statistických norem jako je Systém národních účtů (SNA 93) a Příručka k sestavení platební bilance (the IMF Balance of Payments Manual). Další rozvoj a používání mezinárodně schválených statistických norem, stejně jako i pravidla řízení v oblasti statistiky, umožňuje sestavování smysluplných agregátů eurozóny, porovnávání statistik jednotlivých zemí a přispívá k spolehlivosti a nezávislosti úředních statistik.

### 4.2 NOVÉ NEBO ROZŠÍŘENÉ STATISTIKY

Pozměněné nařízení ECB, které se týká konsolidované rozvahy sektoru MFI, vstoupilo v platnost 1. ledna 2005. Podle tohoto nařízení jsou úvěrové instituce a fondy peněžního trhu povinny i nadále poskytovat údaje o vkladech a půjčkách v nominální hodnotě, bez ohledu na



použití International Financial Reporting Standards pro finanční nástroje, a zajistit tak zachování konceptuálního základu měnové statistiky.

Od ledna 2005 ECB publikuje platební bilanci a mezinárodní investiční pozici v teritoriálním členění. Od dubna 2005 je mezinárodní investiční pozice vydávána čtvrtletně. Tyto nové statistiky umožňují lepší pochopení dopadů přeshraničních transakcí a pozic na ekonomiku eurozóny.

V září 2005 začala ECB vydávat statistické ukazatele, které měří stupeň integrace na hlavních finančních trzích eurozóny, zejména peněžních trzích, trzích dluhopisů, akcií a bankovních trzích. Tyto ukazatele zahrnují širokou škálu činností, počínaje půjčkami drobné klientele až po obchodování s akciemi ve velkém (viz část 3 kapitoly 3).

Další změny ve svém právním rámci ECB provedla, aby umožnila zveřejňování nových statistik v budoucnu. Jako součást výše uvedené strategie pro sestavování integrovaného souboru čtvrtletních finančních a nefinančních účtů eurozóny podle institucionálních sektorů Rada guvernérů pozměnila nařízení ECB o čtvrtletních finančních účtech. Toto opatření zajistí komplexnější a včasné poskytování čtvrtletních finančních účtů od roku 2006, s úplným členěním podle sektorů a nástrojů, stejně jako i informace sektoru protistrany o vkladech a půjčkách (od roku 2008). Přijetí obecných zásad ECB k vládní finanční statistice umožnilo integraci statistiky vládního sektoru do čtvrtletních účtů eurozóny podle institucionálních sektorů. Od listopadu 2005 jsou zveřejňovány jak čtvrtletní údaje o veřejném dluhu eurozóny, tak i o přizpůsobení deficitu a dluhu.

V souladu se závazkem ECB zlepšit dostupnost a kvalitu statistiky eurozóny, přijala Rada guvernérů v roce 2005 opatření umožňující výměnu důvěrných statistických informací mezi statistickými úřady, a to pouze pro statistické účely. Sdílení informací za podmínek přísné

důvěrnosti umožňuje vyhnout se vícenásobným požadavkům na tytéž informace od vykazujících subjektů.

Za účelem snazšího dosažení jednotné platební oblasti eurozóny (Single Euro Payments Area) (viz kapitola 3), Rada guvernérů také souhlasila se záměrem Evropské komise zvýšit práh pro vykazování eurových plateb v rámci EU v platebních bilancích. Podle tohoto návrhu by banky od ledna 2008 nemusely vykazovat přeshraniční klientské platby pod 50 000 EUR.

K dalšímu zlepšení došlo v roce 2005 v oblasti distribuce a dostupnosti statistik. Tabulky některých statistik obsahujících agregáty eurozóny a všechny národní příspěvky k těmto agregátům začaly být k dispozici na webových stránkách ECB a většiny národních centrálních bank eurozóny. Nadále pokračovalo úsilí zajistit tvůrcům hospodářské politiky, sdělovacím prostředkům, analytikům, akademickým pracovníkům a dalším uživatelům statistik snazší přístup k statistickým informacím prostřednictvím webových stránek ECB. Podle plánu by tato činnost měla být dokončena v druhé polovině roku 2006.

### 4.3 STATISTIKA PRO HODNOCENÍ KONVERGENCE

Podle Smlouvy o založení Evropského společenství musí ECB a Evropská komise vydat konvergenční zprávu alespoň jednou za dva roky, nebo na žádost nezúčastněného členského státu. Další konvergenční zprávy budou zveřejněny v roce 2006.

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

Jelikož pro hodnocení konvergenčního procesu je zásadní kvalita a integrita použitých statistik, ECB pečlivě sleduje poslední vývoj v sestavování a vykazování statistik, a to zejména statistik vládních financí. V souvislosti s tím ECB vítá iniciativu, s kterou přišla v roce 2005 Evropská komise, a jež se týká implementace Kodexu postupů (Code of Practice) pro Eurostat a národní statistické úřady. Očekává se, že dodržování tohoto kodexu posílí nezávislost, integritu a zodpovědnost národních úřadů a statistických úřadů Společenství, což je zásadní pro sestavování vysoce kvalitních a spolehlivých statistik v EU.



## 5 EKONOMICKÝ VÝZKUM

Cílem ekonomického výzkumu v ECB i Eurosystemu jako celku je zajistit silný koncepční a empirický základ pro tvorbu měnové politiky. Ekonomický výzkum v rámci Eurosystemu se tedy zaměřuje na rozšiřování znalostí o fungování hospodářství eurozóny a na tvorbu analýz, modelů a jiných nástrojů důležitých pro provádění měnové politiky eurozóny a plnění jiných úkolů Eurosystemu.

### 5.1 ZAMĚŘENÍ VÝZKUMU

Zaměření výzkumu v roce 2005 můžeme rozdělit do šesti hlavních oblastí: makroekonomie a peněžní ekonomie, mezinárodní ekonomie a finance, finanční stabilita, finanční integrace, nástroje makroekonomického modelování a prognózování a obecné hospodářské a strukturální otázky.

V oblasti makroekonomie a peněžní ekonomie se projekty dokončené v roce 2005 zaměřovaly na vysvětlení rizikových premií obsažených ve výnosech z dluhopisů fundamentálními veličinami, což umožňuje získání přesnějších tržních inflačních očekávání. Věnovaly se také analýzám nericardiánských domácností a nedokonalostí finančního trhu, např. úvěrových omezení a jejich role v měnovém transmisním mechanismu. Dalšími tématy byly význam změn cen aktiv pro měnovou politiku, identifikace vhodných měnověpolitických pravidel, úloha peněz, důležitost komunikace centrální banky a rozdíly v hospodářském vývoji v rámci eurozóny.

V oblasti mezinárodní ekonomie a financí se výzkum zaměřoval na promítání změn devizových kurzů, mezinárodní transmisi šoků, sdílení rizika v měnové unii, determinanty globální nerovnováhy a informace získávané z výnosové křivky.

Výzkum problematiky finanční stability se soustředil na vývoj nových technik měření rizika nestability v bankovním sektoru. V oblasti finanční integrace byl proveden

důležitý výzkum týkající se návrhu a výpočtu indikátorů finanční integrace v rámci eurozóny i v nových členských státech EU (viz box 10). Byl také dokončen výzkum aspektu veřejného statku v systému TARGET2.

Značného pokroku bylo v roce 2005 dosaženo na poli makroekonomického modelování v souvislosti s novým modelem ECB pro celou eurozónu. Tento model byl sestaven v souladu s posledními trendy v makroekonomické teorii. Na rozdíl od dřívějších modelů je nová generace makroekonomických modelů, známých jako stochastické dynamické modely všeobecné rovnováhy (DSGE), založena v mnohem větší míře na mikroekonomických základech a umožňuje podrobnější analýzu ekonomických poruch. Výsledky technických prací na novém modelu pro eurozónu byly společně s prvními empirickými výsledky jiného modelu DSGE, který zahrnuje měnové a finanční proměnné, prezentovány na společné konferenci s Radou guvernérů Federálního rezervního systému a MMF v prosinci 2005.

Pokračovaly práce na vylepšení krátkodobých projekcí vývoje inflace a HDP v eurozóně. Jejich součástí je analýza transmise šoků mezi jednotlivými zeměmi, sektory a odvětvími, která zkoumala prediktivní schopnost „globálních“ inflačních trendů a zabývala se vhodnými postupy pro výběr modelů. Předmětem dalšího výzkumu bylo porovnání výhod prognózování agregovaných a desagregovaných řad a informační obsah vysokofrekvenčních dat.

V oblasti obecných hospodářských a strukturálních otázek výzkum v roce 2005 osvětlil význam institucí trhu práce, faktory určující nabídku práce a národní odlišnosti v dynamice toků na trhu práce a reálných mzdách. Výzkum se také věnoval dopadům fiskálních reforem, a to zejména ve vztahu k novým členským státům EU.

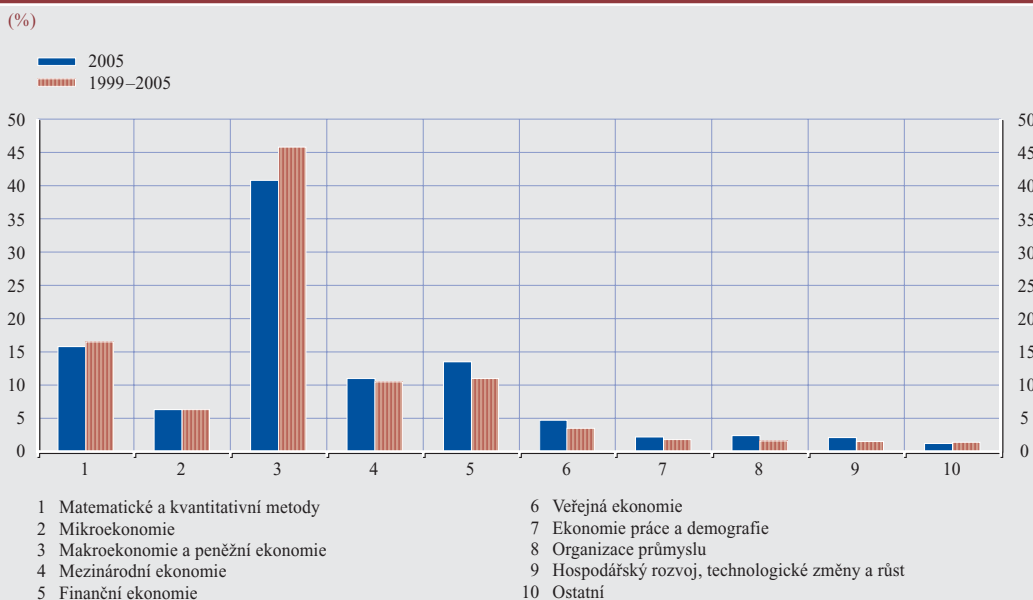
Většina výsledků výzkumných aktivit prováděných v ECB nebo ve spolupráci s ní byla představena v řadě výzkumných publikací ECB

Working Papers a v menší míře také v řadě ECB Occasional Papers i na různých konferencích a seminářích. V roce 2005 bylo zveřejněno 145 publikací z řady ECB Working Papers (v porovnání se 126 v roce 2004). Z nich bylo 68 (oproti 72 v roce 2004) sestaveno za účasti zaměstnanců ECB, zatímco 77 (oproti 54 v roce 2004) bylo napsáno autory mimo ECB v rámci programů pro hostující výzkumné pracovníky nebo konferencí pořádaných ECB. Značné množství publikací řady Working Papers vydaných od jejího založení v roce 1999 již bylo nebo bude zveřejněno v akademických časopisech (123) nebo knihách (22). Vzhledem k dlouhým prodlevám ve zveřejňování, které jsou důsledkem posuzování recenzenty, tento již významný podíl v roce 2006 ještě vzroste. Graf 46 dokládá zřetelné zaměření ECB na výzkum relevantní pro měnovou politiku. Kategorizuje řadu Working Papers podle témat na základě standardní klasifikace JEL (Journal of Economic Literature). Nejběžnějším tématem, kterým se řada zabývá, je „makroekonomie a peněžní ekonomie“, následovaná „matematickými a kvantitativními metodami“, „finanční ekonomikou“ a „mezinárodní ekonomikou“.



V průběhu roku ECB pořádala řadu konferencí a seminářů, například seminář „Implementace měnové politiky v eurozóně: lekce z minulosti a výzvy pro budoucnost“, třetí konferenci Mezinárodního výzkumného fóra pro měnovou politiku, konferenci s názvem „Jaké důsledky má HMU pro eurozónu a její země?“, společný seminář s Centrem pro výzkum hospodářské politiky (CEPR) na téma „Trhy práce

**Graf 46 Řada ECB Working Papers: klasifikace podle Journal of Economic Literature**



Zdroj: ECB.

v rozšířené Evropské unii: co by zvýšilo zaměstnanost?“ či společný seminář s BIS „Makrofinanční modelování časové struktury úrokových sazeb“. Dále hostila devátou výroční konferenci CEPR a Evropského letního institutu na téma „Strukturální reformy a hospodářský růst“, čtvrtou společnou výzkumnou konferenci centrálních bank s názvem „Měření rizika a systémové riziko“ ve spolupráci s Bank of Japan a Radou guvernérů Federálního rezervního systému pod záštitou Výboru pro globální finanční systém a čtvrtý seminář o prognostických technikách s názvem „Hodnocení prognóz a podmíněné prognózy“.

## 5.2 VÝZKUMNÉ PROGRAMY

Výzkum ECB se často provádí v rámci organizovaných programů. Jedná se o skupiny badatelů, které se společně podílejí na rozsáhlých víceúčelových projektech a mohou zahrnovat ekonomy z ECB, z národních centrálních bank zemí eurozóny, z jiných centrálních bank a organizací vytvářejících měnovou politiku, a také akademiky. ECB zajišťuje koordinaci a organizační podporu těchto programů, ať už sama nebo s jinými institucemi.

Program Eurosystem Inflation Persistence Network, který sdružoval badatele ze všech centrálních bank Eurosystemu, byl založen v roce 2003 s cílem analyzovat dynamiku inflace v eurozóně a v národních ekonomikách. Program byl završen v roce 2005. Při zkoumání inflační perzistence a tvorby cen byla využita široká škála dat včetně individuálních a sektorových údajů o spotřebitelských cenách a cenách výrobců, makroekonomických měř inflace a výsledků šetření. V roce 2005 vyšlo 23 výzkumných prací souvisejících s činností tohoto programu v řadě ECB Working Papers. Zpětná vazba od akademické obce byla získána při prezentacích na výroční valné hromadě Americké ekonomické asociace a výročním kongresu Evropské ekonomické asociace (podrobnější informace viz box 4).

Program pro výzkum hospodářského cyklu eurozóny, organizovaný ve spolupráci s CEPR, poskytuje fórum pro zkoumání hospodářského cyklu eurozóny. Sdružuje badatele z akademické obce, centrálních bank a jiných institucí ovlivňujících hospodářskou politiku. V roce 2005 program uspořádal třetí kurz o tématech z oblasti aplikovaných časových řad a prognózování, který hostila Banca d'Italia. Byly také uspořádány dva semináře, jeden o potřebě databáze pro eurozónu pracující v reálném čase, který hostila Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, a druhý o produktivitě a hospodářském cyklu v eurozóně a Spojených státech, který hostila Suomen Pankki – Finlands Bank. Výsledky výzkumu v tomto programu jsou k dispozici v online databázi výzkumných prací (251 prací) a v řadě výzkumných prací publikovaných společně s CEPR.

Cílem Výzkumného programu pro kapitálové trhy a finanční integraci v Evropě, vytvořeného v roce 2002 ECB a Centrem pro finanční studie (CFS), je stimulovat pro měnovou politiku relevantní výzkum integrace finančních systémů v Evropě a jejich mezinárodních vazeb. ECB a CFS se rozhodly pokračovat v aktivitách programu do roku 2007 a rozšířit jej o tři prioritní oblasti: (i) vztah mezi finanční integrací a finanční stabilitou, (ii) přistoupení k EU, rozvoj finančního sektoru a finanční integrace a (iii) modernizace finančního systému a hospodářský růst v Evropě. Na tyto oblasti byl rozšířen i výzkumný program „Lamfalussy Fellowship“, zřízený v rámci tohoto programu. Oesterreichische Nationalbank v roce 2005 hostila a spolupořádala konferenci výzkumných programů ECB a CFS ve Vídni, která se věnovala rozvoji finančního sektoru, integraci a stabilitě ve střední, východní a jihovýchodní Evropě (podrobnosti viz box 10).

## 6 JINÉ ÚKOLY A ČINNOSTI

### 6.1 DODRŽOVÁNÍ ZÁKAZU MĚNOVÉHO FINANCOVÁNÍ A ZVÝHODNĚNÉHO PŘÍSTUPU

Podle čl. 237 písm. d) Smlouvy je ECB pověřena úkolem sledovat plnění povinností 25 národních centrálních bank členských zemí (NCB) a ECB plynoucích z článků 101 a 102 Smlouvy a z nařízení Rady (ES) č. 3603/93 a 3604/93. Článek 101 zakazuje ECB a NCB poskytovat vládám a institucím či orgánům Společenství možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoliv jiný typ úvěru, stejně jako nakupovat přímo od nich dluhové nástroje. Článek 102 zakazuje jakékoliv opatření, které by nebylo založeno na obezřetném posouzení a které by umožňovalo zvýhodněný přístup vlád a institucí a orgánů Společenství k finančním institucím. Souběžně s ECB monitoruje i Evropská komise, jak členské státy dodržují uvedená ustanovení.

ECB také sleduje, jak centrální banky EU nakupují na sekundárních trzích dluhové nástroje vydané domácím veřejným sektorem nebo veřejným sektorem jiných členských států. V souladu s body odůvodnění nařízení Rady (ES) č. 3603/93 nesmí být akvizice dluhových nástrojů veřejného sektoru na sekundárním trhu využita k obcházení cíle článku 101 Smlouvy. Takové nákupy se nesmějí stát formou nepřímého měnového financování veřejného sektoru.

V roce 2005 Rada guvernérů zjistila dva případy, kdy výše uvedené požadavky vyplývající ze Smlouvy a souvisejících nařízení Rady nebyly dodrženy. Banca d'Italia a Oesterreichische Nationalbank vykázaly nákupy dluhových nástrojů emitovaných Evropskou investiční bankou (EIB) na primárním trhu. Banca d'Italia zakoupila 13. října 2005 cenné papíry EIB denominované v USD v hodnotě 10 mil. USD pro účely správy devizových rezerv. Oesterreichische Nationalbank zakoupila 14. září 2005 cenné papíry EIB denominované v EUR v hodnotě 200 mil. EUR. Jelikož EIB je orgánem Společenství, takovéto nákupy představují porušení zákazu měnového financování podle článku 101

Smlouvy a nařízení Rady (ES) č. 3603/93. V případě Banca d'Italia byly dluhové nástroje EIB zakoupené na primárním trhu prodány 8. března 2006. Oesterreichische Nationalbank prodala dluhové nástroje EIB zakoupené na primárním trhu na konci října 2005. Obě NCB navíc přijaly okamžitá opatření proti výskytu těchto případů v budoucnosti.

V roce 2004<sup>9</sup> zjistila Rada guvernérů jeden případ, kdy NCB nedodržela výše uvedené požadavky podle Smlouvy a souvisejících nařízení Rady. V kontextu silného odlivu národních mincí do NCB v důsledku zavedení eurobankovek a euromincí 1. ledna 2002 Suomen Pankki (finská centrální banka) od října 2001 do února 2004 překročila limit 10 % mincí v oběhu stanovený v článku 6 nařízení Rady (ES) č. 3603/93. Situace však byla v březnu 2004 zcela napravena a od té doby jsou ustanovení Smlouvy dodržována.

### 6.2 PORADENSKÉ FUNKCE

Čl. 105 odst. 4 Smlouvy vyžaduje, aby ECB byla konzultována ve věci jakýchkoliv navrhovaných právních předpisů Společenství nebo vnitrostátních právních předpisů, které spadají do oblasti působnosti Evropské centrální banky<sup>10</sup>. Všechna stanoviska ECB jsou zveřejňována na internetových stránkách ECB. Počínaje lednem 2005 jsou stanoviska k návrhům vnitrostátních právních předpisů zpravidla zveřejňována bezprostředně po jejich přijetí a následném předání konzultačnímu orgánu, jak tomu bylo již například v případě stanovisek k návrhům právních předpisů EU. V červnu 2005 vydala ECB Příručku ke konzultacím vnitrostátních orgánů s Evropskou centrální bankou k návrhům právních předpisů, která má vnitrostátním orgánům poskytnout praktickou pomoc a informace.

<sup>9</sup> Odkaz na události týkající se roku 2004 v této Výroční zprávě souvisí s tím, že příslušné monitorování prováděné ECB skončilo po uzavěření Výroční zprávy za rok 2004.

<sup>10</sup> V souladu s Protokolem o jistých ustanoveních týkajících se Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku se povinnost konzultovat ECB nevztahuje na Spojené království.

ECB v roce 2005 přijala 61 stanovisek, z toho 13 v reakci na konzultace ze strany Rady EU a 48 v reakci na konzultace ze strany vnitrostátních orgánů. V roce 2004 to bylo 39 stanovisek; zvýšení bylo způsobeno vyšším počtem konzultací ze strany nových členských států v jejich prvním celém roce členství v EU. Seznam stanovisek přijatých v roce 2005 je uvedený v příloze této výroční zprávy.

Ve svých stanoviscích k novým nařízením Rady EU o dozoru a o postupu při nadměrném schodku, která reformují Pakt stability a růstu<sup>11</sup>, ECB zdůraznila, že vyvážené fiskální politiky jsou základem úspěchu HMU a předpokladem makroekonomické stability, růstu a soudržnosti v eurozóně. Dále ECB považovala za nutné zachovat věrohodný postup při nadměrném schodku včetně přísného časového rámce (viz též část 1.1 kapitoly 4). ECB byla také konzultována ve věci nařízení Rady o budoucím přijetí eura novými členskými státy<sup>12</sup>. ECB vyjádřila názor, že maximální délka přechodného období mezi zavedením eura jako měny nových členských států a zavedením eurobankovek a euromincí by neměla překročit tři roky a že by měla být podporována ještě kratší přechodná období. ECB také zdůraznila význam požadavku, aby byl název jednotné měny ve všech úředních jazycích EU stejný, i když vzala v úvahu existenci různých abeced<sup>13</sup>.

ECB byla nadále konzultována vnitrostátními orgány v otázkách souvisejících s nezávislostí NCB – včetně centrálních bank Itálie, Litvy, Slovenska a Španělska – jakožto členů ESCB<sup>14</sup>, i v otázkách změn statutů centrálních bank Estonska, Lotyšska, Litvy, Slovenska a Švédska, které vyvstaly v kontextu Konvergenční zprávy ECB 2004<sup>15</sup>. ECB byla také konzultována vnitrostátními orgány ve věcech týkajících se dodržování zákazu měnového financování podle článku 101 Smlouvy, včetně návrhu zákona, kterým se Oesterreichische Nationalbank povoluje učinit vklad na zvláštní účet u MMF ve prospěch zemí postižených přírodními katastrofami v rámci fondu pro snížení chudoby a růst (PRGF)<sup>16</sup>, a návrhu zákona, kterým se Banca d'Italia

povoluje rozšířit úvěrovou linku na Libanonskou republiku<sup>17</sup>. ECB dospěla k závěru, že rakouský návrh zákona zákaz měnového financování dodržuje, jelikož spadá do rozsahu působnosti výjimky z práva Společenství pro financování závazků veřejného sektoru vůči MMF prostřednictvím NCB<sup>18</sup>. V případě italského návrhu zákona však ECB dospěla k závěru, že navrhované financování by bylo formou měnového financování zakázaného Smlouvou. Italské úřady návrh zákona následně stáhly.

ECB byla konzultována vnitrostátními orgány ve věci legislativních návrhů týkajících se rámce finančního dohledu<sup>19</sup>. Ve svém stanovisku k návrhu zákona, kterým se Česká národní banka stává jediným orgánem dohledu nad finančním trhem v České republice, ECB vyjádřila názor, že vzhledem ke stále většímu stírání tradičních hranic mezi sektory bankovníctví, cenných papírů a pojišťovnictví a k problémům, které tento vývoj představuje pro obezřetný dohled a stabilitu finančního systému, si NCB s celkovou zodpovědností za finanční trhy s výkonem dohledu pravděpodobně poradí lépe než několik orgánů pro dohled s individuální omezenou působností pro konkrétní finanční sektor. V samostatné konzultaci ve věci návrhu českého zákona o konkurzu a vyrovnání<sup>20</sup> ECB uvítala skutečnost,

11 CON/2005/18 a CON/2005/17 z 3. června 2005.

12 CON/2005/51. ECB byla také konzultována vnitrostátními orgány v některých nových členských státech včetně Litvy a Slovinska ve věci národní legislativy, která umožňuje budoucí zavedení eura v těchto členských státech (viz CON/2005/38 a CON/2005/57).

13 ECB byla také konzultována ve věci jiných významných návrhů aktů EU, kterými se tato výroční zpráva zabývá jinde. Patří sem návrh směrnice o kapitálové přiměřenosti (CON/2005/4) a návrh rozhodnutí Rady o podpisu Haagské úmluvy o cenných papírech držných zprostředkovatelem (CON/2005/7). Pro více podrobností viz část 2 kapitoly 3.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Podle článku 7 nařízení Rady (ES) č. 3603/93 ze dne 13. prosince 1993, kterým se upřesňují definice pro použití zákazů uvedených v člancích 104 a 104b Smlouvy.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

20 CON/2005/36.

že návrh zákona uznává odpovědnost České národní banky za dohled nad bankami s finančními potížemi a za rozhodování, kdy by proti těmto bankám mělo být zahájeno úpadkové řízení.

## Box 9

### SLUŽBY SPRÁVY REZERV EUROSYSTEMU

V lednu 2005 byl zaveden nový rámec pro správu rezervních aktiv klientů Eurosystemu denominovaných v eurech. Tento nový rámec, který je k dispozici centrálním bankám, měnovým úřadům a orgánům státní správy se sídlem mimo eurozónu a mezinárodním organizacím, poskytuje komplexní soubor služeb umožňující způsobilým zákazníkům účinně spravovat svá rezervní aktiva v eurech. Rozsah těchto služeb se pohybuje od poskytování depozitních účtů a s tím souvisejících služeb úschovy a vypořádání, k peněžním a investičním službám. Ty jsou nabízeny za harmonizovaných podmínek a v souladu se všeobecnými tržními standardy jednotlivými centrálními bankami Eurosystemu (poskytovatelé služeb Eurosystemu) vystupujícími jako specializovaní poskytovatelé služeb. Způsobilí zákazníci mají možnost dostat se ke komplexnímu souboru služeb, na který se vztahuje nový rámec prostřednictvím kteréhokoliv z těchto poskytovatelů služeb.

V současné době existuje šest poskytovatelů služeb Eurosystemu, a to Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg a De Nederlandsche Bank. Zbývající centrální banky Eurosystemu mohou nabízet některé ze služeb, na které se vztahuje nový rámec. A navíc, jak poskytovatelé služeb Eurosystemu, tak ostatní centrální banky Eurosystemu mohou nabízet další služby správy rezerv v eurech, a to na individuální bázi. ECB plní roli koordinátora celkového procesu tím, že zajišťuje hladké fungování rámce.

Zavedení nového rámce bylo způsobilými zákazníky kladně přijato. Na základě informací shromážděných ECB se zdá, že skupina zákazníků, kteří navázali obchodní vztahy s jednou z centrálních bank Eurosystemu, je reprezentativním vzorkem všech způsobilých zákazníků, kterým je nový rámec adresován. Pokud jde o samotné služby, celkové hotovostní zůstatky zákazníků a/nebo držby cenných papírů u centrálních bank Eurosystemu se oproti situaci před zavedením nového rámce zvýšily. Je to zejména případ pokud jde o držbu zahraničních státních cenných papírů zákazníky (tj. cenné papíry vydané vládami jiných zemí než je vláda centrální banky, u které jsou cenné papíry uloženy). Zákazníci ocenili také automatickou jednodenní investiční facilitu, kterou mají k dispozici podle nového rámce a která umožňuje investovat finanční prostředky přímo u příslušného poskytovatele služeb a/nebo na trhu za atraktivní sazby.

V souladu se způsobem, jakým byly služby správy rezerv poskytovány mnoho let, je i nový rámec založen na základních principech, které charakterizují správu oficiálních rezerv, jako je finanční a právní jistota, a co je nejdůležitější, důvěrnost. Služby správy rezerv na základě nového rámce jsou nabízeny tradičním zákazníkům z řad centrálních bank a splňují tak speciální potřeby a zájmy těch institucí, které působí ve stejném oboru činnosti centrálního bankovníctví jako samotný Eurosystem.



### **6.3 SPRÁVA VÝPŮJČNÍCH A ÚVĚROVÝCH OPERACÍ EVROPSKÉHO SPOLEČENSTVÍ**

V souladu s čl. 123 odst. 2 Smlouvy a článkem 9 nařízení Rady (ES) č. 332/2002 ze dne 18. února 2002 je ECB i nadále zodpovědná za správu výpůjčních a úvěrových operací Evropského společenství na základě mechanismu střednědobé finanční pomoci (Medium-Term Financial Assistance). V roce 2005 ECB nevykonávala žádné správní úkoly. Na konci roku 2004 nevykazovala neuhrazený zůstatek a v průběhu roku 2005 nebyly zahájeny žádné nové operace.



Autor  
Pep Agut  
Název  
Read your voice, 2000  
Materiál  
Smíšená média  
Rozměry  
190 x 195 cm  
© ECB a autor



**KAPITOLA 3**

# **FINANČNÍ STABILITA A INTEGRACE**

# 1 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.

## 1.1 MONITOROVÁNÍ FINANČNÍ STABILITY

ECB ve spolupráci s Výborem bankovního dohledu (Banking Supervision Committee, BSC) ESCB monitoruje rizika finanční stability s cílem posoudit schopnost finančního systému absorbovat šoky.<sup>1</sup> Důraz je kladen na banky, protože jsou i nadále hlavními zprostředkovateli v toku finančních prostředků od vkladatelů k vypůjčovatelům v eurozóně a jako takové představují důležitý kanál, kterým se rizika mohou rozšířit na zbytek finančního systému. Ovšem vzhledem k rostoucímu významu ostatních finančních institucí a trhů a jejich vzájemnému propojení s bankami se zranitelnost těchto prvků finančního systému může rozšířit na banky. Monitorování se proto týká rovněž vývoje těchto dalších prvků.

### CYKlický vývoj

Odolnost finančního systému eurozóny se v roce 2005 zvýšila. Finanční instituce těžily z růstu celosvětové hospodářské aktivity, který si udržel dosti vysoké tempo i přes další zvyšování cen ropy, a z dalšího zlepšování rozvahy velkých firem v eurozóně. V těchto podmínkách se zlepšila ziskovost bank v eurozóně a došlo k posílení rozvahy pojištěoven. V budoucnu však finanční instituce budou čelit rizikům vyplývajícím např. z možnosti náhlého uvolnění globální nerovnováhy, zranitelnosti vůči korekci cen – které byly nadsazeny díky pokračujícímu hledání zisku – na některých trzích s pevným výnosem a úvěrových trzích a z možnosti dalšího růstu cen ropy. Bilance domácností jsou navíc stále zranitelné možnou korekcí cen nemovitostí v některých zemích.

V bankovním sektoru eurozóny pokračovalo i v roce 2005 oživení ziskovosti velkých bank, které začalo v roce 2003, i když u bank, které v roce 2005 přešly na mezinárodní standardy pro finanční výkaznictví (International Financial Reporting Standards, IFRS), je obtížnější provádět srovnání s dřívějšími ukazateli ziskovosti. Je důležité, že oživení ziskovosti mělo široký základ a docházelo k němu i v národních bankovních sektorech, které v roce 2003 zaznamenávaly podprůměrné výsledky. Hlavními zdroji vyšší ziskovosti v roce 2005 byly snížené rezervy, trvalý růst úvěrování sektoru domácností (většinou na nákup nemovitostí) a počínající oživení úvěrové emise podnikovému sektoru. Snižování nákladů, které přispívalo k růstu ziskovosti bank v roce 2004, bylo v roce 2005 méně významné.

Rezervy na ztráty z půjček se v roce 2005 nadále snižovaly. Důvodem byl nízký počet insolvencí v sektoru domácností a v podnikovém sektoru a pouze nepatrné zhoršení kvality bankovních aktiv, zatímco značné odpisy nebo snížení hodnoty včas nesplacených úvěrů, alespoň v některých zemích eurozóny, zmírnily dopad úvěrového rizika na rozvahy bank. Navíc existují určité důkazy, že ukazatel krytí (coverage ratio), tj. poměr rezerv k ohroženým aktivům, se v roce 2005 snížil. Nelze však vyloučit, že by snížená tvorba rezerv, a v některých zemích jejich nižší stav, mohly vést k nedostatku rezerv v případě neočekávaného zhoršení úvěrového cyklu.

Zrychlení růstu půjček podniků, ke kterému docházelo v letech 2004-2005, by mohlo, pokud by trvalo i nadále, poskytnout bankám žádoucí diversifikaci zdrojů příjmu směrem od sektoru domácností. Nehledě na růst objemu úvěrů však čistý úrokový výnos – klíčová složka ziskovosti

<sup>1</sup> Od konce roku 2004 ECB zveřejňuje pololetní zprávu o stabilitě finančního systému eurozóny, nazvanou „Financial Stability Review“. V roce 2005 dále zveřejnila čtvrté vydání zprávy „EU banking sector stability“, která uvádí hlavní zjištění vyplývající z pravidelného monitorování stability bankovního sektoru ze strany BSC. Tyto publikace jsou k dispozici na internetových stránkách ECB.

bank – v roce 2005 nadále klesal díky snižování úrokové marže. Tento pokles byl tažen zplošťováním výnosových křivek, trvale nízkými úrokovými sazbami a silou konkurence mezi bankami v boji o úvěry a vklady. Pokud jde o čistý neúrokový příjem, banky všeobecně vykazovaly zvýšený příjem jak z poplatků a provizí, tak z obchodní činnosti. V některých případech byly tyto příjmy dostatečně vysoké, aby více než kompenzovaly nižší příjem ze změny lhůt splatnosti, která je hlavní činností bank.

Přes další zlepšení v některých zemích se v roce 2004, což je poslední rok, za který jsou k dispozici konsolidované údaje, klíčové regulační ukazatele kapitálové přiměřenosti v bankovním sektoru eurozóny víceméně nezměnily. Nekonsolidované údaje za soubor velkých bank v eurozóně naznačují určité zlepšení ukazatelů kapitálové přiměřenosti v roce 2005.

Ziskovost a kapitálová základna pojišťoven v eurozóně se v roce 2005 zlepšila, i když výnosy z investic byly v prostředí nízkých úrokových sazeb nadále jen mírné. K posilování rozvahy pojišťoven poskytujících neživotní pojištění docházelo díky zlepšení ziskovosti v oblasti upisování, což byl výsledek přísné disciplíny v oblasti cen. V sektoru životního pojištění přispěly ke zlepšení ziskovosti nižší garantované výnosy z produktů spoření, jakož i úspory nákladů. Pokračující reformy systémů veřejného důchodového zabezpečení v eurozóně navíc napomáhaly soukromému spoření do produktů životního pojištění. V oblasti zajištění vedl pokles hodnoty pojistných smluv ke snížení ziskovosti.

V roce 2005 pokračoval růst rovněž v globálním sektoru zajišťovacích fondů a fondů kolektivního investování. Příliv prostředků do zajišťovacích fondů pokračoval po celý rok 2005 s určitým zpomalením ve druhém a třetím čtvrtletí v důsledku slabších výnosů v sektoru. Na jaře 2005 utrpěly zejména některé úvěrové strategie poté, co byl snížen úvěrový rating dvou amerických výrobců automobilů na sub-



investiční stupeň. Navíc, vzhledem k rostoucí přítomnosti zajišťovacích fondů na trzích finančních instrumentů, jejichž cena závisí na vzájemné relativní hodnotě podkladových aktiv, a úvěrových produktů se složitými strukturami, nelze vyloučit, že v případě další volatility na úvěrových trzích mohou být banky v budoucnu vystaveny ztrátám ze svých aktivit spojených se zajišťovacími fondy. Podle nedávného průzkumu angažovanosti bank v EU vůči zajišťovacím fondům<sup>2</sup> však je ve většině zemí přímá angažovanost většinou jen mírná ve vztahu k velikosti rozvahy bank a ve srovnání s angažovaností podobných bank ve Spojených státech. To odráží skutečnost, že na globálním trhu primárních makléřů nadále dominují převážně americké finanční instituce. Je však i nadále důležité, aby v bankách existovalo odpovídající řízení rizik spojených se zajišťovacími fondy.

### STRUKTURÁLNÍ VÝVOJ

Strukturální změny v bankovním sektoru mohou ovlivnit finanční stabilitu v dlouhodobějším horizontu např. prostřednictvím změn v konkurenčním prostředí nebo díky vyšší internacionalizaci. V bankovním sektoru eurozóny nadále dochází k důležitým strukturálním změnám v oblasti konsolidace, internacionalizace, finančního zprostředkování

2 „Large EU banks’ exposures to hedge funds“, ECB, listopad 2005.

a systémů financování. Struktura bankovního trhu v jednotlivých zemích eurozóny se sice nadále liší pokud jde o koncentraci, vlastnickou strukturu, zahraniční účast a velikost a důležitost kanálů pro poskytování služeb a produktů, to se však může změnit v důsledku zvýšené aktivity v oblasti fúzí a akvizic (M&A) v sektoru a dalších strukturálních změn.<sup>3</sup>

Tempo konsolidace jak na národní, tak i mezinárodní úrovni se v posledních letech snížilo, jak ukazuje nízký počet fúzí a akvizic a pomalejší snižování počtu úvěrových institucí.<sup>4</sup> V průběhu roku 2005 však došlo k řadě velkých přeshraničních fúzí a akvizic, čímž se potvrdily náznaky obnoveného zájmu o přeshraniční konsolidaci z roku 2004. V některých členských státech se patrně chýlí k závěru domácí konsolidace ve skupině velkých bank, neboť příslušné bankovní trhy jsou již velmi koncentrované. Proto se hlavní expanzivní strategií v těchto členských zemích stala, vedle organického růstu, přeshraniční konsolidace, a to i přes přetrvávající bariéry.

Objevily se i náznaky postupné změny ve struktuře rozvahy bank s tím, že tempo růstu úvěrové emise bylo vyšší než tempo růstu přijímání vkladů. Tato tendence patrně odráží menší atraktivitu vkladů pro domácnosti v podmínkách trvale nízkých úrokových sazeb a měnění se vztahu mezi rizikem a výnosem, jakož i strukturální faktory, jako např. měnění se demografické prostředí, které zvyšuje důležitost soukromých penzijních a pojišťovacích produktů. Naznačuje to také, že banky se stále více uchylují k financování prostřednictvím mezibankovních trhů a nástrojů kapitálového trhu.

Zdá se rovněž, že banky v eurozóně spíše přenášejí více rizik do jiných ekonomických sektorů, než že by se zabývaly pouze zprostředkováním mezi věřiteli a dlužníky, a některé se odklánějí od integrovaného poskytování finančních služeb. Přesto bankovní financování zůstává převažující formou finančního zprostředkování v eurozóně.<sup>5</sup>

Konečně, banky stále více přijímají pružnější způsoby organizace, outsourcují méně významné části svého hodnotového řetězce a specializují se na určitou fázi cyklu služeb, ať už jde o fázi přípravy, produkce, distribuce nebo vypořádání.

Celkově lze říci, že úloha bank v eurozóně se postupně vyvíjí. Přímé financování prostřednictvím kapitálového trhu nabývá na významu a netradiční poskytovatelé finančních služeb se mohou dále prosazovat ve specifických oblastech bankovního, čímž se zvýší efektivnost finančního systému eurozóny a změní se rozložení rizika.

## 1.2 SPOLUPRÁCE V PŘÍPADĚ FINANČNÍ KRIZE

Rámec EU pro spolupráci mezi kompetentními orgány v oblasti řízení finančních krizí se v roce 2005 dále zlepšil.

Za prvé, orgány bankovního dohledu, centrální banky a ministerstva financí EU uzavřely Dohodu o spolupráci v případech finanční krize (dále jen „dohoda“). Tato dohoda vstoupila v platnost 1. července. Dohoda, která byla přijata pod patronací Hospodářského a finančního výboru, se týká krizových situací, které by mohly mít přeshraniční a systémový dopad na jednotlivé úvěrové instituce, bankovní skupiny či bankovní součásti finančních skupin, ale také ostatních možných systémových poruch s přeshraničními důsledky pro finanční trhy, včetně poruch týkajících se platebních systémů či jiných prvků tržní infrastruktury. Zásady a postupy obsažené v dohodě se zabývají výměnou informací, názorů a hodnocení mezi institucemi, a spoluprací na národní a mezinárodní úrovni. V zájmu dalšího

3 Podrobnější analýza strukturálního vývoje v bankovních sektorech EU a eurozóny je uvedena ve zprávě BSC „EU banking structures“ z října 2005 a v článku „Consolidation and diversification in the euro area banking sector“, Měsíční bulletin ECB, květen 2005.

4 Počet úvěrových institucí se snížil o 2,8 % v roce 2004 a o 2,3 % v roce 2005 (anualizováno na základě informací do třetího čtvrtletí) na méně než 6 300.

5 V roce 2005 činil podíl domácích úvěrů na HDP 115 %, zatímco podíl kapitalizace akciového trhu na HDP 68 %.

zvyšování úrovně spolupráce mezi jednotlivými institucemi dohoda zahrnuje rovněž opatření zaměřená na rozvoj pohotovostních plánů pro řešení krizových situací, spolu se zátěžovými testy a simulačními cvičeními. Dohoda sama bude testována při simulačním cvičení plánovaném v roce 2006.

Za druhé, další zdokonalování rámce pro krizové řízení pokud jde o postupy centrálních bank a orgánů dohledu při řešení finančních krizí na mezinárodní úrovni bylo předmětem společného jednání BSC a Výboru orgánů evropského bankovního dohledu (Committee of European Banking Supervisors, CEBS).



## 2 FINANČNÍ REGULACE A DOHLED

### 2.1 OBECNÉ OTÁZKY

V červenci 2005 zveřejnila Evropská komise Zelenou knihu o politice finančních služeb (2005–2010) k veřejné diskuzi. Eurosystem ve svém příspěvku zdůraznil, že při zdokonalování rámce EU v oblasti finančního dohledu by se měl maximálně využívat potenciál projektu Lamfalussy.<sup>6</sup> Eurosystem rovněž preferuje další racionalizaci finančních pravidel s použitím hlavních prvků projektu Lamfalussy. Bylo by možné zřetelněji odlišit základní principy (legislativa 1. úrovně) a technické detaily (legislativa 2. úrovně). Tomu by měla napomoci další konvergence dohledových postupů, která také hraje důležitou roli při zajišťování jejich důsledného prosazování ve všech členských státech. Dále je třeba poznamenat, že rozsáhlá a důsledná opatření v oblasti spolupráce mezi domovskými a hostitelskými orgány jsou zvláště důležitá pro finanční skupiny operující na mezinárodní úrovni. Pokud jde o opatření v oblasti finanční stability, Eurosystem označil za oblasti potenciálního rozvoje monitorování finanční stability napříč všemi státy a finančními sektory, zvládnutí finančního stresu a pojištění vkladů.

### 2.2 BANKOVNICTVÍ

Po zveřejnění aktualizovaného rámce pro „Mezinárodní konvergenci měření kapitálu a kapitálových standardů“ (známého jako Basel II) v červnu 2004 přesunul Basilejský výbor pro bankovní dohled (BCBS) svou pozornost ke klíčovým otázkám implementace. Činnost BCBS se soustřeďuje i na řadu technických otázek.

Na evropské úrovni byl Basel II zaveden do právních předpisů EU novelizací směrnice o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu a směrnice o kapitálové přiměřenosti. Evropský parlament a Rada EU schválily konečné znění těchto směrnic v září a v říjnu 2005. Členské státy budou muset novelizovat národní legislativu tak, aby zahrnovala nová pravidla, která budou platit od

roku 2007. BCBS navíc na konci roku 2005 provedl pátou kvantitativní studii dopadů těchto nových pravidel (známou jako QIS5). Výsledky budou k dispozici na jaře 2006 a mohou vést k dalším kvantitativním úpravám rámce. Na studii se podílel i CEBS.

ECB i nadále podporuje činnost BCBS a přispívá k ní prostřednictvím své účasti ve funkci pozorovatele v BCBS a jeho hlavních dílčích strukturách. ECB navíc vydala stanovisko k novému kapitálovému rámci EU, ve kterém podpořila hlavní myšlenku nových pravidel.

ECB také analyzovala možné politické implikace zvýšeného přeshraničního bankovníctví v EU v kontextu zachování finanční stability. Tato analýza, kterou většinou prováděl BSC, pokrývá finanční dohled, krizové řízení, monitorování finanční stability a systém pojištění vkladů. Ukázalo se, že výsledky dosažené v oblasti pojištění vkladů jsou užitečné pro revizi směrnice o systémech pojištění vkladů, kterou v současné době provádí Evropská komise.<sup>7</sup>

### 2.3 CENNÉ PAPIŘY

V roce 2005 se aktivity v sektoru cenných papírů soustřeďovaly zejména na regulační rámec EU, a to přijetím zbývajících prováděcích opatření 2. úrovně, týkajících se směrnice o trzích s finančními instrumenty a směrnice o transparentnosti. Vzhledem k důležitosti těchto opatření pro integraci evropských finančních trhů a zvýšení finanční stability ECB pečlivě sledovala práci v této oblasti a přispívala k ní svou účastí v Evropském výboru pro cenné papíry.

6 „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“, 15. únor 2001. Tato zpráva je k dispozici na internetových stránkách Evropské komise. Viz také Výroční zpráva ECB z roku 2003, s. 111.

7 „Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)“, Evropská komise, 14. červenec 2005. Tento dokument je k dispozici na internetových stránkách Evropské komise.

Eurosystém dále přispěl k debatě o revizi Lamfalussyho procesu tím, že odpověděl na předběžné hodnocení zveřejněné Evropskou komisí k veřejné diskuzi. Eurosystém potvrdil svůj pozitivní postoj k Lamfalussyho procesu. Bylo zejména zdůrazněno, že tento proces by měl být použit tak, aby došlo k racionalizaci existujících regulatorních požadavků a vytvoření společného systému harmonizovaných technických pravidel, která by odpovídala jak potřebám regulátorů, tak i účastníků trhu. Tento společný systém harmonizovaných pravidel by měl poskytnout účastníkům trhu nabízejícím přeshraniční služby jednotný zdroj práv a povinností v příslušných oblastech.

Konečně Eurosystém přispěl k debatě o zdokonalení rámce EU pro investiční fondy, kterou zahájila Zelená kniha Evropské komise zveřejněná 12. července 2005 k veřejné diskuzi. Podle Eurosystému by pokračující snaha o odstranění zbývajících regulatorních a právních překážek mohla vést k další konsolidaci v evropském sektoru investičních fondů a k racionalizaci nabízených produktů, z čehož by následně měli prospěch investoři i finanční trh EU. Pokud jde o zajišťovací fondy, Eurosystém podporoval přístup, který byl dosud uplatňován na mezinárodní úrovni, a to řešit obavy o finanční stabilitu vytvářené zajišťovacími fondy především jejich interakcí s regulovanými společnostmi, zejména bankami.

## 2.4 ÚČETNICTVÍ

Dne 1. ledna 2005 vstoupilo v platnost nařízení Rady (EC) č. 1606/2002, které vyžaduje, aby všechny společnosti kotované na burze, včetně bank, připravovaly své konsolidované účetní závěrky v souladu s IFRS. Vzhledem k důležitosti solidních účetních standardů z hlediska finanční stability se ECB nadále podílela na činnostech spojených se zavedením nového účetního rámce v EU.

V první polovině roku se práce soustředily na to, aby do mezinárodních účetních standardů 39 (IAS 39) byla zavedena nová alternativa umožňující použití reálných hodnot<sup>8</sup> pro všechny typy finančních nástrojů, která je všeobecně známá jako alternativa reálné hodnoty. Bylo dosaženo pokroku v konstruktivním dialogu mezi ECB, BCBS a Výborem pro mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standards Board, IASB); vyvrcholením byl dopis prezidenta ECB tomuto Výboru z dubna 2005, který podpořil úpravy IAS 39. IASB tyto úpravy následně přijal v červnu 2005.

V tomto kontextu se ECB jakožto pozorovatel v pracovní skupině pro účetnictví BCBS rovněž podílela na pokynech (supervisory guidance), které tato pracovní skupina připravila. V červenci 2005 BCBS zveřejnila k diskuzi dokument nazvaný „Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards“, který zejména spojuje – z hlediska dohledu – použití alternativy reálné hodnoty s řádnými postupy řízení rizika.<sup>9</sup>

Dohlížitelé (trustees) Nadace Výboru pro mezinárodní účetní standardy (International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF)) ukončili v dubnu 2005 revizi svých stanov. V reakci na komentáře obdržené v době určené ke konzultacím, včetně komentářů ECB, IASCF rozhodla o vytvoření nového restrukturovaného Poradního výboru pro standardy, který by měl poskytovat rozsáhlé strategické poradenství, a Poradní skupiny pro jmenování dohlížitelů, se kterou by mělo být konzultováno jmenování nových dohlížitelů. ECB má zastoupení v obou orgánech.

8 Reálná hodnota je částka, za kterou může být aktivum směněno, nebo závazek vypořádán mezi dobře informovanými stranami, které jsou ochotny uskutečnit transakci a které nejsou svázány žádnými vztahy. V praxi se reálná hodnota často rovná kotované tržní ceně nebo se odhaduje s použitím oceňovací techniky diskontující budoucí peněžní toky.

9 Účelem tohoto dokumentu není stanovení dalších účetních požadavků.

V druhém čtvrtletí 2005 BSC zahájil práce na analýze vztahů mezi účetnictvím a finanční stabilitou. Práce se soustřeďuje na důsledky zavedení IFRS pro finanční stabilitu a na to, zda tyto standardy efektivně přispívají k dalšímu posilování finanční stability.

### 3 FINANČNÍ INTEGRACE

Vzhledem ke svým hlavním úkolům má Eurosystem velký zájem na finanční integraci v Evropě, zejména v eurozóně. Zaprvé, dobře integrovaný finanční systém podporuje plynulou a efektivní transmisi měnověpolitických impulzů v celé eurozóně. Zadruhé, finanční integrace má vliv na plnění úkolů Eurosystemu v oblasti zachování finanční stability. Dále je finanční integrace důležitá pro efektivní fungování platebních systémů a plynulé fungování systémů vypořádání. Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje Eurosystem v souladu s článkem 105 Smlouvy také obecné hospodářské politiky v Evropském společenství. Finanční integrace, jakožto prioritní cíl Společenství, může napomoci rozvoji finančního systému a zvýšit tak možnosti hospodářského růstu.

Eurosystem obecně rozlišuje čtyři typy činností, jimiž přispívá k podpoře finanční integrace: (i) zvyšování povědomí o evropské finanční integraci a monitorování pokroku v této oblasti, (ii) fungování jako katalyzátor činnosti soukromého sektoru usnadňující společný postup, (iii) poradenství pro legislativní a regulační rámec finančního systému, a (iv) poskytování služeb centrální banky, které rovněž podporují finanční integraci. V průběhu roku 2005 byla ECB činná ve všech čtyřech oblastech, jak je popsáno dále. ECB rovněž pokračovala ve výzkumné činnosti v oblasti finanční integrace (viz box 10).

#### Box 10

##### VÝZKUM KAPITÁLOVÝCH TRHŮ A FINANČNÍ INTEGRACE V EVROPĚ

ECB a Centrum pro finanční studie (Center for Financial Studies, CFS) ve Frankfurtu pokračovaly ve výzkumném programu zabývajícím se kapitálovými trhy a finanční integrací v Evropě.<sup>1</sup> Současná druhá fáze výzkumné činnosti byla rozšířena o tři další prioritní oblasti: (i) vztah mezi finanční integrací a finanční stabilitou, (ii) přistoupení k EU, finanční vývoj a finanční integrace a (iii) modernizace finančního systému a hospodářský růst v Evropě.

Hostitelem první konference druhé fáze tohoto programu byla belgická centrální banka (Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique). Konference se konala v květnu 2005 v Bruselu a jejím spoluorganizátorem bylo Centrum pro výzkum hospodářské politiky (CEPR). Konference s názvem „Konkurence, stabilita a integrace v evropském bankovníctví“ se zabývala zejména prioritami programu pokud jde o konkurenci mezi bankami a geografický rozměr bankovníctví, jakož i finanční integraci a finanční stabilitou.

Jedním z hlavních témat diskutovaných na konferenci bylo přeshraniční bankovníctví v Evropě. Analýzy vstupu zahraničních bank na trhy transformujících se ekonomik, které se zabývaly středoevropskými a východoevropskými zeměmi, Ruskem a Ukrajinou, naznačovaly, že úvěry poskytnuté zahraničními bankami v těchto zemích stimulují rozvoj firem pokud jde o odbyt a aktiva.<sup>2</sup> Platí to i pro menší firmy, i když tyto firmy relativně stále ztrácejí podíl na trhu. Přítomnost zahraničních bank má příznivý vliv na dostupnost úvěrů, protože domácí firmy čelí nižším úrokovým sazbám, zvyšují poměr dluhu k aktivům a prodlužují splatnosti na straně pasiv. Konečně se zdá, že vstup zahraničních bank podporuje dynamiku průmyslu, neboli „kreativní destrukci“, jelikož vzniká a zaniká více firem.

1 Podrobněji o předchozí činnosti viz box 10 Výroční zprávy ECB z roku 2003 a box 12 Výroční zprávy ECB z roku 2004 a internetové stránky programu: [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org).

2 ECB Working Paper No 498, červen 2005.

Spoluorganizátorem druhé konference druhé fáze programu byla rakouská centrální banka (Oesterreichische Nationalbank), která byla rovněž hostitelem konference ve Vídni v listopadu 2005. Tato konference se soustředila na „Finanční rozvoj, integraci a stabilitu ve střední, východní a jihovýchodní Evropě“ a zabývala se zejména prioritou programu týkající se přistoupení k EU, finančního rozvoje a finanční integrace. Většina výsledků naznačuje, že (stále malé) akciové trhy větších středoevropských a východoevropských zemí (CEEC), konkrétně České republiky, Maďarska a Polska, se stále více integrují do akciových trhů eurozóny. Neplatí to ale pro akciové trhy menších CEEC. Existuje relativně málo důkazů, které by naznačovaly, že se trhy vládních dluhopisů CEEC integrovaly s trhy eurozóny.

Program bude v roce 2006 pokračovat konferencí, jejímž hostitelem bude Deutsche Bundesbank a tématem další prioritní oblast – modernizace finančního systému a hospodářský růst v eurozóně, a konferencí, jejímž hostitelem bude Banco de España a tématem finanční integrace a finanční stabilita.

#### MONITOROVÁNÍ FINANČNÍ INTEGRACE

V září 2005 zveřejnila ECB svou první zprávu o finanční integraci a první soubor ukazatelů finanční integrace. Tyto ukazatele poskytují celkové hodnocení stupně finanční integrace v hlavních segmentech finančního trhu eurozóny. Při hodnocení finanční integrace je trh daného souboru finančních nástrojů nebo služeb považován za stoprocentně integrovaný, pokud se všechny ekonomické subjekty se stejnou relevantní charakteristikou operující na daném trhu řídí jednotným souborem pravidel, mají rovný přístup a je s nimi stejně zacházeno. Byly posuzovány dvě široké kategorie ukazatelů – na základě cen a na základě množství. Tyto ukazatele byly buď vypočteny (v případě standardních odchylek a poměrů) nebo byly založeny na modelech (odvozeny z ekonometrických modelů). Rozsah ukazatelů se bude dále vyvíjet, zejména se rozšíří o ukazatele vztahující se k finančním institucím a tržním infrastrukturám.

Dostupné údaje naznačují, že se stupeň integrace v různých tržních segmentech výrazně liší. Nezajištěný peněžní trh byl plně integrován již krátce po zavedení eura. Integrace repo trhu také dosahuje zřetelného pokroku. Trhy vládních dluhopisů byly značně integrované ještě před vznikem měnové unie, i když stále přetrvávají určité výnosové diferenciály, které odrážejí kromě jiného rozdíly v úvěrovém ratingu emitentů a likviditě dluhopisů. Trh podnikových dluhopisů také vykazuje vysoký stupeň integrace a pokroku bylo dosaženo i v integraci akciových trhů. Bankovní trhy, zejména jejich retailový segment, jsou všeobecně mnohem méně integrovány. Celkově lze říci, že v eurozóně jsou stále pozorovány rozdíly mezi zeměmi pokud jde o sazby z bankovních úvěrů a vkladů (viz box 11).

#### Box 11

##### MEZIREGIONÁLNÍ SROVNÁNÍ SAZEB Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V EUROZÓNĚ A V USA

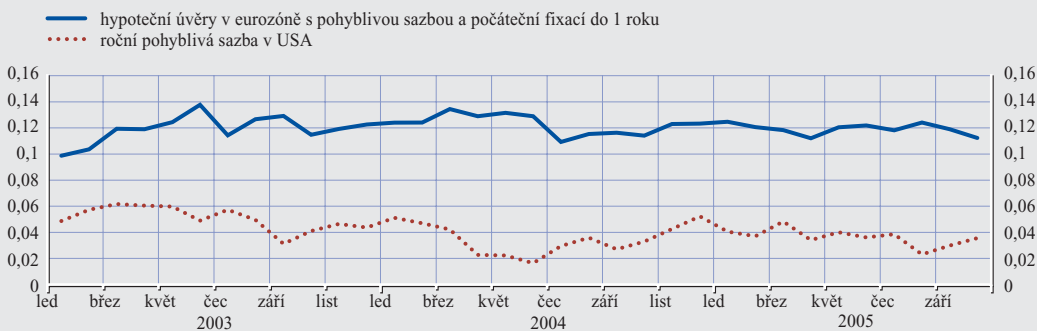
Tento box analyzuje míru rozdílnosti sazeb z úvěrů na nákup nemovitosti v zemích eurozóny. Zjištění, že tyto sazby v eurozóně mají celkově větší rozptyl mezi jednotlivými zeměmi než sazby v USA mezi jednotlivými oblastmi, by mohlo naznačovat, že hypoteční trh v eurozóně je méně integrovaný. V tomto kontextu je třeba poznamenat, že údaje o vývoji v USA použité v analýze nezahrnují rozptyl v rámci oblastí (tj. mezi státy).

Rozdíly ve struktuře financování hypotečních úvěrů, které pravděpodobně mají určitý vliv na typ poskytovaného produktu, mohou vysvětlit některé rozdíly v sazbách z úvěrů na nákup nemovitostí v rámci eurozóny. Hypoteční trh eurozóny je stále rozdrobený, pokud jde o způsoby financování zahrnující vše od depozitního financování až po hypoteční zástavní listy a cenné papíry zajištěné hypotékou. Sazby z hypotečních úvěrů se mohou lišit také v důsledku rozdílů ve vlastnostech produktů, době fixace úrokových sazeb a preferencích zákazníků (např. různá splatnost úvěrů a rozdílný poměr výše úvěru k hodnotě nemovitosti), jakož i v roli vlády a regulaci trhu.

V tomto kontextu byl rozptýl u sazeb z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí mezi zeměmi v eurozóně v období mezi lednem 2003 a říjnem 2005 značně vyšší než u sazeb z hypotečních úvěrů mezi regiony v USA (viz grafy A a B).

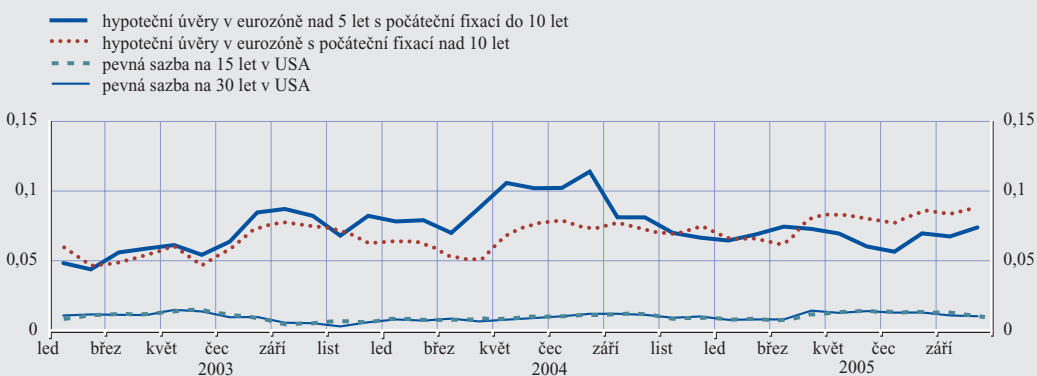
#### Graf A Rozptýl pohyblivých a krátkodobých sazeb z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí a odpovídajících tržních sazeb v regionech USA a zemích eurozóny

(sazby z nových obchodů; variační koeficient)



#### Graf B Rozptýl dlouhodobých sazeb z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí a odpovídajících tržních sazeb v regionech USA a zemích eurozóny

(sazby z nových obchodů; variační koeficient)



Zdroje: Freddie Mac (Primary Mortgage Market Survey) a ECB.

Poznámky: Aby se zamezilo zkreslení vývoje sazeb z důvodu nízkých nebo volatilních objemů, byl rozptýl pro eurozónu vypočítán pouze s použitím dat za ty země, které zaznamenaly vysoké objemy. Údaj pro USA představuje rozptýl mezi pěti regiony USA (severovýchod, jihovýchod, střed/sever, jihozápad, západ). Nelze vyloučit, že nejsou zachyceny některé rozptýly v rámci těchto regionů (tj. mezi jednotlivými státy USA) a tudíž by údaje o rozptýlu v USA mohly být poněkud vyšší, kdyby byly brány v úvahu rozptýly v rámci regionů. Stupeň rozptýlu dále může být ovlivněn velikostí jednotlivých vzorků.

### KATALYZÁTOR ČINNOSTI SOUKROMÉHO SEKTORU

Iniciativa STEP (Short-Term European Paper) zahájena a vedena ACI – Asociací finančních trhů, prosazuje sblížení standardů na rozdrobeném evropském trhu krátkodobých dluhopisů tím, že hráči na trhu budou dodržovat Tržní konvenci STEP, která pokrývá zveřejňování informací, dokumentaci, vypořádání a poskytování údajů. Od května 2005 podporuje ACI v této iniciativě Evropská bankovní federace (European Banking Federation, FBE), která bude přímo přispívat k fungování trhu STEP. První program s označením STEP se očekává na počátku roku 2006.

ECB podporuje tuto iniciativu tím, že funguje jako katalyzátor, např. poskytuje diskuzní fórum a umísťuje veřejné diskuze ACI na svých internetových stránkách. Eurosystem také poskytne operační podporu. V červenci 2004 Rada guvernérů rozhodla v zásadě podpořit aktivity spojené se zaváděním značky STEP v prvních dvou letech po zahájení projektu. Sekretariát STEP, řízený FBE, bude udělovat značku STEP za podpory několika NCB eurozóny. Po kontrole efektivity inkasního procesu se Rada guvernérů rovněž rozhodla schválit žádost o průběžné sestavování a zveřejňování statistiky STEP o výnosech a objemech emisí.

V roce 2005 ECB nadále podporovala projekt jednotné platební oblasti eurozóny (Single Euro Payments Area, SEPA) a prosazovala zejména včasné dosažení prvního milníku SEPA, který bude znamenat, že do 1. ledna 2008 budou občané eurozóny moci používat platební nástroje SEPA pro bezhotovostní převody, přímé inkaso a operace s platebními kartami zároveň s národními platebními instrumenty. Dále ECB sledovala snahu bankovního sektoru o dosažení druhého milníku, který znamená zavedení plně fungující infrastruktury SEPA pro bezhotovostní převody, přímé inkaso a operace s platebními kartami do konce roku 2010. ECB aktivně podporovala Evropskou radu pro platby (EPC), a na jednáních Kontaktní skupiny pro strategii plateb v eurech probíhala koordinace

mezi Eurosystemem a EPC na vysoké úrovni. V zájmu zapojení všech zainteresovaných subjektů zorganizoval Eurosystem řadu setkání s konečnými uživateli SEPA, včetně organizací spotřebitelů, malých a středních podniků, maloobchodníků a finančních ředitelů podniků. Poté zahájila dialog s bankami o tom, jak co nejlépe začlenit očekávání a požadavky těchto skupin do projektu SEPA. ECB považuje za největší úspěch práci EPC na definování standardů a obchodních pravidel pro platební karty, bezhotovostní převody a přímé inkaso v rámci SEPA, avšak zároveň je si vědoma velkého množství práce, které jí ještě čeká, aby byly překonány národní bariéry a aby byly uspokojeny různé požadavky konečných uživatelů. Vzhledem k migraci národních plateb do nástrojů SEPA od roku 2008 zahájila ECB dialog na vysoké úrovni mezi centrálními bankami Eurosystemu a hlavními úvěrovými institucemi v eurozóně, aby byla zajištěna realizace investic SEPA a celého projektu.

ECB provedla právní a ekonomickou analýzu poplatků za směnu, které účtují jednotlivé systémy platebních karet v rámci eurozóny. V těsné spolupráci s NCB dále provedla průzkum více než 100 různých elektronických platebních systémů v EU a shromáždila informace o inovačních elektronických platbách; výsledky budou k dispozici v roce 2006.

V oblasti zúčtování a vypořádání cenných papírů existuje konkurence mezi účastníky trhu nabízejícími různá integrační řešení. Eurosystem si zachovává neutrální postoj k jednotlivým řešením, ale velmi podporuje další integraci. V tomto kontextu se dvakrát ročně konala jednání s Kontaktní skupinou pro infrastrukturu cenných papírů v eurech, kde se setkali zástupci bankovního sektoru a sektoru vypořádání cenných papírů. Konala se i setkání s organizacemi zastupujícími jednotlivá odvětví. ECB se dále zúčastnila činnosti Odborné skupiny pro poradenství a monitorování zúčtování a vypořádání (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) a Odborné skupiny pro právní

jistotu (Legal Certainty Group), které byly založeny Komisí v roce 2004 a 2005 s tím, že mají přispět k odstranění 15 překážek integrace, které identifikovala Giovanniniho skupina, a které se týkají technické a tržní praxe, daňových postupů a právních otázek.

Evropská rámcová dohoda (European Master Agreement, EMA) je iniciativa, která má povolit přeshraniční obchodování na základě právní rámcové dohody. Jde o vícejazyčnou, multijurisdikční a multiproduktovou dohodu pokrývající zejména obchodování s repo operacemi, devizami, deriváty a úvěrovými cennými papíry. ECB, která se podílela na přípravě EMA, ji aplikuje od roku 2001 při repo obchodech s evropskými protistranami jak při správě devizových rezerv, tak při investování svých vlastních zdrojů, a od června 2005 i na své derivátové operace v 15 evropských jurisdikcích.

#### **PORADENSTVÍ PRO REGULATORNÍ A LEGISLATIVNÍ RÁMEC FINANČNÍHO SYSTÉMU**

Eurosystém se zúčastnil veřejné diskuze Evropské komise o Zelené knize o prioritách politiky finančních služeb v příštích pěti letech (viz část 2.1 této kapitoly), zdokonalování rámce EU pro investiční fondy (viz část 2.3 této kapitoly), hypotečních úvěrech v EU a o systémech zúčtování a vypořádání cenných papírů. ECB se také podílela na pracích Komise na Novém právním rámci pro platební styk, který má zvýšit efektivnost a bezpečnost plateb odstraněním technických a právních překážek a zlepšit ochranu spotřebitelů.

V březnu 2005 přijala ECB stanovisko k návrhu rozhodnutí Rady týkajícího se podpisu Haagské konvence o cenných papírech držených u zprostředkovatele. ECB poukázala na to, že Haagská konvence nabídla jeden možný přístup k identifikaci umístění účtu cenných papírů z hlediska kolize norem a sdělila, že by přivítala komplexní předběžné hodnocení dopadu této konvence v EU. Toto hodnocení by nemělo ohrozit iniciativu Společenství v oblasti zúčtování a vypořádání nebo potřebu zásadní reformy a harmonizace zákonů o zaknihovaných

cenných papírech. ECB se dále podílela na činnosti Mezinárodního institutu pro unifikaci soukromého práva (the International Institute for the Unification of Private Law, UNIDROIT) pokud jde o návrh mezinárodní konvence o harmonizovaných pravidlech pro zaknihované cenné papíry držené u zprostředkovatelů.

#### **POSKYTOVÁNÍ SLUŽEB CENTRÁLNÍ BANKY PODPORUJÍCÍCH FINANČNÍ INTEGRACI**

V roce 2005 pokračovaly práce na TARGET2, další generaci systému TARGET (viz část 2.2 kapitoly 2). Eurosystém také učinil první kroky k postupnému zavádění jednotného seznamu v systému zajištění, který používá Eurosystém (viz část 1 kapitoly 2). Na celosvětové úrovni se ECB podílela na pracích týkajících se analýzy norem upravujících přeshraniční zajištění. Tyto práce prováděla pracovní skupina pověřená Výborem pro platební a vypořádací systémy G10 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS).



## 4 DOZOR NAD INFRASTRUKTURAMI FINANČNÍHO TRHU

Jednou ze statutárních rolí Eurosystemu je vykonávat dozor nad platebními a zúčtovacími systémy. Účelem dozoru je zajistit, aby celková organizace platebních toků v rámci ekonomiky byla efektivní a bezpečná. Eurosystem se také obecně zajímá o systémy zúčtování a vypořádání cenných papírů, vzhledem k tomu, že chyby v průběhu vypořádání a úschovy zajištění mohou ohrozit provádění měnové politiky a hladké fungování platebních systémů. ECB přispěla k mezinárodní debatě o dozoru ve dvou zprávách, publikovaných Výborem pro platební a vypořádací systémy (CPSS) v květnu 2005.<sup>10</sup>

### 4.1 DOZOR NAD PLATEBNÍMI SYSTÉMY A INFRASTRUKTURAMI PRO VELKÉ PLATBY V EURU

Role dozoru Eurosystemu se vztahuje na všechny platební systémy v euru, včetně těch, které spravuje Eurosystem jako takový. Eurosystem uplatňuje stejné standardy dozoru ve vztahu k vlastním systémům i systémům provozovaným soukromým sektorem. Těmito standardy jsou Základní principy pro systémově důležité platební systémy (Core Principles for Systemically Important Payment Systems), přijaté Radou guvernérů v roce 2001.

#### TARGET

Rámec dozoru pro stávající systém TARGET byl plně implementován. Pokud jde o dozor nad budoucím systémem TARGET2, již existuje obecný organizační rámec. ECB povede a bude koordinovat aktivity centrálních bank účastnicích se systému TARGET2, které se budou týkat dozoru nad tímto systémem. Národní centrální banky ponесou primární odpovědnost za provádění dozoru nad místními aspekty systému – pakliže tyto aspekty budou relevantní pouze pro domácí prostředí – a budou se účastnit centrálních dozorových aktivit. Vývoj systému TARGET2 je monitorován orgány dozoru nad systémem TARGET. Stejně jako kterýkoli jiný platební systém pro velké platby v euru, který je provozován v eurozóně, bude TARGET2 muset splňovat standardy dozoru stanovené Eurosystemem. V současné době probíhá důkladné předběžné hodnocení

dozoru nad systémem TARGET2 ve fázi návrhu systému.

Na začátku roku 2005 provedly orgány dozoru hodnocení dozoru nad systémem SORBNET-EURO, systémem polské centrální banky pro zúčtování plateb v reálném čase (RTGS) pro euro. Tento systém by měl být napojen na systém TARGET prostřednictvím italské centrální banky a jejího systému BI-REL. Očekává se, že k dalšímu rozšíření stávajícího systému TARGET dojde v souvislosti s rozšiřováním HMU. Systémy RTGS, které předpokládají napojení na současný systém TARGET, budou společně se všemi ostatními systémově významnými infrastrukturami v příslušných členských státech předmětem hodnocení dozoru podle společné politiky dozoru v rámci Eurosystemu.

#### EURO1

EURO1 je systém čistého zúčtování pro velké platby v euru, který vlastní a provozuje soukromý subjekt EBA Clearing Company. V roce 2005 se dozor nad systémem EURO1 zaměřil na právní bezvadnost systému. V rámci přípravy systému EURO1 na zapojení bank z nových členských států EU provozovatel systému požádal o právní stanoviska podle příslušných jurisdikcí, aby se ujistil, že systém EURO1 bude nadále splňovat základní princip I („právní bezvadnost“). Tato právní stanoviska byla přezkoumána ECB jakožto orgánem dozoru nad systémem EURO1. Při přezkoumání vyšly najevo některé obecné nedostatky v legislativě příslušných zemí, které by tedy mohly ovlivnit i bezvadnost ostatních platebních systémů v těchto zemích. ECB se těmito problémy dále podrobněji zabývala v úzké spolupráci s národními centrálními bankami.

#### SYSTÉM PRO ZÚČTOVÁNÍ DEVIZOVÝCH TRANSAKČÍ (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM, CLS)

Systém pro zúčtování devizových transakcí (CLS) vypořádává devizové transakce v 15

<sup>10</sup> Viz zprávy BIS „Central bank oversight of payment and settlement systems“ a „New developments in large-value payment systems“.

měnách na základě principu platba oproti platbě, a tak do značné míry omezuje riziko devizového vypořádání.

V prosinci 2005 systém CLS zpracoval v průměru 194 000 obchodů denně v průměrné denní hodnotě 2,6 bilionu USD.<sup>11</sup> Po americkém dolaru je nejdůležitější měnou pro vypořádání euro. V prosinci 2005 se vypořádací transakce v euru v systému CLS v průměru pohybovaly ve výši 429 mld. EUR denně a z hlediska hodnoty představovaly 20 % z celkového objemu vypořádacích transakcí (vypořádání v amerických dolarech představovalo 47 %). Podíl eura se ve srovnání s prosincem 2004 mírně snížil v důsledku vyššího počtu měn vypořádávaných v CLS.

V roce 2006 BIS provede studii mezi předními účastníky devizového trhu, aby identifikovala metody omezování rizika, které používají ke snížení rizika devizového vypořádání. Na základě výsledků této studie centrální banky vyhodnotí strategii G10 na omezování rizika devizového vypořádání, jak byla definována ve zprávě BIS z roku 1996 nazvané „Settlement risk in foreign exchange transactions“. Opatření zavedená od roku 1996 budou vyhodnocena, aby se zjistilo, zda mohou být považována za úspěšná nebo zda k dosažení přijatelné úrovně rizika devizového vypořádání může být zapotřebí zavést regulační opatření.

#### SWIFT

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) je společnost s ručením omezeným, která poskytuje služby zabezpečené komunikace pro více než 7 500 finančních institucí.

V roce 2005 centrální banky, které spolupracují při dozoru nad systémem SWIFT, dále posílily praktické mechanismy dozoru. V platnosti zůstávají dva základní koncepty původního dozoru nad systémem SWIFT, tj. koncept kolektivního dozoru s belgickou centrální bankou jako hlavním orgánem dozoru a koncept dosahování změn pomocí „přátelské domluvy“ (moral suasion). V rámci těchto mechanismů se



ECB a belgická centrální banka v únoru 2005 formálně dohodly na spolupráci při dozoru nad systémem SWIFT.

#### NEPŘETRŽITÝ PROVOZ

Dne 10. května 2005 vydala ECB pracovní dokument s názvem „Nepřetržitý provoz platebních systémů“ k veřejné diskuzi. Dokument obsahuje pravidla pro implementaci nepřetržitého provozu pro systémově důležité platební systémy, založené na základním principu VII. Zaměřuje se na klíčové aspekty nepřetržitého provozu, jako jsou strategie, plánování, krizové řízení a testování. Obdržené připomínky budou vzaty v úvahu při dokončování dokumentu plánovaném na rok 2006. Předpokládá se, že po dokončení bude dokument aplikován při navrhování a provozování mechanismů nepřetržitého provozu u systémově důležitých platebních systémů a při hodnocení dozoru prováděném Eurosystémem.

#### 4.2 PLATEBNÍ SYSTÉMY PRO MALÉ PLATBY

##### DOZOR NAD PLATEBNÍMI SYSTÉMY PRO MALÉ PLATBY

Patnáct platebních systémů pro malé platby v eurech, jejichž význam byl označen za systémový nebo mimořádný (na základě

<sup>11</sup> Každý devizový obchod se skládá ze dvou transakcí, jedné v každé ze zúčastněných měn. V prosinci 2005 tak systém CLS vypořádal obchody o průměrné denní hodnotě odpovídající 1,3 bilionu USD (zhruba 1,1 bilionu EUR).

standardů doзору nad platebními systémy pro malé platby v eurech přijatých Radou guvernérů v roce 2003), bylo v letech 2004 a 2005 Eurosystemem hodnoceno ve světle příslušných základních principů. Dva systémově důležité systémy a jeden mimořádně důležitý systém dodržovaly všechny příslušné základní principy. U ostatních systémů byly zjištěny nedostatky v plnění jednoho či více základních principů. Hodnocení však odráží stav z konce června 2004 a nedostatky – které vykazují rozdílnou závažnost – jsou odstraňovány.<sup>12</sup>

#### 4.3 SYSTÉMY VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY

Eurosystem má mimořádný zájem na hladkém fungování systémů vypořádání obchodů s cennými papíry a doзору nad nimi. Za prvé, posuzuje soulad systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v eurozóně se standardy pro využití systémů vypořádání obchodů s cennými papíry v EU při úvěrových operacích ESCB (známých jako „uživatelské standardy Eurosystemu“)<sup>13</sup> a vazby mezi těmito systémy. Za druhé, spolupracuje s orgány odpovědnými za regulaci a dozor v oblasti vypořádacích systémů na úrovni EU.

#### HODNOCENÍ SYSTÉMŮ VYPOŘÁDÁNÍ OBCHODŮ S CENNÝMI PAPIŘY VE SROVNÁNÍ S UŽIVATELSKÝMI STANDARDY

V rámci svého pravidelného hodnocení systémů vypořádání obchodů s cennými papíry Eurosystem v roce 2004 doporučil implementovat nový mechanismus pro emitování, úschovu a vypořádání mezinárodních dluhových cenných papírů. Tyto cenné papíry, emitované společně ve dvou mezinárodních střediscích evidence cenných papírů Euroclear Bank (Belgie) a Clearstream Banking Luxembourg, představují značnou část cenných papírů způsobilých pro úvěrové operace Eurosystemu. V roce 2005 mezinárodní střediska evidence cenných papírů společně s ostatními účastníky trhu zahájila přípravu na implementaci mechanismu „New Global Note“ (NGN). V rámci této nové struktury bude emise

cenných papírů zastoupena NGN, novou formou globální poukázky na doručitele. Podle podmínek platných pro NGN budou mezinárodní střediska evidence cenných papírů vést právně relevantní záznamy o zadluženosti emitenta. Další informace o NGN lze získat například z internetových stránek středisek. Zavedení tohoto nového mechanismu je plánováno na 30. června 2006.

#### SPOLUPRÁCE S EVROPSKÝM VÝBĚREM REGULÁTORŮ TRHŮ S CENNÝMI PAPIŘY (CESR)

V roce 2001 Rada guvernérů schválila rámec pro spolupráci v oblasti systémů vypořádání obchodů s cennými papíry mezi ESCB a CESR. Byla zřízena pracovní skupina složená ze zástupců z každé centrální banky ESCB a každého regulatorního orgánu pro cenné papíry v CESR. Na základě doporučení Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO) a CPSS (známých jako „doporučení CPSS-IOSCO“) vypracovala tato pracovní skupina poradní zprávu o standardech pro vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii<sup>14</sup>, která byla v říjnu 2004 schválena a předložena k veřejné diskuzi Radou guvernérů i CESR. Tato zpráva obsahuje 19 standardů<sup>15</sup>, jejichž účelem je zvýšit bezpečnost, spolehlivost a efektivitu vypořádání obchodů s cennými papíry v EU. Ve srovnání s doporučeními CPSS-IOSCO si standardy ESCB a CESR kladou za cíl prohloubit a posílit požadavky v některých oblastech z titulu specifických rysů evropských trhů. Celkovým cílem standardů ESCB a CESR je prosazovat bezpečnost a efektivitu tržních infrastruktur, což přispěje k integraci a konkurenceschopnosti kapitálových trhů EU. Zohledněna byla rovněž práce Evropské komise v této oblasti.

12 Viz zpráva ECB s názvem „Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles“, srpen 2005.

13 Při absenci harmonizovaných standardů doзору pro EU jsou uživatelské standardy Eurosystemu de facto považovány za společné standardy pro systémy vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii, a proto se jimi tato kapitola zabývá. Uživatelské standardy však nemají být obecnou sadou standardů pro dohled či dozor nad těmito systémy.

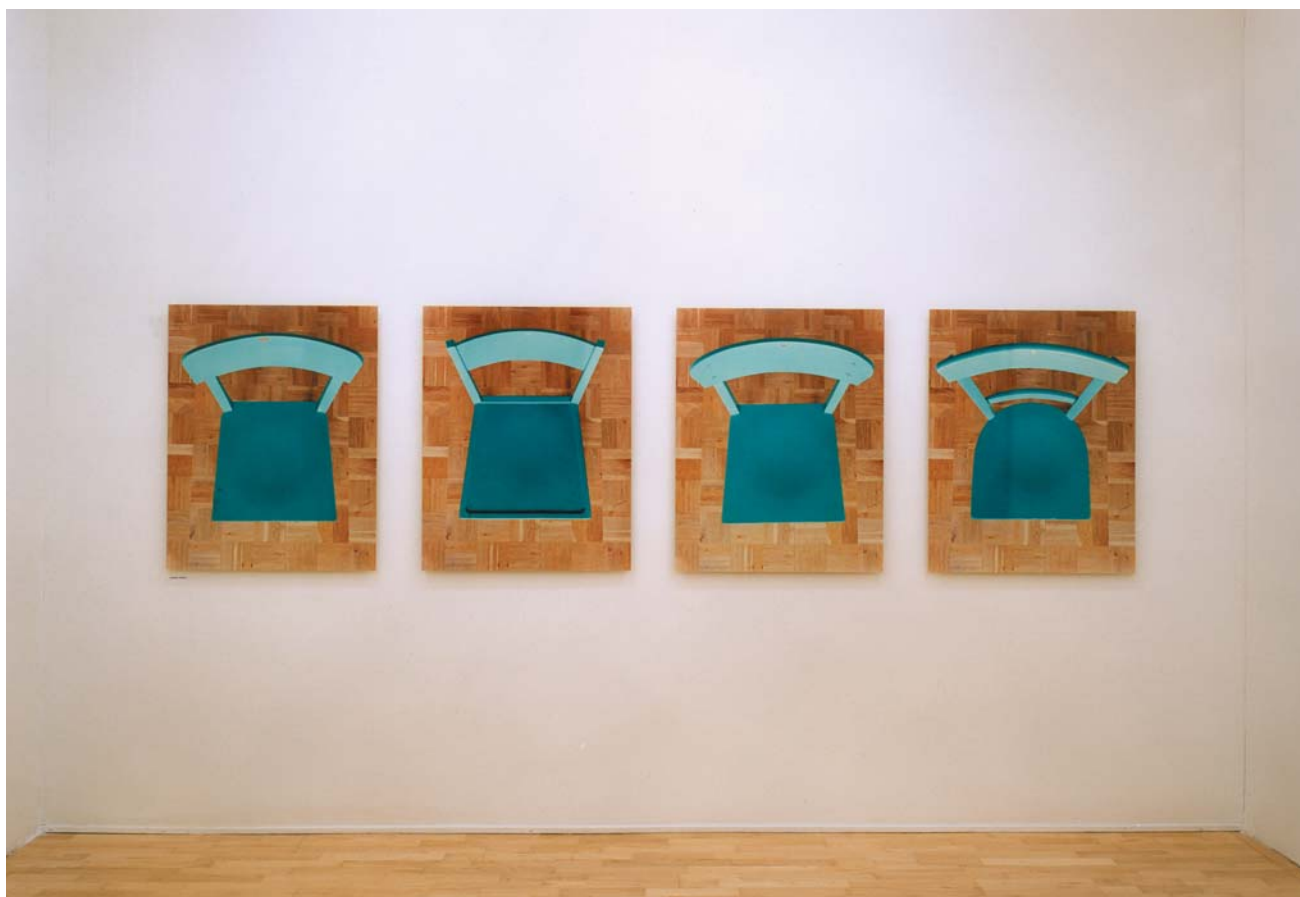
14 K dispozici na internetové stránce ECB.

15 K dispozici na internetové stránce ECB.

Od října 2004 pracovní skupina pokračuje ve své práci v následujících čtyřech oblastech: (i) vypracování metodiky hodnocení týkající se standardů pro systémy vypořádání obchodů s cennými papíry, (ii) vypracování standardů a metodiky pro hodnocení ústředních protistran, (iii) analýza problémů týkajících se uschovatelských bank, a (iv) analýza témat, která jsou relevantní z hlediska spolupráce mezi orgány regulace, dohledu a dozoru.

Pracovní skupina realizovala svou práci otevřeným a transparentním způsobem. V roce 2005 se zúčastnila řady setkání se zástupci odvětví bankovníctví a vypořádání obchodů s cennými papíry, aby s nimi projednala konkrétní otázky a podpořila lepší vzájemné pochopení praxe v těchto oborech a rizik, jichž se obávají příslušné orgány. Došlo také ke zintenzivnění spolupráce mezi centrálními bankami a regulátory trhů cenných papírů na jedné straně a orgány bankovního dohledu na straně druhé.

**Autorka**  
Maria Hedlund  
**Název**  
Loosing Ground, 2003  
**Materiál**  
4 c-printy na hliníku  
**Rozměry**  
Každý 85 x 76 cm  
© ECB a autorka



**KAPITOLA 4**

# **EVROPSKÉ A MEZINÁRODNÍ VZTAHY**

# 1 EVROPSKÉ OTÁZKY

V roce 2005 ECB udržovala své pravidelné kontakty s institucemi a orgány EU. Prezident ECB se pravidelně účastnil zasedání Rady ECOFIN, na kterých byly projednávány záležitosti souvisejícími s úkoly a cíli ESCB. Předseda Euroskupiny a člen Evropské komise se účastnili jednání Rady guvernérů, jestliže to považovali za vhodné. Prezident a viceprezident ECB se také účastnili setkání Euroskupiny, která nadále sloužila jako mimořádně významné fórum pro otevřený a neformální dialog o hospodářskopolitických otázkách mezi ECB, ministry financí zemí eurozóny a Komisí.

## 1.1 POLITICKÉ OTÁZKY

### PAKT STABILITY A RŮSTU

V roce 2005 se 12 členských států EU ocitlo v situaci nadměrného deficitu (viz také část 2.5 kapitoly 1). V eurozóně byly zahájeny nebo pokračovaly procedury při nadměrném deficitu pro Německo, Řecko, Francii, Itálii a Portugalsko, zatímco procedura pro Nizozemsko byla zrušena. V lednu 2005 se Rada ECOFIN shodla, že vzhledem k analýze vypracované Evropskou komisí nejsou v dané fázi nutné další iniciativy podle procedury při nadměrném deficitu vůči Německu a Francii. Rada ministrů financí a hospodářství (ECOFIN) v únoru 2005 vydala upozornění pro Řecko, ve kterém požadovala, aby situaci nadměrného deficitu co nejdříve ukončilo, nejpozději do roku 2006. V červenci 2005 Rada ECOFIN požádala, aby Itálie napravila svou situaci nadměrného deficitu nejpozději do roku 2007, a vzhledem ke zvláštním okolnostem jí tak poskytla prodlouženou lhůtu. Pro Portugalsko Rada ECOFIN stanovila v září 2005 jako nejpozdější prodloužený termín rok 2008, také ve světle zvláštních okolností. V lednu 2006 Rada ECOFIN rozhodla, že Velká Británie je v situaci nadměrného deficitu a požádala, aby situaci nadměrného deficitu co nejrychleji napravila, nejpozději do finančního roku 2006/2007. Z nových členských států čelily proceduře při nadměrném deficitu Česká republika, Kypr, Maďarsko, Malta, Polsko a Slovensko. Rozpočtová situace v Maďarsku se

v průběhu roku rychle zhoršovala a 8. listopadu Rada ECOFIN konstatovala, že opatření přijatá Maďarskem byla nedostatečná. Další kroky ohledně procedury při nadměrném deficitu pro konkrétní členské státy budou záviset na rozpočtových výsledcích za rok 2005 a na konsolidačních programech a krocích těchto zemí v porovnání s jejich závazky pro rok 2006 a následující období.

V průběhu roku 2005 byla reformována procesní pravidla stanovená v Paktu stability a růstu. Po technických diskuzích, které probíhaly od poloviny roku 2004, dosáhla Rada ECOFIN 20. března 2005 politické shody a vydala zprávu pro Evropskou radu nazvanou „Zdokonalení provádění Paktu stability a růstu“ (Improving the implementation of the Stability and Growth Pact). Po získání politické podpory Evropské rady Rada ECOFIN uzavřela formální revizi paktu a pozměnila nařízení Rady, která se týká Paktu stability a růstu.<sup>1</sup> V říjnu 2005 Rada ECOFIN také schválila revidovaný kodex, který obsahuje procesní specifikace a pokyny k provádění paktu. Evropská komise a příslušná fóra EU po celý rok pokračovaly v práci na procesních a metodických otázkách, které souvisejí s revidovaným paktem.

Změny paktu zahrnují zavedení střednědobých rozpočtových cílů specifických pro konkrétní země s takovým průběhem konvergence, který klade důraz na konsolidační opatření v ekonomicky příznivých dobách. Jedná se o součást preventivních nástrojů paktu. Byly také zavedeny změny v rámci pro procedury při nadměrném deficitu, tj. v nápravné části paktu. Prudký pokles ekonomiky, který zemí vyjímá z procedury při nadměrném deficitu, je nyní definován jako záporné meziroční tempo růstu reálného HDP nebo jako akumulovaný pokles produktu v průběhu delšího období velmi nízkého meziročního růstu reálného HDP

<sup>1</sup> 27. června 2005 byla přijata dvě nová nařízení Rady: Nařízení Rady (ES) č. 1055/2005, kterým se mění nařízení Rady (ES) č. 1466/97 o posílení dohledu nad stavem rozpočtů a nad hospodářskými politikami a o posílení koordinace hospodářských politik, a nařízení Rady (ES) č. 1056/2005, kterým se mění nařízení Rady (ES) č. 1467/97 o urychlení a vyjasnění postupu při nadměrném schodku.

v poměru k potenciálnímu růstu. Dále jestliže deficit zůstává v blízkosti referenční hodnoty 3 % HDP a překročení je dočasné, lze při posouzení toho, zda se jedná o nadměrný deficit, a při stanovení počátečního termínu pro jeho nápravu vzít v úvahu jiné relevantní faktory. Průběh konvergence nezbytné pro nápravu nadměrného deficitu má být stanoven v souladu s minimálním meziročním zlepšením salda země očištěného od cyklických vlivů ve výši 0,5 % HDP (po odečtení jednorázových a dočasných opatření). Termín může být revidován, bude-li znovu vydáno doporučení Rady nebo oznámení ve světle neočekávaných nepříznivých ekonomických událostí s vážnými negativními rozpočtovými dopady za předpokladu, že dotčený členský stát přijal účinná opatření. Kromě toho byla prodloužena řada procesních lhůt. Pokud jde o řízení, vyzývá revidovaný pakt k užší spolupráci i k lepší kolektivní podpoře a kolektivnímu tlaku členských států, Evropské komise a Rady EU. Vyzývá také k vypracování národních rozpočtových pravidel, ke kontinuitě

rozpočtových cílů po nástupu nové vlády a k většímu zapojení národních parlamentů do celkového evropského fiskálního rámce. Zdůrazňuje také, že provádění fiskálního rámce a jeho kredibilita zásadním způsobem závisí na realistických makroekonomických prognózách a spolehlivé rozpočtové statistice (viz také část 4.3 kapitoly 2).

ECB není signatářem Paktu stability a růstu a při definování a provádění procedur paktu nehraje formální úlohu. ECB se nicméně debaty o revizi účastnila a konzistentně vyslovovala potřebu vyváženého fiskálního politického rámce HMU zaměřeného na rozpočtovou disciplínu. ECB zastávala názor, že pakt byl správný ve své původní podobě a že není moudré měnit právní texty upravující nápravnou část paktu. ECB také upozornila, že by se mohly zlepšit preventivní nástroje paktu. V březnu 2005 Rada guvernérů ECB vydala prohlášení k dohodě o revizi a v červnu 2005 vydala stanoviska k legislativním návrhům Evropské komise (viz box 12).

## Box 12

### VEŘEJNÁ PROHLÁŠENÍ ECB O REFORMĚ PAKTU STABILITY A RŮSTU

#### Prohlášení Rady guvernérů z 21. března 2005

„Rada guvernérů ECB má vážné obavy ohledně navrhovaných změn Paktu stability a růstu. Je třeba zabránit tomu, aby změny korekčních nástrojů narušily důvěru ve fiskální rámec Evropské unie a v udržitelnost veřejných financí v členských státech, které tvoří eurozónu. Pokud jde o preventivní nástroje Paktu, Rada guvernérů také bere na vědomí některé změny, které byly navrženy a směřují k jejich možnému posílení. Zdravá fiskální politika a měnová politika, jejímž cílem je cenová stabilita, mají zásadní význam pro úspěšnost Hospodářské a měnové unie. Vytvářejí předpoklady pro makroekonomickou stabilitu, růst a soudržnost v eurozóně. Je nezbytně nutné, aby členské státy, Evropská komise a Rada Evropské unie důsledně a konzistentně uplatňovaly upravené podmínky s cílem provádět obezřetnou fiskální politiku. V současnosti je více než kdykoli předtím nutné, aby všechny zúčastněné strany plnily své závazky. Veřejnost i trhy mohou spoléhat na to, že Rada guvernérů je i nadále odhodlána plnit svůj cíl, tedy udržovat cenovou stabilitu.“

#### Výtah ze stanovisek ECB z 3. června 2005 k pozměněným nařízením Rady

„Vyvážená fiskální politika je základem úspěchu Hospodářské a měnové unie. Je předpokladem makroekonomické stability, růstu a soudržnosti v eurozóně. Fiskální rámec zakotvený ve



Smlouvě a v Paktu stability a růstu je úhelným kamenem HMU, a tedy klíčem k upevnění očekávání fiskální disciplíny. Tento na pravidlech založený rámec, jehož cílem je zajistit udržitelné veřejné finance a zároveň umožnit vyrovnávání kolísání produktu působením automatických stabilizátorů, musí zůstat jasný, jednoduchý a vymahatelný. Dodržování těchto zásad také podpoří transparentnost a rovné zacházení při provádění rámce.“

Reforma Paktu stability a růstu poskytuje příležitost k obnovenému úsilí o provádění a vymáhání fiskální politiky, která se dokáže vypořádat s krátkodobými i dlouhodobějšími rozpočtovými problémy. Je však nezbytné, aby členské státy, Evropská komise a Rada EU prováděly revidovaný rámec důsledným a konzistentním způsobem, který napomáhá vyvážené fiskální politice.

#### LISABONSKÁ STRATEGIE

V březnu 2005 Evropská rada uzavřela své střednědobé hodnocení lisabonské strategie, což je rozsáhlý program hospodářských, sociálních a ekologických reforem v EU. Hodnocení přišlo v polovině mezi rokem 2000, kdy byla strategie přijata, a rokem 2010, který byl stanoven jako cílové datum pro transformaci EU v „nejdynamičtější a nejkonzurenceschopnější znalostní ekonomiku na světě, schopnou udržitelného růstu, s větším počtem kvalitnějších pracovních míst a s posílenou sociální soudržností“. Na pozadí tohoto ambiciózního cíle spojeného s poměrně slabým prováděním až do uvedeného okamžiku se Evropská rada na zasedání na jaře 2005 rozhodla vyhlásit strategii znovu a přeorientovat její priority na růst a zaměstnanost. Schválila také nový rámec řízení s cílem zlepšit plnění reforem.

Obsah strategie zůstal většinou nedotčen. Přestože hospodářské, sociální a ekologické rozměry strategie zůstaly zachovány, hlavy států nebo vlád a předseda Evropské komise určili čtyři celkové politické priority pro posunutí reforem vpřed: podporu znalostí a inovací, přeměnu EU v atraktivní oblast pro investice a práci, podporu růstu a zaměstnanosti na základě sociální soudržnosti a podporu udržitelného rozvoje.

Vzhledem k tomu, že hlavním nedostatkem lisabonské strategie je nedostatečné plnění strukturálních reforem, Evropská rada více zdůraznila zlepšení řídicího rámce strategie. Byly tedy provedeny změny pravidel a postupů, které upravují formulaci a provádění strategie, s cílem racionalizovat časem politické koordinační procesy napříč politickými oblastmi a mezi úrovní EU a národní úrovní. Cílem tohoto nového řídicího rámce je také zlepšovat konzistentnost národních programů, podávání zpráv a hodnocení.

Prakticky řečeno tyto změny znamenají, že Hlavní směry hospodářské politiky a Zásady politiky zaměstnanosti budou začleněny do jednoho balíčku známého jako Integrované zásady pro růst a zaměstnanost. První balíček byl přijat v červnu 2005 a v podstatě zůstane platný po tříleté období (2005–2008). Na podzim 2005 přijaly členské státy národní programy reforem založené na Integrovaných zásadách a jmenovaly národní lisabonské koordinátory, což jsou vysocí vládní činitelé, jejichž úkolem je zlepšovat vnitřní koordinaci opatření souvisejících se strategií. Programy stanoví podrobný plán reformních politik členských států do roku 2008 s ohledem na jejich konkrétní potřeby a situaci. Upravují také provádění reforem a spojují do jednoho dokumentu mj. dřívější národní zprávy o zaměstnanosti a o strukturálních reformách na trzích zboží a služeb a kapitálových trzích („cardiffské zprávy“). Dále Evropská komise v červenci 2005 přijala lisabonský program Společenství, který upravuje všechna opatření související s lisabonskou strategií, jež mají být podniknuta na úrovni Společenství v následujících třech letech. Pokrok se má posuzovat integrovaněji v podobě výroční zprávy Komise o postupu realizace. První



takovouto zprávu o postupu realizace přijala Komise v lednu 2006. Zpráva uvítala národní programy reforem a vyzvala k jejich důslednému provádění.

Nejvýznačnějším rysem nového řídicího rámce je jeho důraz na zvyšování národní odpovědnosti za plnění reforem. To je chápáno pro provádění strategie jako zásadní, neboť koncepce strukturálních reforem a ještě ve větší míře jejich provádění je většinou výsadou členských států. Členské státy tedy musí plně stát za politikami, které schvalují na národní úrovni a na úrovni EU. Musí je stejně jako u národních programů reforem konzultovat se zainteresovanými stranami zapojenými do provádění těchto politik na národní úrovni, jako jsou národní parlamenty a sociální partneři. Jestliže členské státy vezmou za své reformy, které mají být uskutečněny, měly by se zlepšit jejich výsledky v provádění těchto reforem.

ECB připisuje provádění lisabonské strategie velký význam a přispívá k jejímu úspěchu prováděním měnové politiky orientované na stabilitu. ECB vždy zdůrazňovala výhody strukturálních reforem a vítá opatření přijatá v této souvislosti vládami a sociálními partnery. Jestliže se členské státy budou na lisabonské agendě podílet s velkým odhodláním, mohou uvést do pohybu vzájemně provázanou sérii prospěšných reforem. Dobře koncipované strukturální reformy na trzích zboží, služeb, práce a na kapitálových trzích, které předpokládá strategie, zvýší pružnost ekonomiky eurozóny, která se tak stane odolnější vůči hospodářským otřesům, a v konečném důsledku povedou k udržitelnému dlouhodobému tempu růstu a k vyšší úrovni zaměstnanosti. Střednědobé hodnocení bylo významným krokem k oživení strategie.

Vzhledem ke smíšeným dosavadním celkovým výsledkům provádění je zapotřebí větší úsilí k dosažení cílů, které byly stanoveny, aby bylo možné čelit problémům globalizace, technologických změn a stárnoucí populace.

## 1.2 INSTITUCIONÁLNÍ OTÁZKY

### EVROPSKÁ ÚSTAVA

Po podpisu Smlouvy o Ústavě pro Evropu (Evropská ústava) hlavami států nebo vlád 29. října 2004 v Římě zahájily členské státy ratifikační postup v souladu se svými příslušnými ústavními požadavky. Dosud Evropskou ústavu ratifikovalo nebo je formálně splnění velmi blízko 15 členských států, které představují více než 50 % obyvatelstva EU: Belgie, Německo, Estonsko, Řecko, Španělsko, Itálie, Kypr, Lotyšsko, Litva, Lucembursko, Maďarsko, Malta, Rakousko, Slovinsko a Slovensko.

Ve Francii a Nizozemsku, kde byla Evropská ústava předložena v referendu (v případě Francie závazném a v případě Nizozemska nezávazném), nezískala většinovou podporu přibližně o 5 procentních bodů ve Francii a asi o 12 procentních bodů v Nizozemsku. Od té doby řada členských států ratifikační proces přerušila.

V tomto kontextu Evropská rada zvážila ratifikaci Ústavy na svém zasedání 16.–17. června 2005, během kterého hlavy států nebo vlád přijaly prohlášení, že Ústava „má být vhodným opatřením, které má zajistit, aby rozšířená Evropská unie fungovala demokratičtěji, průhledněji a účinněji.“ Evropská rada vzala na vědomí výsledek referenda ve Francii a Nizozemsku, a nemyslí si, že tyto výsledky

zpochybňují vztah občanů k budování Evropy. Zároveň se domnívá, že referenda odhalila obavy občanů, kteří si takto vyžádali čas k zamyšlení, během něhož by se ve všech členských státech měly konat široké debaty. Evropské instituce byly vyzvány, aby k debatě přispěly. Ačkoliv Evropská rada souhlasila, že by se časový rozvrh pro ratifikaci v jednotlivých členských státech mohl v případě nutnosti změnit, nedomnívala se, že tento vývoj podkopává platnost pokračování ratifikačního procesu. Evropská rada se k této otázce hodlá vrátit v první polovině roku 2006, určit jasnější perspektivu do budoucna a dohodnout se na dalším postupu.

Co se týče ECB, Evropská ústava objasňuje právní a institucionální rámec EU a zlepšuje schopnost Unie jednat na evropské i na mezinárodní úrovni a zároveň potvrzuje stávající měnový rámec. ECB tedy Ústavu podporuje. Nutno však zdůraznit, že proces ratifikace Ústavy nebude mít žádný dopad na fungování měnové unie a neovlivní stabilitu eura. Ať bude ECB působit podle současné Smlouvy nebo podle Evropské ústavy, bude nadále zajišťovat hodnotu eura a přispívat k neinflačnímu makroekonomickému prostředí vedoucímu k růstu a zaměstnanosti.

### **1.3 VÝVOJ V PŘÍSTUPJÍCÍCH A KANDIDÁTSKÝCH ZEMÍCH EU A VZTAHY S NIMI**

Hlavním cílem ECB ve vztazích s centrálními bankami přistupujících a kandidátských zemí EU je přispívat k hladkému měnovému integračnímu procesu, který odpovídá postupům Smlouvy. Vztahy mezi ECB a centrálními bankami těchto zemí se tedy přirozeně zintenzivňují současně s celkovým pokrokem, které tyto země zaznamenávají na cestě k členství v EU.

Od chvíle, kdy Bulharsko a Rumunsko podepsaly v Lucemburku 25. dubna 2005 Smlouvu o přistoupení, účastní se guvernéri centrálních bank těchto dvou zemí zasedání Generální rady ECB jako pozorovatelé, zatímco

experti z těchto dvou centrálních bank se jako pozorovatelé účastní zasedání výborů ESCB (viz část 1.4 kapitoly 7).

ECB dále posílila své bilaterální vztahy s centrálními bankami Bulharska a Rumunska, aby přispěla k jejich hladké integraci do ESCB po vstupu do EU. Eurosystem jako celek nadále podporoval jejich přípravu prostřednictvím projektů technické pomoci v podobě twinningových programů financovaných EU. Tyto aktivity se v první řadě zaměřovaly na statistiku, právní otázky, platební systémy, měnovou politiku a provozní otázky, ale týkaly se také jiných oblastí, jako je finanční stabilita a dohled, bankovky, interní audit a informační technologie.

Datum vstupu Bulharska a Rumunska do EU je stanoveno na 1. leden 2007; Smlouva o přistoupení však obsahuje „ochrannou doložku“, která umožňuje odložení přistoupení o jeden rok, jestliže existují zřetelné důkazy, že pokračující přípravy nemohou splnit požadavky na členství v EU. Evropská komise zveřejnila v říjnu 2005 monitorovací zprávu, která naznačila, že navzdory dosaženému pokroku zůstává určitý počet oblastí, které vzbuzují vážné obavy. Patří sem boj proti korupci a otázky související s fungováním vnitřního trhu a s bezpečností EU (např. bezpečnost potravin a kontrola vnějších hranic). Evropská komise pokračovala v intenzivním sledování Bulharska a Rumunska a očekává se, že své konečné doporučení předloží na jaře 2006. Na základě tohoto doporučení pak Evropská rada rozhodne o datu vstupu do EU.

V souladu s rozhodnutím Evropské rady z prosince 2004 byla 3. října 2005 poté, co Rada EU přijala rámec pro jednání, zahájena přístupová jednání s Tureckem. ECB pokračovala v dlouhotrvajícím měnověpolitickém dialogu na vysoké úrovni s centrální bankou Turecké republiky, včetně výročních zasedání na úrovni Výkonné rady. V této souvislosti vedl viceprezident v červenci 2005 delegaci ECB do Turecka. Diskuze se soustředily na makroekonomickou stabilizaci

Turecka a na proces strukturálních reforem, na měnovou a devizovou politiku centrální banky Turecké republiky, na ekonomickou situaci v eurozóně a na úlohu centrálních bank v zajišťování finanční stability.

Dne 13. prosince 2004 Rada EU rozhodla, že přístupové rozhovory s Chorvatskem začnou 17. března 2005 pod podmínkou, že země bude plně spolupracovat s Mezinárodním soudním tribunálem pro bývalou Jugoslávii (ICTY). Jelikož spolupráce byla vyhodnocena jako nedostatečná, EU zahájení přístupových rozhovorů odložila. Dne 3. října 2005 EU usoudila, že chorvatské orgány nyní plně spolupracují s ICTY, a rozhodla se zahájit jednání o vstupu. ECB dále posilovala své bilaterální vztahy s chorvatskou centrální bankou; první oficiální návštěva ECB na úrovni Výkonné rady se uskutečnila v březnu 2005. Bilaterální schůzky se budou každý rok konat ve Frankfurtu, dokud Chorvatsko nepodepíše Smlouvu o přistoupení.

## 2 MEZINÁRODNÍ OTÁZKY

### 2.1 HLAVNÍ ASPEKTY VÝVOJE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO A FINANČNÍHO SYSTÉMU

#### DOHLED NAD MAKROEKONOMICKÝMI POLITIKAMI V GLOBÁLNÍ EKONOMICE

Vzhledem k ekonomické a finanční integraci eurozóny do globální ekonomiky Eurosystem pozorně sleduje a analyzuje makroekonomické politiky a hlavní rysy vývoje v zemích mimo eurozónu. Podílí se také na mnohostranném dohledu, prováděném mezinárodními organizacemi a fóry, který se odehrává hlavně na zasedáních MMF, Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), ministrů financí a guvernérů centrálních bank zemí G7, G10 a G20 i na zasedáních guvernérů centrálních bank BIS konaných každé dva měsíce. V některých z těchto institucí a fór byl ECB udělen status člena (např. v G20) nebo pozorovatele (např. v MMF). ECB posuzuje vývoj mezinárodní hospodářské politiky s ohledem na to, zda přispívá ke stabilnímu makroekonomickému prostředí a k vyváženým makroekonomickým politikám.

Mezinárodnímu hospodářskopolitickému prostředí v roce 2005 dominovalo rozšiřování globální nerovnováhy běžných účtů platební bilance. Vysoký deficit běžného účtu Spojených států se v průběhu roku nadále zvyšoval. Zároveň přetrvávaly značné přebytky běžného účtu v Asii, které dosáhly přibližně 0,8 % světového HDP, když se významně zvýšil přebytek v Číně, který tak vyrovnal pokles ve zbylých transformujících se zemích Asie a v Japonsku. Země vyvázející ropu také hrály čím dál tím významnější úlohu s ohledem na globální nerovnováhu vzhledem k prudkému nárůstu cen ropy. V roce 2005 přebytek běžného účtu těchto zemí, který činil zhruba 1 % světového HDP, překonal přebytek Asie. Asijské ekonomiky a ekonomiky vyvázející ropu také pokračovaly v hromadění značných objemů rezervních aktiv. Hromadění rezerv bylo zvláště významné v případě Číny, kde činilo přibližně 200 miliard USD (zhruba 165 miliard EUR).

Eurosystem při různých příležitostech nadále zdůrazňoval rizika a nejistotu spojenou

s přetrváváním této nerovnováhy a zachoval svou plnou podporu spolupráci v této otázce, jejímž prostřednictvím by všechny ekonomiky přispěly k řádnému vyrovnání stávající nerovnováhy. Tato mezinárodní hospodářskopolitická agenda zahrnuje politiku zvyšování úspor v zemích s deficitem, provádění strukturálních reforem v zemích s poměrně nízkým potenciálním růstem a podpory devizové flexibility ve velkých zemích a regionech, kterým tato flexibilita chybí. V této souvislosti přivítala ECB v červenci 2005 rozhodnutí čínských orgánů přejít na nový režim řízeného floatingu. Posun k větší flexibilitě považovala za žádoucí pro lepší fungování globální ekonomiky a očekávala, že nový režim řízeného floatingu přispěje ke globální finanční stabilitě.

Kapitálové toky do transformujících se tržních ekonomik, které ECB průběžně monitoruje vzhledem k jejich významu pro mezinárodní finanční stabilitu, zůstaly v roce 2005 silné, stejně jako všeobecná hospodářská výkonnost těchto zemí. Ke klíčovým faktorům patřily příznivé podmínky mezinárodního financování, vysoké mezinárodní ceny vývozních komodit a prudký růst reálného HDP ve Spojených státech a v Číně. Posílené domácí politiky, finanční podmínky přizpůsobení a zvyšující se zájem mezinárodních investorů umožnily některým vypůjčovatelům na transformujících se trzích poprvé čerpat zdroje z mezinárodních trhů dluhopisů prostřednictvím emise cenných papírů v domácí měně. Po dočasném rozšíření v dubnu, způsobeném mj. strachem z rostoucí inflace ve Spojených státech a zvýšením averze investorů k riziku plynoucímu ze snížení ratingu některých amerických korporací, se dluhopisové spready později vrátily z hlediska historických měřítek na nízkou úroveň.

V rámci vyhodnocování mezinárodní hospodářské politiky je zkoumána i eurozóna jako taková. Jak MMF, tak OECD prováděly vedle analýz jednotlivých zemí eurozóny též své pravidelné analýzy eurozóny. Analýzy se zabývaly měnovými, finančními a hospodářskými politikami eurozóny.



Konzultace MMF podle článku IV a analýza provedená Výborem pro hospodářské 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 jak MMF, tak OECD sestavily zprávu obsahující hodnocení politik eurozóny.<sup>2</sup>

#### **MEZINÁRODNÍ FINANČNÍ ARCHITEKTURA**

MMF v současnosti provádí strategickou analýzu, která byla projednána nejen v samotném MMF, ale také na různých mezinárodních fórech, jako je G7 a G20. ESCB tyto diskuze monitoruje a přispívá do nich. Cílem strategické analýzy je stanovit střednědobé priority pro práci MMF. K důležitým oblastem, kterých se analýza týká, patří dohled MMF, úloha MMF v transformujících se ekonomikách a jejich hlas a zastoupení.

Generální ředitel MMF zejména zdůraznil, že je nutné, aby MMF pomáhal svým členům vypořádat se s problémy globalizace. V následných mezinárodních politických diskusích jeho členové zdůraznili, že je nutné, aby MMF kladl větší důraz na bilaterální dohled nad devizovými otázkami a vedlejšími mezinárodními efekty národních hospodářskopolitických opatření. V uplynulém roce se široce debatovalo o otázce adekvátního hlasu a zastoupení v mezinárodních fórech a zejména v MMF. Některé členské země MMF,

zvláště v Asii, se domnívají, že jejich kvóty neadekvátně odrážejí jejich rostoucí váhu ve světové ekonomice. Otázka kvót a hlasů bude muset být prodiskutována současně s ostatními aspekty strategické analýzy před dalším výročním zasedáním MMF, které se bude konat v září 2006 v Singapuru. MMF také provádí 13. všeobecnou revizi kvót, která poskytuje příležitost posoudit, do jaké míry je současné rozdělení kvót mezi členy MMF v souladu s relativním ekonomickým a finančním významem členských zemí. Revize má být dokončena do ledna 2008.

V popředí zájmu mezinárodního společenství je již několik let podpora řádného krizového řízení. ESCB pokračoval v diskuzích souvisejících s krizovým řízením a zejména s úlohou, kterou má při řešení finančních krizí hrát soukromý sektor. Ačkoliv byla podniknuta řada kroků ke zlepšení rámce pro zapojení soukromého sektoru, stále přetrvávají kritické problémy, hlavně pokud jde o včasnou identifikaci opatření, která potřebují všechny zainteresované strany. Aby se tyto problémy posoudily, připravily centrální banky ESCB zprávu o zapojení soukromého sektoru, která využívá zkušenosti z minulosti a určuje oblasti možného zlepšení rámce pro řešení krizí. Zpráva<sup>3</sup> naznačuje, že zlepšení předvídatelnosti

2 MMF: „Euro Area Policies: Staff Report“, srpen 2005; OECD: „Economic Survey of the Euro Area“, červenec 2005.

3 „Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors“, ECB Occasional Paper č. 32, červenec 2005.

procesů řešení krizí prostřednictvím řízení chování dlužníků, věřitelů a veřejného sektoru by mohlo snížit celkové náklady na finanční krizi a způsobit rozdělení nákladů, které by z hlediska obecného prospěchu bylo pravděpodobně chápáno jako vhodnější než současný stav.

### MEZINÁRODNÍ ROLE EURA

Role eura jako mezinárodní měny v roce 2005 v některých segmentech nadále postupně posilovala. Zejména postupně stoupalo využívání eura u mezinárodních dluhových cenných papírů, kde mělo funkci nominální kotvy a intervenční měny a dále depozitní měny v třetích zemích. K většímu využívání eura jako nominální kotvy a intervenční měny docházelo převážně v nových členských státech EU, v přístupujících a přístupových zemích EU a v jiných regionech sousedících s EU. Podíl eura na zvláštním právu čerpání (SDR) se na základě rozhodnutí MMF z prosince 2005 od 1. ledna 2006 zvýšil z 29 % na 34 %. Pro eurovou složku úrokové sazby ze SDR byla tříměsíční sazba EURIBOR nahrazena tříměsíční sazbou EUREPO.

Na ostatních trzích, jako jsou trhy s mezinárodními úvěry a vklady, globální zahraniční devizové trhy a oficiální rezervy, zůstalo stejně jako v mezinárodním obchodu využívání eura převážně stabilní.

ECB nadále pokračovala v rozšiřování statistického pokrytí nutného k monitorování a analýze mezinárodní role eura. Zejména nově shromážděné údaje o měnové struktuře dluhových cenných papírů v rámci platební bilance eurozóny a investiční pozici vůči zahraničí přispěly k monitorování mezinárodního využívání eura na kapitálových trzích (viz část 4.2 kapitoly 2). ECB také zahájila průzkum faktorů, které se skrývají za využíváním eura v mezinárodním obchodě.

## 2.2 SPOLUPRÁCE SE ZEMĚMI MIMO EU

Eurosystem pokračoval v budování svých kontaktů ve skupině centrálních bank mimo EU

převážně prostřednictvím organizování seminářů a workshopů, avšak rovněž prostřednictvím technické pomoci, která se stala významným nástrojem při podpoře budování institucí a zlepšování efektivního dodržování evropských a mezinárodních standardů. Cílem těchto aktivit bylo shromažďovat informace a vyměňovat si názory na hospodářský a měnový vývoj v různých světových regionech s potenciálním vlivem na globální ekonomické prostředí nebo na vývoj v eurozóně. Eurosystem zachoval svou nabídku spolupráce s centrálními bankami v sousedních regionech a ECB zřídila malou trvalou jednotku technické pomoci.

V říjnu 2005 uspořádal Eurosystem v Petrohradě svůj druhý bilaterální seminář na vysoké úrovni s ruskou centrální bankou. Seminář se soustředil na měnovou a devizovou politiku v Rusku a na problémy stability bankovníctví, které vyplývají mj. z rychlého růstu úvěrové činnosti bank a z expanze přeshraničních půjček. Diskutovalo se také o otázkách pojištění vkladů a rozvoje bankovníctví. Podobné akce budou organizovány pravidelně; příští seminář Eurosystemu se bude konat v Drážďanech v roce 2006 s podporou Deutsche Bundesbank.

Dne 31. října 2005 byl dokončen projekt technické pomoci Eurosystemu ruské centrální bance v oblasti bankovního dohledu s názvem Central Bank Training III. Tento projekt, který financovala EU, byl zahájen v listopadu 2003 v rámci programu Technická pomoc společenství nezávislých států (Technical Assistance to the Commonwealth of Independent States, TACIS). Tento projekt Eurosystemu realizovala ECB ve spolupráci s devíti NCB eurozóny a třemi orgány dohledu ze zemí EU, které nejsou centrálními bankami.<sup>4</sup> Cílem dvouletého školicího projektu je pomoci

<sup>4</sup> Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – finská centrální banka, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (finský orgán pro dohled nad finančním trhem), Finansinspektionen (švédský orgán pro dohled nad finančním trhem) a Financial Services Authority (britský orgán pro dohled nad finančním trhem).

ruské centrální bance zlepšit její úlohu v bankovním dohledu předáním znalostí o řádných postupech používaných orgány EU pro bankovní dohled. Širším cílem bylo podpořit stabilitu ruského bankovního systému. Projekt probíhal hlavně prostřednictvím kurzů a seminářů v Rusku, kterých se zúčastnilo 800 pracovníků ruské centrální banky zodpovědných za bankovní dohled. Publikace s názvem „Banking supervision: European experience and Russian practice“<sup>5</sup>, která je k dispozici v angličtině a ruštině, byla významnou součástí tohoto projektu, neboť umožnila šíření know-how.

Druhý a třetí seminář Eurosystemu na vysoké úrovni s guvernéry centrálních bank evropských partnerů EU z regionu Středozeří se konal 9. února 2005 v Cannes, respektive 25. ledna 2006 v Nafplionu. Diskuze se mj. soustředily na nezávislost centrálních bank a na poukazování úhrad (Cannes) a na proces liberalizace kapitálového účtu platební bilance a postup modernizace měnověpolitických operačních rámců (Nafplion).

Eurosystem také převzal odpovědnost za poskytnutí pomoci egyptské centrální bance při reformě jejího bankovního dohledu v kontextu celkové reformy finančního sektoru země. ECB a čtyři NCB z eurozóny (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France a Banca d'Italia) se zavázaly k dvouletému programu technické pomoci financovanému zastoupením EU v Egyptě v rámci programu středomořské pomoci (MEDA). Program technické pomoci byl zahájen 1. prosince 2005. Od října 2005 ECB také rozšířila – pod záštitou MMF – technickou pomoc poskytovanou egyptské centrální bance při reformě jejího měnověpolitického operačního rámce.

ECB pokračovala v prohlubování svých vztahů se zeměmi na západním Balkáně vzhledem k tomu, že se jedná o potenciální kandidátské země EU (v prosinci 2005 byl status kandidáta udělen Bývalé jugoslávské republice Makedonii). Zástupci ECB navštívili v roce 2005 centrální banky Makedonie a Albánie.

Poté, co EU přijala v souvislosti s přístupovými jednáními se Srbskem a Černou Horou dvojí přístup, uskutečnila se také pracovní návštěva centrální banky Černé Hory.

Na Středním východě ECB dále rozvíjela své vztahy s Generálním sekretariátem Rady pro spolupráci v Zálivu (Gulf Cooperation Council, GCC) a s měnovými institucemi a centrálními bankami členských států GCC vzhledem k plánu zavést v členských státech GCC do roku 2010 jednotnou měnu.<sup>6</sup>

Dne 28. února 2005 ECB uspořádala regionální schůzku s Výborem guvernéřů centrálních bank Jihoafrického rozvojového společenství (Southern African Development Community, SADC)<sup>7</sup>, aby prodiskutovali své zkušenosti s procesy regionální a měnové integrace.

ECB posílila své přímé vztahy s asijskými centrálními bankami tím, že ve spolupráci s indonéskou centrální bankou zorganizovala seminář na vysoké úrovni, kterého se společně zúčastnilo 11 guvernéřů ze schůzky nejvyšších představitelů východoasijských/tichomořských centrálních bank (Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks, EMEAP) a členové Rady guvernéřů ECB. Účastníci semináře, který se konal v ECB v listopadu 2005, diskutovali o tom, jak dosáhnout vyváženějších vzorců globálního růstu, a hodnotili poslední vývoj a související měnověpolitické otázky v eurozóně a v asijském/tichomořském regionu. Posuzovaly se také zkušenosti těchto dvou regionů s mnohostranným makroekonomickým a finančním dohledem spolu s přeshraniční finanční integrací na globální úrovni i v rámci asijského/tichomořského regionu a eurozóny.

5 Tato publikace je přístupná na internetové stránce ECB přes odkaz na tiskovou zprávu z 13. října 2005 „Completion of central banking training project in Russia“.

6 Jde o těchto šest členských států GCC: Bahrajn, Kuvajt, Omán, Katar, Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty.

7 SADC je regionální uskupení, do kterého patří tyto jihoafrické země: Angola, Botswana, Konžská demokratická republika, Lesotho, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mozambik, Namibie, Jihoafrická republika, Svazijsko, Tanzanie, Zambie a Zimbabwe.



Pokud jde o institucionální vztahy s latinskoamerickými zeměmi, zúčastnila se ECB se statutem pozorovatele výročního zasedání Meziamerické rozvojové banky, které se konalo na počátku dubna na Okinawě. Jako spolupracující člen Centra pro latinskoamerická měnová studia se ECB nadále podílela na několika aktivitách, které tato instituce hostila nebo spoluorganizovala. Patřily k nim schůzky guvernérů centrálních bank, které se konaly dvakrát v roce v Cartageně a ve Washingtonu, D.C. v dubnu, respektive v září, i seminář o poukazování náhrad zaměstnancům v Latinské Americe, který se konal v Mexico City v říjnu. ECB pokračovala ve své snaze dále posilovat bilaterální vztahy s měnovými a jinými oficiálními orgány v latinskoamerickém regionu, včetně návštěv v Mexiku, Brazílii a Argentině. ECB v průběhu roku 2005 také uvítala ve Frankfurtu oficiální delegace z několika latinskoamerických zemí.



**Autor**

David Farrell

**Název**

Ballynultagh, 2000, (ze série „Innocent Landscapes“)

**Materiál**

Fotografie

**Rozměry**

100 x 100 cm

© Autor



## KAPITOLA 5

# ODPOVĚDNOST

# 1 ODPOVĚDNOST VE VZTAHU K ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI A EVROPSKÉMU PARLAMENTU

Během posledních desetiletí se nezávislost centrálních bank stala nezbytnou součástí měnového režimu, který dává přednost cenové stabilitě. Zásadním principem moderních demokracií je zároveň to, aby každá nezávislá instituce, jíž je svěřena veřejná funkce, odpovídala za své činy občanům a jejich demokraticky zvoleným zástupcům. V případě nezávislé centrální banky lze odpovědnost chápat jako povinnost vysvětlovat svá rozhodnutí občanům a jejich zvoleným zástupcům, a tím jim umožnit, aby činili centrální banku odpovědnou za dosažení jejich cílů.

Od svého založení ECB uznává zásadní význam odpovědnosti za svá měnověpolitická rozhodnutí a za tímto účelem udržuje pravidelný dialog s občany EU a Evropským parlamentem. Tento závazek ECB ilustruje mimo jiné řada publikací, které ECB vydala v roce 2005, a velký počet projevů přednesených členy Rady guvernérů v průběhu roku (viz část 2 kapitoly 6).

Smlouva přesně stanoví informační povinnosti ECB, které zahrnují vydávání čtvrtletních zpráv, týdenní účetní závěrku a výroční zprávu. ECB jedná vlastně nad rámec těchto zákonných povinností; zveřejňuje například měsíční bulletin, nikoli pouze čtvrtletní zprávu, pořádá jednou měsíčně tiskové konference a s měsíční periodicitou sděluje rozhodnutí Rady guvernérů přijatá vedle rozhodnutí o úrokových sazbách.

Na institucionální úrovni Smlouva vyhrazuje ve vztahu k odpovědnosti ECB význačnou roli Evropskému parlamentu. V souladu s ustanoveními článku 113 Smlouvy prezident ECB prezentoval v roce 2005 Výroční zprávu ECB za rok 2004 plenárnímu zasedání Evropského parlamentu. Prezident ECB navíc nadále pravidelně jednou za čtvrt roku podával zprávy o měnové politice ECB a jejích dalších úkolech při svých vystoupeních před parlamentním Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti (ECON).

Také další členové Výkonné rady byli vyzváni, aby vystoupili při řadě příležitostí před Evropským parlamentem. V dubnu 2005 viceprezident ECB prezentoval Výroční zprávu ECB za rok 2004 výboru ECON. V říjnu Výbor vyzval Lorenza Bini Smaghiho k neformální diskuzi o strategickém hodnocení MMF (viz část 2.1 kapitoly 4).

V souladu se zavedenou praxí navštívila Evropskou centrální banku delegace členů výboru ECON za účelem neformálních diskuzí o řadě otázek se členy Výkonné rady. Kromě toho se konaly neformální diskuze se členy Evropského parlamentu o otázkách týkajících se zúčtování a vypořádání cenných papírů v EU, jakož i o otázkách spojených s komunikací eura se zvláštním důrazem na nové členské státy EU, které plánují přijmout euro. ECB také nadále dobrovolně odpovídala na písemné otázky předložené poslanci Evropského parlamentu k problematice spadající do působnosti ECB.

V neposlední řadě článek 112 Smlouvy stanoví, aby Evropský parlament poskytl své stanovisko ke kandidátům na členy Výkonné rady před jejich jmenováním. Za účelem přípravy svého stanoviska vyzval Evropský parlament Lorenza Bini Smaghiho, aby vystoupil před výborem ECON, vysvětlil své názory a zodpověděl otázky členů Výboru. Po tomto slyšení Parlament jeho jmenování schválil.

## 2 VYBRANÁ TÉMATA NASTOLENÁ V PRŮBĚHU JEDNÁNÍ S EVROPSKÝM PARLAMENTEM

Při nejrůznějších jednáních mezi ECB a Evropským parlamentem byla řešena široká škála otázek, přičemž při vystoupeních prezidenta ECB před Evropským parlamentem byla hlavní pozornost zaměřena na měnovou politiku. Některé z dalších projednávaných otázek jsou uvedeny níže.

### REFORMA PAKTU STABILITY A RŮSTU

Významná část neformálních diskuzí mezi Evropským parlamentem a ECB byla věnována vývoji veřejných financí a reformě Paktu stability a růstu. Ve svém usnesení o veřejných financích v HMU přijatém v únoru 2005 Evropský parlament varoval, že „nadměrné vládní výdaje ohrožují cenovou stabilitu, nízké úrokové sazby a hladinu vládních investic a navíc snižují schopnost čelit problému demografických změn“. Pokud jde o reformu Paktu stability a růstu, Parlament uvítal posílení preventivní složky Paktu a zvýšenou pozornost věnovanou úrovni dluhu a lisabonským cílům. Zároveň vyjádřil své obavy ohledně nejasnosti pravidel korektivní složky Paktu a vyjádřil politování nad tím, že byla promarněna příležitost posílit úlohu Evropské komise.

Prezident ECB uvítal vysokou míru sblížení názorů obou institucí na toto téma. Během svého vystoupení před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti zdůraznil, že pro úspěch HMU je zásadní zdravá fiskální politika. Na základě tohoto uvedl, že reforma Paktu vytváří příležitost pro obnovení závazku zdravé fiskální politiky, za předpokladu toho, že je revidovaný rámec implementován přesně a důsledně (viz část 1.1 kapitoly 4).

### STŘEDNĚDOBÉ HODNOCENÍ LISABONSKÉ STRATEGIE

Dalším tématem pravidelně projednávaným ECB a Evropským parlamentem bylo střednědobé hodnocení lisabonské strategie. Ve svém usnesení k tomuto tématu Parlament uvítal závazek Rady EU a Evropské komise s cílem vlít novou dynamiku do lisabonské strategie a vyjádřil svou podporu novému rámci řízení. Parlament také zdůraznil, že „musí být zajištěny růstově orientované, udržitelné makroekonomické podmínky, jestliže (...) má

být dosaženo hospodářských, sociálních a environmentálních cílů“. Parlament vyjádřil politování nad tím, že Evropská rada neprosadila návrh skupiny na vysoké úrovni vedené Wimem Kokem, aby Komise každoročně vypracovala žebříčky týkající se pokroku členských států při dosahování lisabonských cílů.

Prezident ECB uvedl, že revidovaná lisabonská strategie představuje dobrou koncepci pro uvolnění růstového a pracovního potenciálu v Evropě. Navíc souhlasil s názorem Parlamentu, že stabilní makroekonomické prostředí je předpokladem zvýšení růstu a zaměstnanosti. Rovněž zdůraznil potřebu srovnávání („benchmarking“) a kolektivní podpory na evropské úrovni v zájmu lepšího provádění strukturálních reforem (viz část 1.1 kapitoly 4).

### KOMUNIKACE TÝKAJÍCÍ SE EURA A HMU

V roce 2005 Evropský parlament vzal také podrobně v úvahu komunikační politiku týkající se eura a HMU ve vztahu k občanům současných i budoucích zemí eurozóny. V březnu navštívil ECB za účelem neformální diskuze se členem Výkonné rady José Manuelem Gonzáles-Páramem a řadou expertů ECB zpravodaj Evropského parlamentu zabývající se touto problematikou. Ve svém usnesení o provádění informační a komunikační strategie týkající se eura a HMU Parlament uvítal výhody HMU a nazval euro „zřejmě nejúspěšnějším evropským projektem, který byl kdy spuštěn“. Za účelem podpory jednotné měny a přípravy budoucích členů eurozóny na hladký přechod na euro vyjádřil Parlament potřebu ucelené, ambiciózní a dlouhodobé komunikační strategie týkající se eura a HMU. Jedním z opatření navrhovaných Parlamentem bylo to, aby ECB prováděla každoročně kvantitativní analýzu výhod jednotné měny pro občany.

Během svého vystoupení před plénem Evropského parlamentu prezident ECB zdůraznil, že ECB vzala v úvahu všechny vhodné prostředky ke zlepšení komunikace

o výhodách jednotné měny. Vysvětlil, že dalekosáhlá kvantitativní analýza výhod eura může narazit na metodologické problémy a omezení dat. V dopise Parlamentu bylo také poukázáno na to, že tato analýza by mohla obsahovat otázky, které překračují oblast centrálního bankovníctví.

motivováno nedostatečnou poptávkou po bankovkách velmi nízkých nominálních hodnot ze strany veřejnosti, praktickými problémy, které by jejich zavedení představovalo pro třetí strany, a vysokými náklady na výrobu a zpracování. Prezident ECB vysvětlil, že se nevyskytly žádné nové skutečnosti, které by toto hodnocení Rady guvernérů změnily.

### **FINANČNÍ INTEGRACE A REGULACE**

Během diskuzí mezi ECB a Evropským parlamentem se opět objevovaly na předním místě otázky spojené s finanční integrací a regulací. Evropský parlament se zajímal zejména o aktivity ESCB a Evropského výboru regulátorů trhů s cennými papíry (Committee of European Securities Regulators, CESR) v oblasti zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry. V usnesení přijatém na toto téma v červenci 2005 Parlament uvedl, že standardy ESCB-CESR (viz část 4.3 kapitoly 3) nesmí být dotčeny právní předpisy EU, a zdůraznil potřebu široké a otevřené diskuze dotčených stran na toto téma.

Prezident zdůraznil, že standardy přispěly významným způsobem k bezpečné a integrované infrastruktuře v oblasti zúčtování a vypořádání cenných papírů a že ESCB a CESR přijaly svá rozhodnutí otevřeně a transparentně, na základě rozsáhlé konzultace s účastníky trhu. Uvedl také, že standardy ESCB-CESR nejsou překážkou budoucích legislativních aktů, ani je nevylučují.

### **EUROMINCE A EUROBANKOVKY**

V roce 2005 byla také projednávána možnost vydávání eurobankovek velmi nízkých nominálních hodnot. Vedle písemných otázek předložených prezidentovi ECB na toto téma přijal Evropský parlament prohlášení, jímž se vyzývá Evropská komise, Rada EU a ECB, aby uznaly potřebu vydání bankovek v hodnotě 1 a 2 eura.

Rada guvernérů rozhodla v roce 2004, že bankovky velmi nízkých nominálních hodnot nebudou zavedeny, jelikož argumenty proti jejich zavedení převážily nad argumenty v jeho prospěch. Rozhodnutí Rady guvernérů bylo





**Autor**

Natividad Bermejo

**Název**

Duérmete niño, 2000

**Materiál**

Grafit na papíře

**Rozměry**

145 x 212 cm

© ECB a autor



**KAPITOLA 6**

**VNĚJŠÍ  
KOMUNIKACE**

# 1 KOMUNIKAČNÍ POLITIKA

Komunikace je nedílnou součástí měnové politiky ECB a plnění 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 5.

Strategie pravidelného a podrobného vysvětlování měnové politiky, hodnocení a rozhodování ECB v reálném čase, 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. Nejprve prezident přednese podrobné úvodní prohlášení, a poté je s viceprezidentem ECB k dispozici médiím pro další dotazy. Od prosince 2004 jsou každý měsíc zveřejňována na internetových stránkách centrálních bank Eurosystemu rozhodnutí přijatá Radou guvernérů o jiných oblastech než o úrokových sazbách.

Právní akty ECB, jakož i konsolidované účetní závěrky Eurosystemu, jsou k dispozici ve všech dvaceti úředních jazycích EU. Další statutární publikace ECB – výroční zpráva, čtvrtletní verze měsíčního bulletinu a konvergenční zpráva – jsou k dispozici v devatenácti z dvaceti úředních jazyků.<sup>1</sup> Za účelem odpovědnosti a transparentnosti ve vztahu k evropským občanům a jejich zvoleným zástupcům ECB rovněž zveřejňuje další dokumentaci ve všech úředních jazycích, zejména tiskové zprávy o rozhodnutích měnové politiky, makroekonomické prognózy a měnověpolitická stanoviska, která jsou relevantní pro širokou veřejnost. Příprava, zveřejňování a distribuce národních jazykových verzí klíčových publikací ECB se realizuje v úzké spolupráci s NCB.

<sup>1</sup> Na maltštinu se vztahuje dočasná výjimka.

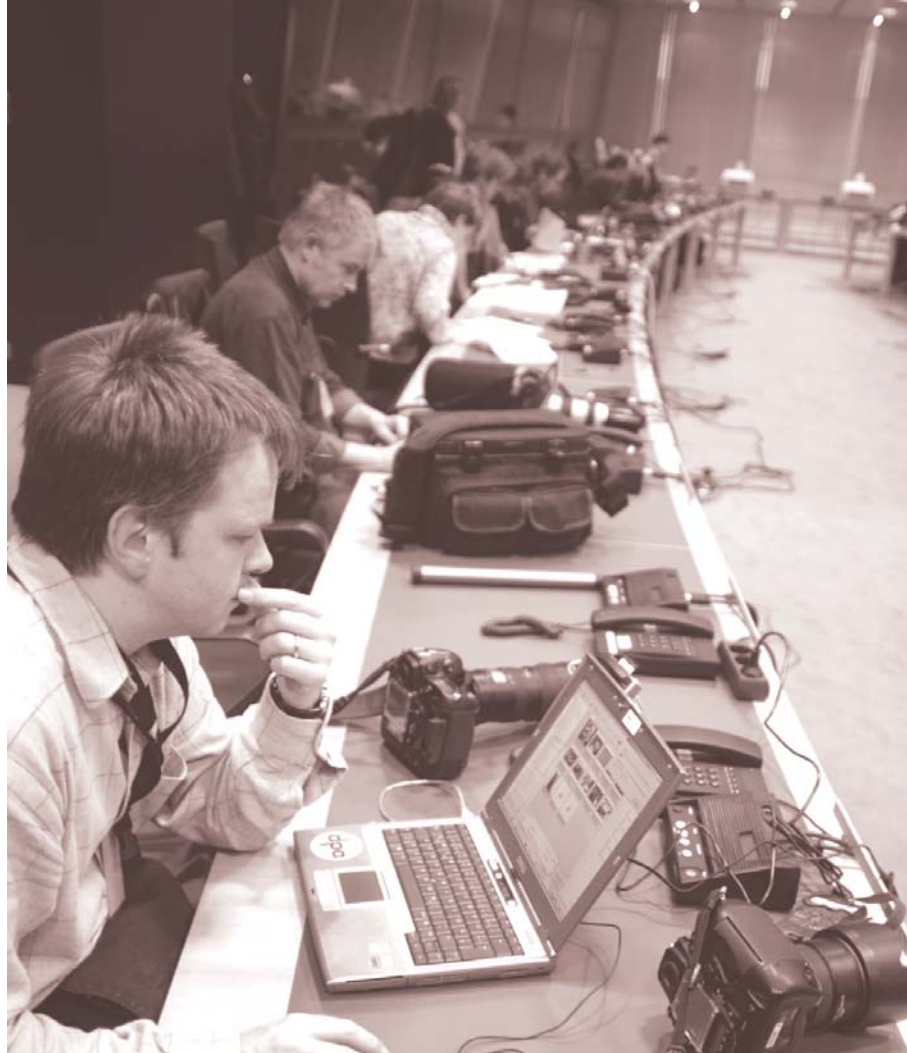
## 2 KOMUNIKAČNÍ ČINNOSTI

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 měnověpolitických rozhodnutí se tudíž používá řada komunikačních nástrojů a činností, které jsou neustále zdokonalovány, aby zvýšily svou efektivitu.

ECB vydává řadu studií a zpráv. Výroční zpráva 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. ECB 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 (workshopů).

V roce 2005 ECB ve spolupráci s NCB eurozóny vypracovala pro potřeby žáků a jejich učitelů vzdělávací publikaci. Tato publikace si klade za cíl podat rozsáhlý a srozumitelný přehled důvodů, proč je cenová stabilita důležitá pro zajištění dlouhodobé prosperity, a ukázat, jak ECB pomocí své měnové politiky plní tento cíl. Informační balíček, který byl vypracován v jazycích eurozóny a distribuován přibližně do 50 000 středních škol v eurozóně, obsahuje osmiminutový film, letáky pro žáky a příručku pro učitele. Je možné jej také stáhnout z internetové stránky ECB, kde je k dispozici ve všech úředních jazycích EU.

ECB také zdokonalila svou metodu sdělování rozhodnutí měnové politiky finančním trhům a zpřístupnění svých oznámení veřejnosti. Od února 2005 jsou na internetových stránkách ECB živě přenášeny měsíční tiskové konference. Navíc jsou krátce po skončení tiskové konference zpřístupněny veřejnosti příslušné video a audio soubory.



Společně s Bankou pro mezinárodní platby (Bank for International Settlements, BIS) a centrálními bankami skupiny G10 ECB založila novou publikaci nazvanou „Mezinárodní časopis pro centrální bankovníctví“ (International Journal of Central Banking), jejíž první čtvrtletní číslo bylo vydáno 19. května 2005. V tomto periodiku jsou zveřejňovány články z oblasti teorie a praxe centrálního bankovníctví, se speciálním důrazem na výzkum týkající se měnové politiky a finanční stability.

Všichni členové Rady guvernérů přímo přispívají k lepší úrovni obeznámenosti veřejnosti s úkoly a politikami ECB a jejich chápání prostřednictvím slyšení před Evropským parlamentem a národními parlamenty a prostřednictvím veřejných projevů a informací poskytovaných médii. V roce 2005 členové Výkonné rady přednesli přibližně 220 projevů, poskytli řadu rozhovorů a přispěli články do odborného tisku, časopisů a novin.

NCB Eurosystemu hrají rovněž důležitou roli při šíření informací určených široké veřejnosti a zainteresovaným stranám na národní úrovni a při oslovení širokého spektra občanů na regionální a národní úrovni v jejich vlastních jazycích a prostředích.

ECB také ve svém sídle ve Frankfurtu přijímá skupiny návštěvníků. V roce 2005 obdrželo přibližně 8 000 návštěvníků 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. V roce 2005 bylo přijato prostřednictvím různých kanálů a vyřízeno přibližně 65 000 žádostí o informace.

ECB každoročně pořádá Kulturní dny, jejichž cílem je přiblížit veřejnosti i zaměstnancům ECB kulturní rozmanitost a temperamentnost členských států EU. Každý rok tato iniciativa vyzdvihuje bohatost kultury jedné země a tak přispívá k lepšímu porozumění národů v EU. Po Portugalsku v roce 2003 a Polsku v roce 2004 se program Kulturních dnů v roce 2005 zaměřil na Maďarsko. Akce byly organizovány v úzké spolupráci s Magyar Nemzeti Bank a proběhly 2.–28. listopadu.



**Autor**

Pedro Proença

**Název**

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

**Materiál**

Akryl na plátně

**Rozměry**

200 x 150 cm

© ECB a autor



**INSTITUCIONÁLNÍ  
RÁMEC, ORGANIZACE A  
ROČNÍ ÚČETNÍ  
ZÁVĚRKA**





# 1 ROZHODOVACÍ ORGÁNY A ZPŮSOB ŘÍZENÍ V ECB

## 1.1 EUROSYSTÉM A EVROPSKÝ SYSTÉM CENTRÁLNÍCH BANK



Eurosystém je centrální bankovní systém eurozóny. Tvoří jej ECB a národní centrální banky dvanácti členských států, které zavedly euro jako svou měnu. 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. V lednu 2005 ECB a národní centrální banky eurozóny uveřejnily na svých internetových stránkách dokument Úloha Eurosystému a strategické záměry a organizační principy plnění funkce Eurosystému všemi jeho členy.

Evropský systém centrálních bank (ESCB) se skládá z Evropské centrální banky a národních centrálních bank všech členských států EU

(v současnosti 25 států), tj. zahrnuje i národní centrální banky členských států, které dosud nezavedly euro. Dokud budou existovat členské státy, které euro dosud nezavedly, bude nutné rozlišovat mezi Eurosystémem a ESCB.

ECB má právní subjektivitu podle mezinárodního práva. ECB byla založena jako základ Eurosystému a ESCB a zajišťuje plnění příslušných úkolů buď vlastními silami nebo prostřednictvím NCB.

Každá NCB má právní subjektivitu podle národního 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

účasti ve výborech Eurosystemu a ESCB (viz část 1.5 této kapitoly). NCB mohou vykonávat na svou odpovědnost funkce, které nejsou spojeny s Eurosystemem, pokud Rada guvernérů neshledá, že tyto funkce jsou v rozporu s cíli a úkoly Eurosystemu.

Eurosystem a ESCB jsou řízeny rozhodovacími orgány ECB: Radou guvernérů a Výkonnou radou. Generální rada byla zřízena jako třetí rozhodovací orgán ECB, který bude fungovat, dokud budou existovat členské země EU, které dosud nezavedly euro. Činnost rozhodovacích orgánů je upravena Smlouvou, statutem ESCB a příslušnými jednacími řády<sup>1</sup>. Rozhodování v rámci Eurosystemu a ESCB je centralizované. Avšak ze strategického i provozního hlediska se ECB a NCB eurozóny podílejí na plnění společných cílů, přičemž dodržují zásadu decentralizace podle statutu ESCB.

## 1.2 RADA GUVERNÉRŮ

Rada guvernérů se skládá ze všech 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 Eurosystem;
- určování měnové politiky eurozóny, včetně přijímání rozhodnutí týkajících se střednědobých měnových cílů, klíčových úrokových sazeb a vytváření měnových rezerv Eurosystemu. 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 Eurosystemu. V roce 2005 se dvě zasedání konala mimo Frankfurt: jedno pořádala Deutsche Bundesbank v Berlíně a druhé Bank of Greece v Aténách.

Při rozhodování o měnové politice a dalších úkolech ECB a Eurosystemu nejednají členové Rady guvernérů jako zástupci svých zemí, ale jako zcela nezávislé osoby. V Radě guvernérů je tedy uplatňována zásada „jeden člen, jeden hlas“.

Za účelem zachování schopnosti efektivního a včasného rozhodování Rady guvernérů po výrazném zvýšení počtu jejích členů v důsledku rozšíření Eurosystemu schválila Rada EU v březnu 2003 nový způsob hlasování, který vstoupil v platnost v červnu 2004. Všichni členové Rady guvernérů budou nadále docházet na zasedání a účastnit se jednání. Guvernéri NCB budou ale uplatňovat hlasovací právo na základě rotačního systému, který v zásadě vstoupí v účinnost poté, až bude počet guvernérů v Radě guvernérů vyšší než 15. Každý ze šesti členů Výkonné rady si ponechá jedno stálé hlasovací právo.

<sup>1</sup> Viz rozhodnutí ECB/2004/2 z 19. února 2004, jímž se schvaluje jednací řád Evropské centrální banky, Úř. věst. L 80, 18.3. 2004, str. 33; rozhodnutí ECB/2004/12 ze 17. června 2004, jímž se schvaluje jednací řád Rady guvernérů ECB, Úř. věst. L 230, 30.6. 2004, str. 61; a rozhodnutí ECB 1999/7 z 12. října 1999 o jednacím řádu Výkonné rady ECB, Úř. věst. L 314, 8.12. 1999, str. 34. Tyto jednací řády jsou rovněž k dispozici na internetových stránkách ECB.

## RADA GUVERNÉRŮ



**Zadní řada (zleva):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Prostřední řada (zleva):**  
Jaime Caruana, Vítor Constâncio,  
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,  
John Hurley, Guy Quaden

**Přední řada (zleva):**  
Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,  
Gertrude Tumpel-Gugerellová,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,  
Christian Noyer

**Jean-Claude Trichet**  
prezident ECB

**Lucas D. Papademos**  
viceprezident ECB

**Lorenzo Bini Smaghi** (od 1. června 2005)  
člen Výkonné rady ECB

**Jaime Caruana**  
guvernér, Banco de España

**Vítor Constâncio**  
guvernér, Banco de Portugal

**Vincenzo Desario**  
(od 20. prosince 2005 do 15. ledna 2006)  
úřadující guvernér, Banca d'Italia

**Mario Draghi** (od 16. ledna 2006)  
guvernér, Banca d'Italia

**Antonio Fazio** (do 19. prosince 2005)  
guvernér, Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**  
guvernér, Bank of Greece

**José Manuel González-Páramo**  
člen Výkonné rady ECB

**John Hurley**  
guvernér, Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

**Otmar Issing**  
člen Výkonné rady ECB

**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

**Tommaso Padoa-Schioppa** (do 31. května 2005)  
člen Výkonné rady ECB

**Guy Quaden**  
guvernér, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Gertrude Tumpel-Gugerellová**  
členka Výkonné rady ECB

**Axel A. Weber**  
prezident, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**  
prezident, De Nederlandsche Bank

### 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 vlád členských zemí, které přijaly euro. Hlavní úkoly Výkonné rady, která se obvykle schází jednou týdně, jsou:

- příprava zasedání Rady guvernérů;
- provádění měnové politiky v eurozóně na základě obecných zásad a rozhodnutí 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 svěřil Rada guvernérů. Mezi tyto pravomoci částečně spadá regulatorní činnost.

Řídící výbor, jemuž předsedá člen Výkonné rady, poskytuje radu a pomoc Výkonné radě v oblasti řízení, plánování činnosti a ročního rozpočtového procesu.

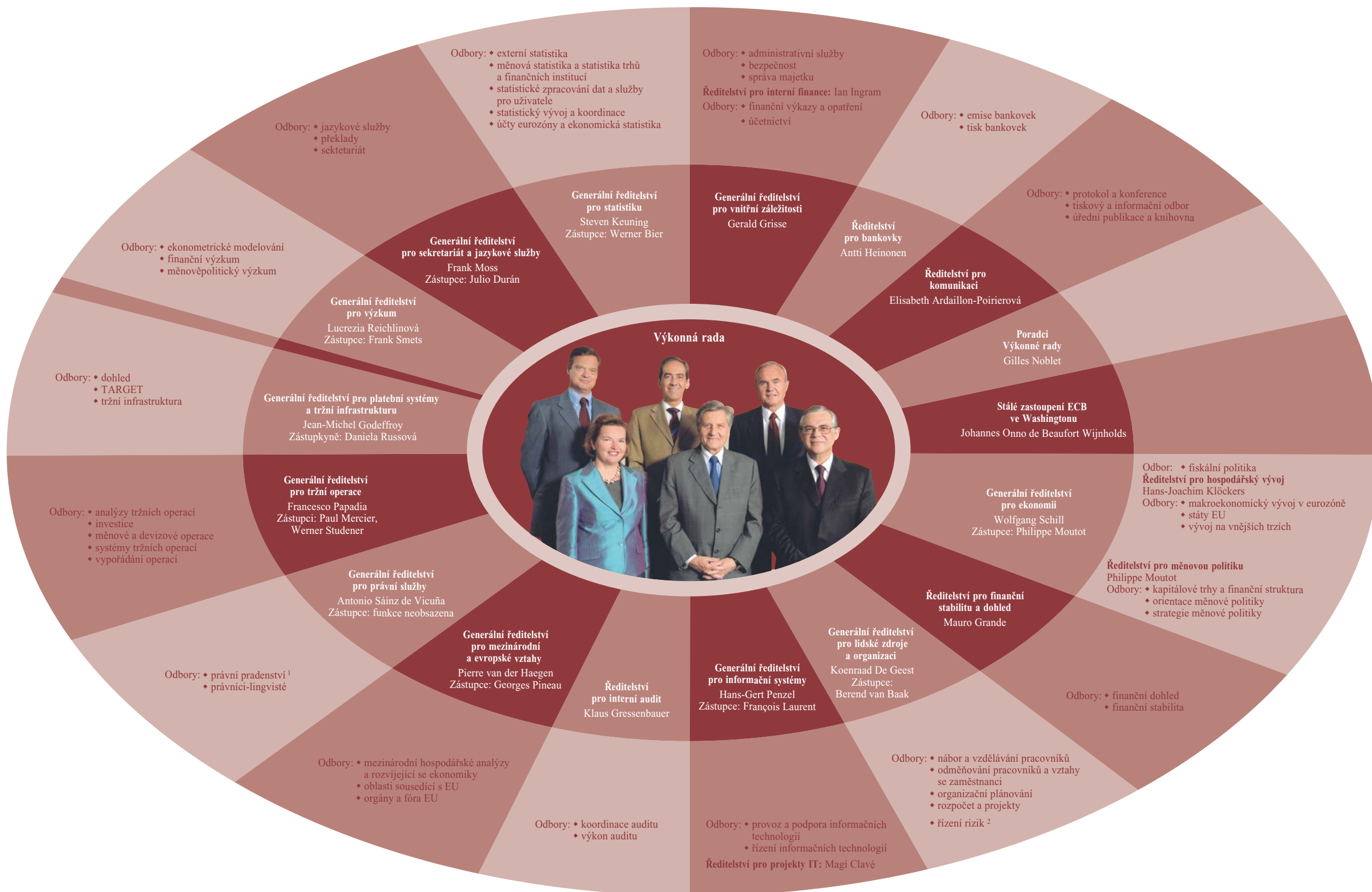
**Zadní řada (zleva):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Přední řada (zleva):**  
Gertrude Tumpel-Gugerellová,  
Jean-Claude Trichet  
(prezident ECB),  
Lucas D. Papademos  
(viceprezident ECB)



**Jean-Claude Trichet**  
prezident ECB  
**Lucas D. Papademos**  
viceprezident ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi** (od 1. června 2005)  
člen Výkonné rady ECB  
**José Manuel González-Páramo**  
člen Výkonné rady ECB

**Otmar Issing**  
člen Výkonné rady ECB  
**Tommaso Padoa-Schioppa**  
(do 31. května 2005)  
člen Výkonné rady ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerellová**  
členka Výkonné rady ECB



**Výkonná rada**

Horní řada, zleva: Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

Spodní řada, zleva: Gertrude Tumpel-Gugerellová, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

<sup>1</sup> Včetně funkce ochrany dat.

<sup>2</sup> Odpovídá přímo Výkonné radě.

## 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, které ECB musí nadále plnit vzhledem k tomu, že ne všechny členské státy zavedly euro. V roce 2005 se Generální rada sešla čtyřikrát. Generální rada v březnu 2005 rozhodla, že guvernéri centrálních bank Bulharska a

Rumunska budou od data podpisu Smlouvy o přistoupení přizváni k účasti na zasedání Generální rady jako pozorovatelé. Toto rozhodnutí bylo přijato v souladu s přístupem uplatňovaným v roce 2003 vůči centrálním bankám tehdy deseti přístupujících zemí (ACCB) s cílem prohloubit spolupráci s ACCB při přípravě na jejich vstup do ESCB. Dne 16. června 2005 se guvernéri bulharské a rumunské centrální banky účastnili poprvé zasedání Generální rady jako pozorovatelé.

### Zadní řada (zleva):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

### Prostřední řada (zleva):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

### Přední řada (zleva):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersenová, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden



**Jean-Claude Trichet** prezident ECB  
**Lucas D. Papademos** viceprezident ECB  
**Bodil Nyboe Andersenová** (do 31. října 2005) guvernérka, Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz** prezident, Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein** (od 1. listopadu 2005) guvernér, Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello** guvernér, Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana** guvernér, Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou** guvernér, Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio** guvernér, Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario** (od 20. prosince 2005 do 15. ledna 2006) úřadující guvernér, Banca d'Italia  
**Mario Draghi** (od 16. ledna 2006) guvernér, Banca d'Italia  
**Antonio Fazio** (do 19. prosince 2005) guvernér, Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas** guvernér, Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** guvernér, Banka Slovenije  
**Lars Heikensten** (do 31. prosince 2005) guvernér, Sveriges Riksbank  
**John Hurley** guvernér, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

**Stefan Ingves** (od 1. ledna 2006) guvernér, Sveriges Riksbank  
**Zsigmond Járαι** guvernér, Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King** guvernér, Bank of England  
**Vahur Kraft** (do 6. června 2005) guvernér, Eesti Pank  
**Klaus Liebscher** guvernér, Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen** guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Andres Lipstok** (od 7. června 2005) guvernér, Eesti Pank  
**Yves Mersch** guvernér, Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer** guvernér, Banque de France  
**Guy Quaden** guvernér, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** guvernér, Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas** předseda Rady, Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** guvernér, Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma** guvernér, Česká národní banka  
**Axel A. Weber** prezident, Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** prezident, De Nederlandsche Bank

Pozn.: Mervyn King a Ivan Šramko se nemohli zúčastnit zasedání, na němž byl snímek pořízen.

## 1.5 VÝBORY EUROSYSTÉMU/ESCB, ROZPOČTOVÝ VÝBOR A VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE

VÝBORY EUROSYSTÉMU/ESCB, ROZPOČTOVÝ VÝBOR, VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE A JEJICH PŘEDSEDOVÉ	
Výbor pro účetnictví a měnový příjem (AMICO) Ian Ingram	Výbor pro mezinárodní vztahy (IRC) Henk Brouwer
Výbor pro bankovní dohled (BSC) Edgar Meister	Výbor pro právní záležitosti (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Výbor pro bankovky (BANCO) Antti Heinonen	Výbor pro operace na trhu (MOC) Francesco Papadia
Výbor pro komunikaci Eurosystemu/ESCB (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirierová	Výbor pro měnovou politiku (MPC) Wolfgang Schill
Výbor pro informační technologii (ITC) Hans-Gert Penzel	Výbor pro platební styk a zúčtování (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Výbor vnitřních auditorů (IAC) Klaus Gressenbauer	Výbor pro statistiku (STC) Steven Keuning
Rozpočtový výbor (BUCOM) Liam Barron	Výbor pro lidské zdroje (HRC) Koenraad De Geest

Výbory Eurosystemu/ESCB nadále pomáhaly rozhodovacím orgánům ECB při plnění jejich úkolů. Na žádost Rady guvernérů a Výkonné rady tyto výbory poskytovaly expertizy v oblastech svých kompetencí a napomáhaly tak rozhodovacímu procesu. Členství ve výborech se obvykle omezuje na zaměstnance centrálních bank Eurosystemu. Pokud se však projednává problematika spadající do kompetence Generální rady, účastní se zasedání výborů i národní centrální banky členských států, které dosud nezavedly euro. Někdy mohou být přizvány i další kompetentní orgány, např. národní orgány bankovního dohledu v případě Výboru pro bankovní dohled. Od podpisu Smlouvy o přistoupení v dubnu 2005 a v souladu s rozhodnutím o přizvání guvernérů ACCB k účasti na zasedání Generální rady byli na zasedání výborů ESCB pozváni jako

pozorovatelé experti z centrálních bank Bulharska a Rumunska, kdykoli otázky projednávány ve výborech spadaly do kompetencí Generální rady. V současné době existuje 12 výborů Eurosystemu/ESCB; všechny byly ustaveny na základě článku 9 jednacího řádu ECB.

Rozpočtový výbor, který byl ustaven podle článku 15 jednacího řádu ECB, pomáhá Radě guvernérů v záležitostech týkajících se rozpočtu ECB.

V listopadu 2005 Rada guvernérů ustavila podle článku 9a jednacího řádu Výbor pro lidské zdroje a formalizovala tak dlouholetou spolupráci mezi personálními řediteli centrálních bank EU (viz část 2 této kapitoly).



## 1.6 ZPŮSOB ŘÍZENÍ

Vedle rozhodovacích orgánů je v řídicí struktuře ECB zastoupena celá řada vnějších a vnitřních kontrolních mechanismů, jakož i pravidel týkajících se přístupu veřejnosti k dokumentům ECB.

### VNĚJŠÍ KONTROLNÍ MECHANISMY

Statut ESCB stanoví dva vnější kontrolní mechanismy, a to externího auditora<sup>2</sup>, jehož úkolem je ověřit roční účetní závěrku ECB (článek 27.1 statutu ESCB), a Evropský účetní dvůr, který prověřuje efektivitu řízení ECB (článek 27.2). Výroční zpráva Evropského účetního dvora společně s odpovědí ECB je zveřejňována na internetových stránkách ECB a v Úředním věstníku Evropské unie.

V srpnu roku 2002 Rada guvernérů rozhodla, že by v zájmu posílení jistoty ohledně nezávislosti externího auditora ECB měla být aplikována zásada rotace auditorských firem. Toto rozhodnutí bylo realizováno jako součást postupu pro jmenování externího auditora ECB.

### VNITŘNÍ ŘÍDICÍ A KONTROLNÍ SYSTÉM

Struktura vnitřní kontroly ECB vychází ze zásady funkčního uspořádání. Každá organizační jednotka (sekce, odbor, ředitelství a generální ředitelství) odpovídá za svou vlastní vnitřní kontrolu a efektivitu. Za tímto účelem zavádějí odborné útvary v rámci své působnosti soubor provozních kontrolních postupů a určují přijatelnou míru rizika. Soubor pravidel a postupů známý jako čínská zeď byl zaveden, aby nedocházelo k přenosu informací z útvarů odpovědných za měnovou politiku na útvary odpovědné za řízení devizových rezerv ECB a za portfolia související s vlastním jměním. Vedle těchto kontrolních mechanismů, které využívá každý organizační útvar, různé odbory v rámci generálního ředitelství pro lidské zdroje, rozpočet a organizaci monitorují proces kontroly a připravují návrhy na zlepšení efektivity identifikace, hodnocení a omezování rizik v ECB jako celku.

Nezávisle na struktuře kontrolního mechanismu a sledování rizika v ECB je prováděn audit ředitelství pro vnitřní audit v působnosti Výkonné rady. V souladu s mandátem definovaných v Chartě auditu<sup>3</sup> ECB vnitřní auditoři ECB provádějí ad hoc hodnocení přiměřenosti a efektivnosti systému vnitřní kontroly ECB, jakož i výkonu ECB při plnění jejích úkolů. Vnitřní auditoři ECB se přitom řídí Mezinárodními standardy pro profesní praxi vnitřní kontroly, které vypracoval Institut interních auditorů.

Výbor vnitřních auditorů (výbor Eurosystému/ESCB), který se skládá z vedoucích interního auditu v ECB a NCB, odpovídá za koordinaci pokrytí společných projektů a operačních systémů Eurosystému a ESCB auditem.

V ECB existují dva 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 fungování.<sup>4</sup> Poskytuje členům Rady guvernérů a jejich náhradníkům odborné vedení při výkonu jejich funkcí členů rady guvernérů a stanovuje pro ně etické standardy. Rada guvernérů rovněž jmenovala poradce, který má poskytovat jejím členům odborné vedení pokud jde o některé aspekty profesního chování. Druhým kodexem je Kodex chování ECB, který stanovuje obecné zásady a normy pro zaměstnance ECB a členy Výkonné rady, od nichž se očekává, že budou při plnění svých povinností dodržovat vysokou úroveň profesní etiky.<sup>5</sup> V souladu s pravidly Kodexu chování týkajícími se obchodování zasvěcených osob nesmějí zaměstnanci ECB a členové Výkonné rady využívat vnitřních

2 Na základě výběrového řízení v roce 2002 byla externím auditorem ECB jmenována společnost KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft s pětiletým mandátem na finanční roky 2003 až 2007.

3 V zájmu zvýšení transparentnosti kontrolních mechanismů je tato Charta uveřejněna na internetových stránkách ECB.

4 Viz Kodex chování pro členy Rady guvernérů, Úř. věst. C 123, 24.5. 2002, str. 9 a internetové stránky ECB.

5 Viz Kodex chování Evropské centrální banky souladu s článkem 11.3 jednacího řádu Evropské centrální banky, Úř. věst. C 76, 8.3. 2001, str. 12 a internetové stránky ECB.

informací při provádění finančních informací na vlastní riziko, na vlastní účet či na účet třetí strany.<sup>6</sup> Jednotný výklad těchto pravidel zajišťuje poradce pro záležitosti etiky jmenovaný Výkonnou radou.

### **OPATŘENÍ PROTI PODVODNÉMU JEDNÁNÍ**

V roce 1999 Evropský parlament a Rada EU schválily nařízení<sup>7</sup> s cílem posílit boj proti podvodnému jednání, korupci a dalším protiprávním činnostem, které poškozují finanční zájmy Společenství. Nařízení mimo jiné upravuje vnitřní šetření úřadem OLAF při podezření z podvodného jednání v institucích, orgánech, úřadech a agenturách Společenství.

Nařízení o OLAF předpokládá, že všechny výše uvedené instituce přijmou taková rozhodnutí, aby OLAF mohl provádět šetření uvnitř každé z nich. V červnu 2004 schválila Rada guvernérů rozhodnutí<sup>8</sup> 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 ECB<sup>9</sup>, přijaté v březnu 2004, je v souladu s cíli a normami jiných institucí a orgánů Společenství v oblasti přístupu veřejnosti k jejich dokumentům. Zvyšuje to transparentnost a zároveň zohledňuje nezávislost ECB a NCB a zajišťuje zachování služebního tajemství v některých záležitostech specifických pro plnění úkolů ECB.

V roce 2005 byl počet žádostí o přístup veřejnosti nadále omezený.

6 Viz Část 1.2 Pravidel pro zaměstnance ECB, která obsahují pravidla profesního chování a zachování služebního tajemství, Úř. věst. C 92, 16.4. 2004, str. 31 a internetové stránky ECB.

7 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, str. 1.

8 Rozhodnutí ECB/2004/11 o podmínkách vyšetřování prováděném Evropským úřadem pro boj proti podvodům v Evropské centrální bance v souvislosti s předcházením podvodům, úplatkářství a jakýmkoli jiným protiprávním činnostem poškozujícím finanční zájmy Společenství, kterým se mění pracovní řád pro zaměstnance Evropské centrální banky, Úř. věst. L 230, 30.6. 2004, str. 56. Toto rozhodnutí bylo přijato v reakci na rozsudek Evropského soudního dvora z 10. července 2003 v případě C-II/00 Komise versus Evropská centrální banka, Sb. rozh., I-7147.

9 Úř. věst. L 80, 18.3.2004, s. 42.

## 2 ORGANIZAČNÍ VÝVOJ

### 2.1 LIDSKÉ ZDROJE

#### POČET ZAMĚSTNANCŮ

Celkový počet rozpočtovaných pracovních míst pro rok 2005 činil 1 369,5 ekvivalentu plného pracovního úvazku (EPPÚ). V roce 2004 to bylo 1362,5 EPPÚ. Na konci roku 2005 počet zaměstnanců ECB se smlouvu na dobu neurčitou nebo nejméně na jeden rok činil 1360, 1351 ekvivalentu plného pracovního úvazku.<sup>10</sup> Od 15. května 2005 ECB začala přijímat žádosti o práci od občanů obou přistupujících zemí, Bulharska a Rumunska. Veškerý externí nábor na obsazení stálých pozic probíhal na základě smluv na dobu určitou na 5 let v případě manažerských a poradních pozic a smluv na dobu určitou na 3 roky v případě ostatních míst.

V roce 2005 ECB nabídla 106 krátkodobých kontraktů na necelý rok na obsazení dočasně volných míst (jako náhradu za ženy na mateřské dovolené, za rodičovské a neplacené dovolené, atd.). V roce 2004 to bylo 123 kontraktů.

Dále ECB přijala v souladu s jednou z organizačních zásad Eurosystemu, v níž se uvádí, že „vzájemná výměna zaměstnanců, know-how a zkušeností bude podporována všemi členy Eurosystemu“, 80 expertů z 25 národních centrálních bank ESCB, jakož i z Bulharské národní banky a Banca Națională a României, na krátká období od 3 do 11 měsíců. Tyto krátkodobé stáže poskytly zaměstnancům ECB a NCB velice užitečnou příležitost k vzájemné výměně zkušeností a podpořily tak týmového ducha v celém ESCB. Přispěly také k přípravě na další rozšíření EU a budoucí integraci Bulharské národní banky a Banca Națională a României do ESCB.

V roce 2005 ECB zajistila stáže pro 158 studentů a absolventů oborů ekonomie, statistika, podniková ekonomika, právo a překladatelství. Ze 158 stáží bylo 10 stáží nabídnuto v rámci Graduate Research Programme, který je zaměřen na velmi talentované studenty, zabývající se výzkumem v pokročilejší fázi svých doktorských studií.

V rámci Research Visitor Programme, který se zaměřuje na specifické výzkumné projekty na vysoké úrovni v oblasti měnové politiky, navštívilo ECB v roce 2005 19 výzkumných pracovníků (18 v roce 2004).

Program ECB pro absolventy vysokých škol a studenty magisterského a postgraduálního studia se širším vzděláním byl zahájen v roce 2005 výzvou pro zájemce. Přijetí prvních zájemců se předpokládá v roce 2006.

#### INTERNÍ MOBILITA

Interní mobilita představuje příležitost pro rozšíření znalostí zaměstnanců a je prostředkem ke zvýšení spolupráce v různých oblastech. V této souvislosti je cílem interního náboru, který klade na širší kvalifikaci větší důraz než v minulosti, ještě více usnadnit interní mobilitu zaměstnanců. Tu podporují také další iniciativy, jako je výměna zaměstnanců a dočasné interní přeložení na novou funkci za nepřítomného kolegu. V roce 2005 se více než 100 zaměstnanců přesunulo interně na jinou funkci.

#### EXTERNÍ MOBILITA

Zaměstnanci ECB byli nadále dočasně vysíláni do NCB a jiných důležitých mezinárodních a evropských institucí (např. do Evropské komise a MMF) na období 2 až 12 měsíců. Patnáct zaměstnanců se v roce 2005 účastnilo External Work Experience Scheme. ECB navíc nadále přijímala žádosti o neplacenou dovolenou po dobu až tří let od zaměstnanců, kteří chtěli pracovat v NCB nebo jiné oprávněné finanční organizaci. V roce 2005 využilo této možnosti 14 zaměstnanců.

#### POSILOVÁNÍ LIDSKÝCH ZDROJŮ

Provádění nové strategie v oblasti lidských zdrojů, zahájené v roce 2004, pokračovalo i v roce 2005. Kromě podpory mobility, včetně rotace vedoucích zaměstnanců, se tato strategie zaměřuje na rozvoj managementu ECB. Manažerské a řídicí schopnosti byly nadále posilovány prostřednictvím vzdělávání,

<sup>10</sup> Na konci roku 2004 to bylo 1314 zaměstnanců, 1309 ekvivalentu plného pracovního úvazku.

individuálního doškolování a cvičení využívajícího zpětnou vazbu z více zdrojů. Toto každoroční cvičení, které je pro všechny vedoucí zaměstnance povinné, poskytuje hodnocení ze strany příslušných pracovníků a je využito při ročním pracovním hodnocení vedoucích zaměstnanců ECB. Vzdělávací program řízení pro pokročilé (Advanced Management Training Programme) byl navíc rozšířen o témata řízení výkonu zaměstnanců a organizační změna.

Do pracovních procesů lidských zdrojů bylo navíc zahrnuto šest základních hodnot ECB, stanovených v roce 2004 (kompetence, efektivita a účinnost, integrita, týmový duch, transparentnost a odpovědnost a práce pro Evropu). Prvními kroky při převedení těchto hodnot do každodenního chování a výkonu zaměstnanců byla podpora iniciativ na jejich přenesení do konkrétních norem chování a jednání a začlenění do hodnocení výkonu pracovníků.

Trvalé osvojování a rozvoj dovedností a kompetencí je jedním z nejvýznamnějších aspektů strategie ECB v oblasti lidských zdrojů. Vzdělávání a rozvoj je principiálně společným úkolem. ECB poskytuje rozpočtové prostředky a vzdělávací rámec, vedoucí zaměstnanci stanovují vzdělávací potřeby tak, aby byla zajištěna vysoká úroveň profesních znalostí a dovedností potřebných pro vykonávání současných pozic zaměstnanců, a zaměstnanci mají primární odpovědnost za vzdělávání a rozvoj. Kromě nabídek interního vzdělávání mohou zaměstnanci a manažeři využít možnosti vzdělávat se externě a vyřešit tak individuální specifické požadavky na vzdělávání „techničtějšího“ charakteru. Mohou také využít vzdělávacích aktivit organizovaných jako společné programy ESCB nebo nabízených NCB.

V souladu s politikou sekundárního vzdělávání ECB navíc nabídla pomoc 19 zaměstnancům při zvyšování kvalifikace, čímž se zvýší jejich profesní kompetence nad rámec požadavků jejich současné pozice.



### **VÝBOR PRO LIDSKÉ ZDROJE A NAVÁZÁNÍ NA DOKUMENT ÚLOHA EUROSYSTÉMU**

S cílem další podpory spolupráce a týmového ducha mezi centrálními bankami Eurosystemu/ESCB v oblasti řízení lidských zdrojů ustanovila Rada guvernérů Výbor pro lidské zdroje (HRC) a formalizovala tak dlouholetou spolupráci mezi personálními řediteli centrálních bank EU. Aniž by tím byla dotčena výlučná kompetence NCB a ECB v oblasti lidských zdrojů, udělila Rada guvernérů HRC mandát pro výměnu zkušeností, odborných znalostí a informací o příslušných strategiích a praxi v oblasti lidských zdrojů. HRC pomůže mimo jiné stanovit možnosti společných vzdělávacích aktivit a vypracovat opatření na podporu výměny zaměstnanců. Bude také koordinovat aktivity společného zájmu v oblasti lidských zdrojů.

Dne 1. září 2005 Rada guvernérů rozhodla o řadě konkrétních opatření na podporu dokumentu Úloha Eurosystemu, uveřejněného v lednu roku 2005. HRC a výbor Eurosystemu/ESCB pro komunikaci byly následně pověřeny realizací schválených opatření. Hledání konkrétního významu tohoto dokumentu pro zaměstnance Eurosystemu v jejich každodenní práci bude průběžný proces.

### **ŘÍZENÍ DIVERZITY**

Cílem řízení diverzity je využití rozdílů mezi jednotlivými pracovníky k vytvoření produktivního a příjemného pracovního prostředí, ve kterém jsou plně využívány schopnosti pracovníků a plněny organizační cíle. Řízení diverzity je důležité pro ECB jako instituci, jejíž zaměstnanci pocházejí z 25 členských zemí EU i obou přistupujících zemí. Řízení diverzity je součástí každodenní činnosti ECB, což umožňuje poznat schopnosti jednotlivých zaměstnanců a využít je pro dosažení vysokého výkonu nezbytného pro

plnění úkolů ECB. V roce 2005 byla dále vypracována obecná politika v oblasti diverzity, rámcová politika týkající se důstojnosti na pracovišti a návrh na monitorování problematiky diverzity.

## 2.2 HODNOCENÍ EFEKTIVITY A ÚČINNOSTI ECB

Jako veřejná instituce je ECB povinna zajišťovat co nejlepší služby s co nejnižšími náklady. Kromě použití stávajících vnitřních a vnějších kontrolních mechanismů, které neustále sledují plnění tohoto závazku ze strany ECB, se ECB rozhodla přezkoumat svou efektivitu a účinnost prostřednictvím analýzy nákladů, na níž se aktivně podíleli její zaměstnanci a vedení. Analýza nákladů byla zcela nová kontrola efektivitu a účinnosti všech oblastí činnosti ECB, provedená na základě průzkumu činnosti a výstupu všech zaměstnanců a vedení ECB.

Na základě zjištění této analýzy Výkonná rada rozhodla, že se zachová podstatný počet míst, aniž by ale byli propouštěni zaměstnanci. Na několik měsíců byl v roce 2005 dočasně zastaven nábor a posuzovala se možnost převedení některých pracovníků v rámci instituce. Výkonná rada přijala řadu dalších opatření týkajících se celého spektra organizačních otázek v rámci jednotlivých oblastí činnosti ECB i plošně napříč různými oblastmi. K těmto opatřením patřilo: vytvoření centrálního úřadu pro zadávání zakázek v rámci generálního ředitelství pro vnitřní záležitosti; sloučení ředitelství pro plánování a kontrolu a ředitelství pro lidské zdroje a vytvoření nového generálního ředitelství pro lidské zdroje, rozpočet a organizaci; vyjasnění rozdělení působnosti mezi generální ředitelství pro informační systémy a jiné oblasti činnosti ECB týkající se IT aplikace; soustředění statistické činnosti do generálního ředitelství pro statistiku a prohloubení funkce řízení operačního rizika.

## 2.3 NOVÉ SÍDLO ECB

Dne 13. ledna 2005 Rada guvernérů dospěla k rozhodnutí o projektovém návrhu budoucího sídla ECB. Po pečlivém zvážení a intenzivních diskusích založených na výběrových kritériích pro tuto soutěž Rada guvernérů rozhodla ve prospěch revidovaného projektového návrhu architektů z COOP HIMMELB(L)AU, kteří vyhráli mezinárodní soutěž na urbanistické a architektonické řešení. Zároveň Rada guvernérů zahájila optimalizační fázi, v níž budou zrevidovány funkční, prostorové a technické požadavky s cílem minimalizovat náklady a zajistit optimální využití zdrojů.

Dne 15. prosince 2005 Rada guvernérů schválila optimalizovaný projektový návrh nového sídla ECB z dílny COOP HIMMELB(L)AU. Nový návrh zcela splnil požadavky ECB a odhady stavebních nákladů se pohybují pod předpokládaným stropem 500 mil. EUR. Náklady na stavbu nového sídla zahrnují stavbu, technickou infrastrukturu, terénní úpravy i určité nezbytné prvky a uživatelské požadavky, které zajistí řádné fungování ECB jako moderní centrální banky. Celkový strop pro investiční náklady zahrnuje nejen stavební náklady, ale i všechny další nákladové položky, které budou nezbytné k dokončení projektu. Mezi ně patří zejména náklady na zakoupení lokality Grossmarkthalle, její následnou přípravu a rozvoj, veškeré poplatky za plánování a jiné náklady zahrnující např. stavební povolení, vybavení a informační technologie. Tyto náklady se celkem odhadují na 350 mil. EUR, z čehož již 80 mil. EUR bylo investováno do nákupu, přípravy a rozvoje lokality a do soutěže o návrh. Celkové náklady investice, zahrnující stavební náklady a veškeré další náklady, jsou tedy odhadovány na 850 mil. EUR. Odhady nákladů byly provedeny podle metodiky používané pro tento typ projektů a jsou založeny na stálých cenách roku 2005.

Optimalizační fáze vedla k několika změnám v projektovém návrhu. Zprvce byl zaveden nový stavební prvek, který bude protínat Grossmarkthalle, spojit halu s věžemi a



představovat výrazný vstup do nového sídla ECB ze severu. Zadruhé bylo zintenzivněno využití Grossmarkthalle a zároveň byl zlepšen výhled na Grossmarkthalle z jihu. V optimalizovaném projektovém návrhu zůstaly architektonické aspekty věží a jejich funkce – poskytovat kancelářské prostory – beze změn.

se, že soutěž bude zahájena v první polovině roku 2006.

Dne 15. prosince 2005 Rada guvernérů také rozhodla o zahájení plánovací fáze, která začne v březnu 2006. Předpokládá se, že stavba začne koncem roku 2007, datum dokončení se odhaduje na konec roku 2011.

Dne 16. února 2006 Rada guvernérů schválila rámcovou koncepci pro řízení, organizaci, kontrolu a audit plánovací fáze projektu nového sídla ECB, včetně zadávání zakázek a řízení operačního rizika.

Bude též postaven památník a informační prostory připomínající roli Grossmarkthalle v deportaci židovských občanů. Byla vytvořena pracovní skupina sestávající ze zástupců města Frankfurtu, frankfurtské židovské obce a ECB, která připraví mezinárodní soutěž na návrh památníku a informačních prostor. Předpokládá

### 3 SOCIÁLNÍ DIALOG ESCB

Sociální dialog ESCB je konzultační fórum zahrnující ECB a zástupce zaměstnanců ze všech centrálních bank ESCB a evropských odborových federací. Jeho účelem je poskytování informací a výměna názorů na otázky, které mohou mít závažný dopad na zaměstnanost v národních centrálních bankách.

V roce 2005 se konala tři zasedání Sociálního dialogu ESCB. Kromě otázek týkajících se výroby a oběhu bankovek, platebních systémů (TARGET2) a finančního dohledu, což jsou témata, kterými se Sociální dialog pravidelně zabývá, se diskuse věnovaly dokumentu Úloha Eurosystemu, strategickým záměrům a organizačním principům a jejich důsledkům pro každodenní práci odborníků Eurosystemu.

Rada guvernérů vzala na vědomí přání zástupců zaměstnanců, aby se mohli účastnit diskusí o dalších důsledcích dokumentu Úloha Eurosystemu pro zaměstnance, a radila se s nimi před tím, než rozhodla o řadě počátečních zaváděcích opatření týkajících se tohoto dokumentu. Zprvce byla národním centrálním bankám eurozóny v květnu 2005 navržena decentralizovaná konzultace na místní úrovni se zástupci zaměstnanců. Zadruhé proběhla na základě této iniciativy konzultace se zástupci zaměstnanců v souvislosti se zasedáním Sociálního dialogu v červenci 2005. Na tomto zasedání učinily evropské odborové federace společné prohlášení, v němž představily svou představu dokumentu Úloha Eurosystemu, strategických záměrů a organizačních principů.

V době mezi zasedáními ECB nadále vydávala zpravodaj a informovala tak zástupce zaměstnanců o posledním vývoji ve výše uvedené oblasti. Na zasedáních v roce 2005 byly také schváleny další způsoby prohloubení Sociálního dialogu ESCB a většího zapojení zástupců zaměstnanců a odborů národních centrálních bank deseti nových členských zemí.

## 4 ROČNÍ ÚČETNÍ ZÁVĚRKA ECB



# ZPRÁVA O ČINNOSTI ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2005

## 1 HLAVNÍ ČINNOST

Činnost ECB v roce 2005 je podrobně popsána v příslušných kapitolách Výroční zprávy.

## 2 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 následně zveřejní.

## 3 REZERVA NA KRYTÍ RIZIK SOUVISEJÍCÍCH SE ZMĚNAMI DEVIZOVÉHO KURZU, ÚROKOVÉ MÍRY A CENY ZLATA

Vzhledem k tomu, že většina aktiv a pasiv ECB je pravidelně přeceňována za použití aktuálních tržních devizových kurzů a cen cenných papírů, je ziskovost ECB velmi závislá na pohybech devizového kurzu a v menší míře i na úrokovém riziku. Tato situace je dána především objemem jejích devizových rezerv, které jsou drženy v amerických dolarech, japonských jenech a ve zlatě a které jsou investovány převážně do úročených nástrojů.

Vzhledem k tomu, že ECB je do velké míry vystavena těmto rizikům, a také vzhledem k současnému objemu účtů přecenění se Rada guvernérů rozhodla vytvořit rezervu na krytí rizik souvisejících se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata. K 31. prosinci 2005 bylo do této rezervy převedeno 992 mil. EUR, což mělo za následek, že konečný čistý zisk za daný rok je nulový.

Tato rezerva na krytí rizik bude v budoucnu použita ke krytí realizovaných a nerealizovaných ztrát, a zejména oceňovacích ztrát, které nejsou zachyceny v účtech přecenění. Její výše bude každoročně upravována.

## 4 HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK

Pokud by výše zmíněná rezerva na krytí rizik souvisejících se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata nebyla vytvořena, činil by čistý zisk ECB za rok 2005 992 mil. EUR. Za rok 2004 vykázala ECB čistou ztrátu ve výši 1 636 mil. EUR.

Ztráta za rok 2004 byla způsobena především apreciací eura, které vedlo k snížení hodnoty dolarových aktiv ECB vyjádřených v eurech. Toto snížení pak bylo jako náklad uvedeno ve výkazu zisků a ztrát. Průměrná hodnota aktiv a pasiv denominovaných v amerických dolarech a vedených v účetnictví ECB byla také upravena pomocí kurzu platného na konci roku.

Oslabení eura vůči americkému dolaru a zlatu v roce 2005 mělo za následek výrazný nárůst na příslušných rozvahových přeceňovacích účtech, který se však souběžně nepromítl do výkazu zisků a ztrát. Harmonizované účetní postupy ECB a Eurosystemu, které jsou popsány v komentáři k roční účetní závěrce, jsou založeny především na zásadě obezřetnosti. Zejména se snaží zajistit, aby nerealizované zisky z přecenění aktiv a pasiv nebyly vykazovány jako výnosy a nebyly tedy určeny k rozdělení jako zisk. Naopak nerealizované ztráty z přecenění jsou na konci roku převáděny na účet zisků a ztrát.

Čistý úrokový výnos v roce 2005 vzrostl zejména v důsledku toho, že po období historicky nízkých domácích i zahraničních úrokových sazeb u amerických dolarů v roce 2004 došlo v roce 2005 k jejich zvýšení. Čistý úrokový výnos obsahuje 868 mil. EUR příjmů z podílu ECB na eurobankovkách v oběhu.

Celkové správní náklady ECB včetně odpisů poklesly o 7 %, z 374 mil. EUR v roce 2004 na 348 mil. EUR v roce 2005.

Pokles nákladů na zaměstnance byl způsoben zejména změnou účtování čistých zisků/ztrát vypočtených pojistným znalcem u penzijního plánu ECB a ostatních požitků po skončení

pracovního poměru. Důchodové náklady byly v roce 2004 podstatně vyšší v důsledku vykázání čisté ztráty ve výši 23,7 mil. EUR, kterou stanovil pojistný matematik a která byla vykázána v plné výši za rok, ve kterém k ní došlo. Od roku 2005 se čisté zisky a ztráty stanovené pojistným znalcem, které přesahují určitý limit, amortizují po předpokládanou zbývající dobu před odchodem zúčastněných zaměstnanců do důchodu.

Pokles nákladů na zaměstnance byl však částečně vykompenzován tím, jak se do celkových mzdových nákladů promítlo zvýšení počtu zaměstnanců.

Ostatní správní náklady také poklesly, zejména v důsledku snížení odměn konzultantů a nižších plateb za odborné práce.

Funkční požitky členů Výkonné rady dosáhly v roce 2005 celkové výše 2,1 mil. EUR (2004: 2,1 mil. EUR).

## 5 INVESTIČNÍ ČINNOST A ŘÍZENÍ RIZIK

Portfolio devizových rezerv ECB se skládá z devizových rezerv, které národní centrální banky Eurosystemu převedly na ECB podle ustanovení článku 30 Statutu ESCB, 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, všeobecného rezervního fondu a minulých výnosů v tomto portfoliu. Jeho účelem je vytvářet pro ECB rezervní fondy k pokrytí případných ztrát.

Investiční činnost ECB a řízení souvisejících rizik jsou podrobněji popsány v kapitole 2.

## 6 ORGANIZACE A ZPŮSOB ŘÍZENÍ ECB

Informace o organizaci a způsobu řízení ECB jsou uvedeny v kapitole 7.

## 7 ZAMĚSTNANCI

Průměrný počet zaměstnanců ECB vzrostl z 1261 v roce 2004 na 1331 v roce 2005. Podrobnější informace jsou společně se strategií ECB v oblasti lidských zdrojů uvedeny v komentáři k výkazu zisků a ztrát a v kapitole 7, části 2.

## ROZVAHA K 31. PROSINCI 2005

AKTIVA	ČÍSLO KOMENT.	2005 €	2004 €
<b>Zlato a pohledávky ve zlatě</b>	<b>1</b>	<b>10 064 527 857</b>	<b>7 928 308 842</b>
<b>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>2</b>		
Pohledávky vůči Mezinárodnímu měnovému fondu		170 162 349	163 794 845
Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva		31 062 557 242	26 938 993 980
		<b>31 232 719 591</b>	<b>27 102 788 825</b>
<b>Pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>2</b>	<b>2 908 815 389</b>	<b>2 552 016 565</b>
<b>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>3</b>		
Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky		13 416 711	87 660 507
<b>Ostatní pohledávky vůči úvěrovým institucím eurozóny v eurech</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Pohledávky uvnitř Euro systému</b>	<b>5</b>		
Pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Euro systému		45 216 783 810	40 100 852 165
Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)		5 147 038 409	3 410 918 324
		<b>50 363 822 219</b>	<b>43 511 770 489</b>
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>6</b>		
Hmotná stálá aktiva		175 237 902	187 318 304
Ostatní finanční aktiva		6 888 490 580	6 308 075 905
Položky časového rozlišení		1 091 945 157	770 894 480
Ostatní		4 397 807	6 933 022
		<b>8 160 071 446</b>	<b>7 273 221 711</b>
<b>Ztráta za rok</b>		<b>0</b>	<b>1 636 028 702</b>
<b>Aktiva celkem</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

PASIVA	ČÍSLO KOMENT.	2005 €	2004 €
<b>Bankovky v oběhu</b>	<b>7</b>	<b>45 216 783 810</b>	<b>40 100 852 165</b>
<b>Závazky k jiným rezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>8</b>	<b>1 050 000 000</b>	<b>1 050 000 000</b>
<b>Závazky k nerezidentům eurozóny v eurech</b>	<b>9</b>	<b>649 304 896</b>	<b>137 462 706</b>
<b>Závazky k rezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>4 967 080</b>
<b>Závazky k nerezidentům eurozóny v cizí měně</b>	<b>10</b>		
Vklady, zůstatky a jiné závazky		<b>855 933 000</b>	<b>1 254 905 957</b>
<b>Závazky uvnitř Euro systému</b>	<b>11</b>		
Závazky z převodu devizových rezerv		<b>39 782 265 622</b>	<b>39 782 265 622</b>
<b>Ostatní závazky</b>	<b>12</b>		
Položky časového rozlišení		1 331 685 870	1 136 708 542
Ostatní		632 012 224	265 799 279
		<b>1 963 698 094</b>	<b>1 402 507 821</b>
<b>Rezervy</b>	<b>13</b>	<b>1 027 507 143</b>	<b>52 396 126</b>
<b>Účet přecenění</b>	<b>14</b>	<b>8 108 628 098</b>	<b>1 921 117 190</b>
<b>Kapitál a rezervní fondy</b>	<b>15</b>		
Kapitál		4 089 277 550	4 089 277 550
Rezervní fondy		0	296 068 424
		<b>4 089 277 550</b>	<b>4 385 345 974</b>
<b>Pasiva celkem</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

## VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT K 31. PROSINCI 2005

	ČÍSLO KOMENT.	2005 €	2004 €
Úrokové výnosy z devizových rezerv		889 408 789	422 418 698
Úrokové výnosy z rozdělení bankovek v rámci Eurosystemu		868 451 848	733 134 472
Ostatní úrokové výnosy		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Úrokový výnos</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Úročení pohledávek NCB z převedených devizových rezerv		(710 160 404)	(693 060 433)
Ostatní úrokové výdaje		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Úrokové výdaje</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
<b>Čistý úrokový výnos</b>	<b>18</b>	<b>1 269 628 945</b>	<b>689 773 910</b>
Realizované zisky nebo ztráty z finančních operací	<b>19</b>	149 369 135	136 045 810
Snížení hodnoty finančních aktiv a pozic	<b>20</b>	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Převod do/z rezerv pro měnová a cenová rizika		(992 043 443)	0
<b>Čistý výsledek finančních operací, snížení hodnoty a rezerv ke krytí rizik</b>		<b>(940 168 389)</b>	<b>(1 957 239 299)</b>
<b>Čistý výnos z poplatků a provizí</b>	<b>21</b>	<b>(182 373)</b>	<b>(261 517)</b>
<b>Ostatní výnosy</b>	<b>22</b>	<b>18 281 961</b>	<b>5 956 577</b>
<b>Čisté výnosy celkem</b>		<b>347 560 144</b>	<b>(1 261 770 329)</b>
Osobní náklady	<b>23</b>	(153 048 314)	(161 192 939)
Správní náklady	<b>24</b>	(158 457 219)	(176 287 651)
Odpisy stálých hmotných aktiv		(31 888 637)	(33 655 824)
Náklady na bankovky	<b>25</b>	(4 165 974)	(3 121 959)
<b>Zisk/(ztráta) za rok</b>		<b>0</b>	<b>(1 636 028 702)</b>

Frankfurt nad Mohanem 7. března 2006

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

Jean-Claude Trichet  
prezident

# ÚČETNÍ POSTUPY<sup>1</sup>

## 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 postupy<sup>2</sup>, 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.

## 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.

## ZLATO, AKTIVA A PASIVA V CIZÍ MĚNĚ

Aktiva a pasiva v cizí měně jsou převáděna na euro v kurzu převládajícímu v rozvahový den. Výnosy a náklady jsou přepočteny za použití směnného kurzu převládajícího v době transakce. Přecenění devizových aktiv a pasiv probíhá pro každou měnu zvlášť a provádí se u rozvahových i podrozvahových nástrojů.

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 převládající na konci roku. U zlata se nerozlišuje mezi cenovými a kurzovými rozdíly z přecenění, ale zaúčtovává se celkový rozdíl z přecenění zlata založený na ceně unce ryzího zlata v eurech odvozené pro rok končící 31. prosince 2005 ze směnného kurzu eura k americkému dolaru k 30. prosinci 2005.

## CENNÉ PAPIRY

Veškeré obchodovatelné cenné papíry a podobná aktiva jsou oceňovány zvlášť pro každý cenný papír za použití střední tržní ceny převažující k rozvahovému dni. Pro rok končící dnem 31. prosince 2005 byly použity střední tržní ceny k 30. prosinci 2005. Neobchodovatelné cenné papíry jsou oceňovány za pořizovací ceny.

## ZACHYCOVÁNÍ VÝNOSŮ

Výnosy a náklady se zachycují v období, kdy vznikly. Realizované zisky a ztráty z prodeje deviz, zlata a cenných papírů se zachycují na 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 zachycené 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 bude průměrná pořizovací cena této položky snížena na směnný kurz, resp. tržní cenu na konci roku.

Prémie nebo diskonty při nákupu nebo emisi cenných papírů se počítají a zachycují jako součást úrokového výnosu a odepisují se během zbývajících životností těchto aktiv.

## REVERZNÍ TRANSAKCE

Reverzní transakce jsou obchody, při nichž ECB nakupuje nebo prodává aktiva na základě

1 Podrobné účetní postupy ECB jsou stanoveny v novelizovaném znění Rozhodnutí Rady guvernérů ECB ze dne 5. prosince 2002 (ECB/2002/11), Úř. věst. L 58, 3.3.2003, s. 38–59.

2 Tyto postupy odpovídají ustanovením článku 26.4 Statutu ESCB, která vyžadují harmonizovaný přístup k pravidlům pro účtování a vykazování operací Eurosystemu.

dohody o zpětném odkupu nebo provádí úvěrové operace proti poskytnutému kolaterálu.

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 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 poskytnut kolaterál ve formě hotovosti po celou dobu trvání těchto operací. V roce 2005 nepřijala ECB na celou dobu trvání operací žádný kolaterál 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. Pozice nesplacených úrokových futures se zachycují v podrozvahových účtech. Denní změny ve variační marži se zachycují na výkazu zisků a ztrát.

#### **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 EUROSISTÉMU**

Transakce uvnitř ESCB jsou přeshraniční transakce mezi dvěma centrálními bankami zemí EU. Tyto transakce se zpracovávají převážně v systému TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – a jsou vykazovány jako dvoustranné zůstatky na účtech mezi centrálními bankami zemí EU, které jsou připojeny k systému TARGET. 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 Eurosystemu a jsou zachyceny v rozvaze ECB jako jedna čistá aktivní nebo pasivní pozice.

Zůstatky uvnitř Eurosystemu z umístění eurobankovek uvnitř Eurosystemu jsou vykazovány jako čisté aktivum pod položkou „pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Eurosystemu“ (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

Zůstatky uvnitř ESCB vedené u ECB, které přísluší některým národním centrálním bankám zemí mimo eurozónu (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank a Bank of England), 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 ekonomické životnosti, a to takto:

Počítačové a související technické nebo programové vybavení a motorová vozidla	4 roky
Zařízení, vybavení a vestavěné části	10 let
Budovy a aktivované náklady na jejich úpravy	25 let
Stálá aktiva s 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. S platností od 1. ledna 2005 ECB své účetní postupy změnila. Vliv této změny na finanční výkazy je popsán níže.

#### **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 budoucích peněžních toků vypočtená za použití úrokové sazby na velmi kvalitní podnikové dluhopisy, které jsou denominovány v eurech a mají obdobné lhůty splatnosti jako související penzijní závazky.

Zisky nebo ztráty vypočtené pojistnými znalci mohou vznikat při úpravách na základě zkušeností (když se skutečné výsledky liší od dřívějších předpokladů založených na výpočtech pojistných matematiků) a při změnách předpokladů pro pojistné výpočty.

Do roku 2005 zveřejňovala ECB dávkově definovaný závazek a tržní hodnotu aktiv v penzijním plánu odděleně (hrubé vykazování). Všechny zisky/ztráty vypočtené pojistným znalcem byly navíc zahrnovány ve výkazu zisků a ztrát za rok, ve kterém k nim došlo. Proto byly srovnávací údaje za rok 2004 překlasiřovány, aby odrážely nové účetní postupy. Vzhledem k tomu, že veřkeré zisky/ztráty na základě výpočtů pojistných znalců byly dříve celé vykazovány za daný rok, kdy k nim došlo, není v tomto ohledu třeba provádět ve výkazu zisků a ztrát žádné další úpravy za předchozí rok.

#### **Výkaz zisků a ztrát**

Čistá částka, která se nyní zaznamenává na výkazu zisků a ztrát, obsahuje:

- náklady na běžný provoz spojené s dávkami v daném roce
- úrok z dávkově definovaných závazků vypočtený pomocí diskontní sazby
- očekávaný výnos aktiv v penzijním plánu
- jakékoliv zisky/ztráty vypočtené pojistným 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 částky z těchto částek: (a) 10 % stávající hodnoty dávkově definovaného závazku a (b) 10 % z tržní hodnoty aktiv v penzijním plánu, se amortizují po dobu průměrné očekávané zbývající doby před odchodem do důchodu u účastnících 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 popsáném 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 12 národních centrálních bank států eurozóny, které společně tvoří Eurosystem.<sup>3</sup> Celková hodnota eurobankovek v oběhu je rozdělována mezi centrální banky Eurosystemu vždy v poslední pracovní den v měsíci podle klíče pro přidělování bankovek.<sup>4</sup>

ECB je přidělen podíl o objemu 8 % celkové hodnoty eurobankovek v oběhu, který je vykazován v rozvaze pod položkou „bankovky v oběhu“. Podíl ECB na celkové emisi eurobankovek je kryt pohledávkami vůči národním centrálním bankám. Tyto pohledávky, které jsou úročeny<sup>5</sup>, jsou vykazovány v podpoložce „pohledávky uvnitř Eurosystemu: pohledávky z rozdělení eurobankovek v rámci Eurosystemu“ (viz „zůstatky uvnitř ESCB/zůstatky uvnitř Eurosystemu“ v komentáři k účetním postupům). Úrokový výnos z těchto pohledávek je zahrnut do položky „čistý úrokový výnos“. Rada guvernérů v roce 2002 rozhodla, že tento výnos bude národním centrálním bankám rozdělován samostatně ve formě prozatímního přerozdělení vždy po skončení čtvrtletí.<sup>6</sup> Je přerozdělen v plném rozsahu, není-li čistý zisk ECB za daný rok menší než její výnos z eurobankovek v oběhu, a to i po rozhodnutí Rady guvernérů

o odvodu do rezerv na krytí rizik souvisejících se změnami devizových kurzů, úrokových sazeb a cen zlata, a nerozhodne-li Rada guvernérů snížit tento výnos 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.

3 Rozhodnutí ECB ze dne 6. prosince 2001 o vydávání eurobankovek (ECB/2001/15), Úř. věst. L 337, 20.12.2001, s. 52–54, v platném znění.

4 „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.

5 Rozhodnutí ECB ze dne 6. prosince 2001 o přerozdělování měnových příjmů národních centrálních bank zúčastněných členských států od účetního roku 2002 (ECB/2001/16), Úř. věst. L 337, 20.12.2001, s. 55–61, v platném znění.

6 Rozhodnutí ECB ze dne 21. listopadu 2002 o přerozdělování příjmů Evropské centrální banky z eurobankovek v oběhu mezi národní centrální banky zúčastněných členských států (ECB/2002/9), Úř. věst. L 323, 28.11.2002, s. 49–50. Toto rozhodnutí bylo zrušeno rozhodnutím ECB/2005/11, Úř. věst. L 311, 26.11.2005, s. 41, které nabylo účinnosti 18. listopadu 2005. Od roku 2006 bude k tomuto přerozdělování docházet pouze na konci roku.

# KOMENTÁŘ K ROZVAZE

## 1 ZLATO A POHLEDÁVKY VE ZLATĚ

K 31. prosinci 2005 držela ECB 23,1 milionů uncí ryzího zlata (24,7 mil. uncí v roce 2004). K poklesu došlo z důvodu prodejů zlata v souladu s Dohodou centrálních bank o zlatě z 27. září 2004, jíž je ECB signatářem. Ve srovnání s koncem roku 2004 vzrostla celková hodnota tohoto objemu, a to v důsledku výrazného růstu cen zlata během roku 2005 (viz „zlato a 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 (v angl. Special Drawing Rights – SDR) k 31. prosinci 2005 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 s SDR nakládá jako s cizí měnou (viz „zlato a aktiva a pasiva v cizí měně“ v komentáři k účetním postupům).

### *Zůstatky u bank, investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva Pohledávky vůči rezidentům eurozóny v cizí měně*

Tyto pohledávky sestávají ze zůstatků u bank, půjček v cizí měně a investic do cenných papírů v USD a JPY:

<i>Pohledávky vůči nerezidentům eurozóny</i>	2005 €	2004 €	Změna €
Běžné účty	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Vklady na peněžním trhu	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Dohody o zpětném odprodeji	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Investice do cenných papírů	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Celkem	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Pohledávky vůči rezidentům eurozóny</i>	2005 €	2004 €	Změna €
Běžné účty	25 019	26 506	(1 487)
Vklady na peněžním trhu	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Dohody o zpětném odprodeji	0	4 967 080	(4 967 080)
Celkem	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

Nárůst těchto pozic v roce 2005 je způsoben především přeceněním aktiv ECB v amerických dolarech, které bylo provedeno na konci roku (viz „zlato a aktiva a pasiva v cizí měně“ v komentáři k účetním postupům).

## 3 POHLEDÁVKY VŮČI NEREZIDENTŮM EUROZÓNY V EURECH

K 31. prosinci 2005 se tato pohledávka skládala z bankovních vkladů vedených u nerezidentů eurozóny.

## 4 OSTATNÍ POHLEDÁVKY VŮČI ÚVĚROVÝM INSTITUCÍM EUROZÓNY V EURECH

K 31. prosinci 2005 tvořil tuto pohledávku bankovní vklad vedený u jednoho rezidenta eurozóny.

## 5 POHLEDÁVKY UVNITŘ EUROSYSTÉMU

### *Pohledávky z rozdělení eurobankovek uvnitř Euro systému*

Tato položka se skládá z pohledávek ECB vůči národním centrálním bankám zemí eurozóny vyplývajících z rozdělení eurobankovek v rámci Euro systému (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

### *Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)*

V této položce se vykazují zůstatky na účtech systému TARGET, které národní centrální banky států eurozóny mají u ECB, a pohledávky z prozatímního přerozdělování příjmů ECB z eurobankovek. K 31. prosinci 2005 činily pohledávky vůči národním centrálním bankám z prozatímního přerozdělování příjmu ECB z eurobankovek 634 mil. EUR (536 mil. EUR v roce 2004). Tato částka představuje prozatímní přerozdělení tohoto příjmu národním centrálním bankám zemí eurozóny za první tři čtvrtletí roku 2005, které bylo následně odvoláno (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům a komentář č. 18 „čistý úrokový výnos“).

	2005 €	2004 €
Pohledávky vůči NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET	75 906 443 905	64 024 554 579
Závazky k NCB zemí eurozóny z platebního styku v systému TARGET	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
Pozice systému TARGET netto	4 512 566 302	2 874 695 439
Pohledávky/závazky NCB zemí eurozóny z prozatímního přerozdělování příjmu ECB z eurobankovek	634 472 107	536 222 885
Ostatní pohledávky uvnitř Euro systému (netto)	5 147 038 409	3 410 918 324

## 6 OSTATNÍ AKTIVA

### *Hmotná stálá aktiva*

Tato aktiva k 31. prosinci 2005 tvoří následující hlavní položky:

	Čistá účetní hodnota k 31. prosinci 2005 €	Čistá účetní hodnota k 31. prosinci 2004 €	Změna €
Pozemky a budovy	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
Počítačové technické a programové vybavení	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Zařízení, vybavení, vestavěné části a motorová vozidla	2 929 688	3 809 292	(879 604)
Nedokončená aktiva	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Ostatní stálá aktiva	993 626	1 207 558	(213 932)
Celkem	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

Pokles pod touto položkou je způsoben především tím, že v porovnání s rokem 2004 nebyly v roce 2005 pořizovány ve významném rozsahu pozemky a budovy ani počítačové technické nebo programové vybavení.

Nárůst v kategorii „nedokončená aktiva“ souvisí především s novým sídlem 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:

	2005 €	2004 €	Změna €
Cenné papíry v eurech	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Dohody o zpětném odprodeji v eurech	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Ostatní finanční aktiva	42 190 637	38 875 639	3 314 998
Celkem	6 888 490 580	6 308 075 905	580 414 675

(a) Cenné papíry v eurech a dohody o zpětném odprodeji v eurech představují investici vlastních zdrojů ECB (viz také komentář č. 12 „ostatní závazky“).

(b) Pod touto položkou byla na konci roku 2004 zahrnuta investiční portfolia související s penzijním plánem ECB, která dosahovala 120,2 mil. EUR. Tato aktiva byla nyní překlasičkována jako součást čistého závazku penzijního plánu pod položkou „ostatní závazky“ (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení pracovního poměru“ v komentáři k účetním postupům).

(c) V roce 2005 pořídila ECB dalších 211 kusů akcií Banky pro mezinárodní platby (BIS). Tím dosáhl celkový objem těchto akcií v držení ECB 3211 kusů, které jsou vykázány v pořizovací ceně 41,8 mil. EUR.

#### ***Položky časového rozlišení***

Tato položka v roce 2005 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).

Do této položky je zahrnut také naběhlý úrok z cenných papírů a ostatních finančních aktiv.

#### ***Ostatní***

Součástí této položky je 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 článku 40 Statutu ESCB vztahuje na ECB, se tyto daně vracejí.

## **7 BANKOVKY V OBĚHU**

Tato položka se skládá z podílu ECB na úhrnu eurobankovek v oběhu (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

## **8 ZÁVAZKY K JINÝM REZIDENTŮM EUROZÓN Y V EURECH**

Tato položka obsahuje vklady členů Euro Banking Association (EBA), které ECB používá jako kolaterál za platby EBA vypořádané prostřednictvím systému TARGET.

## **9 ZÁVAZKY K NEREZIDENTŮM EUROZÓN Y V EURECH**

Tyto závazky představují především zůstatky, které u ECB drží národní centrální banky zemí mimo eurozónu a které vznikají z transakcí zpracovávaných systémem TARGET (viz „zůstatky uvnitř ESCB/zůstatky uvnitř Euro systému“ v komentáři k účetním postupům).

## **10 ZÁVAZKY K REZIDENTŮM A NEREZIDENTŮM EUROZÓN Y V CIZÍ MĚNĚ**

Jedná se o závazky z dohod o zpětném odkupu uzavřených s rezidenty a nerezidenty eurozóny v souvislosti se správou devizových rezerv ECB:

<i>Závazky k rezidentům eurozóny</i>	2005 €	2004 €	Změna €
Dohody o zpětném odkupu	0	4 967 080	(4 967 080)

<i>Závazky k nerezidentům eurozóny</i>	2005 €	2004 €	Změna €
Dohody o zpětném odkupu	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

## 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. V roce 2004 byly v těchto závazcích provedeny dvě úpravy, které odrážejí (a) úpravu váženého podílu v klíči pro upisování základního kapitálu ECB k 1. lednu 2004 prováděnou jednu za pět let a (b) přistoupení deseti nových členských zemí 1. května 2004, které rovněž změnilo vážený podíl v klíči pro upisování základního kapitálu ECB. V důsledku obou těchto úprav došlo ke snížení závazků z 40,5 mld. EUR na 39,8 mld. EUR. K žádným dalším úpravám v roce 2005 nedošlo.

Tyto závazky jsou úročeny poslední dostupnou mezní úrokovou sazbou pro hlavní refinanční operace Eurosystemu upravenou tak, aby odrážela nulové úročení položky zlato (viz komentář č. 18 „čistý úrokový výnos“).

	Podíl v klíči pro upisování základního kapitálu %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Bank of Greece	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
<b>Celkem</b>	<b>71,4908</b>	<b>39 782 265 622</b>

## 12 OSTATNÍ PASIVA

Do této položky patří především úroky 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 (a) další položky časového rozlišení a nesplacené prodeje se zpětným odkupem o objemu 556 mil. EUR uskutečněné v souvislosti se správou vlastních zdrojů ECB (viz komentář č. 6 „ostatní aktiva“) a (b) čisté pasivum v souvislosti v penzijními závazky ECB.

### *Penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení pracovního poměru*

V souvislosti s penzijními závazky ECB (viz „penzijní plán ECB a ostatní požitky po skončení pracovního poměru“ v komentáři k účetním postupům) jsou v rozvaze zachyceny tyto částky:

	2005 mil. €	2004 mil. €
Současná hodnota závazků	223,5	178,5
Reálná hodnota aktiv plánu	(161,2)	(120,2)
Nevykázané zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	6,5	0
Pasivum vykázané v rozvaze	68,8	58,3

Součástí současně hodnoty závazků jsou nefinancované závazky související s penzemi členů Výkonné rady a rezervy na plnění pro zdravotně postižené zaměstnance v objemu 30,4 mil. EUR (23,0 mil. EUR v roce 2004).

Dále jsou uvedeny částky zachycené ve výkazu zisků a ztrát za rok 2005 a částky, které by byly zachycené v roce 2004 ohledně „nákladů současné služby“, „úroků ze závazků“ a „očekávaného výnosu z aktiv plánu“:

	2005 mil. €	2004 mil. €
Náklady současné služby	24,6	17,6
Úroky ze závazků	6,2	4,8
Očekávaný výnos z aktiv plánu	(5,2)	(4,2)
Čisté (zisky)/ztráty vykázané v roce vypočtené pojistným znalcem	0	23,7
Celkem zahrnuto do „osobních nákladů“	25,6	41,9

Změny v současné hodnotě dávkově definovaného závazku:

	2005 mil. €	2004 mil. €
Počáteční výše dávkově definovaného závazku	178,5	123,4
Náklady na službu	24,6	17,6
Úrokové náklady	6,2	4,8
Příspěvky hrazené účastníky plánu	9,3	8,4
Ostatní čisté změny v pasivech představujících příspěvky účastníků plánu	6,1	1,8
Vyplacené požitky (Zisky)/ztráty vypočtené pojistným znalcem	(2,2)	(1,0)
	1,0	23,5
Konečná výše dávkově definovaného závazku	223,5	178,5

Změny reálné hodnoty aktiv plánu:

	2005 mil. €	2004 mil. €
Počáteční reálná hodnota aktiv plánu	120,2	91,8
Očekávaný výnos	5,2	4,2
Zisky/(ztráty) vypočtené pojistným znalcem	7,5	(0,2)
Příspěvky hrazené zaměstnavatelem	14,7	14,6
Příspěvky hrazené účastníky plánu	9,3	8,4
Vyplacené požitky	(1,8)	(0,4)
Ostatní čisté změny v aktivech představujících příspěvky účastníků plánu	6,1	1,8
Konečná reálná hodnota aktiv plánu	161,2	120,2

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.

	2005 %	2004 %
Diskontní sazba	4,10	4,50
Očekávaná návratnost aktiv plánu	6,00	6,00
Budoucí růst mezd	2,00	3,75
Budoucí růst důchodů	2,00	2,25

### 13 REZERVY

Vzhledem k vysoké expozici ECB vůči rizikům souvisejícím se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata i vzhledem k současnému objemu přeceňovacích účtů ECB, považovala Rada guvernérů ECB za vhodné vůči těmto rizikům vytvořit rezervu. K 31. prosinci 2005 činila tato rezerva 992 mil. EUR, což mělo za následek, že čistý zisk za daný rok je nulový.

Tato rezerva bude použita na financování budoucích realizovaných a nerealizovaných ztrát, a zejména ztrát z ocenění, které nejsou kryty účtem přecenění. Objem této rezervy a její další nutnost budou každoročně posouzeny podle toho, jak ECB vyhodnotí svou budoucí expozici vůči rizikům souvisejícím se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata. Toto vyhodnocení vychází z obecně přijatých metod pro odhadování finančních rizik.

Součástí této položky je 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 další rezervy.

### 14 ÚČET PŘECENĚNÍ

Tento účet představuje rezervní fondy na nové ocenění z důvodu nerealizovaných zisků z aktiv a pasiv.

	2005 €	2004 €	Změna €
Zlato	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Cizí měna	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Cenné papíry	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
<b>Celkem</b>	<b>8 108 628 098</b>	<b>1 921 117 190</b>	<b>6 187 510 908</b>

Pro přecenění na konci roku byly použity tyto směnné kurzy:

Směnné kurzy	2005	2004
USD za EUR	1,1797	1,3621
JPY za EUR	138,90	139,65
EUR za SDR	1,2099	1,1396
EUR za unci ryziho zlata	434,856	321,562

## 15 KAPITÁL A REZERVNÍ FONDY

### Základní kapitál

Upsaný základní kapitál ECB činí 5,565 mld. EUR. Splacený základní kapitál dosahuje 4,089 mld. EUR. Národní centrální banky eurozóny splatily své podíly na základním kapitálu do výše 3,978 mld. EUR (v roce 2005 nedošlo k žádným změnám) takto<sup>7</sup>:

	Podíl v klíči pro upisování základního kapitálu %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Bank of Greece	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
<b>Celkem</b>	<b>71,4908</b>	<b>3 978 226 562</b>

Všech 13 národních centrálních bank zemí mimo eurozónu musí jako příspěvek na provozní náklady ECB uhradit minimální podíl jimi upsaného základního kapitálu. Tento podíl se v roce 2004 zvýšil z 5 % na 7 %. Po započtení částek přijatých od deseti nových národních centrálních bank zemí mimo eurozónu činil tento příspěvek na konci roku 2004 111 050 988 EUR. V roce 2005 nedošlo k žádným změnám. Narozdíl od národních centrálních bank zemí eurozóny nejsou národní centrální banky zemí mimo eurozónu oprávněny získat podíl na zisku ECB určenému k rozdělení ani na výnosech z rozdělování eurobankovek v rámci Eurosystemu, ale také neodpovídají za financování případné ztráty ECB.

Národní centrální banky zemí mimo eurozónu splatily tyto částky:

	Podíl v klíči pro upisování základního kapitálu %	€
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
<b>Celkem</b>	<b>28,5092</b>	<b>111 050 988</b>

<sup>7</sup> Jednotlivé částky jsou zaokrouhleny na nejbližší celé euro, a jejich součty tedy nemusí odpovídat uváděným celkovým součtům.

## PODROZVAHOVÉ NÁSTROJE

### 16 STANDARDIZOVANÝ PROGRAM ZÁPŮJČEK CENNÝCH PAPIRŮ

V rámci správy vlastních zdrojů uzavřela ECB dohodu o standardizovaném programu zápůjček cenných papírů, podle níž jmenovaný zprostředkovatel uzavírá za ECB zápůjčky cenných papírů s více protistranami, které ECB určí jako způsobilé protistrany. Nesplacené reverzní transakce v rámci této smlouvy dosahovaly k 31. prosinci 2005 objemu 0,9 mld. EUR (1 mld. EUR v roce 2004) (viz „reverzní transakce“ v komentáři k účetním postupům).

### 17 ÚROKOVÉ FUTURES

Při správě devizových rezerv ECB byly v roce 2005 používány úrokové futures v cizí měně. K 31. prosinci 2005 byly neuhrazeny tyto transakce:

Úrokové futures v cizí měně	Hodnota transakcí €
Nákup	5 021 586 677
Prodej	100 873 103



## KOMENTÁŘ K VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

### 18 ČISTÝ ÚROKOVÝ VÝNOS

#### Úrokové výnosy z devizových rezerv

Tato položka obsahuje úrokové výnosy (po odečtení úrokových výdajů) z aktiv a pasiv v cizí měně:

	2005 €	2004 €	Změna €
Úrok z běžných účtů	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Výnosy z vkladů na peněžním trhu	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Dohody o zpětném odprodeji	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Čistý výnos z cenných papírů	641 956 243	317 073 827	324 882 416
<b>Úrokový výnos z devizových rezerv celkem</b>	<b>927 258 045</b>	<b>434 431 668</b>	<b>492 826 377</b>
Úrokové výdaje na běžné účty	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Dohody o zpětném prodeji	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Ostatní úrokové výdaje (netto)	(64 964)	(32 960)	(32 004)
<b>Úrokový výnos z devizových rezerv (netto)</b>	<b>889 408 789</b>	<b>422 418 698</b>	<b>466 990 091</b>

V roce 2005 výrazně vzrostl úrokový výnos v důsledku rostoucích úrokových sazeb u aktiv vedených v USD.

#### Úrokové výnosy z rozdělení eurobankovek v rámci Euro systému

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 Euro systému. Tento výnos je rozdělen národním centrálním bankám (viz „bankovky v oběhu“ v komentáři k účetním postupům).

Na základě předpokládaného výsledku hospodaření ECB za rok 2005 Rada guvernérů v prosinci 2005 rozhodla:

(a) odvolat tři prozatímní čtvrtletní přerozdělení národním centrálním bankám, která již byla provedena během roku a která představují celkem 634 mil. EUR,

(b) pozastavit poslední čtvrtletní prozatímní přerozdělení ve výši 234 mil. EUR.

#### 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 článku 30.1 Statutu ESCB.

#### Ostatní úrokové výnosy a ostatní úrokové výdaje

Do těchto položek jsou zahrnuty úrokové výnosy ve výši 1,6 mld. EUR (1,2 mld. EUR v roce 2004) a úrokové výdaje ve výši 1,5 mld. EUR (1,1 mld. EUR v roce 2004) ze zůstatků systému TARGET a dále jsou zde zachyceny úrokové výnosy a výdaje z ostatních aktiv a pasiv v eurech.

### 19 REALIZOVANÉ ZISKY NEBO ZTRÁTY Z FINANČNÍCH OPERACÍ

V roce 2005 byly dosaženy tyto čisté realizované zisky z finančních operací:

	2005 €	2004 €	Změna €
Čisté realizované zisky z cenných papírů vyplývající ze změn cen	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Čisté realizované zisky/(ztráty) ze změn cen zlata nebo devizového kurzu	134 514 361	41 402 675	93 111 686
Realizované zisky z finančních operací	149 369 135	136 045 810	13 323 325

## 20 SNÍŽENÍ HODNOTY FINANČNÍCH AKTIV A POZIC

	2005 €	2004 €	Změna €
Nerealizované ztráty z cenných papírů vyplývající ze změn cen	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Nerealizované kurzové ztráty	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Celkem	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Tyto náklady souvisejí především se snížením hodnoty průměrných pořizovacích nákladů ECB na cenné papíry v USD podle jejich kurzu na konci roku.

## 21 ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVIZE

	2005 €	2004 €	Změna €
Výnosy z poplatků a provizí	473 432	297 964	175 468
Náklady na poplatky a provize	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Čisté náklady na poplatky a provize	(182 373)	(261 517)	79 144

Výnosy pod touto položkou pocházejí především ze sankcí vyměřených úvěrovým institucím za nedodržení povinných minimálních rezerv. Náklady souvisejí především s poplatky za běžné účty a s poplatky spojenými se sjednáváním úrokových futures v cizí měně (viz komentář č. 17, „úrokové futures“).

## 22 OSTATNÍ VÝNOSY

Různé ostatní výnosy během roku pocházely především z převodu nepoužitých rezerv na správní náklady na výkaz zisků a ztrát. Zejména po změnách v nájemních smlouvách ECB došlo ke zvýšení u této položky, a to v důsledku přehodnocení a následného snížení rezervy na

smluvní závazek ECB uvést stávající prostory do původního stavu po jejich uvolnění.

## 23 OSOBNÍ NÁKLADY

Do této položky patří mzdy, náhrady a náklady na pojištění zaměstnanců ve výši 126,9 mil. EUR (120,0 mil. EUR v roce 2004). Funkční požitky členů Výkonné rady ECB činily celkem 2,1 mil. EUR (2,1 mil. EUR v roce 2004). V roce 2005 dosáhly platby vyplácené po přechodnou dobu členům Výkonné rady v souvislosti s odchodem z funkce a penze vyplácené jejím bývalým členům nebo osobám na nich závislým celkem 0,4 mil. EUR (0,5 mil. EUR v roce 2004).

Mzdy, náhrady i funkční požitky představitelů vrcholového vedení v zásadě vychází ze systému odměňování, který je uplatňován v Evropských společenstvích, a jsou s ním srovnatelné.

Do této položky je rovněž zahrnuta částka ve výši 25,6 mil. EUR (41,9 mil. EUR v roce 2004) vykázaná v souvislosti s penzijním plánem ECB a požitky po skončení pracovního poměru (viz komentář č. 12, „ostatní pasiva“).

Snížení v položce „osobní náklady“ je způsobeno především změnou při vykazování čistých ztrát/zisků vypočtených pojistným znalcem v souvislosti s penzijním plánem ECB a ostatními požitky po skončení pracovního poměru. Náklady na penze v roce 2004 byly výrazně vyšší z důvodu vykazování 23,7 mil. EUR všech čistých ztrát vypočtených pojistným znalcem v roce, v němž vznikly. V roce 2005, kdy se uplatňuje metoda tzv. 10% koridoru, nebyly ve výkazu zisků a ztrát vykázané žádné zisky/ztráty vypočtené pojistným znalcem (viz komentář č. 12, „ostatní závazky“).

Na konci roku 2005 měla ECB 1351 zaměstnanců, z nichž 131 zastávalo vedoucí funkce. Změny v počtech zaměstnanců během roku 2005 jsou uvedeny zde:

	2005	2004
K 1. lednu	1 309	1 213
Noví zaměstnanci	82	137
Skončení prac. poměru	40	41
K 31. prosinci	1 351	1 309
Průměrný počet zaměstnanců	1 331	1 261

## 24 SPRÁVNÍ NÁKLADY

Do této položky patří veškeré ostatní běžné výdaje související s nájmem a údržbou prostor, zbožím a zařízením neinvestiční povahy, odměnami a dalšími službami a dodávkami a dále náklady na zaměstnance spojené s jejich náborem, přemístěním a vzděláváním a s jejich přestěhováním po skončení pracovního poměru.

## 25 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.

## ROZHODNUTÍ O ROZDĚLENÍ ZISKU/ZTRÁTY

*Toto rozhodnutí není součástí účetní závěrky ECB za rok 2005.*

### PŘÍJMY SOUVISEJÍCÍ S PODÍLEM ECB NA CELKOVÉM OBJEMU BANKOVEK V OBĚHU

V roce 2004 ECB na základě rozhodnutí Rady guvernérů nerozdělila příjmy ve výši 733 mil. EUR plynoucí z podílu ECB na celkovém objemu eurobankovek v oběhu. Tyto příjmy nebyly rozděleny, aby se zajistilo, že celkový rozdělený zisk za rok nepřesáhne čistý zisk za stejné období. Také příjmy za rok 2005 ve výši 868 mil. EUR zůstaly nerozděleny. Obě částky představují úplný objem příjmů ECB z jejího podílu na eurobankovkách v oběhu v daných letech.

### ROZDĚLENÍ ZISKU/ÚHRADA ZTRÁT

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,
- (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 Statutu ESCB.<sup>1</sup>

V roce 2005 byla vytvořena rezerva na krytí rizik souvisejících se změnami devizového kurzu, úrokové míry a ceny zlata, jejíž celkový objem dosahuje 992 mil. EUR. To způsobilo, že čistý zisk za dané období se snížil přesně na

nulu. Proto nedošlo k odvodu do všeobecného rezervního fondu ani k rozdělení zisku podílníkům ECB. Zároveň nebylo nutné přistoupit k vyrovnání ztráty.

Zachycení čistého zisku/ztráty ECB za roky 2004 a 2005 lze tedy shrnout takto:

	2005 €	2004 €
Čistý zisk/(ztráta) za rok	0	(1 636 028 702)
Čerpání ze všeobecného rezervního fondu	0	296 068 424
Převod ze sdružených měnových příjmů národních centrálních bank	0	1 339 960 278
Celkem	0	0

<sup>1</sup> Podle článku 32.5 Statutu ESCB se úhrnný měnový příjem národních centrálních bank rozdělí mezi národní centrální banky v poměru k jejich splaceným podílům na základním kapitálu ECB.

## Auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. 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 plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our 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 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**Tuto stranu poskytuje ECB jako překlad zprávy externího auditora ECB.  
V případě rozdílů mezi jazykovými verzemi je rozhodné anglické znění podepsané KPMG.**

## **Zpráva auditora**

Prezident a Rada guvernérů  
Evropské centrální banky

Frankfurt nad Mohanem

Provedli jsme audit přiložené rozvahy Evropské centrální banky k 31. prosinci 2005, souvisejícího výkazu zisků a ztrát za rok 2005 a komentáře. Za roční účetní závěrku odpovídá Výkonná rada Evropské centrální banky. Naši úlohou je vydat na základě auditu výrok k této účetní závěrce.

Audit jsme provedli v souladu s Mezinárodními standardy auditu. Tyto normy požadují, aby byl audit naplánován a proveden tak, aby auditor získal přiměřenou jistotu, že účetní závěrka neobsahuje významné nesprávnosti. Audit zahrnuje výběrovým způsobem provedená ověření průkaznosti částek a informací uvedených v účetní závěrce. Audit rovněž zahrnuje posouzení použitých účetních postupů a významných odhadů učiněných vedením a zhodnocení celkové prezentace účetní závěrky. Jsme přesvědčeni, že provedený audit poskytuje přiměřený podklad pro vydání výroku.

Podle našeho názoru přiložená účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz finanční situace Evropské centrální banky k 31. prosinci 2005 a výsledků jejího hospodaření za rok 2005 v souladu s účetními postupy popsány v první části komentáře.

Frankfurt nad Mohanem, 7. března 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5 KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA EUROSYSTÉMU K 31. PROSINCI 2005

(V MIL. EUR)

AKTIVA	31. PROSINCE 2005	31. PROSINCE 2004
<b>1 Zlato a pohledávky ve zlatě</b>	<b>163 881</b>	<b>125 730</b>
<b>2 Pohledávky v cizí měně za nerezidenty eurozóny</b>	<b>154 140</b>	<b>153 856</b>
2.1 Pohledávky za MMF	16 391	23 948
2.2 Zůstatky u bank a investice do cenných papírů, zahraniční půjčky a jiná zahraniční aktiva	137 749	129 908
<b>3 Pohledávky v cizí měně za rezidenty eurozóny</b>	<b>23 693</b>	<b>16 974</b>
<b>4 Pohledávky v eurech za nerezidenty eurozóny</b>	<b>9 185</b>	<b>6 849</b>
4.1 Zůstatky u bank, investice do cenných papírů a půjčky	9 185	6 849
4.2 Pohledávky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
<b>5 Úvěry v eurech úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi</b>	<b>405 966</b>	<b>345 112</b>
5.1 Hlavní refinanční operace	315 000	270 000
5.2 Dlouhodobější refinanční operace	90 017	75 000
5.3 Reverzní operace jemného doladování	0	0
5.4 Strukturální reverzní operace	0	0
5.5 Mezní záůjční facilitata	949	109
5.6 Pohledávky z vyrovnání marže	0	3
<b>6 Ostatní pohledávky v eurech za úvěrovými institucemi eurozóny</b>	<b>3 636</b>	<b>3 763</b>
<b>7 Cenné papíry rezidentů eurozóny v eurech</b>	<b>92 367</b>	<b>70 244</b>
<b>8 Pohledávky v eurech za veřejnými rozpočty</b>	<b>40 113</b>	<b>41 317</b>
<b>9 Ostatní aktiva</b>	<b>145 635</b>	<b>120 479</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>

Celkové částky (součty a mezisoučty) nemusí odpovídat součtu dílčích částek z důvodu zaokrouhlování.

PASIVA	31. PROSINCE 2005	31. PROSINCE 2004
<b>1 Bankovky v oběhu</b>	<b>565 216</b>	<b>501 256</b>
<b>2 Závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny související s měnověpolitickými operacemi</b>	<b>155 535</b>	<b>138 735</b>
2.1 Běžné účty (systém povinných minimálních rezerv)	155 283	138 624
2.2 Vkladová facilitata	252	106
2.3 Termínované vklady	0	0
2.4 Reverzní operace jemného doladování	0	0
2.5 Závazky z vyrovnání marže	0	5
<b>3 Ostatní závazky v eurech vůči úvěrovým institucím eurozóny</b>	<b>207</b>	<b>126</b>
<b>4 Emitované dluhopisy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Závazky v eurech vůči ostatním rezidentům eurozóny</b>	<b>41 762</b>	<b>42 187</b>
5.1 Závazky vůči veřejným rozpočtům	34 189	35 968
5.2 Ostatní závazky	7 573	6 219
<b>6 Závazky v eurech vůči nerezidentům eurozóny</b>	<b>13 224</b>	<b>10 912</b>
<b>7 Závazky v cizí měně vůči rezidentům eurozóny</b>	<b>366</b>	<b>247</b>
<b>8 Závazky v cizí měně vůči nerezidentům eurozóny</b>	<b>8 405</b>	<b>10 679</b>
8.1 Vklady, zůstatky a jiné závazky	8 405	10 679
8.2 Závazky z úvěrové facility v rámci ERM II	0	0
<b>9 Vyrovnávací položka zvláštních práv čerpání MMF</b>	<b>5 920</b>	<b>5 573</b>
<b>10 Ostatní závazky</b>	<b>67 325</b>	<b>51 791</b>
<b>11 Účty přecenění</b>	<b>119 094</b>	<b>64 581</b>
<b>12 Kapitál a rezervní fondy</b>	<b>61 562</b>	<b>58 237</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>





# PŘÍLOHY

## PRÁVNÍ NÁSTROJE PŘIJATÉ ECB

Následující tabulka uvádí právní nástroje, které ECB přijala v roce 2005 a na začátku roku 2006 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“ (Legal framework).

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2005/1	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 21. ledna 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2001/3 o transevropském expresním automatizovaném systému zúčtování plateb v reálném čase (TARGET)	Úř. věst. L 30, 3.2.2005, s. 21
ECB/2005/2	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 3. února 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2000/7 o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu	Úř. věst. L 111, 2.5.2005, s. 1
ECB/2005/3	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 11. února 2005 Radě Evropské unie o externím auditorovi Banco de Portugal	Úř. věst. C 50, 26.2.2005, s. 6
ECB/2005/4	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 15. února 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2003/2 o některých požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti a o postupech používaných národními centrálními bankami při vykazování statistických informací v oblasti měnové a bankovní statistiky	Úř. věst. L 109, 29.4.2005, s. 6
ECB/2005/5	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 17. února 2005 o požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti a o postupech pro výměnu statistických informací v rámci Evropského systému centrálních bank v oblasti vládní finanční statistiky	Úř. věst. L 109, 29.4.2005, s. 81
ECB/2005/6	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 11. března 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2000/1 o správě devizových rezerv Evropské centrální banky národními centrálními bankami a o právních podkladech pro operace s devizovými rezervami Evropské centrální banky	Úř. věst. L 109, 29.4.2005, s. 107
ECB/2005/7	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 7. dubna 2005 Radě Evropské unie o externím auditorovi Bank of Greece	Úř. věst. C 91, 15.4.2005, s. 4

Číslo	Název	Odkaz na Úř. věst.
ECB/2005/8	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 7. dubna 2005 Radě Evropské unie o externím auditorovi Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	Úř. věst. C 91, 15.4.2005, s. 5
ECB/2005/9	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 20. května 2005 Radě Evropské unie o externím auditorovi De Nederlandsche Bank	Úř. věst. C 151, 22.6.2005, s. 29
ECB/2005/10	Doporučení Evropské centrální banky ze dne 26. října 2005 Radě Evropské unie o externím auditorovi Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Úř. věst. C 277, 10.11.2005, s. 30
ECB/2005/11	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 17. listopadu 2005 o přerozdělování příjmu Evropské centrální banky z eurobankovek v oběhu mezi národní centrální banky zúčastněných členských států	Úř. věst. L 311, 26.11.2005, s. 41
ECB/2005/12	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 17. listopadu 2005, kterým se mění rozhodnutí ECB/2002/11 o ročních účetních uzávěrkách Evropské centrální banky	Úř. věst. L 311, 26.11.2005, s. 43
ECB/2005/13	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 17. listopadu 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2002/7 o požadavcích Evropské centrální banky týkajících se statistické zpravodajské povinnosti v oblasti čtvrtletních finančních účtů	Úř. věst. L 30, 2.2.2006, s. 1
ECB/2005/14	Rozhodnutí Evropské centrální banky ze dne 9. prosince 2005 o schválení objemu emise mincí pro rok 2006	Úř. věst. L 333, 20.12.2005, s. 55
ECB/2005/15	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 15. prosince 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2000/1 o správě devizových rezerv Evropské centrální banky národními centrálními bankami a o právních podkladech pro operace s devizovými rezervami Evropské centrální banky	Úř. věst. L 345, 28.12.2005, s. 33
ECB/2005/16	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 30. prosince 2005 o transevropském expresním automatizovaném systému zúčtování plateb v reálném čase (TARGET)	Úř. věst. L 18, 23.1.2006, s. 1
ECB/2005/17	Obecné zásady Evropské centrální banky ze dne 30. prosince 2005, kterými se mění obecné zásady ECB/2000/7 o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu	Úř. věst. L 30, 2.2.2006, s. 26

## STANOVISKA PŘIJATÁ ECB

Následující tabulka podává přehled stanovisek ECB přijatých v roce 2005 a na začátku roku 2006 podle článku 105 odst. 4 Smlouvy a článku 4 Statutu ESCB, článku 112 odst. 2 písm. b)

Smlouvy a článku 11.2 Statutu. Seznam všech stanovisek přijatých ECB od jejího ustavení je k dispozici na internetových stránkách ECB.

### (a) Stanoviska ECB vydaná na žádost členského státu<sup>1</sup>

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2005/1	Itálie	Poskytnutí úvěrových linek Banca d'Italia Libanonu
CON/2005/3	Maďarsko	Zpracování a distribuce hotovosti
CON/2005/5	Malta	Požadavky Central Bank of Malta týkající se statistické zpravodajské povinnosti úvěrových institucí
CON/2005/8	Litva	Povinnost minimálních rezerv u družstevních záložen (kredito unija)
CON/2005/9	Belgie	Pravidla týkající se obezřetnostního dohledu nad institucemi, které zajišťují vypořádání obchodů s cennými papíry, a institucemi, které se za takové považují
CON/2005/10	Maďarsko	Požadavky Magyar Nemzeti Bank týkající se statistické zpravodajské povinnosti ohledně transakčních kódů plateb
CON/2005/12	Lucembursko	Dohody o finančním zajištění
CON/2005/13	Kypr	Vykazování měsíčních rozvah měnovými finančními institucemi
CON/2005/14	Maďarsko	Povinné minimální rezervy
CON/2005/15	Dánsko	Rozdělení nákladů na provoz systému debetních karet mezi banky, spotřebitele a maloobchodníky
CON/2005/19	Maďarsko	Technické úkoly a další povinnosti související s ochranou zákonného platidla proti padělení
CON/2005/20	Lotyšsko	Změny statutu Latvijas Banka
CON/2005/21	Litva	Právní rámec pro přijetí eura

<sup>1</sup> V prosinci 2004 rozhodla Rada guvernérů, že stanoviska ECB vydaná na žádost národních orgánů budou zveřejňována ihned po přijetí a následném doručení orgánu, který žádost podal.

<sup>2</sup> Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém je Rada guvernérů schválila.

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2005/23	Rakousko	Vykazování přeshraničních služeb pro účely statistiky platební bilance a statistiky investiční pozice vůči zahraničí
CON/2005/24	Česká republika	Reorganizace dozoru nad finančním trhem a dohled nad platebními a vypořádacími systémy
CON/2005/25	Slovensko	Úprava lobbingu včetně lobbistických aktivit ve vztahu k Národní bance Slovenska
CON/2005/26	Slovensko	Úloha Národní banky Slovenska v oblasti sjednoceného dozoru nad celým finančním trhem a změny zákona o NBS
CON/2005/27	Nizozemsko	Spolupráce mezi De Nederlandsche Bank a Centraal Bureau voor de Statistiek ohledně požadavků ECB týkajících se statistické zpravodajské povinnosti
CON/2005/28	Kypr	Změny zákona, kterým se provádí směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry (směrnice o neodvolatelnosti zúčtování)
CON/2005/29	Rakousko	Poskytnutí příspěvku Rakouska (financovaného prostřednictvím Oesterreichische Nationalbank) do svěřeneckého fondu MMF pro země s nízkými příjmy, postižené přírodní katastrofou
CON/2005/30	Španělsko	Podmínky převodu zisku Banco de España do státní pokladny
CON/2005/31	Belgie	Zavedení systému přímého vykazování v oblasti statistiky platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí
CON/2005/32	Litva	Statistické zpravodajské povinnosti ukládané ze strany Lietuvos bankas v oblasti platebních nástrojů
CON/2005/34	Itálie	Změny struktury a vnitřního řízení Banca d'Italia, které vyplývají ze zákona o ochraně úspor
CON/2005/35	Kypr	Změny režimu minimálních rezerv Central Bank of Cyprus
CON/2005/36	Česká republika	Modernizace právní úpravy úpadku prostřednictvím zavedení nových způsobů řešení úpadku a posílení práv věřitelů

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2005/37	Německo	Změny zpravodajské povinnosti v oblasti přeshraničních plateb
CON/2005/38	Litva	Právo Lietuvos bankas vydávat bankovky a mince po přijetí eura a osobní nezávislost jejího guvernéra
CON/2005/39	Česká republika	Pozměňovací návrh na úplnou integraci dozoru nad finančním trhem v rámci České národní banky, která bude jediným orgánem dohledu
CON/2005/40	Francie	Provádění pravidel o převodu vlastnického práva k finančním nástrojům
CON/2005/41	Itálie	Dohled nad fungováním platebních systémů pro malé platby
CON/2005/42	Maďarsko	Materiální, technické a bezpečnostní požadavky a požadavky na zabezpečení nepřetržitého provozu pro zúčtovací transakce
CON/2005/43	Belgie	Zrušení cenných papírů na doručitele a modernizace právního rámce pro účastnické cenné papíry
CON/2005/44	Polsko	Změny devizové právní úpravy
CON/2005/45	Česká republika	Statistická zpravodajská povinnost některých finančních institucí včetně pojišťoven a penzijních fondů
CON/2005/46	Česká republika	Výměna individuálních statistických údajů mezi Českou národní bankou a Českým statistickým úřadem pro statistické účely
CON/2005/47	Slovensko	Vynětí Národní banky Slovenska z trestní odpovědnosti právnických osob
CON/2005/48	Švédsko	Náhrada nákladů, kterou Sveriges Riksbank ve formě úroků vyplácí podnikům za oddělení a úschovu hotovosti
CON/2005/49	Česká republika	Statistická zpravodajská povinnost bank a poboček zahraničních bank
CON/2005/50	Slovensko	Snížení ročních příspěvků komerčních bank do Fondu ochrany vkladů a zákaz měnového financování
CON/2005/52	Maďarsko	Statistická zpravodajská povinnost, kterou stanoví Magyar Nemzeti Bank ohledně nového druhu údajů

Číslo <sup>2</sup>	Původce	Předmět
CON/2005/54	Švédsko	Změny statutu Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slovensko	Změny v systému státní pokladny
CON/2005/57	Slovinsko	Redenominace základního kapitálu akciových společností a společností s ručením omezeným a zavedení akcií bez jmenovité hodnoty v souvislosti se zavedením eura
CON/2005/58	Itálie	Přepracovaný návrh změn struktury a vnitřního řízení Banca d'Italia, které vyplývají ze zákona o ochraně úspor
CON/2005/59	Estonsko	Změny zákona o Eesti Pank v rámci příprav na přijetí eura
CON/2005/60	Litva	Změny zákona o Lietuvos Bankas v rámci příprav na přijetí eura
CON/2005/61	Slovensko	Účetní standardy a standardy finančního vykazování, jež má Národní banka Slovenska používat



**(b) Stanoviska ECB vydaná na žádost evropské instituce<sup>3</sup>**

<b>Číslo<sup>4</sup></b>	<b>Původce</b>	<b>Předmět</b>	<b>Odkaz na Úř. věst.</b>
CON/2005/2	Rada	Předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu	Úř. věst. C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	Rada	Kapitálová přiměřenost úvěrových institucí a investičních podniků	Úř. věst. C 52, 2.3.2005, s. 37
CON/2005/6	Rada	Jmenování člena Výkonné rady ECB	Úř. věst. C 75, 24.3.2005, s. 14
CON/2005/7	Rada	Haagská úmluva týkající se cenných papírů držných zprostředkovatelem	Úř. věst. C 81, 2.4.2005, s. 10
CON/2005/11	Rada	Kvalita statistických údajů v rámci postupu při nadměrném schodku	Úř. věst. C 116, 18.5.2005, s. 11
CON/2005/16	Rada	Statistika Společenství o struktuře a činnosti zahraničních přidružených společností	Úř. věst. C 144, 14.6.2005, s. 14
CON/2005/17	Rada	Urychlení a vyjasnění postupu při nadměrném schodku s cílem zohlednit změny v provádění Paktu o stabilitě a růstu	Úř. věst. C 144, 14.6.2005, s. 16
CON/2005/18	Rada	Posílení dohledu nad stavy rozpočtů a nad hospodářskými politikami a posílení koordinace hospodářských politik s cílem zohlednit změny v provádění Paktu o stabilitě a růstu	Úř. věst. C 144, 14.6.2005, s. 17
CON/2005/22	Rada	Prodloužení programu výměny, pomoci a odborného vzdělávání za účelem ochrany eura proti padělání (program Pericles)	Úř. věst. C 161, 1.7.2005, s. 11
CON/2005/33	Komise	Společné referenční období pro harmonizovaný index spotřebitelských cen (HISC)	Úř. věst. C 254, 14.10.2005, s. 4

<sup>3</sup> Zveřejňováno také na internetových stránkách ECB.

<sup>4</sup> Stanoviska jsou číslována podle pořadí, v kterém je Rada guvernérů schválila.

Číslo <sup>4</sup>	Původce	Předmět	Odkaz na Úř. věst.
CON/2005/51	Rada	Režim zavedení eura v členských státech, které euro dosud nepřijaly	Úř. věst. C 316, 13.12.2005, s. 25
CON/2005/53	Rada	Prodloužení lhůt k provedení a uplatňování směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů	Úř. věst. C 323, 9.12.2005, s. 31
CON/2005/56	Rada	Informace o plátcích podávané v souvislosti s převody finančních prostředků	Úř. věst. C 336, 31.12.2005, s. 109



# CHRONOLOGIE MĚNOVĚPOLITICKÝCH OPATŘENÍ EUROSYSTÉMU<sup>1</sup>

## 13. LEDNA 2005

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro marginální zápůjčení a depozitní facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

## 14. LEDNA 2005

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit částku přidělenou pro každou dlouhodobější refinanční operaci, která bude provedena v roce 2005, z 25 miliard EUR na 30 miliard EUR. Tato zvýšená částka bere v úvahu vyšší poptávku po likviditě bankovního systému v eurozóně předpokládanou pro rok 2005. Eurosystem bude však nadále zajišťovat likviditu většinou prostřednictvím hlavních refinančních operací. Rada guvernérů může rozhodnout, že přidělovanou částku opět upraví na začátku roku 2006.

## 3. ÚNORA, 3. BŘEZNA, 7. DUBNA, 4. KVĚTNA, 2. ČERVNA, 7. ČERVENCE, 4. SRPNA, 1. ZÁŘÍ, 6. ŘÍJNA, 3. LISTOPADU 2005

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro marginální zápůjčení a depozitní facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

## 1. PROSINCE 2005

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 0,25 procentního bodu na 2,25 %, počínaje operací, která bude vypořádána 6. prosince 2005. Rozhodla také zvýšit úrokové sazby pro marginální zápůjčení i depozitní facilitu o 0,25 procentního bodu na 3,25 % a 1,25 %, obojí s účinností od 6. prosince 2005.

## 16. PROSINCE 2005

Rada guvernérů ECB rozhodla zvýšit částku přidělenou pro každou dlouhodobější refinanční operaci, která bude provedena v roce 2006, a to z 30 mld. EUR na 40 mld. EUR. Tato zvýšená částka bere v úvahu dva faktory. Za prvé, očekává se, že poptávka bankovního systému eurozóny po likviditě v roce 2006 nadále poroste. Za druhé, Eurosystem se rozhodl mírně zvýšit podíl potávky 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 2007.

## 12. LEDNA, 2. ÚNORA 2006

Rada guvernérů ECB rozhodla, že základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby pro marginální zápůjčení a depozitní facilitu zůstanou nezměněny na úrovni 2,25 %, 3,25 % a 1,25 %.

<sup>1</sup> Chronologie měnověpolitických opatření Eurosystemu v letech 1999 až 2004 je k dispozici na s. 176-180 Výroční zprávy ECB za rok 1999, s. 205-208 Výroční zprávy ECB za rok 2000, s. 219-220 Výroční zprávy ECB za rok 2001, s. 234-235 Výroční zprávy ECB za rok 2002 a s. 217-218 Výroční zprávy ECB za rok 2003 a na straně 217 Výroční zprávy ECB za rok 2004.



# DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU OD ROKU 2005

Tento přehled má informovat čtenáře o vybraných dokumentech publikovaných Evropskou centrální bankou od ledna 2005. Pokud jde o „Working Papers“, jsou uvedeny pouze materiály vydané od prosince 2005 do února 2006. Zájemci mohou získat tyto publikace zdarma v Tiskovém a informačním odboru. Objednávky posílejte prosím písemně na adresu uvedenou na zadní straně titulní stránky.

Úplný seznam dokumentů publikovaných Evropskou centrální bankou a Evropským měnovým institutem najdete na webových stránkách ECB (<http://www.ecb.int>).

## VÝROČNÍ ZPRÁVA

“Annual Report 2004”, April 2005.

## ČLÁNKY V MĚSÍČNÍCH BULLETINECH

“The new Basel Capital Accord: main features and implications”, January 2005.

“Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments”, January 2005.

“Bank market discipline”, February 2005.

“Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, February 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, February 2005.

“Asset price bubbles and monetary policy”, April 2005.

“Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan”, April 2005.

“The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union”, April 2005.

“Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area”, May 2005.

“Consolidation and diversification in the euro area banking sector”, May 2005.

“The evolving framework for corporate governance”, May 2005.

“The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date”, July 2005.

“The Lisbon strategy – five years on”, July 2005.

“The use of harmonised MFI interest rate statistics”, July 2005.

“The reform of the Stability and Growth Pact”, August 2005.

“The role of ‘Emerging Asia’ in the global economy”, August 2005.

“The euro banknotes: developments and future challenges”, August 2005.

“Money demand and uncertainty”, October 2005.

“Assessing the performance of financial systems”, October 2005.

“Price-setting behaviour in the euro area”, November 2005.

“Developments in corporate finance in the euro area”, November 2005.

“Economic and financial relations between the euro area and Russia”, November 2005.

“The predictability of the ECB’s monetary policy”, January 2006.

“Hedge funds: developments and policy implications”, January 2006.

“Assessing house price developments in the euro area”, February 2006.

“Fiscal policies and financial markets”, February 2006.

## STATISTICS POCKET BOOK

K dispozici každý měsíc od srpna 2003.

## ŘADA LEGAL WORKING PAPERS

- 1 “The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” by K. M. Löber, February 2006.

## ŘADA OCCASIONAL PAPERS

- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” by A. Musso and T. Westermann, January 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area” by J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel, February 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area - an overview of labour cost differentials across industries” by V. Genre, D. Momferatou and G. Mourre, February 2005.
- 25 “Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices” by G. Wolswijk and J. de Haan, March 2005.
- 26 “Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators” by L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars and J. Vesala, April 2005.
- 27 “The EU budget: how much scope for institutional reform?” by H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez and R. Ritter, April 2005.
- 28 “Regulatory reforms in selected EU network industries” by R. Martin, M. Roma and I. Vansteenkiste, April 2005.
- 29 “Wealth and asset price effects on economic activity” by F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan and A. Willman, June 2005.
- 30 “Competitiveness and the export performance of the euro area” by a task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, June 2005.
- 31 “Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council”, by M. Sturm and N. Siegfried, June 2005.
- 32 “Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors”, by an International Relations Committee Task Force, June 2005.
- 33 “Integration of securities market infrastructures in the euro area” by H. Schmiedel and A. Schönenberger, July 2005.
- 34 “Hedge funds and their implications for financial stability” by T. Garbaravicius and F. Dierick, August 2005.
- 35 “The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective” by R. Petschnigg, September 2005.
- 36 “Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route” by J. Angeloni, M. Flad and F. P. Mongelli, September 2005.
- 37 “Financing conditions in the euro area” by L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel and S. Scopel, September 2005.
- 38 “Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature” by G. Briotti, October 2005.
- 39 “Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004” by A. Annenkov and C. Madaschi, October 2005.

- 40 “What does European institutional integration tell us about trade integration?” by F. P. Mongelli, E. Dorrucchi and I. Agur, December 2005.
- 41 “Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences” by N. Leiner-Killinger, C. Madaschi and M. Ward-Warmedinger, December 2005.
- 42 “The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union” by F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher and K.G. Spitzer, December 2005.
- 43 “The accumulation of foreign reserves” by an International Relations Committee Task Force, February 2006.

#### **ŘADA WORKING PAPERS**

- 559 “When did unsystematic monetary policy have a effect on inflation?” by B. Mojon, December 2005.
- 560 “The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies” by A. Mehl and J. Reynaud, December 2005.
- 561 “Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data” by H. Stahl, December 2005.
- 562 “The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data” by F. Martins, December 2005.
- 563 “Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence” by L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen and J. Vilmunen, December 2005.
- 564 “Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb” by M. Diron and B. Mojon, December 2005.
- 565 “The timing of central bank communication” by M. Ehrmann and M. Fratzscher, December 2005.
- 566 “Real versus financial frictions to capital investment” by N. Bayraktar, P. Sakellaris and P. Vermeulen, December 2005.
- 567 “Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation” by M. Sánchez, December 2005.
- 568 “Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis” by S. Déés, F. di Mauro, H. Pesaran and V. Smith, December 2005.
- 569 “Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions” by F. González and S. Launonen, December 2005.
- 570 “Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis” by L. Rinaldi and A. Sanchis-Arellano, January 2006.
- 571 “Are emerging market currency crises predictable? A test” by T. A. Peltonen, January 2006.
- 572 “Information, habits, and consumption behavior: evidence from micro data” by M. Kuismanen and L. Pistaferri, January 2006.
- 573 “Credit chains and the propagation of financial distress” by F. Boissay, January 2006.
- 574 “Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union” by F. Buseti, L. Forni, A. Harvey and F. Venditti, January 2006.
- 575 “Growth in euro area labour quality” by G. Schwerdt and J. Turunen, January 2006.
- 576 “Debt stabilizing fiscal rules” by P. Michel, L. von Thadden and J.-P. Vidal, January 2006.
- 577 “Distortionary taxation, debt, and the price level” by A. Schabert and L. von Thadden, January 2006.



- 578 “Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography” by H. Berger, M. Ehrmann and M. Fratzscher, January 2006.
- 579 “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances” by J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano and M. Spolander, January 2006.
- 580 “Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison” by C. Kok Sørensen and T. Werner, January 2006.
- 581 “Public sector efficiency: evidence for new EU member states and emerging markets” by A. Afonso, L. Schuknecht and V. Tanzi, January 2006.
- 582 “What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?” by F. O. Bilbiie, A. Meier and G. J. Müller, January 2006.
- 583 “Back to square one: identification issues in DSGE models” by F. Canova and L. Sala, January 2006.
- 584 “A new theory of forecasting” by S. Manganelli, January 2006.
- 585 “Are specific skills an obstacle to labor market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement” by A. Lamo, J. Messina and E. Wasmer, February 2006.
- 586 “A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models” by A. Beyer and R. E. A. Farmer, February 2006.
- 587 “Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries” by U. Böwer and C. Guillemineau, February 2006.
- 588 “Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover” by M. Ehrmann, February 2006.
- 589 “Forecasting economic aggregates by disaggregates” by D. F. Hendry and K. Hubrich, February 2006.
- 590 “The pecking order of cross-border investment” by C. Daude and M. Fratzscher, February 2006.
- 591 “Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence” by A. Banerjee and J. L. Carrion-i-Silvestre, February 2006.
- 592 “Non-linear dynamics in the euro area demand for M1” by A. Calza and A. Zaghini, February 2006.
- 593 “Robustifying learnability” by R. J. Tetlow and P. von zur Muehlen, February 2006.

#### **OSTATNÍ PUBLIKACE**

- “Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, January 2005.
- “Review of the international role of the euro”, January 2005.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, January 2005.
- “Banking structures in the new EU Member States”, January 2005.
- “Progress Report on TARGET2”, February 2005.
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, February 2005.
- “Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, February 2005.
- “Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures” (Blue Book), February 2005.
- “Statistics and their use for monetary and economic policy-making”, March 2005.

“Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option”, April 2005.

“Euro money market study”, May 2005.

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties”, May 2005.

“Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004”, May 2005.

“TARGET Annual Report 2004”, May 2005.

“The New EU Member States: convergence and stability”, May 2005.

“Financial Stability Review”, June 2005.

“Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament”, June 2005.

“Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions”, June 2005.

“Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL”, June 2005.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, June 2005.

“Statistical classification of financial markets instruments”, July 2005.

“Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions”, July 2005.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures” (Blue Book), August 2005.

“Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)”, August 2005.

“Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement”, August 2005.

“ECB statistics: a brief overview”, August 2005.

“Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles”, August 2005.

“Indicators of financial integration in the euro area”, September 2005.

“EU banking structures”, October 2005.

“EU banking sector stability”, October 2005.

“Second progress report on TARGET2”, October 2005.

“Legal aspects of the European System of Central Banks”, October 2005.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods” (B.o.p. Book), November 2005.

“Large EU banks’ exposures to hedge funds”, November 2005.

“Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation”, November 2005.

“The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation”, December 2005.

“Financial Stability Review”, December 2005.

“Review of the international role of the euro”, December 2005.

“The Eurosystem, the Union and beyond”, December 2005.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, January 2006.

“Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling”, January 2006.  
“Euro money market survey 2005”, January 2006.  
“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, February 2006.  
“Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (fourth progress report)”, February 2006.

#### **INFORMAČNÍ BROŽURY**

“The current TARGET system”, August 2005.  
“TARGET 2 – innovation and transformation”, August 2005.  
“The euro area at a glance”, August 2005.

## GLOSÁŘ

*Tento glosář obsahuje vybrané termíny použité ve Výroční zprávě. Obsáhlejší a podrobnější glosář je k dispozici na internetových stránkách ECB.*

**Akcie:** cenné papíry, které představují vlastnictví podílu v podniku. Zahrnují akcie obchodované na burzách cenných papírů (kotované akcie), nekotované akcie a další formy akcií. Akcie jsou obvykle zdrojem příjmů v podobě dividend.

**Akciový trh:** trh, kde se emitují a obchodují akcie.

**Cenová stabilita:** udržování cenové stability je hlavním cílem **Eurosystému**. **Rada guvernérů** definuje cenovou stabilitu jako meziroční zvýšení **harmonizovaného indexu spotřebitelských cen** (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. Rada guvernérů dala také zřetelně najevo, že pro účely cenové stability hodlá udržet míru inflace ve střednědobém horizontu těsně pod 2 %.

**Čistá zahraniční aktiva MFI:** zahraniční aktiva sektoru **MFI eurozóny** (např. zlato, bankovky a mince jiných měn než eura, cenné papíry emitované nerezidenty eurozóny a úvěry poskytnuté nerezidentům eurozóny) minus zahraniční pasiva sektoru MFI eurozóny (např. vklady a **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).

**Depozitní facilitata: stálá facilitata Eurosystému,** kterou mohou **protistrany** využít k jednodenním vkladům u národní centrální banky za předem stanovenou úrokovou sazbu (viz také **klíčové úrokové sazby ECB**).

**Dlouhodobější refinanční operace:** pravidelná **operace na volném trhu** prováděná **Eurosystémem** v podobě **reverzních transakcí**. Tyto operace se uskutečňují každý měsíc ve formě standardního tendru a obvykle mají dobu splatnosti tři měsíce.

**Dlouhodobější finanční závazky MFI:** vklady s dohodnutou dobou splatnosti přesahující dva roky, vklady s výpovědní lhůtou přesahující tři měsíce, **dluhové cenné papíry** emitované **MFI eurozóny** s původní dobou splatnosti delší než dva roky a kapitál a rezervy sektoru MFI **eurozóny**.

**Dluhový cenný papír:** slib ze strany emitenta (tj. vypůjčovatele) splatit držiteli (půjčovatel) jednu nebo více plateb v určitý konkrétní den nebo dny v budoucnu. Obvykle mají konkrétní úrokovou sazbu (kupon) a/nebo se prodávají s diskontem do výše částky, která bude splacena v době splatnosti. Dluhové cenné papíry s původní dobou splatnosti přesahující jeden rok jsou klasifikovány jako dlouhodobé.

**Dohoda o zpětném odkupu:** dohoda, kterou se aktivum prodává, při čemž prodávající zároveň získává právo a povinnost odkoupit toto aktivum za stanovenou cenu k budoucímu dni nebo na vyzvání. Tato dohoda se podobá zajištěnému úvěru s tím rozdílem, že prodávající si neponechává vlastnictví aktiv.

**Efektivní devizové kurzy eura (EER, nominální/reálné):** vážené průměry dvoustranných devizových kurzů eura vůči měnám hlavních obchodních partnerů **eurozóny**. **Evropská centrální banka** zveřejňuje indexy nominálních EER pro euro vůči dvěma skupinám obchodních partnerů: EER-23 (zahrnující 13 členských států EU, jež nejsou součástí eurozóny, a 10 hlavních obchodních partnerů mimo EU) a EER-42 (zahrnující EER-23 a dalších 19 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, které se neúčastní třetí etapy **Hospodářské a měnové unie**.

**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, Řecka, Španělska, Francie, Irsko, Itálie, Lucemburska, Nizozemska, Rakouska, Portugalska a Finska.

**Evropská centrální banka (ECB):** ECB tvoří jádro **Eurosystému** a **Evropského systému centrálních bank (ESCB)**, které má právní subjektivitu podle článku 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 25 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).

**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. Poslední, třetí 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. Mezi jeho úkoly patří sledování hospodářské a finanční situace v členských státech a Společenství, a také rozpočtový dohled.

**Hrubý provozní přebytek:** přebytek (schodek) hodnoty produkce po odečtení nákladů na mezispotřebu, náhrad poskytnutých zaměstnancům a daní minus dotací na výrobu, ale před započtením plateb a příjmů spojených s půjčkou/pronájmem či vlastnictvím finančních a nevyroběných aktiv.

**Implikovaná volatilita:** očekávaná volatilita (tj. standardní odchylka) tempa růstu ceny určitého aktiva (např. akcie nebo dluhopisu). Lze ji vypočítat z ceny aktiva, data jeho splatnosti, realizační ceny opcí na toto aktivum či z bezrizikové výnosnosti s použitím modelu oceňování opcí, např. Black-Scholesova modelu.

**Investiční pozice vůči zahraničí:** hodnota a složení čistých finančních pohledávek (nebo finančních závazků) dané ekonomiky vůči zbytku světa.

**Kandidátské země:** země, se kterými byly zahájeny rozhovory o vstupu do EU. Rozhovory s Chorvatskem a Tureckem byly zahájeny 3. října 2005.

**Klíčové úrokové sazby ECB:** úrokové sazby stanovené Radou guvernérů, které odrážejí měnovou politiku Evropské centrální banky. Jedná se o minimální nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace, úrokovou sazbu pro marginální zápůjční facilitu a úrokovou sazbu pro depozitní facilitu.

**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.

**Marginální zápůjční facilitita: stálá facilitita Eurosystemu**, kterou mohou **protistrany** využívat k získání jednodenního úvěru od národní centrální banky za předem stanovenou úrokovou sazbu oproti způsobilým aktivům (viz také **klíčové 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 **Eurosystemu**, odvozený z aktiv vedených odděleně v souladu s pravidly stanovenými **Radou guvernérů**, a na druhé straně z oběživa a vkladových závazků vůči **úvěrovým institucím**.

**Měnový swap:** souběžná spotová operace nákupu/prodeje a forwardová operace prodeje/nákupu jedné měny proti měně druhé.

**MFI (měnové finanční instituce):** finanční instituce, které tvoří sektor emise peněz v **eurozóně**. Patří sem **Eurosystem**, **úvěrové instituce** sídlící v eurozóně (podle definice obsažené v právu Společenství) a veškeré ostatní finanční instituce, jež jsou rezidenty eurozóny a jejichž předmětem činnosti je přijímání vkladů a/nebo blízkých náhražek vkladů od subjektů jiných než MFI a poskytování úvěrů a/nebo investování do cenných papírů na vlastní účet (alespoň v ekonomickém smyslu slova). Druhá z těchto skupin se skládá především z **fondů peněžního trhu**.

**Minimální 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 z **klíčových úrokových sazeb ECB**, které odráží nastavení její měnové politiky.

**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 očekávaními.

**Opce:** finanční nástroj, který majiteli dává právo (nikoli povinnost) koupit či prodat konkrétní aktiva (např. dluhopisy nebo akcie) za předem určenou cenu (realizační cena) v předem určený den v budoucnosti (datum realizace nebo splatnosti) nebo před tímto dnem.

**Operace jemného doladění: operace na volném trhu** prováděná **Eurosystemem** zejména za účelem vypořádání se s nepředvídanými výkyvy likvidity na trhu. Četnost a splatnost operace jemného doladění není jednotná.

**Operace na volném trhu:** operace prováděná z podnětu centrální banky na finančním trhu. S ohledem na cíle, pravidelnost a postupy je možné operace **Eurosystemu** na volném trhu rozdělit do čtyř kategorií: **hlavní refinanční operace, dlouhodobější refinanční operace, operace jemného doladění** a strukturální operace. Pokud jde o použité nástroje, jsou hlavním nástrojem Eurosystemu na volném trhu **reverzní transakce**, které mohou být využity pro všechny čtyři kategorie operací. Kromě toho jsou pro potřeby strukturálních operací rovněž k dispozici vydávání dluhových cenných papírů a přímé transakce, zatímco pro provádění operací jemného doladění jsou k dispozici přímé transakce, **měnové swapy** a příjem termínovaných vkladů.

**Ostatní finanční zprostředkovatelé (OFI):** společnosti nebo kvazispolečnosti jiné než pojišťovny či penzijní fondy, které se převážně zabývají finančním zprostředkováním ve formě přijímání závazků v jiné podobě než jsou oběživo, vklady a/nebo blízké náhražky vkladů od institucí jiných než MFI, zejména ty, 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 článku 104 **Smlouvy**, upřesněné v protokolu č. 20 o postupu při nadměrném schodku, vyžaduje, aby členské státy udržovaly rozpočtovou disciplínu, definuje, kdy je rozpočtová pozice považována za nadměrný schodek, a určuje kroky, které následují po zjištění, že nebyly splněny požadavky na rozpočtové saldo nebo vládní dluh. Tato ustanovení jsou doplněna nařízením Rady (ES) č. 1467/97 ze dne 7. července 1997 o urychlení a vyjasnění implementace postupu při nadměrném schodku, které je jedním z prvků **Paktu stability a růstu**.

**Povinné minimální rezervy:** minimální výše rezerv, které jsou **úvěrové instituce** povinny udržovat u **Eurosystemu**. 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 **Eurosystemu** jsou zveřejňovány v červnu a prosinci, zatímco projekce pracovníků **Evropské centrální banky (ECB)** se publikují v březnu a září. Tvoří součást **hospodářské analýzy**, která je pilířem měnověpolitické strategie ECB, a jsou tedy jedním ze vstupů pro hodnocení rizik pro **cenovou stabilitu**, prováděného **Radou guvernérů**.

**Protistrana:** 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 včetně automatického dokončení generování, potvrzení, zúčtování a vypořádání pokynů.

**Přistupující země:** země, které podepsaly Smlouvu o přistoupení. Bulharsko a Rumunsko tak učinily 25. dubna 2005.

**Rada ECOFIN:** rada EU, která se schází ve složení ministrů hospodářství a ministrů financí.

**Rada guvernérů:** nejvyšší rozhodovací orgán **Evropské centrální banky (ECB)**. Skládá se ze všech členů **Výkonné rady** ECB a guvernérů národních centrálních bank zemí, které přijaly euro.

**Referenční hodnota pro růst M3:** roční tempo růstu M3 ve střednědobém horizontu odpovídající zachování **cenové stability**. V současnosti je referenční hodnota ročního růstu M3 4½ %.

**Referenční portfolio:** v oblasti investic se jedná o portfolio či index sestavený na základě cílů pro likviditu, riziko a výnos investic. Referenční portfolio slouží jako základna ke srovnání s výkonností skutečného portfolia.

**Reverzní transakce:** operace, kterou národní centrální banka nakupuje nebo prodává aktiva podle **dohody o zpětném odkupu** a provádí **zajištěné** úvěrové operace.

**Riziko likvidity:** riziko, že **protistrana** neuhradí plnou výši závazku v okamžiku splatnosti, ale v nespecifikovaný pozdější okamžik.

**Riziko z vypořádání:** obecný termín, označující riziko, že vypořádání v systému zúčtování plateb neproběhne podle očekávání. Toto riziko může zahrnovat **úvěrové riziko** i **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. **Eurosystem** nabízí dvě stálé jednodenní facility: **mezní záůjční facilitu** a **vkkladovou facilitu**.

**Středisko evidence cenných papírů:** subjekt, který drží a spravuje cenné papíry a umožňuje zpracování transakcí s cennými papíry zaknihováním. Cenné papíry mohou být drženy v listinné podobě (ale imobilizované) nebo v dematerializované podobě (tj. pouze jako elektronické záznamy). Kromě úschovy a správy cenných papírů může depozitář vykonávat i zúčtování a vypořádání.

**Systém vypořádání obchodů s cennými papíry:** systém, který umožňuje držení a převod cenných papírů, a to buď bezplatně, proti zaplacení (dodání proti zaplacení) nebo proti jinému aktivu (dodání proti dodání). Splňuje všechny institucionální a technické požadavky nutné k provádění vypořádání obchodů s cennými papíry a úschovy cenných papírů. Systém může pracovat jako **systém zúčtování plateb v reálném čase**, případně na bázi hrubého zúčtování či čistého zúčtování. Systém vypořádání obchodů s cennými papíry umožňuje započtení (clearing) závazků jeho účastníků.

**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 při splatnosti způsobí neschopnost jiných institucí plnit své závazky při splatnosti. Tato neschopnost může způsobit značné problémy s likviditou či úvěry a v důsledku toho ohrozit stabilitu nebo důvěru trhů.

**TARGET (Transevropský expresní automatizovaný systém zúčtování plateb v reálném čase): systém zúčtování jednotlivých plateb v reálném čase (RTGS)** pro euro. Jedná se o decentralizovaný systém skládající se z 15 národních systémů RTGS, platebního mechanismu ECB a propojovacího mechanismu.

**TARGET2:** nová generace systému TARGET, která nahrazuje současnou decentralizovanou technickou strukturu jednotnou sdílenou platformou nabízející harmonizované služby oceňované jednotným způsobem.

**Trh dluhopisů:** trh, kde se emitují a obchodují dlouhodobější **dluhové cenné papíry**.

**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 euru ve vztahu k domácnostem a nefinančním podnikům sídlícím v eurozóně.

**Ústřední protistrana:** subjekt, který vstupuje mezi **protistrany** obchodů a jedná jako kupující vůči každému prodávajícímu a jako prodávající vůči 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 právní 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.

**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.

**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 **dohody o zpětném odkupu**.

**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 1830286-6



9 771830 286001