



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

LETNO POROČILO 2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

LETNO POROČILO  
2007

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

ECB EZB EKT EKP





EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM



## LETNO POROČILO 2007

V letu 2008 bo na vseh publikacijah ECB motiv z bankoven za 10 eurov.

© Evropska centralna banka, 2008

**Naslov**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Nemčija

**Poštni naslov**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Nemčija

**Telefon:**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

**Faks:**

+49 69 1344 6000

*Vse pravice so pridržane.*

*Razmnoževanje v izobraževalne in  
nekomercialne namene je dovoljeno pod  
pogojem, da je naveden vir.*

*Fotografije:*

*Martin Joppen*

*Walter Vorjohann*

*Presečni dan za podatke v tem  
poročilu je 29. februar 2008.*

ISSN 1830-3013 (elektronska izdaja)

# KAZALO

<b>PREGOVOR</b>	<b>9</b>	3.2 Ponarejanje bankovcev in preprečevanje ponarejanja	<b>111</b>
<b>POGLAVJE I</b>		3.3 Izdajanje in proizvodnja bankovcev	<b>112</b>
<b>GOSPODARSKA GIBANJA IN DENARNA POLITIKA</b>	<b>4</b>	<b>4 STATISTIKA</b>	<b>115</b>
<b>I SKLEPI O DENARNI POLITIKI</b>	<b>18</b>	4.1 Nova oziroma izboljšana statistika euroobmočja	<b>115</b>
<b>2 DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA GIBANJA</b>	<b>24</b>	4.2 Druga statistična dogajanja	<b>116</b>
2.1 Svetovno makroekonomsko okolje	<b>24</b>	4.3 Priprava na širitev euroobmočja	<b>117</b>
2.2 Denarna in finančna gibanja	<b>28</b>	<b>5 EKONOMSKE RAZISKAVE</b>	<b>118</b>
2.3 Gibanja cen in stroškov	<b>52</b>	5.1 Prednostna raziskovalna področja	<b>118</b>
2.4 Gibanje proizvodnje in povpraševanja ter gibanja na trgu dela	<b>61</b>	5.2 Publikacije in konference	<b>119</b>
2.5 Fiskalna gibanja	<b>68</b>	<b>6 DRUGE NALOGE IN DEJAVNOSTI</b>	<b>121</b>
2.6 Gibanja deviznih tečajev in plačilne bilance	<b>76</b>	6.1 Skladnost s prepovedjo denarnega financiranja in privilegirane dostopa	<b>121</b>
<b>3 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA V DRŽAVAH ČLANICAH EU ZUNAJ EUROOBMOČJA</b>	<b>80</b>	6.2 Svetovalne funkcije	<b>121</b>
		6.3 Upravljanje operacij najemanja in dajanja posojil Evropske skupnosti	<b>124</b>
		6.4 Storitve Eurosistema za upravljanje rezerv	<b>124</b>
<b>POGLAVJE 2</b>		<b>POGLAVJE 3</b>	
<b>CENTRALNOBANČNE OPERACIJE IN DEJAVNOSTI</b>		<b>VSTOP CIPRA IN MALTE V EUROOBMOČJE</b>	
<b>I OPERACIJE DENARNE POLITIKE, OPERACIJE NA DEVIZNIH TRGIH IN INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI</b>	<b>92</b>	<b>1 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA NA CIPRU IN MALTI</b>	<b>128</b>
1.1 Operacije denarne politike	<b>92</b>	<b>2 PRAVNI VIDIKI INTEGRACIJE CENTRALNE BANKE CIPRA IN CENTRALNE BANKE MALTE V EUROSISTEM</b>	<b>133</b>
1.2 Devizne operacije	<b>100</b>	<b>3 OPERATIVNI VIDIKI INTEGRACIJE CENTRALNE BANKE CIPRA IN MALTE V EUROSISTEM</b>	<b>135</b>
1.3 Investicijske dejavnosti	<b>100</b>	3.1 Operacije denarne politike	<b>135</b>
<b>2 PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI</b>	<b>103</b>	3.2 Prispevki v kapital, rezerve in devizne rezerve ECB	<b>136</b>
2.1 Sistem TARGET	<b>103</b>		
2.2 TARGET2	<b>104</b>		
2.3 TARGET2-Securities	<b>106</b>		
2.4 Postopki poravnave v zvezi s finančnim premoženjem za zavarovanje terjatev	<b>107</b>		
<b>3 BANKOVCI IN KOVANCI</b>	<b>110</b>		
3.1 Obtok bankovcev in kovancev ter ravnanje z gotovino	<b>110</b>		

<b>4 ZAMENJAVA GOTOVINE NA CIPRU IN MALTI</b>	<b>137</b>	<b>2 IZBRANE TEME, KI SO BILE IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJH Z EVROPSKIM PARLAMENTOM</b>	<b>175</b>
<b>POGLAVJE 4 FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA</b>		<b>POGLAVJE 7 ZUNANJE KOMUNICIRANJE</b>	
<b>I FINANČNA STABILNOST</b>	<b>142</b>	<b>I POLITIKA KOMUNICIRANJA</b>	<b>180</b>
1.1 Spremljanje finančne stabilnosti	142	<b>2 KOMUNIKACIJSKE AKTIVNOSTI</b>	<b>181</b>
1.2 Ukrepi za finančno stabilnost	144	<b>POGLAVJE 8 INSTITUCIONALNI OKVIR, ORGANIZACIJA IN LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI</b>	
<b>2 FINANČNA REGULACIJA IN NADZOR</b>	<b>146</b>	<b>I ORGANI ODLOČANJA IN UPRAVLJANJE ECB</b>	<b>187</b>
2.1 Splošne zadeve	146	1.1 Eurosistem in Evropski sistem centralnih bank	187
2.2 Bančništvo	147	1.2 Svet ECB	188
2.3 Vrednostni papirji	147	1.3 Izvršilni odbor	190
<b>3 FINANČNA INTEGRACIJA</b>	<b>149</b>	1.4 Razširjeni svet	192
<b>4 PREGLED NAD DELOVANJEM TRŽNIH INFRASTRUKTUR</b>	<b>153</b>	1.5 Odbori Eurosistema/ESCB, Odbor za proračun, Kadrovska konferenca in Odbor Eurosistema za koordinacijo IT projektov	193
4.1 Pregled nad delovanjem plačilnih sistemov in infrastruktur za plačila velikih vrednosti v eurih	153	1.6 Upravljanje ECB	194
4.2 Storitve za plačila malih vrednosti	156	<b>2 ORGANIZACIJSKI RAZVOJ</b>	<b>197</b>
4.3 Sheme kartičnih plačil	156	2.1 Človeški viri	197
4.4 Kliring in poravnava vrednostnih papirjev	157	2.2 Novi prostori ECB	199
<b>POGLAVJE 5 EVROPSKI IN MEDNARODNI ODNOSI</b>		2.3 Urad Eurosistema za usklajevanje javnih naročil	200
<b>I EVROPSKA VPRAŠANJA</b>	<b>162</b>	<b>3 SOCIALNI DIALOG V ESCB</b>	<b>201</b>
1.1 Ekonomsko-politična vprašanja	162	<b>4 LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB</b>	<b>202</b>
1.2 Institucionalna vprašanja	163	Poročilo posloводства za leto, ki se je končalo 31. decembra 2007	203
1.3 Dogajanja v državah kandidatkah in odnosi z njimi	164	Bilanca stanja na dan 31. decembra 2007	206
<b>2 MEDNARODNA VPRAŠANJA</b>	<b>166</b>	Izkaz poslovnega izida za leto, ki se je končalo 31. decembra 2007	208
2.1 Glavna dogajanja v mednarodnem denarnem in finančnem sistemu	166	Računovodske usmeritve	209
2.2 Sodelovanju z državami zunaj EU	168	Pojasnila k bilanci stanja	214
<b>POGLAVJE 6 ODGOVORNOST</b>		Pojasnila k izkazu poslovnega izida	225
<b>I ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN EVROPSKEGA PARLAMENTA</b>	<b>174</b>	Poročilo neodvisnega revizorja	229
		Pojasnilo k razdelitvi dobička/ razporeditvi izgube	230

<b>5 KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31. DECEMBRA 2007</b>	<b>232</b>	Graf B Tečaji delnic v ZDA in euroobmočju leta 1998 in 2007	<b>45</b>
<b>PRILOGE</b>		4 Vpliv baznih učinkov cen energentov na inflacijo po HICP v letu 2007	<b>54</b>
<b>PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJELA ECB</b>	<b>236</b>	Graf A Prispevki k spremembi letne inflacije po HICP od decembra 2006	<b>54</b>
<b>MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB</b>	<b>239</b>	Graf B Razčlenitev mesečne spremembe letne inflacije po HICP	<b>55</b>
<b>KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA</b>	<b>243</b>	Graf C Razčlenitev spremembe letne inflacije po HICP od decembra 2006	<b>55</b>
<b>DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA EVROPSKA CENTRALNA BANKA OD LETA 2007</b>	<b>245</b>	5 Inflacija cen hrane v euroobmočju	<b>57</b>
<b>GLOSAR</b>	<b>251</b>	Graf A Prispevek cen predelane hrane k letni inflaciji po HICP	<b>57</b>
<b>SEZNAM OKVIROV</b>		Graf B Gibanja cen hrane in brezalkoholnih pijač	<b>57</b>
1 Neto tuja aktiva sektorja MFI in njen vpliv na denarna gibanja	<b>33</b>	Tabela Predelana hrana v HICP brez tobačnih izdelkov v različnih državah euroobmočja	<b>58</b>
Graf A Neto tuja aktiva MFI in rast M3	<b>33</b>	6 Zmanjšanje brezposelnosti v euroobmočju v zadnjih nekaj letih	<b>65</b>
Graf B Sestava kapitalskih tokov nedenarnega sektorja in neto tuja aktiva MFI	<b>34</b>	Graf A Stopnje brezposelnosti v euroobmočju in rast BDP	<b>65</b>
Graf C Sestava tokov portfeljskih naložb	<b>34</b>	Graf B Intenzivnost reform v euroobmočju in porazdelitev po vrstah reform, 2000–06	<b>67</b>
Graf D Gibanja bruto tuje aktive in pasive	<b>35</b>	Tabela Stopnje brezposelnosti v euroobmočju po spolu, starosti in izobrazbeni strukturi	<b>66</b>
2 Volatilnost obrestnih mer denarnega trga v letu 2007	<b>38</b>	7 Izdajanje državnih dolžniških vrednostnih papirjev in razponi donosnosti obveznic v euroobmočju	<b>69</b>
Graf A Dnevna realizirana volatilnost obrestne mere čez noč	<b>39</b>	Graf A Razčlenitev spremembe plačil obresti	<b>71</b>
Graf B Dnevna realizirana volatilnost dolgoročnih obrestnih mer za vloge	<b>39</b>	Graf B Razponi donosnosti državnih obveznic glede na Nemčijo	<b>71</b>
Graf C Realizirana volatilnost in implicitna volatilnost 3-mesečnih obrestnih mer denarnega trga	<b>40</b>	Graf C Instrumenti zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic	<b>71</b>
3 Podobnosti in razlike med nemirnim dogajanjem na finančnih trgih v letih 2007 in 1998	<b>44</b>	Tabela A Dolžniški vrednostni papirji, ki so jih izdale države euroobmočja	<b>69</b>
Graf A Donosnost dolgoročnih obveznic v ZDA in euroobmočju leta 1998 in 2007	<b>45</b>	Tabela B Struktura stanja dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja	<b>70</b>



30	Prispevki k četrtletni rasti realnega BDP	<b>62</b>
31	Kazalniki zaupanja	<b>62</b>
32	Brezposelnost	<b>64</b>
33	Nominalni in realni efektivni menjalni tečaji eura	<b>77</b>
34	Saldo tekočega računa in njegove komponente	<b>77</b>
35	Obseg izvoza euroobmočja v izbrane trgovinske partnerice	<b>78</b>
36	Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja	<b>79</b>
37	Neto stanje mednarodnih naložb	<b>79</b>
38	Spremembe tečaja eura do valut EU zunaj ERM II	<b>86</b>
39	Kreditni zasebnemu sektorju v letu 2007	<b>87</b>
40	Razpon EONIA	<b>92</b>
41	Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2007	<b>93</b>
42	Primerno zavarovanje po vrsti finančnega premoženja	<b>98</b>
43	Dano zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema v primerjavi s stanjem posojil v operacijah denarne politike	<b>98</b>
44	Razčlenitev finančnega premoženja (vključno z bančnimi posojili), danega kot zavarovanje po vrsti finančnega premoženja	<b>99</b>
45	Skupno število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007	<b>110</b>
46	Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007	<b>110</b>
47	Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007	<b>110</b>
48	Število ponarejenih eurobankov- cev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2007	<b>111</b>
49	Porazdelitev ponaredkov po apoenih	<b>112</b>



## KRATICE

### DRŽAVE

BE	Belgija
BG	Bolgarija
CZ	Češka
DK	Danska
DE	Nemčija
EE	Estonija
IE	Irska
GR	Grčija
ES	Španija
FR	Francija
IT	Italija
CY	Ciper
LV	Latvija
LT	Litva
LU	Luksemburg
HU	Madžarska
MT	Malta
NL	Nizozemska
AT	Avstrija
PL	Poljska
PT	Portugalska
RO	Romunija
SI	Slovenija
SK	Slovaška
FI	Finska
SE	Švedska
UK	Združeno kraljestvo
JP	Japonska
ZDA	Združene države Amerike

### DRUGO

BIS	Banka za mednarodne poravnave
BPM5	Plačilnobilančni priročnik IMF-a (5. izdaja)
BDP	bruto domači proizvod
c.i.f.	stroški, zavarovanje in prevoznina na državni meji uvoznika
CPI	indeks cen življenjskih potrebščin
ECB	Evropska centralna banka
EEA	Evropsko gospodarsko območje
EER	efektivni menjalni tečaj
EMI	Evropski monetarni inštitut
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ESA 95	Evropski sistem nacionalnih računov 1995
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
EU	Evropska unija
EUR	euro
f.o.b.	franko na ladijski krov na državni meji izvoznika
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
ILO	Mednarodna organizacija dela
MDS	Mednarodni denarni sklad
MFI	monetarne finančne institucije
NCB	nacionalne centralne banke
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
PPI	indeks cen (industrijskih) proizvajalcev
ULCM	stroški dela na (količinsko) enoto proizvodov v predelovalni dejavnosti

**V skladu s prakso Skupnosti so imena držav EU v tem poročilu našeta po zaporedju začetnic držav v njihovem nacionalnem jeziku.**

# **PREDGOVOR**



Če se ozremo na dogodke preteklega leta, je bil še posebno pomemben dogodek tretja širitev euroobmočja od ustanovitve leta 1999. Z izvedbo sklepa iz leta 2007 sta Ciper in Malta 1. januarja 2008 postala 14. in 15. država članica, ki je sprejela euro, po Grčiji leta 2001 in Sloveniji leta 2007, njuni centralni banki pa sta se pridružili Eurosistemu. Rad bi izrazil pristržno dobrodošlico ciprskim in malteškim državljanom. Gospodarska uspešnost Cipra in Malte je zahvaljujoč izvajanju stabilnostno usmerjenih makroekonomskih politik omogočila, da sta ti dve državi uvedli euro kot svojo valuto. Zamenjava gotovine v euro je v obeh državah potekala učinkovito in brez težav. V prihodnje bo glavni izziv politik po uvedbi eura v obeh državah izvajanje ustreznih nacionalnih ekonomskih politik, ki bodo zagotavljale visoko stopnjo trajnostne konvergence.

Drug pomemben dogodek v letu 2007 je bil podpis nove pogodbe EU 13. decembra v Lizboni. Pogodba je zdaj v postopku ratifikacije v 27 državah članicah in naj bi predvidoma začela veljati 1. januarja 2009. ECB pozdravlja dejstvo, da je v pogodbi stabilnost cen navedena

kot eden od ciljev EU, medtem ko je ekonomska in monetarna unija (EMU) z eurom kot njeno valuto postala eden od ciljev EU. ECB postaja institucija Unije, nova pogodba pa potrjuje neodvisnost ECB, ESCB in nacionalnih centralnih bank, ter ECB podeljuje status pravne osebe, ji daje normativna pooblastila in omogoča finančno neodvisnost. ECB meni, da nova pogodba potrjuje trenutno ureditev EMU in pričakuje uspešen sklep postopka ratifikacije.

\*\*\*

Leta 2007 je letna inflacija, merjena z indeksom HICP, v euroobmočju znašala 2,1%, v primerjavi z 2,2% leta 2006. Čeprav je to presegalo opredelitev ECB glede stabilnosti cen, po kateri mora biti vrednost „pod 2%, vendar blizu te meje“, je denarna politika ECB srednjeročna do dolgoročna inflacijska pričakovanja še naprej trdno zasidrala na ravni, ki je na splošno skladna s stabilnostjo cen, kljub gospodarskim razmeram, za katere so bili značilni močni pritiski na dvig cen. Ti so izhajali predvsem iz rasti cen surovin, zlasti energentov in – še posebno v četrtem četrtletju – cen hrane, na domači strani pa iz učinka povišanja posrednih davkov, omejenega obsega prostih zmogljivosti v okviru visoke rasti gospodarstva in zaostrovanja razmer na trgu dela. Zato je nadaljnje zasidranje srednjeročnih in dolgoročnih inflacijskih pričakovanj v letu 2007 dobro znamenje za verodostojnost ECB pri zagotavljanju srednjeročne stabilnosti cen, kar je v skladu z njenim mandatom. Takšno zasidranje je nujen predpogoj za dobro delovanje trgov, vzdržno rast in ustvarjanje delovnih mest v euroobmočju ter je eno od najpomembnejših prednostnih nalog Sveta ECB.

Leta 2007 so bila tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju nedvomno na strani naraščanja inflacije. Tveganja so vključevala možnost dodatne rasti cen nafte in kmetijskih izdelkov ter morebitno nepredvideno zvišanje nadzorovanih cen in posrednih davkov. Bolj bistveno pa je, da so bila prisotna velika tveganja povečane moči podjetij pri določanju cen, zlasti v segmentih trga z nižjo konkurenco, ter tveganja večje dinamike plač od pričakovane,

kar bi lahko povzročilo sekundarne učinke pri določanju plač in cen zaradi začasno visokih stopenj inflacije. Da bi Svet ECB zagotovil ohranjanje srednjeročne stabilnosti cen, je posebej pozorno spremljal pogajanja o plačah in določanje cen v euroobmočju.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je leta 2007 še naprej povečevala po razmeroma visokih stopnjah, tako da je BDP kljub volatilnim cenam energentov in povečani negotovosti v drugi polovici leta zaradi finančnih pretresov zrasel za 2,6%. Medtem ko je na izvoz euroobmočja še naprej ugodno vplivala močna, čeprav nekoliko zmernejša svetovna gospodarska rast, pa je bilo domače povpraševanje – zlasti investicije v osnovna sredstva – še naprej gibalo rasti gospodarske aktivnosti. V prvi polovici leta 2007 so k močni rasti naložb prispevali ugodni pogoji financiranja, veliki podjetniški dobički in dodatno izboljšanje učinkovitosti poslovanja. Povečana finančna negotovost je v drugi polovici leta 2007 deloma skalila razmere v realnem gospodarstvu, ravnotežje tveganj v osnovnem scenariju gospodarske rasti v euroobmočju pa se je obrnilo navzdol.

Navzkrižna primerjava z denarno analizo je potrdila oceno Sveta ECB, da so tveganja za cenovno stabilnost srednjeročno do dolgoročno nedvomno na strani naraščanja inflacije. Širša ocena dostopnih podatkov je potrdila zelo živahno rast denarja in kreditov. V drugi polovici leta 2007 je vpliv finančnih pretresov na osnovno dinamiko rasti denarja in kreditov ostal omejen. To je zlasti potrdila nezmanjšana rast bančnih posojil domačemu zasebnemu sektorju, zlasti nefinančnim družbam, kar kaže, da ponudba kreditov ni bila izraziteje oslABLJENA. Svet ECB je bil v tem obdobju posebno pozoren na denarna gibanja.

Da bi Svet ECB omejil prevladujoča navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, je marca in junija 2007 zvišal ključne obrestne mere, v obeh primerih za 25 bazičnih točk. Zato se je izklicna obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja Eurosystema junija 2007 dvignila na 4,00%, v primer-

javi s 3,50% ob koncu leta 2006. V drugi polovici leta je Svet ECB sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Ob upoštevanju nenavadno visoke stopnje negotovosti glede učinka finančnih pretresov na realno gospodarstvo je Svet ECB menil, da je treba pred sprejemanjem nadaljnjih zaključkov o denarni politiki zbrati in oceniti dodatne informacije ter pozorno spremljati gibanja na finančnih trgih. Hkrati je Svet ECB potrdil svojo stalno pripravljenost, da stori vse potrebno, da bi zagotovil, da se navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost ne bi uresničila in da bi bila dolgoročna inflacijska pričakovanja še naprej trdno zasidrana.

\*\*\*

Leta 2007 je bil dosežen nadaljnji napredek pri fiskalni konsolidaciji v skladu z dopolnjenimi programi stabilnosti, tako da se je povprečna stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju znižala na 0,8% BDP, v primerjavi z 1,5% leta 2006. Toda že v letu 2008 je predvideno vnovično zvišanje stopnje primanjkljaja, pri čemer mnoge države še vedno niso dosegle zdravega javnofinančnega položaja. To predstavlja tveganje, da nekatere države ne bodo izpolnile določb preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast. Da ne bi ogrozili verodostojnosti pakta, bi morale te države voditi veliko ambicioznejše politike in izboljšati svoj strukturni položaj za referenčno vrednost 0,5% BDP na leto, kot to zahteva pakt. Ključno je, da vse države upoštevajo svoje zaveze in si prizadevajo doseči svoj srednjeročni cilj, po katerem naj bi dosegle zdrav javnofinančni položaj najpozneje do leta 2010, kot je bilo dogovorjeno in objavljeno na zasedanju Euroskupine v Berlinu aprila 2007. Samovoljno fiskalno popuščanje bi bilo popolnoma neprimerno. Nasprotno, fiskalna politika lahko največ prispeva k makroekonomski stabilnosti s tem, da omogoči pristo delovanje samodejnih stabilizatorjev v državah z zdravim proračunskim stanjem ter da varuje dolgoročno vzdržnost javnih financ.

Kar zadeva strukturne reforme, so zadnji dosežki v okviru lizbonske strategije spodbudni. Zaradi

strukturnih reform in umirjanja plač v zadnjih letih se je zaposlenost v euroobmočju močno povečala, in sicer za približno 15,8 milijona oseb v obdobju devetih let od začetka tretje faze EMU, medtem ko se je v isti skupini držav v devetih letih pred letom 1999 to število povečalo za okrog 4,5 milijona. Skladno s tem se je stopnja brezposelnosti v euroobmočju še naprej nižala (z 8,3% leta 2006 na 7,4% leta 2007) in dosegla najnižjo raven v zadnjih 25 letih. Vendar pa ni razlogov za samozadovoljstvo. Stopnje brezposelnosti so v nekaterih državah še vedno visoke, stopnja aktivnosti prebivalstva pa je po mednarodnih standardih še naprej nizka. Poleg tega je rast produktivnosti v euroobmočju še naprej šibka, kar omejuje prostor za rast plač. Zato je pomembno, da države še naprej vzdržujejo zagon in krepijo svoja reformna prizadevanja za odpravo preostalih ovir pri ustvarjanju delovnih mest in rasti produktivnosti. Za to je zlasti potrebno izboljšanje izobraževanja in vseživljenjskega učenja, kar bi okrepilo človeški kapital, izboljšalo zaposlitvene možnosti in povečalo inovacije. Potrebna so tudi stalna prizadevanja za povečanje konkurence in prožnosti ter za izboljšanje delovanja trgov dela, proizvodov in storitev. K rasti produktivnosti in cenovni stabilnosti v euroobmočju bi zlasti prispevala okrepitev konkurence v storitvenih in omrežnih dejavnostih ter uvedba ustreznih ukrepov na kmetijskem trgu EU.

\*\*\*

Leto 2007 so zaznamovali izredno veliki izzivi na finančnih trgih. Od avgusta naprej je eurske denarne trge prizadel precejšen popravek na trgih po vsem svetu z epizodami hudih pretresov in visoko stopnjo volatilitnosti. Ker je 9. avgusta prišlo do izčrpanja likvidnosti na eurskem denarnem trgu, je ECB zagotovila 95 milijard EUR po uradni obrestni meri 4,00% z dospelostjo čez noč. ECB je v naslednjih dneh izvedla dodatne podobne operacije, vendar z manjšimi zneski. V naslednjih tednih in mesecih je ECB izvedla še dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije finega uravnavanja. Zagotovila je tudi likvidnost v dolarjih vzporedno z začasno avkcijo ameriške centralne banke iz New Yorka.

Ob koncu leta je ECB sprejela posebne likvidnostne ukrepe za zadovoljitev posebnih potreb bančnega sistema.

Zaradi operacij ECB se je obrestna mera čez noč vrnila na stabilno raven, ki je prevladovala pred začetkom pretresov, torej okrog uradne obrestne mere ECB, ki jo določi Svet ECB. Na denarnem trgu kljub temu ostajajo napetosti pri daljših ročnostih.

Popravek na finančnih trgih je pri tržnih udeležencih sprožil občutno prevrednotenje tveganja. ECB in druge članice Eurosistema so večkrat opozorile (zlasti v pregledu finančne stabilnosti), da so tveganja podcenjena. Čeprav zdajšnji občuten popravek trgov ni končan, lahko iz tega potegnemo nekaj začasnih naukov, med drugim: i) banke morajo okrepiti svoje sisteme upravljanja tveganja; ii) pretehtati je treba prednosti in slabosti modela bančništva, pri katerem se posojila po odobritvi prodajo kot vrednostni papirji (originate-to-distribute model), ki je bil oblikovan pred začetkom popravka; iii) vsi akterji na trgih morajo povečati preglednost; iv) oceniti je treba širšo vlogo bonitetnih agencij; v) nadzorniki morajo čim hitreje in čim učinkoviteje izvesti novi kapitalski okvir v skladu s sporazumom Basel II ter razmisliti o morebitnem izboljšanju nadzornega režima pri likvidnostnem tveganju.

Finančni sistem euroobmočja je leta 2007 ostal odporen, vendar pa je bila njegova sposobnost absorbiranja šokov v drugi polovici leta postavljena pred hudo preizkušnjo. Poleg morebitnih posledic pretresov na kreditnih trgih so prihodnja tveganja za bančni sistem euroobmočja povezana predvsem z možnostjo neugodnih gibanj v kreditnem ciklu, kar bi lahko negativno vplivalo na kakovost aktive bank in stroške oslabitve posojil. Poleg tega je možnost neobvladljivega razpletanja svetovnih neravnovesij še naprej vir srednjeročnega tveganja za svetovno finančno stabilnost.

\*\*\*

ECB je v letu 2007 še naprej dejavno sodelovala v procesu evropske finančne integracije. Poleg

spremljanja napredka na tem področju in svetovanja glede zadevne zakonodaje in ureditve je ECB utrdila vlogo pospeševalca pri dejavnostih zasebnega sektorja, zlasti z nadaljnjo močno podporo pobudi, ki je pripeljala do enotnega območja plačil v eurih. Eurosistem je vzdrževal stalen dialog z bankami in drugimi deležniki ter okrepil svoja prizadevanja pri usklajevanju z Evropsko komisijo. Podpiral je sprejem direktive o plačilnih storitvah, ki jo je Svet EU potrdil 15. oktobra 2007.

Poleg tega je 19. novembra 2007 začel delovati sistem TARGET2, ko je prva skupina osmih držav prenesla svoje operacije na enotno skupno platformo. Druga skupina sedmih držav je prehod izvedla 18. februarja letos, tretja pa bo to storila 19. maja. Da bi Eurosistem v celoti izkoristil prednosti sistema TARGET2, je še naprej preučeval možnost ponudbe nove storitve z imenom TARGET2-Securities (T2S), ki naj bi omogočala vzpostavitev enotne tehnične infrastrukture za eursko poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju s strani centralnih depotnih družb ter poravnavo vrednostnih papirjev in denarno poravnavo na enotni tehnični platformi. Sistem T2S bo zagotovil, da med domačimi poravnavami in čezmejnimi poravnavami v euroobmočju ne bo nobenih razlik. S tem naj bi prispeval k integraciji in harmonizaciji evropskih finančnih storitev po opravljenem trgovanju in spodbujal konkurenco z zagotavljanjem enakega, cenejšega in harmoniziranega dostopa do poravnalnih storitev znotraj evropskega finančnega trga.

\*\*\*

V letu 2007 je bilo v proračunu skupno predvideno 1.348 delovnih mest v ekvivalentu polnega delovnega časa. Leta 2006 je število delovnih mest v ekvivalentu polnega delovnega časa znašalo 1.343. Po uvedbi splošnih načel mobilnosti v letu 2006, ki spodbujajo zaposlene, da zamenjajo delovno mesto vsakih pet let službovanja, uživa notranja mobilnost veliko podporo. Leta 2007 je bilo na drugo delovno mesto bodisi začasno ali dolgoročneje notranje premeščenih več

kot 152 zaposlenih, od tega 31 vodstvenih delavcev in svetovalcev.

Poleg spodbujanja mobilnosti je kadrovska strategija veliko pozornosti še naprej posvečala razvoju vodstvenih kadrov ECB in zlasti krepitvi vodstvenih znanj s pomočjo usposabljanja in individualnimi treningi. Stalno pridobivanje in razvoj znanj in sposobnosti vseh zaposlenih ostajata eden izmed temeljev kadrovske strategije ECB. Poleg številnih možnosti za notranje usposabljanje so zaposleni še naprej izkoriščali možnosti zunanjega usposabljanja, da bi zadovoljili individualne potrebe po bolj tehničnem usposabljanju.

Kadrovska konferenca, ki je bila ustanovljena leta 2005 za spodbujanje sodelovanja in skupinskega duha med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB na področju kadrovskega upravljanja, je leta 2007 obravnavala različne vidike usposabljanja in razvoja zaposlenih, vključno z možnostmi usposabljanja v okviru ESCB in ukrepi za večjo mobilnost v ESCB.

\*\*\*

Leta 2007 je bilo končano podrobno načrtovanje novih prostorov ECB. Sredi julija je bil v Uradnem listu Evropske unije objavljen javni razpis za glavnega izvajalca, ki bo odgovoren za gradnjo bodočega sedeža ECB. Potem ko je ECB do začetka oktobra sprejemala prijave, je izbrala nekaj družb in jih povabila, da pošljejo ponudbo. ECB bo izvajalca izbrala do oktobra 2008. Projekt napreduje v skladu s časovnim načrtom in finančnim proračunom, ki ga je odobril Svet ECB.

\*\*\*

ECB je imela leta 2007 presežek v višini 286 milijonov EUR (leta 2006 je presežek znašal 1.379 milijonov). Tako kot leta 2006 je bil celoten znesek prenesen v rezervacije za tečajno tveganje, obrestno tveganje in cenovno tveganje pri zlatu, tako da je ostal izkazan čisti dobiček enak nič. Te rezervacije

bodo uporabljene za pokrivanje izgub, ki nastanejo zaradi izpostavljenosti tem tveganjem, predvsem za odhodke vrednotenja, ki jih ne pokrijejo računi prevrednotenja. Velikost rezervacij se bo ugotavljala letno.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by the name 'Trichet'.

Jean-Claude Trichet







POGLAVJE I

# GOSPODARSKA GIBANJA IN DENARNA POLITIKA

## I SKLEPI O DENARNI POLITIKI<sup>1</sup>

ECB je leta 2007 svojo denarno politiko vodila v okolju razmeroma visoke gospodarske rasti ter živahnega povečevanja obsega denarja in kreditov v euroobmočju. Kot so pokazale redne ekonomske in denarne analize Sveta ECB, so srednjeročna tveganja za stabilnost cen vse leto nedvomno ostajala usmerjena navzgor. Da bi ta tveganja omejili, je Svet ECB še naprej prilagajal naravnost denarne politike ter je marca in junija dvignil ključne obrestne mere ECB za skupno 50 bazičnih točk. Tako se je izključna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja Euro sistema junija 2007 dvignila na 4,00%.

Po nastopu pretresov in povečane volatilnosti na finančnih trgih na začetku avgusta 2007, ki jih je sprožilo poslabšanje na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA in prevrednotenje tveganja, je gospodarske obete v euroobmočju zameglila nenavadno velika negotovost. Ne glede na potrjena navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju je bilo treba v razmerah povečane negotovosti pred sprejemanjem sklepov o denarni politiki zbrati in oceniti dodatne informacije. Svet ECB

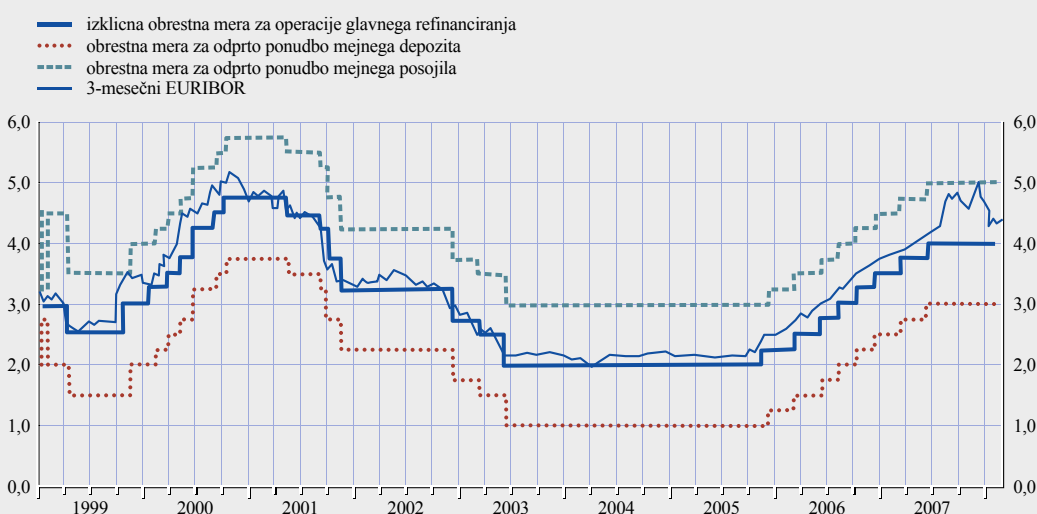
je zato v drugi polovici leta pustil ključne obrestne mere ECB nespremenjene (glej graf 1).

Povprečna medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, je leta 2007 znašala 2,1% (v primerjavi z 2,2% leta 2006). Skupna inflacija je med letom močno nihala, predvsem zaradi gibanja cen energentov. Do tretjega četrtletja 2007 se je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, gibala v skladu z opredelitvijo stabilnosti cen ECB (tj. srednjeročno pod 2%, vendar blizu te meje), delno zaradi ugodnih baznih učinkov, ki so izhajali iz gibanja cen energentov v prejšnjem letu. Nasprotno pa se je inflacija proti koncu leta strmo dvignila in dosegla stopnje precej nad 2%. Zvišanje inflacije je bilo predvsem posledica občutne rasti mednarodnih cen nafte in hrane v drugi polovici leta

<sup>1</sup> Vsi podatki o realni rasti BDP in inflaciji, merjeni z indeksom HICP, so revidirani, kot so bili na voljo na presečni datum v tem poročilu (29. februar 2008). Uporaba novejših revidiranih podatkov namesto tekočih podatkov, ki so bili na voljo v času sprejemanja sklepov o denarni politiki, ne vpliva na potek razglabljanja v okviru posvetovanja in odločanja o denarni politiki, ki je predstavljeno v tem razdelku.

Graf 1 Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Vir: ECB.

Opomba: Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja je za operacije, poravnane pred 28. junijem 2000, obrestna mera, ki velja za avkcije s fiksno mero. Za operacije, poravnane po tem datumu, je ta obrestna mera izključna obrestna mera, ki velja za avkcije s spremenljivo mero.

2007, kar so še okrepili neugodni bazni učinki znižanja cen energentov v zadnjem četrtletju leta 2006. Hkrati so gibanja plač kljub okrepljeni gospodarski rasti, pojavljanju omejenega obsega prostih zmogljivosti in zaostrovanju trga dela vse leto 2007 ostala razmeroma umirjena. Medtem ko so dolgoročna inflacijska pričakovanja na podlagi anket ostala zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen, pa so se izvedene stopnje inflacije na podlagi donosnosti obveznic, ki vključujejo premijo za inflacijska tveganja, nekoliko zvišale. V celoti gledano so srednjeročna tveganja za stabilnost cen nedvomno ostala usmerjena navzgor. Ta tveganja so med drugim obsegala možnost za dodatno rast cen nafte in kmetijskih proizvodov, nepredvideno povečanje nadzorovanih cen in posrednih davkov ter morebitno povečanje moči podjetij pri oblikovanju cen, zlasti v sektorjih z manj konkurence. Bolj bistveno pa je, da je znatna navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen predstavljala možnost, da pride do močnejšega gibanja plač od pričakovanega in zlasti, da pride do sekundarnih učinkov pri oblikovanju plač in cen zaradi višjih cen primarnih surovin in povišanih stopenj skupne inflacije.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je leta 2007 še naprej povečevala po razmeroma visokih stopnjah. Medtem ko je na izvoz euroobmočja še naprej ugodno vplivala močna, čeprav nekoliko zmernejša rast svetovnega gospodarstva, pa je bilo domače povpraševanje glavno gonilo nadaljevanja gospodarske rasti. Naložbe so bile med letom še naprej dinamične, podpirali pa so jih ugodni pogoji financiranja (zlasti v prvi polovici leta), veliki podjetniški dobički in nadaljnje izboljšanje učinkovitosti poslovanja zaradi prestrukturiranja v podjetniškem sektorju, ki je potekalo daljše časovno obdobje. Tudi potrošnja je še naprej prispevala h gospodarski rasti v euroobmočju, spodbujalo pa jo je gibanje realnega razpoložljivega dohodka ob nadaljevanju izboljšanih razmer na trgu dela. Ob finančnih pretresih, ki so se začeli na začetku avgusta 2007, so gospodarski obeti postali bolj negotovi, tveganja za znižanje rasti pa so se okrepila. Kljub temu so gospodarski temelji euroobmočja ostali trdni, pri čemer se je dobičkonosnost pod-

jetij ohranjala na doseženi ravni, bilance stanja gospodinjstev so bile zdrave, rast zaposlenosti je bila okrepljena, stopnja brezposelnosti pa se je znižala z 8,2% v letu 2006 na 7,4% v letu 2007, kar je najnižja raven v zadnjih petindvajsetih letih. Kljub nestabilnim cenam energentov in finančnim pretresom se je realni BDP v euroobmočju v letu 2007 medletno povečal za 2,6%. Medtem ko so bila kratkoročna tveganja za gospodarsko rast med letom večinoma uravnotežena, pa so dolgoročna tveganja ostajala na strani upočasnitve rasti. Ta tveganja so bila povezana z zunanjimi gibanji, predvsem z morebitno nadaljnjo rastjo cen nafte in primarnih surovin, svetovnimi neravnovesji in potencialnimi protekcionističnimi pritiski. Po nastopu finančnih pretresov so se tveganja za znižanje rasti okrepila zaradi prevrednotenja tveganja na finančnih trgih, ki bi lahko vplivalo na finančne pogoje, gospodarsko klimo in svetovno gospodarsko okolje.

Medsebojna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize je potrdila, da so srednjeročno in dolgoročno prevladovala navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Obseg denarja in kreditov se je vse leto 2007 še naprej živahno povečeval. Čeprav so številni začasni dejavniki (kot so položnejša krivulja donosnosti ter pozneje v letu tudi finančni pretresi in posebne transakcije, povezane s prestrukturiranjem nekaterih bančnih skupin) vplivali na gibanje širšega agregata M3, je širša ocena podatkov potrdila visoko osnovno stopnjo rasti denarja in kreditov, kar je zlasti spodbujala nadaljnja rast posojil zasebnemu sektorju. Svet ECB je zato pozorno spremljal denarna gibanja, tudi zato, da bi bolje razumel kratkoročen odziv finančnih institucij, gospodinjstev in podjetij na pretrese na finančnih trgih v drugi polovici leta 2007.

Za obvladovanje prevladujočih navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen, na katere je opozarjala ekonomska in denarna analiza, je Svet ECB marca in junija 2007 sklenil zvišati ključne obrestne mere ECB za 25 bazičnih točk. Po nastopu finančnih pretresov na začetku avgusta 2007 so bile možnosti za gospodarsko aktivnost v euroobmočju zaradi povečane volatilnosti in

prevrednotenja tveganja na finančnih trgih bolj negotove kot običajno. V takšnih razmerah je Svet ECB sklenil, da je ne glede na oceno, da so srednjeročno tveganja za stabilnost cen nedvomno usmerjena navzgor, treba pred nadaljnjim sprejemanjem zaključkov o denarni politiki zbrati dodatne informacije in pozorno preučiti zadnje podatke. Ob upoštevanju povečane stopnje negotovosti je Svet ECB zato v drugi polovici leta ohranil ključne obrestne mere ECB nespremenjene.

V sporočilih udeležencem na finančnih trgih in širši javnosti je Svet ECB poudarjal, da bo zelo natančno spremljal dogajanja, zlasti tista na finančnih trgih. Poleg tega je Svet ECB naznanil svojo pripravljenost, da z odločnim in pravočasnim ukrepanjem prepreči navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen z namenom, da onemogoči uresničitev sekundarnih učinkov pri oblikovanju plač in cen v srednjeročnem obdobju. To naj bi zagotovilo nadaljnje trdno zasedanje srednjeročnih in dolgoročnih inflacijskih pričakovanj na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. V skladu z mandatom Sveta ECB je takšno zasedanje nujen predpogoj za dobro delovanje trgov, vzdržno gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest.

#### **NADALJNJA PRILAGODITEV NARAVNANOSTI DENARNE POLITIKE V PRVI POLOVICI LETA 2007**

Na začetku leta so nove informacije dodatno utemeljile razloge za zvišanje obrestnih mer v letu 2006. Novi podatki so zlasti zelo jasno potrdili stališče, da so tveganja za stabilnost cen usmerjena navzgor, medtem ko se je gospodarska aktivnost v euroobmočju še naprej okrepljeno povečevala.

Realna rast BDP v euroobmočju je z 0,8% povečanjem v četrtem četrtletju 2006 v primerjavi s prejšnjim četrtletjem preseгла prejšnja pričakovanja. Največ sta k temu prispevala domače povpraševanje in izvoz, kar kaže na vse bolj samozadostno naravo gospodarske rasti. Poleg tega so razpoložljivi kazalniki zaupanja še naprej podpirali stališče Sveta ECB, da se je okrepljena dinamika gospodarske rasti nadaljevala tudi v začetku leta 2007. Tudi sre-

dnjeročni gospodarski obeti so ostali ugodni, pri čemer so razmere omogočale nadaljevanje rasti gospodarstva euroobmočja po doseženih stopnjah ob močni rasti svetovnega gospodarstva in dinamični rasti naložb v euroobmočju v okviru izboljšanih pogojev na trgu dela. V makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2007 so bili napovedani razponi gospodarske rasti v primerjavi s projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2006 popravljeni navzgor, predvsem zaradi nadaljevanja močne rasti realnega BDP v drugi polovici leta 2006 in nižjih cen energentov, kar naj bi – če bi se takšna gibanja nadaljevala – pozitivno učinkovalo na realni razpoložljivi dohodek. Povprečna letna rast realnega BDP naj bi se leta 2007 po napovedih gibala med 2,1% in 2,9%, v letu 2008 pa med 1,9% in 2,9%.

Kar zadeva gibanje cen, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, na začetku leta ostala na ravni 1,9% in je bila skladna z opredelitvijo stabilnosti cen ECB. Znižanje skupne inflacije po poletju 2006 je bilo predvsem posledica nižjih cen energentov. Svet ECB je pri ocenjevanju prihodnjega gibanja cen poudaril, da je pomembna srednjeročna perspektiva in da je treba odmisлити morebitna nihanja v stopnji inflacije tekom leta 2007. V makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz marca 2007 je bil zgornji del razpona napovedane inflacije v letu 2007 nekoliko nižji kot v projekcijah Eurosistema iz decembra 2006, predvsem zaradi občutnega znižanja cen nafte. Nasprotno pa je bil napovedani razpon inflacije v letu 2008 nekoliko višji kot v decembrskih projekcijah, predvsem zaradi pričakovanja večje dinamike rasti v euroobmočju, ki naj bi povzročala večje pritiske na izkoriščenost proizvodnih faktorjev in stroške. Povprečna medletna inflacija po HICP naj bi se leta 2007 po projekcijah gibala med 1,5% in 2,1%, v letu 2008 pa med 1,4% in 2,6%. V srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za vodenje politike, so bila takšna pričakovanja še naprej pod vplivom tveganja, da bodo te vrednosti višje.

Rezultati denarne analize so potrdili navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, ki jih

je razkrila ekonomska analiza. Nadaljevanje okrepljene rasti denarja in kreditov v razmerah obsežne likvidnosti je kazalo na inflacijska tveganja v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju. Na začetku leta 2007 je medletna rast M3 dosegla rekordne stopnje, ki so bile najvišje od uvedbe eura. Poleg tega je ostala močna tudi medletna rast posojil zasebnemu sektorju, predvsem zaradi nadaljevanja trenda naraščanja zadolževanja nefinančnih družb, ki ga opazamo od sredine leta 2004. Hkrati je rast zadolževanja gospodinjev ob višjih hipotekarnih obrestnih merah v celotnem euroobmočju in umirjanju stanovanjskega trga v nekaterih regijah začela kazati znake umirjanja, čeprav je bila še vedno visoka. Denarni podatki so tako potrdili vztrajni trend naraščanja osnovne stopnje rasti denarja in kreditov, ki ga opazamo od sredine leta 2004. Svet ECB je zato sprejel stališče, da je treba denarna gibanja še naprej zelo skrbno spremljati, zlasti z vidika razmeroma visoke gospodarske rasti in vztrajno močne dinamike nepremičninskih trgov v euroobmočju.

Svet ECB je 8. marca 2007 sklenil, da zaradi prevladujočih navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen, ki sta jih ugotovili ekonomska in denarna analiza, zviša ključne obrestne mere ECB za 25 bazičnih točk. Svet ECB je poleg tega sprejel stališče, da je denarna politika ECB tudi po dodatnem zvišanju ključnih obrestnih mer ECB ob ugodnem gospodarskem okolju še naprej pretežno akomodativna.

Razpoložljivi podatki o gospodarski aktivnosti so jasno potrjevali, da gospodarstvo euroobmočja še naprej raste precej hitreje, kot je bilo pričakovati leto prej. Realni BDP je v prvem četrtletju 2007 dosegel medčetrtletno stopnjo rasti v višini 0,8%, kar je spet presegalo pretekla pričakovanja. Tudi srednjeročni gospodarski obeti so bili še naprej ugodni. Projekcije strokovnjakov Eurosistema so namreč junija 2007 predvidevale, da se bo povprečna letna rast realnega BDP gibala v zgornjem delu razpona, ki so ga marca predvidevali strokovnjaki ECB. Hkrati so bili razponi za leto 2008 nekoliko popravljeni navzdol, potem ko so se povečale cene nafte in je bilo ugotovljeno, da je ravnotežje tveganj v

srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju na strani upočasnitve rasti.

Medletna stopnja inflacije po HICP je maja zaradi višjih cen nafte znašala 1,9%, kar je bilo nekoliko več od pričakovanj na začetku leta 2007. Zaradi naraščanja cen nafte, ki je bilo razvidno iz cen terminskih pogodb, in glede na pretekla gibanja cen energentov je bilo pričakovano, da se bodo stopnje medletne inflacije v naslednjih mesecih le nekoliko znižale, preden naj bi se proti koncu leta občutno zvišale. Po mnenju Sveta ECB so predvidena cenovna gibanja v srednjeročnem obdobju ostajala pod vplivom navzgor usmerjenih tveganj predvsem zaradi močnejše dinamike plač od pričakovane v okolju vse večje izkoriščenosti zmogljivosti in postopnega izboljšanja trga dela.

Denarna analiza je še naprej potrjevala prevladujoča navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju, pri čemer je stopnja rasti denarja ob že obsežni likvidnosti ostajala živahna. To se je kazalo v nadaljevanju hitre rasti M3 in kreditov. Če zanemarimo dejavnike, ki kratkoročno vplivajo na denarna in kreditna gibanja, je hkrati vse bolj kazalo, da so višje kratkoročne obrestne mere postopoma vplivale na denarno dinamiko, čeprav še niso zmanjšale osnovne stopnje rasti denarja in kreditov.

V celoti gledano je navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrdila mnenje Sveta ECB, da so srednjeročno prevladovala navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Na podlagi tega je Svet ECB 6. junija sklenil, da zviša ključne obrestne mere ECB za dodatnih 25 bazičnih točk. Pri tem je Svet ECB izjavil, da je naravnost denarne politike ECB tudi po tem sklepu še vedno pretežno akomodativna. Zaradi tega naj bi bilo potrebno odločno in pravočasno ukrepanje za zagotovitev cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je tudi pojasnil, da bo natančno spremljal vsa gibanja in tako preprečil, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne bi uresničila.

## **BREZ SPREMEMB KLJUČNIH OBRESTNIH MER ECB V DRUGI POLOVICI LETA 2007**

Podatki o gospodarski aktivnosti v tretjem četrtletju so ostali ugodni, kar je potrjevalo mnenje, da gospodarstvo euroobmočja še naprej raste po doseženih stopnjah v skladu z osnovnim scenarijem Sveta ECB. Medtem ko se je medčetrletna rast realnega BDP z 0,8% v prvem četrtletju znižala na 0,3% v drugem četrtletju, je bila celotna gospodarska rast v prvi polovici leta v skladu s potencialno. Po izbruhu krize na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA in s tem povezanih finančnih pretresov v avgustu 2007 pa so bile možnosti za gospodarsko aktivnost v euroobmočju pod vplivom nenavadno visoke negotovosti, zato je bilo treba natančno spremljati vsa gibanja, zlasti tista na finančnih trgih.

V projekcijah strokovnjakov ECB iz septembra 2007 se je predvideni razpon rasti realnega BDP v letu 2007 gibal med 2,2% in 2,8%, kar je pomenilo nekoliko navzdol popravljeno vrednost v primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema. Razlog za to je bila predvsem domneva, da bodo cene nafte nekoliko višje in da bodo finančni pogoji zaradi višjih premij za tveganje ob finančnih pretresih nekoliko zaostreni. Za leto 2008 so projekcije še naprej predvidevale gospodarsko rast med 1,8% in 2,8%, to je enako kot projekcije strokovnjakov Eurosistema iz junija 2007. Tveganja v teh projekcijah so bila na strani upočasnitve rasti in so bila povezana predvsem s tem, da bi lahko povečana volatilitnost in prevrednotenje tveganja na finančnih trgih širše vplivala na pogoje financiranja in gospodarsko klimo.

Kar zadeva gibanje cen, je medletna inflacija po HICP avgusta znašala 1,7%, vendar je bilo za preostanek leta predvideno, da bodo stopnje inflacije presegle 2%, predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov. Po projekcijah strokovnjakov ECB iz septembra 2007 naj bi medletna inflacija po HICP v letu 2007 znašala med 1,9% in 2,1%, leta 2008 pa med 1,5% in 2,5%, saj naj bi manjši pritisk posrednih davkov in cen energentov izravnali pritiski, ki izhajajo iz višjih stroškov dela na enoto proizvoda. Po

mnenju Sveta ECB so cenovna gibanja ostajala pod vplivom tveganja, da bodo te vrednosti višje.

Denarna analiza je še naprej potrjevala to oceno, pri čemer je nadaljnja živahna rast denarja in kreditov kazala na navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju. Ob nadaljevanju finančnih pretresov je Svet ECB opozoril, da lahko volatilitnost na finančnih trgih začasno vpliva na denarno dinamiko, saj bi bil lahko spremenjen odnos do tveganja v zasebnem sektorju povezan z obsežnimi portfeljskimi preusmeritvami v varna in likvidna denarna sredstva, kot dokazujejo prejšnje krizne epizode. Svet ECB je zato menil, da je potrebna poglobljena in celovita analiza podatkov o denarju in kreditih, s čimer bi lahko boljše razumeli vpliv finančnih gibanj na denarna gibanja in iz denarne rasti izluščili znamenja, pomembna za vodenje politike, ki so povezana z dolgoročnimi inflacijskimi trendi.

Ne glede na prevladujoča navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, ki sta jih razkrila ekonomska in denarna analiza Sveta ECB, je Svet sprejel stališče, da je treba zaradi visoke stopnje negotovosti ob finančnih pretresih pred nadaljnjim sprejemanjem zaključkov o denarni politiki zbrati dodatne informacije. Svet ECB je zato sklenil, da v tretjem četrtletju pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, pri čemer je vnovič zatrdil, da bo zelo natančno spremljal vsa gibanja, zlasti tista na finančnih trgih, s čimer bo zagotovil, da se tveganja za stabilnost cen ne bi uresničila in da bi dolgoročna inflacijska pričakovanja ostala trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen.

V četrtem četrtletju so novi podatki potrjevali, da se gospodarska rast v euroobmočju ohranja na doseženi ravni. Realni BDP se je v tretjem četrtletju 2007 v primerjavi s prejšnjim četrtletjem povečal za 0,8%, pri čemer je bilo glavno gonilo domače povpraševanje. Poleg tega so se razpoložljivi kazalniki zaupanja ob močni volatilitnosti in prevrednotenju tveganja na finančnih trgih od začetka avgusta 2007 nekoliko znižali, vendar so ostali v glavnem na ravneh, ki

so nakazovale nadaljevanje gospodarske rasti v četrtem četrtletju, čeprav verjetno nekoliko počasneje kot v tretjem četrtletju. Splošna ocena Sveta ECB je bila, da so gospodarski temelji euroobmočja še naprej trdni, pri čemer se dobičkonosnost ohranja na doseženi ravni, rast zaposlenosti pa je okrepljena. Decembra 2007 so strokovnjaki Eurosistema napovedali, da se bo rast realnega BDP v letu 2007 gibala med 2,4% in 2,8%, v letu 2008 med 1,5% in 2,5%, v letu 2009 pa med 1,6% in 2,6%. Medtem ko so bili razponi za leto 2008 nekoliko popravljeni navzdol, je novi razpon za leto 2007 ostal v zgorjem delu prejšnjega razpona.

Na podlagi tega je osnovni scenarij Sveta ECB, po katerem naj bi realni BDP rasel okrog trenda potencialne rasti, ostal nespremenjen tudi v letu 2008 in 2009. H gospodarski rasti naj bi po pričakovanih prispevali domača potrošnja in domače naložbe. Hkrati naj bi zunanje povpraševanje še naprej spodbujalo izvoz euroobmočja, pod pogojem, da bi svetovno gospodarstvo še naprej vztrajno raslo, pri čemer naj bi nadaljnja močna rast nastajajočih tržnih gospodarstev delno izravnala gospodarsko upočasnitev v ZDA. Gospodarska rast v euroobmočju naj bi se torej vztrajno nadaljevala, čeprav so tveganja ostala na strani upočasnitve rasti. Ta so bila povezana predvsem z morebitnim učinkom finančnih pretresov na pogoje financiranja in gospodarsko klimo, kar bi lahko neugodno vplivalo na rast v euroobmočju in v svetu.

Kar zadeva cene, je medletna stopnja inflacije po HICP ob koncu leta preseгла 3%. Glavni dejavniki, ki so vplivali na takšno gibanje, so bila občutna rast mednarodnih cen nafte in hrane ter neugodni bazni učinki pri cenah energentov. Svet ECB je sprejel stališče, da bodo medletne stopnje inflacije v prvih mesecih leta 2008 ostale precej višje od 2%, med letom 2008 pa naj bi se spet umirile. Tako naj bi bilo obdobje začasno višjih stopenj inflacije nekoliko daljše, kot je bilo prvotno pričakovano.

Decembra 2007 so strokovnjaki Eurosistema napovedali, da se bo inflacija v letu 2008 zvišala na vrednost med 2,0% in 3,0%, v letu 2009

pa umirila pri vrednosti med 1,2% in 2,4%. V primerjavi s projekcijami strokovnjakov ECB iz septembra 2007 se je razpon za leto 2008 premaknil navzgor, predvsem zaradi predvidenega gibanja cen nafte in hrane.

Na področju denarnih gibanj ni bilo veliko podatkov, ki bi kazali, da so finančni pretresi po avgustu 2007 močnejše vplivali na dinamiko rasti širokega denarja in kreditov. Rast bančnih posojil domačemu zasebnemu sektorju je v drugi polovici leta 2007 ostala okrepljena, kar pomeni, da ponudba posojil ni bila oslABLJENA. Širša ocena podatkov o denarju je na splošno potrdila mnenje, da je osnovna stopnja denarne in kreditne rasti ostala močna.

Ob prevladujočih navzgor usmerjenih tveganjih za stabilnost cen, zlasti v okolju obstoječih omejenih prostih zmogljivosti in ugodnih gibanj na trgu dela, je bilo treba nujno preprečiti nastanek sekundarnih učinkov pri oblikovanju plač in cen, ki izhajajo iz začasno visokih stopenj inflacije, s čimer bi zagotovili srednjeročno stabilnost cen. Svet ECB je zato vnovič poudaril, da posebno pozornost spremlja pogajanja o plačah v euroobmočju. Poleg tega bi bilo treba preprečiti kakršno koli indeksacijo nominalnih plač z indeksom cen življenjskih potrebščin. Druga tveganja so bila povezana z nadaljnjo rastjo cen nafte in kmetijskih proizvodov, zlasti če bi se nadaljeval trend naraščanja iz zadnjih nekaj mesecev leta 2007, in tudi z doslej nepričakovanim povečanjem nadzorovanih cen in posrednih davkov.

Na podlagi tega je Svet ECB sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB v četrtem četrtletju 2007 nespremenjene. Hkrati pa je jasno sporočil, da je ECB z denarno politiko pripravljena odločno in pravočasno ukrepati, da bi preprečila navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, kakor to zahteva njen mandat v skladu s Pogodbo. Pripravljenost ukrepati je bila potrebna za zagotovitev, da se sekundarni učinki zaradi visokih stopenj inflacije in drugih tveganj za stabilnost cen ne bi uresničili ter da bi srednjeročna do dolgoročna inflacijska pričakovanja ostala trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen.



## 2 DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA GIBANJA

### 2.1 SVETOVNO MAKROEKONOMSKO OKOLJE

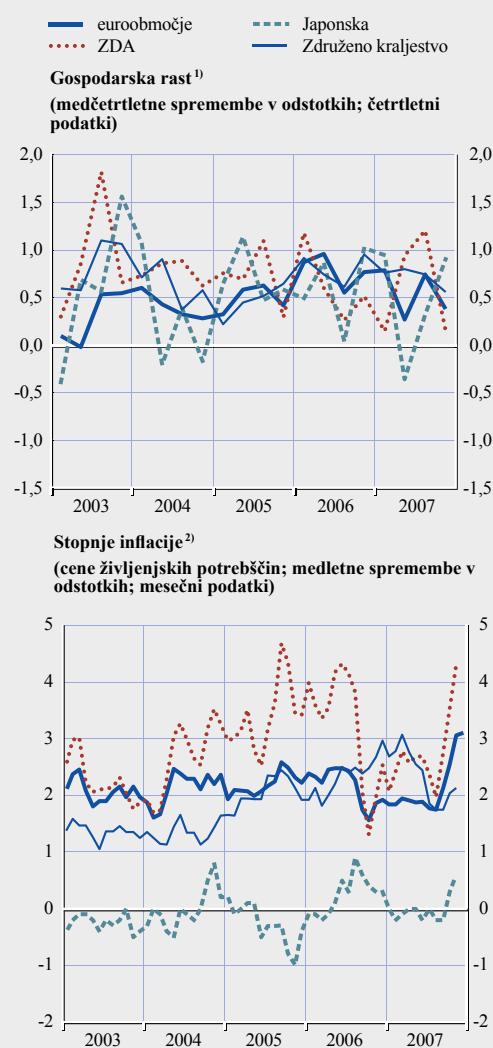
#### RAST SVETOVNEGA GOSPODARSTVA JE BILA VZTRAJNA, VENDAR POČASNEJŠA

Leta 2007 se je svetovna gospodarska rast (zunaj euroobmočja) v primerjavi z zelo živahnimi gibanji v preteklih treh letih nekoliko umirila. To je bilo delno povezano s svetovnimi finančnimi napetostmi, ki so se pojavile sredi leta 2007 in so zasenčile gospodarska gibanja po celem svetu, ter z določenim dozorevanjem svetovnega proizvodnega cikla. Čeprav je imelo poslabšanje razmer na nepremičninskem trgu v ZDA le omejen neposredni vpliv na druge komponente domačega povpraševanja v ZDA, ki se je v drugem in tretjem četrtletju leta 2007 močno povečalo, se je gospodarska rast v ZDA v zadnjem četrtletju občutno upočasnila. Kljub temu so posledice slabših gospodarskih obetov v ZDA razmeroma omejeno vplivale na svetovno gospodarstvo v letu 2007. Na večjih nastajajočih trgih so pretresi začasno povzročili povečanje volatilnosti finančnih trgov, vendar se je pokazalo, da je večina nastajajočih trgov sposobnejša zdržati pretrese kot v preteklosti. Gospodarska rast na nastajajočih trgih je bila vse leto hitra, zlasti na nastajajočih azijskih trgih. Hkrati se je povečala negotovost glede prihodnjih gibanj svetovnega gospodarstva, kar je povezano z obsežnejšim prevrednotenjem tveganja, strožjimi pogoji financiranja, dvigom cen primarnih surovin in zmanjšanjem kazalnikov zaupanja.

Po obdobju večinoma omejenih svetovnih inflacijskih pritiskov, ki je trajalo do septembra 2007, se je skupna inflacija proti koncu leta 2007 v večini gospodarstev močno dvignila (glej graf 2). V državah OECD se je skupna inflacija cen življenjskih potrebščin decembra 2007 dvignila na 3,3% predvsem zaradi višjih cen primarnih surovin in neugodnih baznih učinkov. Ob zaostrenih razmerah na trgu so cene nafte leta 2007 še naprej močno rasle. Poleg tega so cene drugih primarnih surovin brez nafte v prvi polovici leta še naprej močno rasle, nato pa so precej nihale na visokih ravneh. Slednje je bilo posledica močnega dviga cen kmetijskih proizvodov, zlasti

hrane, kar je le delno odtehtalo znižanje cen kovin. Na cene kmetijskih proizvodov so še naprej močno vplivali veliko povpraševanje v nastajajočih gospodarstvih, gibanja v proizvodnji biogoriva in slabe letine v nekaterih državah. Glede na večjo utež hrane v indeksu cen so bili inflacijski pritiski na nastajajočih trgih

Graf 2 Glavna gibanja v večjih industrijsko razvitih državah



Viri: Nacionalni podatki, Banka za mednarodne poravnave, Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki Eurostata se uporabljajo za euroobmočje in Združeno kraljestvo; za ZDA in Japonsko se uporabljajo nacionalni podatki. Podatki o BDP so desezonirani.

2) HICP za euroobmočje in Združeno kraljestvo; CPI za ZDA in Japonsko.

še izrazitejši kot v industrijskih državah. Brez hrane in energentov je inflacija cen življenjskih potrebščin ostala omejena in je decembra v državah OECD znašala 2,1%.

V ZDA je letna stopnja rasti realnega BDP v letu 2007 znašala 2,2%, kar je 0,7 odstotne točke manj kot v letu 2006. Popravek na nepremičninskem trgu, ki se je začel že leta 2006, je ostal glavna zavora rasti in je z zmanjšanjem stanovanjskih naložb znižal rast BDP za skoraj celo odstotno točko. Poleg tega so se pretresi na finančnih trgih, povezani z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili, od poletja 2007 naprej stopnjevali in prispevali k zaviranju rasti proti koncu leta. Gospodarska aktivnost je leta 2007 nihala, pri čemer je BDP v prvem četrtletju zaoztajal za potencialno stopnjo rasti, jo presegel v drugem in tretjem četrtletju, v zadnjem četrtletju pa se je spet znižal. Ob takšnih nihanjih je rast zasebne potrošnje ostala presenetljivo visoka kljub visokim cenam energentov ter pretresom na stanovanjskih in finančnih trgih, predvsem zaradi nadaljevanja rasti zaposlenosti in dohodkov, ki pa se je ob koncu leta močno poslabšala. Poleg tega smo bili priča močni rasti nestanovanjskih poslovnih naložb, ki jo je spodbujala visoka dobičkonosnost podjetij in v prvi polovici leta tudi ugodni pogoji financiranja. Prispevek neto trgovinske menjave je bil leta 2007 prvič po letu 1995 pozitiven, kar je bilo posledica živahne svetovne rasti in deprecijacije realnega efektivnega tečaja ameriškega dolarja. Ti dejavniki tudi pojasnjujejo zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa s 6,2% BDP v letu 2006 na 5,5% v prvih treh četrtletjih 2007. Glavnino izboljšanja je predstavljalo znižanje blagovnega primanjkljaja.

Pretresi na finančnih trgih, ki so izvirali iz povečanja nerednosti odplačil in prisilnih izvršb pri drugorazrednih hipotekarnih posojilih v ZDA, so se poleti okrepili. Njihov vpliv na realno gospodarstvo ZDA pa je ostal večino leta 2007 precej omejen in je bil v glavnem povezan z razpoložljivostjo in ceno posojil, še posebno neskladnih hipotek. Sicer so se pretresi pojavljali predvsem na denarnih trgih in v finančnem sektorju, kjer so banke morale izvesti izdatne odpise.

V ZDA je medletna stopnja spremembe indeksa cen življenjskih potrebščin v letu 2007 znašala 2,8% v primerjavi s 3,2% prejšnje leto. Inflacija cen življenjskih potrebščin se je v prvi polovici leta zvišala zaradi močnega dviga cen energentov in pospeška v skupini najemnin v cenovnem indeksu. Po zatišju v poletnih mesecih so se inflacijski pritiski nato povečali, saj je novembra medletna sprememba indeksa cen življenjskih potrebščin dosegla vrhunec pri 4,3%. To je bilo zlasti posledica močnih baznih učinkov ter povečanja cen energentov in hrane proti koncu leta. Tudi medletna stopnja inflacije brez energentov in hrane je v zadnjih mesecih leta kazala znake vnovičnega pospeševanja. V celotnem letu 2007 je znašala 2,3%, kar je 0,2 odstotne točke manj kot leta 2006.

Zvezni odbor za odprti trg (*Federal Open Market Committee*) pri ameriškem sistemu centralnih bank (*Federal Reserve System*) je v prvi polovici leta 2007 svojo ciljno obrestno mero ohranjal nespremenjeno pri 5,25%. Ko so se pretresi na finančnih trgih ob koncu poletja začeli krepiti, je odbor septembra in oktobra obrestne mere zaporedoma znižal za skupno 75 bazičnih točk. Po nadaljnjem znižanju za 25 bazičnih točk v decembru je ciljna obrestna mera ob koncu leta znašala 4,25%, torej za celo odstotno točko manj kot januarja. Ameriška centralna banka je uporabila tudi druga orodja denarne politike. Avgusta je znižala razmik med obrestnimi merami za medbančna posojila (*federal funds*) in diskontnimi obrestnimi merami s 100 na 50 bazičnih točk. Dodatne spremembe v orodjih denarne politike so bile najavljene 12. decembra. Ameriška centralna banka je uvedla začasno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*) za ponudbo terminskih sredstev z daljšo zapadlostjo in širšimi zahtevami glede zavarovanja kot pri operacijah odprtega trga. Hkrati se je z ECB in švicarsko centralno banko dogovorila o začasnih operacijah zagotavljanja likvidnosti z namenom zagotoviti ameriške dolarje na območju pristojnosti teh centralnih bank.

Kar zadeva fiskalno politiko, se je zvezni proračunski primanjkljaj leta 2007 v primerjavi z letom 2006 zmanjšal. To je bilo predvsem

posledica višjih prihodkov iz dohodnine in nižjih izdatkov. Po ocenah kongresnega proračunskega urada je zvezni proračunski primanjkljaj v fiskalnem letu 2007 znašal 1,2% BDP.

Na Japonskem se je gospodarsko okrevanje nadaljevalo tudi v letu 2007, čeprav sta se domače povpraševanje in še posebno zasebna potrošnja umirila. Rast realne gospodarske aktivnosti se je leta 2007 umirila, saj je realni BDP zrasel za 2,1% v primerjavi z 2,4% leta 2006, in je ostal že četrto leto zapored okrog potencialne rasti. Medtem ko je še naprej močan izvoz podpiral gospodarsko aktivnost, se je prispevek domačega povpraševanja k BDP zmanjšal. Na izvozno aktivnost sta ugodno vplivala učinkoviti tečaj japonskega jena in močno zunanje povpraševanje, zlasti iz Azije. Rast zasebne potrošnje, ki je leta 2006 znašala 2,0%, se je znižala na 1,4%, čeprav so pogoji zaposlovanja ostali na splošno ugodni. Poleg tega se je rast zasebnih naložb kljub dinamiki izvoza upočasnila. To se je odražalo v zmanjšanju stanovanjskih naložb, ki je bilo posledica krčenja gradbene dejavnosti po spremembi zakona o gradbenih standardih, in v zmanjšanju nestanovanjskih naložb, ki je bilo posledica nekoliko manjšega zaupanja podjetij, zlasti pri malih in srednje velikih podjetjih. Kljub umirjenim gospodarskim razmeram se je bančno kreditiranje v letu 2007 ob večji negotovosti na svetovnem finančnem prizorišču še naprej povečevalo, čeprav nekoliko počasneje kot leta 2006.

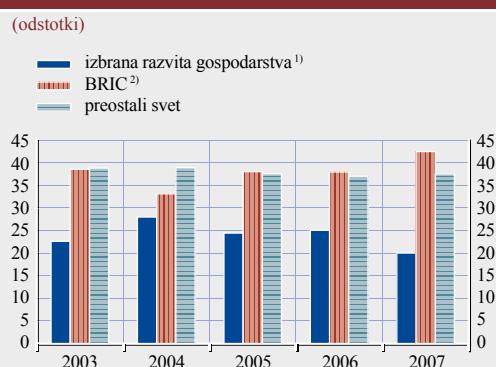
Inflacija cen življenjskih potrebščin je v letu 2007 na Japonskem ostala umirjena, zlasti zaradi umirjene rasti plač. Inflacija, ki je bila leta 2006 zaradi višjih cen primarnih surovin pozitivna, je na začetku leta 2007 spet dosegala negativne vrednosti, oktobra pa je zaradi vnovičnega dviga cen uvoženih surovin spet dosegla pozitivne vrednosti. Medletna stopnja spremembe cen življenjskih potrebščin je v letu 2007 znašala 0,0% v primerjavi z 0,3% leta 2006, medtem ko je medletna stopnja inflacije brez sveže hrane znašala 0,0% v primerjavi z 0,1% leta 2006. V letu 2007 je Bank of Japan nadaljevala svojo politiko zelo postopnega zaostrovanja denarnih pogojev v skladu z umirjenimi inflacijskimi pritiski. Bank of Japan je februarja 2007 dru-

gič po marcu 2006, ko je opustila kvantitativno ohlapno politiko, sklenila zvišati svojo ciljno izklicno obrestno mero za nezavarovane vloge čez noč z 0,25% na 0,50%.

V nastajajočih gospodarstvih je rast ostala okrepljena in je predstavljala velik delež rasti svetovnega BDP v letu 2007, medtem ko se je rast razvitih gospodarstev zmanjšala (glej graf 3). V številnih državah so se pojavili določeni inflacijski pritiski.

Gospodarska aktivnost je ostala močna v rastočih azijskih gospodarstvih. Kljub manj ugodnemu zunanjemu okolju v drugi polovici leta je močno domače povpraševanje spodbujalo dinamiko rasti, zlasti v največjih gospodarstvih regije. Inflacijski pritiski so ostali v večini gospodarstev omejeni, delno zaradi zaostrovanja denarne politike v mnogih državah. Izjema je bila Kitajska, kjer se je inflacija med letom zvišala. Zaradi dobre makroekonomske uspešnosti regije se je vrednotenje lokalnih trgov lastniškega kapitala ob velikih nihanjih še naprej povečevalo. Gibanja na deviznih trgih so bila bolj raznolika. Vrednost valute nekaterih nastajajočih azijskih gospodarstev (npr. tajski bat in indijska rupija) je zaradi močnih kapitalskih prilivov učinkovito močno zrasla, medtem ko je

**Graf 3 Geografska razčlenitev prispevkov k rasti svetovnega BDP**



Vir: Izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Ocene na podlagi podatkovne zbirke MDS World Economic Outlook in napovedi iz oktobra 2007 z revidiranimi tečaji paritete kupne moči.

1) ZDA, Japonska in euroobmočje.

2) Brazilija, Rusija, Indija in Kitajska.

vrednost drugih valut ostala v glavnem stabilna ali pa se je efektivno znižala.

Na Kitajskem je gospodarstvo v preteklem letu še naprej hitro raslo. Realni BDP se je leta 2007 po zaslugi ohranjanja domačega povpraševanja in velikega neto izvoza povečal za 11,4% v primerjavi z 11,1% leta 2006. Inflacijski pritiski so se povečali, pri čemer se je inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, ki je januarja znašala 2,2%, decembra predvsem zaradi višjih cen hrane zvišala na 6,5%. Vrednost kitajske valute renminbi v primerjavi z ameriškim dolarjem se je vse leto še naprej dvigala, čeprav so bila efektivna gibanja bolj umirjena. Maja je kitajska centralna banka oznanila razširitev razpona dnevne spremembe vrednosti renminbija v primerjavi z ameriškim dolarjem s  $\pm 0,3\%$  referenčnega tečaja na  $\pm 0,5\%$ . Trgovinski presežek se je še naprej povečeval, tako da je skupni presežek leta 2007 znašal 262 milijard USD – ali približno 8% BDP – kar je skoraj 50% več od presežka za celotno leto 2006. Devizne rezerve so pri tem še naprej rasle in so ob koncu leta 2007 znašale 1,5 bilijona USD, kar je skoraj 50% BDP.

Tudi v Latinski Ameriki se je gospodarska rast nadaljevala, čeprav so se gibanja inflacije in gospodarske rasti od države do države nekoliko razlikovala. Gospodarske možnosti so še naprej spodbujali izboljšani makroekonomski temelji, nadaljnje zmanjšanje finančne ranljivosti, visoke cene primarnih surovin in močno domače povpraševanje. Zunanje finančne razmere so se ob nedavnem obdobju globalnih pretresov na finančnih trgih poslabšale, vendar manj kot v preteklih epizodah volatilitnosti trga. Povečali so se razponi v zamenjavah kreditnega tveganja (*credit default swaps*) pri državnih dolgovih Latinske Amerike, vendar so v primerjavi s preteklimi leti ostali na precej nizki ravni. Med vodilnimi gospodarstvi regije je bolj umirjeno gospodarsko rast zaradi manj ugodnih zunanjih razmer dosegala Mehika, močnejšo pa Brazilija, medtem ko je inflacija v obeh državah ostala omejena. Argentina je še naprej dosegala visoke stopnje realne rasti BDP, inflacija pa je ostala na povišani ravni.

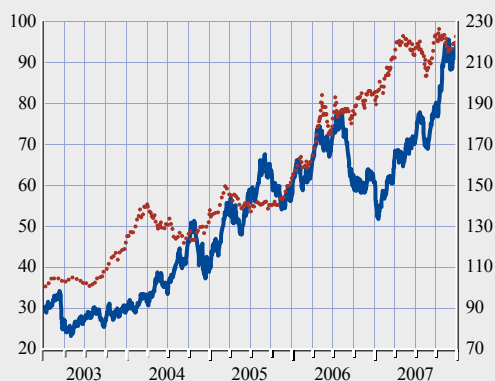
#### GIBANJA CEN PRIMARNIH SUROVIN V LETU 2007

Cene nafte so leta 2007 že četrto leto zapored strmo naraščale. Cena surove nafte Brent se je ob koncu novembra zvišala na 95,6 USD za sod. Zatem so cene nafte nihale in so ob koncu leta znašale 94,9 USD za sod, kar je približno 17 USD nad najvišjimi vrednostmi iz avgusta 2006. Merjeno v eurih so bile cene le za okrog 4 EUR višje od najvišje vrednosti v avgustu 2006, in približno 40% nad vrednostjo ob koncu leta 2006. Povprečna cena surove nafte Brent za sod je v celotnem letu znašala 71 USD, kar je bilo 9% več od povprečja v predhodnem letu.

Razmere na naftnih trgih so ostale celo leto zaostrene. Kar zadeva ponudbo, je Organizacija držav izvoznic nafte (OPEC) ob koncu leta 2006 sklenila omejiti svoje proizvodne kvote in dejansko proizvodnjo, medtem ko rast ponudbe držav nečlanic OPEC ni izpolnila pričakovanj in zato ni nadomestila nižjih količin načrpane nafte držav OPEC. Poleg tega so količine načrpane nafte začasno zmanjšale motnje v proizvodnji zaradi obdobja orkanov. Rast svetovnega povpraševanja po nafti je ostala razmeroma visoka. Nekoliko šibkejše povpraševanje v državah OECD proti koncu leta je nadomestila močna

Graf 4 Glavna gibanja na trgih primarnih surovin

— surova nafta Brent (USD/sodček; lestvica na levi strani)  
..... primarne surovine brez energentov (USD; indeks: 2000 = 100; lestvica na desni strani)



Vira: Bloomberg in Hamburški mednarodno-gospodarski inštitut.

rast povpraševanja v državah nečlanicah OECD. Povpraševanje v večini držav nečlanic OECD, zlasti Kitajske, je zaradi okrepljene gospodarske aktivnosti ostalo močno. Poleg tega so povpraševanje po nafti spodbujale tudi subvencije za naftne proizvode v številnih od teh držav. ZDA in države OECD niso uspele napolniti zaloga pred začetkom ogrevalne sezone na severni polobli (tj. v obdobju, ko se zaloge navadno povečajo). Ob nizkih zalogah se je pojavila zaskrbljenost zaradi pomanjkanja varnostne rezerve, če bi prišlo do motenj dobave v prihodnosti (zaradi geopolitičnih napetosti in ekstremnih vremenskih razmerah) v času, ko so bile razmere na trgu že zaostrene. Proti koncu leta so cene nafte vse bolj nihale, saj so se tržne ocene o upočasnitvi ameriškega in svetovnega gospodarstva spremenjale, špekulativne dejavnosti pa so se nekoliko zmanjšale. Cene so kljub temu ostale visoke, saj je Mednarodna agencija za energijo (IEA) potrdila pozitivna pričakovanja glede svetovnega povpraševanja po nafti v letu 2008 zaradi močne rasti povpraševanja držav nečlanic OECD in nakazala možnost zmanjšanja odkritij nafte v naslednjem desetletju.

V letu 2007 se niso občutno povečale le cene nafte, pač tudi cene drugih surovin. Cene primarnih surovin brez energentov, merjene s skupnim indeksom hamburškega inštituta za ekonomske raziskave, so se večino leta 2007 še naprej dvigovale in sredi oktobra ob določenih nihanjih dosegle najvišje vrednosti. V prvi polovici leta je k cenam primarnih surovin brez energentov prispevala močna rast cen industrijskih surovin ter skoki cen kmetijskih proizvodov, kar je mogoče pripisati močni gospodarski rasti, slabim letinam in povečani uporabi kmetijskih surovin za proizvodnjo biogoriva. V drugi polovici leta se je trend zviševanja cen kmetijskih proizvodov in hrane nadaljeval, zlasti zaradi močnega povpraševanja Kitajske, medtem ko so se cene industrijskih surovin (zlasti barvnih kovin) znižale kot posledica upočasnitve industrijske proizvodnje v državah OECD. Celotno gledano so se cene primarnih surovin brez energentov (izražene v ameriških dolarjih) leta 2007 v primerjavi s preteklim letom zvišale povprečno za približno 19%.

## 2.2 DENARNA IN FINANČNA GIBANJA

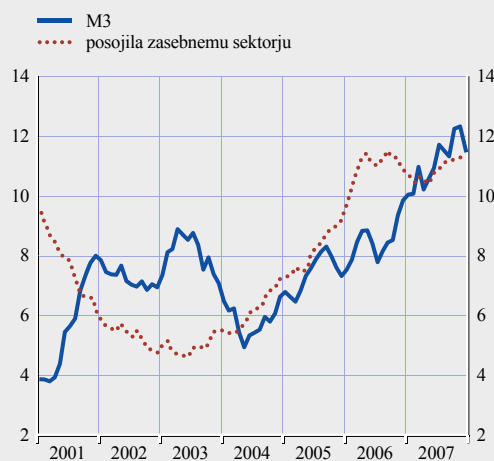
### RAST DENARJA JE OSTALA MOČNA

Tudi za leto 2007 je bila značilna visoka rast obsega denarja in kreditov, s čimer se je nadaljevala krepitev rasti, ki se je začela sredi leta 2004. Močna rast se kaže v nadaljnjih visokih stopnjah rasti širšega denarnega agregata M3 in posojil zasebnemu sektorju (glej graf 5), ki sta v zadnjem četrtletju leta 2007 znašali 12,0% oziroma 11,2%.

Širša analiza denarnih gibanj kaže, da bi lahko rast denarnega agregata M3 v letu 2007 prikazovala nekoliko precenjeno osnovno stopnjo denarne rasti, saj se je zaradi stimulativnega učinka razmeroma položne krivulje donosnosti povečala privlačnost kratkoročnih vlog pri MFI v primerjavi z dolgoročnimi vlogami in vrednostnimi papirji. Močna rast agregata M3 bi zato utegnila biti v glavnem posledica špekulativnega povpraševanja po denarnih sredstvih. Hkrati so na gibanje denarja in kreditov še naprej vplivali tudi dvigi ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005 dalje. Vpliv dvigov kratkoročnih obrestnih mer na denarna gibanja je ostal opazen, kot na primer pri umirjanju medletnih stopenj rasti denarnega agregata M1 in posojil sektorju gospodinjstev.

**Graf 5 M3 in posojila zasebnemu sektorju**

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

Za zdaj kaže, da so finančni pretresi v drugi polovici leta 2007 le omejeno vplivali na dinamiko širšega denarnega agregata. Kljub temu so pretresi vplivali na posamezne komponente in protipostavke M3, zlasti tiste, ki so tesno povezane z napetostmi na denarnem trgu (npr. izdajanje točk/delnic skladov denarnega trga in dolžniških vrednostnih papirjev MFI). Kljub temu kaže, da vsaj za zdaj ni prišlo do splošnejše preusmeritve v denarna sredstva, ki bi jo lahko ob finančnih pretresih sprožila splošna nenaklonjenost tveganju v nefinančnem zasebnem sektorju. Takšno oceno utemeljuje podrobna analiza komponent in protipostavk agregata M3, ki je predstavljena v nadaljevanju.

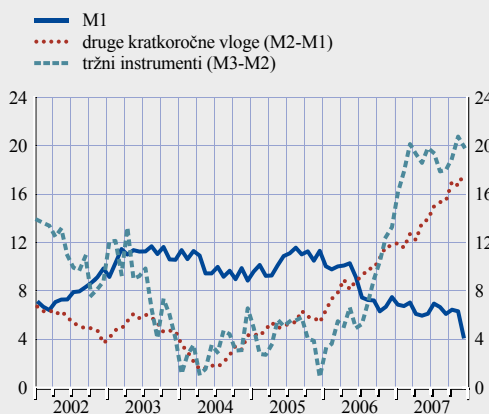
#### NA KOMPONENTE AGREGATA M3 JE VPLIVALA POLOŽNA KRIVULJA DONOSNOSTI

Kar zadeva komponente, se je medletna stopnja rasti agregata M1 dodatno umirila in je ob koncu leta 2007 znašala 4,1%, kar je precej pod dvomestnimi stopnjami rasti, ki so bile dosežene med letom 2003 in koncem leta 2005, preden je ECB zvišala ključne obrestne mere. Ta umiritev je opazna v obeh komponentah agregata M1, tj. v vlogah čez noč in v gotovini v obtoku. Na rast agregata M1 v letu 2007 sta vplivala predvsem dva nasprotujoča si dejavnika. Na eni strani je bil dvig oportunitetnih stroškov imetja agregata M1 zaradi zviševanja obrestnih mer po decembru 2005, kar je vplivalo na zmanjševanje rasti M1. Po drugi strani pa je bilo prisotno večje povpraševanje po M1 zaradi transakcij v okolju nadaljnje močne gospodarske aktivnosti in morda tudi zaradi želje imeti agregat M1 kot varnostno rezervo ob nedavnih finančnih pretresih.

Krepitev medletne stopnje rasti kratkoročnih vlog, razen vlog čez noč (M2-M1), ki jo opažamo od sredine leta 2004, se je leta 2007 nadaljevala in je decembra dosegla 17,8% (glej graf 6). Prispevek kratkoročnih vlog k medletni rasti M3 se je decembra 2007 povečal na 6,6 odstotne točke, pri čemer so te vloge predstavljale večino skupne visoke rasti denarja in njene dinamike v zadnjem času. Vendar pa močna rast zakriva različna gibanja v posameznih podkomponentah. Nadaljevanje visokih prilivov kratkoročnih vezanih vlog (tj. vlog z dogovorjeno zapadlostjo do dveh let), ki so se decembra 2007 medletno povečali za 41,4% v primerjavi s 27,2% decembra 2006,

**Graf 6 Glavne komponente M3**

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



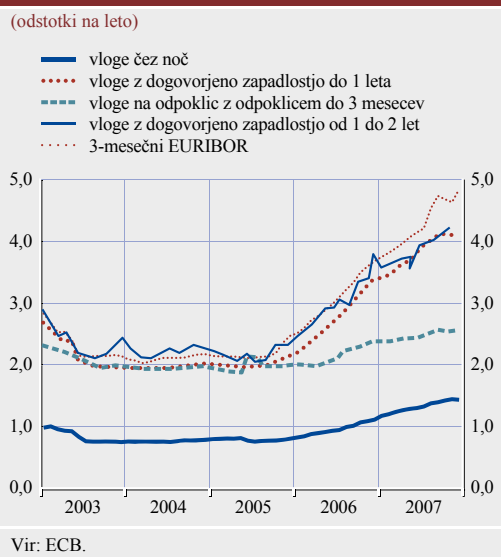
Vir: ECB.

je spremljalo nadaljnje zniževanje imetij vlog na odpoklic z odpoklicem do treh mesecev, ki so se do decembra 2007 znižale za 3,6%, potem ko so ob koncu leta 2006 dosegale nizke stopnje rasti.

Obrestovanje kratkoročnih vezanih vlog je raslo približno skladno z obrestnimi merami denarnega trga (glej graf 7). Razlika v primerjavi z obrestovanjem kratkoročnih hranilnih vlog in vlog čez noč se je tako povečala, saj se je obrestovanje slednjih skladno s preteklimi vzorci povečevalo počasneje in skromneje. To je spodbudilo preusmeritve iz M1 in hranilnih vlog v vezane vloge. Poleg tega so bile kratkoročne vezane vloge ob razmeroma položni krivulji donosnosti privlačnejše od bolj tveganih sredstev z daljšo ročnostjo zunaj M3, saj so omogočale večjo likvidnost in manj tveganja ob nižjih stroških z vidika donosov, kar je tudi prispevalo tudi k preusmeritvi od dolgoročnejših sredstev.

Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3-M2), ki se je močno okrepila že leta 2006, se je leta 2007 dodatno povečala in je decembra znašala 19,9% v primerjavi s 13,3% decembra 2006. To je v glavnem posledica vpliva razmeroma položne krivulje donosnosti v euroobmočju, ki je spodbudila preusmeritve v kratkoročna denarna sredstva. Posledično je bil prispevek teh instrumentov k medletni stopnji rasti M3 razmeroma velik in je decembra 2007 znašal 2,7 odstotne točke.

**Graf 7 Obrestne mere MFI za kratkoročne vloge in obrestna mera denarnega trga**



Za skupnim velikim prispevkom je mogoče opaziti različna gibanja pred nastopom finančnih pretresov in po njem, kar razkriva gibanje posameznih podkomponent. Medletna stopnja rasti točk/delnic skladov denarnega trga se je na primer do julija 2007 stalno krepila. Nekateri skladi denarnega trga so se izpostavili strukturiranemu kreditnemu trgu, da bi povečali donose in s tem dosegli boljše rezultate od primerjalnih obrestnih mer denarnega trga. Ob finančnih pretresih so točke/delnice skladov denarnega trga avgusta in septembra ter ponovno decembra utpele še posebno velike odlive, zato se je njihova medletna stopnja rasti zmanjšala. Ti odlivi so bili verjetno posledica splošne nenaklonjenosti tveganju v teh skladih, saj vlagatelji, kot kaže, niso mogli oceniti tveganja posameznih skladov z vidika izpostavljenosti kolateraliziranim vrednostnim papirjem v času, ko je cena teh instrumentov nihala in jo je bilo težko oceniti. Dezinvestiranje točk/delnic skladov denarnega trga se je odražalo v velikih prilivih kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev MFI. Med avgustom in septembrom so se imetja takšnih vrednostnih papirjev v nenedarnem sektorju povečala z največjo stopnjo rasti od začetka tretje faze ekonomske in monetarne unije, s čimer je sektor MFI pridobival financiranje.

## DENARNA IMETJA GOSPODINJSTEV SO SE MOČNO POVEČALA

Najširše agregiranje komponent M3, za katero so na voljo zanesljive informacije v nenedarnem sektorju, obsega kratkoročne vloge plus repo pogodbe (v nadaljevanju „vloge M3“). Medletna stopnja rasti vlog M3 sektorja gospodinjstev, ki največ prispeva k skupni rasti vlog M3, je decembra 2007 dosegla 8,1% (glej graf 8). Trend naraščanja, ki ga opazamo od sredine leta 2004, se je tako nadaljeval, k čemur je prispevala rast dohodka in premoženja ter višje obrestovanje vlog M3. Okrepljena rast vlog M3 gospodinjstev je zato dokaz močne osnovne rasti denarja.

Medletna rast vlog M3 nefinančnih družb se je po krepitvi od sredine leta 2004 dalje nadaljevala tudi v prvi polovici leta 2007, decembra pa se je umirila na ravni 11,1%. Veliko povpraševanje podjetij po likvidnih sredstvih v letu 2007 je bilo v skladu z veliko dobičkonosnostjo in velikimi (tekočimi in pričakovanimi) podjetniškimi naložbami. Stopnja rasti vlog M3 drugih finančnih posrednikov, ki ne vključujejo zavarovalnic in pokojninskih skladov, je decembra 2007 medletno znašala 25,0%. Ta okrepitev je delno posledica povečanja zavarovanih medbančnih posojil, sklenjenih prek elektronskih trgovanih platform, saj so se udeleženci na trgu zaradi izgube zaupanja v nasprotne stranke ob pretresih na finančnih trgih raje odločali za zavarovana kot nezavarovana medbančna posojila. Okrepitev je prav tako delno povezana s potrebo investicijskih skladov po vzdrževanju večjih rezerv gotovine, v četrtem četrtletju leta 2007 pa tudi z dodatnimi imetji vlog v okviru prevzema ene monetarne finančne institucije v euroobmočju prek nenedarnega finančnega posrednika s strani več drugih monetarnih finančnih institucij.

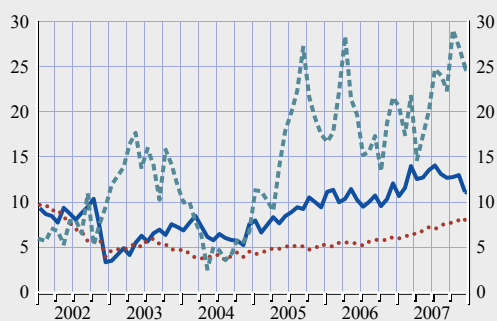
## ŽIVAHNA RAST POSOJIL ZASEBNEMU SEKTORJU

Medletna stopnja rasti posojil MFI rezidentom euroobmočja se je po okrepitvi v letu 2004 in 2005 leta 2006 stabilizirala. Leta 2007 je ostala močna in je v četrtem četrtletju znašala 9,3% (glej graf 9). Močna posojilna dejavnost MFI je bila posledica hitre rasti posojil zasebnemu sektorju, medtem ko so se posojila širši državi zmanjšala.

**Graf 8 Vloge M3 po sektorjih**

(medletne spremembe v odstotkih; nedesezonirano in koledarsko neprilagojeno)

- nefinančne družbe
- gospodinjstva
- drugi finančni posredniki



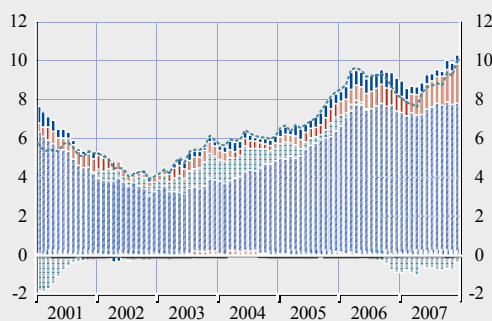
Vir: ECB.

Opomba: Poročevalski sektor vključuje MFI brez Eurosistema in centralne države. Vloge M3 obsegajo kratkoročne vloge in repo pogodbo.

**Graf 9 Krediti rezidentom euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- delnice in drug lastniški kapital
- vrednostni papirji zasebnega sektorja razen delnic
- vrednostni papirji širše opredeljene države razen delnic
- posojila zasebnemu sektorju
- posojila širše opredeljeni državi
- krediti rezidentom euroobmočja



Vir: ECB.

Opomba: Poročevalski sektor vključuje MFI brez Eurosistema.

Monetarne finančne institucije so nekoliko zmanjšale imetja posojil širši državi, ko so iz svojih portfeljev umaknile razmeroma velike neto količine dolžniških vrednostnih papirjev širše države. Medletna stopnja zmanjšanja imetij vrednostnih papirjev širše države je v zadnjem četrletju 2007 znašala 5,0%. Takšno gibanje je bilo mogoče (razen določenih kratkih izjem) opaziti od sredine leta 2006 in je značilno za obdobja, ko se povečujejo kratkoročne obrestne mere in stroški financiranja.

Medletna stopnja rasti posojil MFI zasebnemu sektorju se je v obdobju 2004-05 postopno krepila, leta 2006 pa stabilizirala na visoki ravni. Leta 2007 je ostala močna in se je gibala na ravni okrog 11,5%. Posojila zasebnemu sektorju so še naprej predstavljala prevladujočo obliko posojil MFI v letu 2007, čeprav se je povečal pomen nakupov vrednostnih papirjev, razen delnic, s strani MFI.

Medletna stopnja rasti posojil MFI zasebnemu sektorju je v četrtem četrletju leta 2007 znašala 11,1%, potem ko se je od sredine leta 2006 gibala okrog te visoke ravni, saj so močna gospodarska

aktivnost in ugodni kreditni standardi pripomogli k rasti posojil. Hkrati se je zaradi višjih bančnih obrestnih mer kot posledica zvišanja ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005 zmanjšalo povpraševanje zasebnega sektorja po posojilih.

Znotraj visoke rasti posojil zasebnemu sektorju so se gibanja v posameznih sektorjih razlikovala. Medtem ko se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom leta 2007 umirila v skladu s trendom, ki ga opažamo od začetka leta 2006, pa so se medletne stopnje rasti posojil finančnim in nefinančnim družbam povečale.

Umiritev medletne stopnje rasti posojil gospodinjstvom je bila predvsem posledica znižanja medletne stopnje rasti stanovanjskih posojil, na kar je vplivala upočasnitev rasti cen nepremičnin in aktivnosti na nepremičninskem trgu v številnih gospodarstvih euroobmočja ter postopno zviševanje hipotekarnih obrestnih mer v euroobmočju v zadnjih nekaj četrletjih.

Medletna stopnja rasti posojil MFI nefinančnim družbam se je leta 2007 povečala in je glede na gibanja v zadnjih treh desetletjih dosegla zelo



visoko raven. V prvi polovici leta sta k povpraševanju po posojilih prispevala močna gospodarska rast ter združitve in prevzemi, prav tako pa tudi ugodni kreditni pogoji. V drugi polovici leta 2007 se je zaradi velikega obsega posojil MFI zasebnemu nefinančnemu sektorju v okolju finančnih pretresov pojavilo vprašanje, ali je bil izkazani tok posojil gospodinjstvom in nefinančnim družbam izkrivljen zaradi upravljanja bilanc stanja bank ob soočanju s pretresi. Razpoložljivi podatki o obsegu posojil, ki so bili odstranjeni iz bilanc stanja MFI, kažejo, da so lahko banke v drugi polovici leta 2007 še naprej odstranjevale posojila iz svojih bilanc stanja, čeprav nekoliko počasneje, kar pomeni, da je bil tok posojil MFI temu sektorju v izkazanih podatkih še naprej podcenjen.

Tako so velike količine posojil v letu 2007 bolj odražale tok financiranja od bank k nefinančnim družbam in gospodinjstvom kot pa ponovno umeščanje v poslovne bilance, ki so ga sprožili finančni pretresi, kar je verjetno predstavljalo manjši del rasti posojil MFI. Podatki tako niso potrjevali razlage, da so pretresi leta 2007 izrazito vplivali na ponudbo bančnih kreditov. Kljub temu je to skladno z zaostrenimi pogoji ponudbe, kar kažeta dve anketi o bančnih posojilih (za tretje in četrto četrtletje), ki izkazujeta občutno zaostritev kreditnih standardov za podjetniški sektor, zlasti za posojila velikim podjetjem in posojila z daljšo zapadlostjo. Hkrati so se lahko nefinančne družbe še naprej zadolževale prek odobrenih kreditnih linij po pogojih, ki so bili dogovorjeni pred pretresi.

Medletna stopnja rasti posojil drugim finančnim posrednikom se je leta 2007 izrazito povečala. V prvi polovici leta je posojila MFI tem subjektom spodbujalo predvsem povpraševanje investicijskih skladov in povpraševanje po premostitvenem financiranju poslov listinjenja s pravo prodajo. V drugi polovici leta pa je na povpraševanje po posojilih med drugim vplival prevzem upravljanja portfelja monetarne finančne institucije in investicijskih skladov ter povpraševanje, povezano s pretresi, ki je bilo posledica črpanja kreditnih linij prehodnim družbam (*conduits*) in strukturiranim investicijskim družbam (*structured investment vehicles*) ter vse večja uporaba zavarovanih med-

bančnih posojil prek elektronskih trgovalnih platform v sektorju MFI.

Leta 2007 so monetarne finančne institucije zagotavljale posojila zasebnemu sektorju s povečevanjem imetij vrednostnih papirjev, ki jih je izdal podjetniški sektor, predvsem prek nakupov dolžniških vrednostnih papirjev namesto delnic in drugega lastniškega kapitala. Glavnina vrednostnih papirjev, kupljenih leta 2007, je imela dolgo zapadlost. Visoka rast imetij vrednostnih papirjev, zlasti pred nastopom pretresov, je bila posledica listinjenja posojil v nekaterih državah euroobmočja ter vse večje finančne integracije euroobmočja, kjer monetarne finančne institucije v eni državi euroobmočja kupujejo instrumente listinjenja hipotekarnih posojil v drugih državah euroobmočja kot nadomestek za neposredne naložbe na te hipotekarne trge. Poleg tega so monetarne finančne institucije ob koncu leta 2007 pridobile precejšnja imetja dolžniških vrednostnih papirjev v okviru prevzema ene monetarne finančne institucije, ki ga je izvedel finančni sklad iz sektorja drugih finančnih posrednikov. Vendar je tudi mogoče, da so monetarne finančne institucije ob finančnih pretresih kupile instrumente, povezane s predhodno listinjenimi posojili, in tako ponovno umestile nekatere portfelje posojil v svoje poslovne bilance.

Med drugimi protipostavkami M3 se je medletna stopnja rasti dolgoročnejših finančnih obveznosti MFI (brez kapitala in rezerv) do nadenarnega sektorja umirila in decembra 2007 znašala 7,8%, potem ko je ob koncu leta 2006 znašala 9,7%. Vendar te vrednosti zakrivajo dejstvo, da se je stopnja rasti krepila do sredine leta 2007, zatem pa se je umirila, pri čemer je podoben vzorec mogoče opaziti pri dolgoročnejših vlogah in dolžniških vrednostnih papirjih MFI. To je v skladu s spremenjenimi preferencami nadenarnega sektorja (tj. prednost imajo krajše ročnosti) in je lahko delno posledica umirjanja dinamike listinjenja, ki je pogosto povezano z ustvarjanjem dolgoročnih vlog.

Stanje neto tuje aktive sektorja MFI je v letu 2007 nihalo. Precejšnji prilivi kapitala v prvem četrtletju leta 2007 so povzročili, da je priliv neto tuje aktive sektorja MFI marca dosegel

rekordnih 340 milijard EUR, saj so udeleženci na finančnem trgu videli ugodne naložbene priložnosti v euroobmočju zaradi nizke volatilnosti in obsežne likvidnosti finančnega trga. Letni

neto priliv se je v preostanku leta umiril in je decembra dosegel 17 milijard EUR, ker naložbene pozicije niso bile več dobičkonosne in so se zato delno zaprle. (Podrobna analiza gibanja

## Okvir I

### NETO TUJA AKTIVA SEKTORJA MFI IN NJEN VPLIV NA DENARNA GIBANJA

S stanjem neto tuje aktive sektorja MFI merimo neto transakcije, poravnane prek rezidenčnih monetarnih finančnih institucij, med nedenarnim sektorjem euroobmočja in nasprotnimi stranikami zunaj euroobmočja. Stanje neto tuje aktive je ena od protipostavk širšega denarnega agregata M3 in ima včasih pomembno vlogo pri razlagi denarnih gibanj v euroobmočju. V nasprotju z večino leta 2006 so bili letni tokovi neto tuje aktive v letu 2007 izraziti, z močnim dvigom na koncu leta 2006 in na začetku leta 2007 in poznejšim znižanjem v drugi polovici leta. Medtem ko so se ta gibanja odražala v dinamiki letnih tokov v M3 med oktobrom 2006 in aprilom 2007, pa to za obdobje od maja do oktobra 2007 ni bilo več značilno (glej graf A). V tem okvirju predstavljamo pregled gibanja neto tuje aktive MFI in preučujemo možno razlago zanje.

#### Nekaj konceptualnih vprašanj

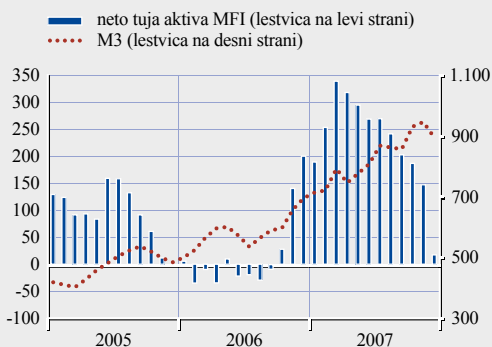
Dejstvo, ali spremembe v stanju neto tuje aktive MFI vplivajo na M3, je odvisno od tega, kako nedenarni sektorji euroobmočja (gospodinjstva ali nefinančne družbe) financirajo svoje transakcije s tujino.<sup>1</sup> Predstavljajmo si na primer, da gospodinjstvo euroobmočja kupi obveznico rezidenta ZDA. Če je ta transakcija izvedena z uporabo računa pri eni od MFI, to pomeni znižanje neto tuje aktive sektorja MFI, saj kreditna institucija euroobmočja, ki je odgovorna za transakcijo, bodisi zniža svoje terjatve do korespondenčne banke v ZDA ali pa korespondenčni banki v ZDA odobri depozit. Vendar pa je vpliv na M3 nejasen. Če se po eni strani nakup financira iz vlog čez noč, ki jih ima gospodinjstvo v svoji kreditni instituciji, bo to zaviralno vplivalo na M3, ker se komponenta M1 zmanjša. Če se po drugi strani transakcija financira s posojilom, ki ga banka odobri gospodinjstvu, ne bo nobenega vpliva na M3, temveč bo prišlo do spremembe sestave protipostavk M3.<sup>2</sup>

1 Pri analizi denarnih gibanj je treba upoštevati, da na obseg denarja neposredno vplivajo le transakcije med imetniki denarja v euroobmočju na eni strani ter bankami in nerezidenti euroobmočja na drugi strani. Transakcija med drugimi institucijami euroobmočja razen monetarnih finančnih institucij predstavlja le obtok denarja znotraj nedenarnega sektorja brez vpliva na skupen obseg denarja v euroobmočju. To se zgodi, ko se zasebne transakcije financirajo z izmenjavo delnic.

2 Poudariti je treba, da nekatere transakcije, ki vplivajo na neto tujo aktivo MFI, nimajo nobenega vpliva ne na denar ne na kredite. Kreditna institucija na primer, ki proda državno obveznico euroobmočja nerezidentu, bo vplivala na neto tujo aktivo MFI (navzgor) in na kredite širše opredeljeni državi (navzdol), ne bo pa vplivala na M3.

Graf A Neto tuja aktiva MFI in rast M3

(letni tokovi v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Nasprotno pa, če subjekt iz tujine kupi vrednostni papir od subjekta iz nedenarnega sektorja euroobmočja in ta nakup poravna s prenosom denarja s svojega bančnega računa pri eni od MFI euroobmočja na bančni račun subjekta euroobmočja, se M3 poveča zaradi povečanja neto tuje aktive sektorja MFI euroobmočja.

Pomembno orodje pri preučevanju dejavnikov sprememb v stanju neto tuje aktive MFI je „denarni prikaz plačilne bilance“. V tem sklopu ugotavljamo povezavo med statistiko plačilne bilance in statistiko bilance stanja MFI, s čimer lahko ugotovimo, ali kapitalski tokovi, ki spremljajo gibanje stanja neto tuje aktive, izvirajo iz nedenarnega sektorja euroobmočja ali iz nerezidentov oziroma ali odražajo menjavo blaga in storitev ali neposredne in portfeljske naložbe.

### Razlaga gibanja neto tuje aktive MFI od konca leta 2006 dalje

Denarni prikaz plačilne bilance kaže, da so bile glavni vir povečevanja stanja neto tuje aktive MFI od konca leta 2006 do pomladi 2007 portfeljske naložbe v finančno premoženje euroobmočja, zlasti v dolžniške vrednostne papirje in tudi v lastniške vrednostne papirje (glej graf B).<sup>3</sup>

### Dolžniški vrednostni papirji

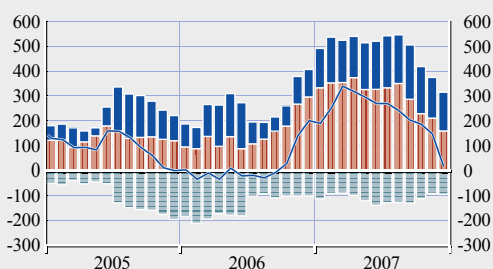
Pogled na vir kapitalskih tokov kaže, da je povečanje letnega toka neto tuje aktive MFI izhajal večinoma iz večjih naložb tujcev v euroobmočje in ne iz vračanja sredstev rezidentov euroobmočja iz tujine v matično državo. Portfeljske naložbe tujih vlagateljev v dolžniške vrednostne papirje euroobmočja so bile močne od sredine leta 2006 dalje, letni tokovi pa so nov vrhunec dosegli aprila 2007 in so do tretjega četrtletja 2007 ostali visoki (glej graf C). To je lahko posledica ugodnega naložbenega okolja za tuje udeležence na finančnem trgu v euroobmočju, za katerega sta bila značilna nizka volatilitnost in obsežna likvidnost na finančnih trgih. Močno povpraševanje nerezidentov po dolžniških vrednostnih papirjih euroobmočja se je ob zmanjšanju izdajanja širše države euroobmočja v glavnem izravnilo s precejšnjo prodajo državnih vrednostnih papirjev s strani monetarnih finančnih institucij.

3 Za dodatne informacije v zvezi z denarnim prikazom plačilne bilance euroobmočja glej okvir z naslovom „Monetary presentation of the euro area balance of payments“, Mesečni bilten ECB, junij 2003.

**Graf B Sestava kapitalskih tokov nedenarnega sektorja in neto tuja aktiva MFI**

(letni tokovi v milijardah EUR)

- neto portfeljske naložbe v lastniški kapital
- neto portfeljske naložbe v dolžniške vrednostne papirje
- neto neposredne naložbe
- neto tuja aktiva MFI

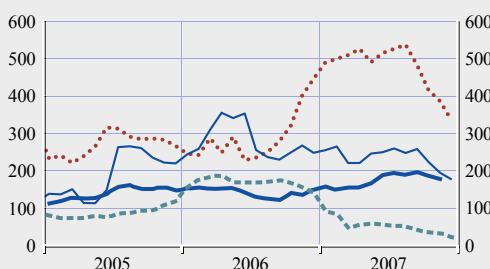


Vir: ECB.

**Graf C Sestava tokov portfeljskih naložb**

(letni tokovi v milijardah EUR)

- portfeljske naložbe v dolžniške vrednostne papirje v tujini
- portfeljske naložbe v dolžniške vrednostne papirje v euroobmočju
- portfeljske naložbe v lastniški kapital v tujini
- portfeljske naložbe v lastniški kapital v euroobmočju



Vir: ECB.

V drugi polovici leta so nekatere naložbene pozicije ob finančnih pretresih in ponovne ocene tveganja verjetno postale neprivlačne. Mogoče je tudi, da so vlagatelji zunaj euroobmočja potrebovali likvidna sredstva za druge posle in zato niso povečevali svojih naložb v euroobmočju. Hkrati so ugodne naložbene priložnosti v svetu pritegnile naložbe rezidentov euroobmočja. To je bilo opazno v postopnem povečevanju letnega toka portfeljskih naložb, ki so jih vlagatelji iz euroobmočja izvedli v tuje dolžniške vrednostne papirje. Takšne naložbe so verjetno postale privlačnejše zaradi krepitve tečaja eura. Ob približno nespremenjenih tujih naložbah v euroobmočje do avgusta 2007 in njihovem velikem znižanju zatem ter ob približno nespremenjenih naložbah rezidentov euroobmočja v tujino se je letni tok neto tuje aktive v drugi polovici leta umiril.

### Lastniški vrednostni papirji in neposredne tuje naložbe

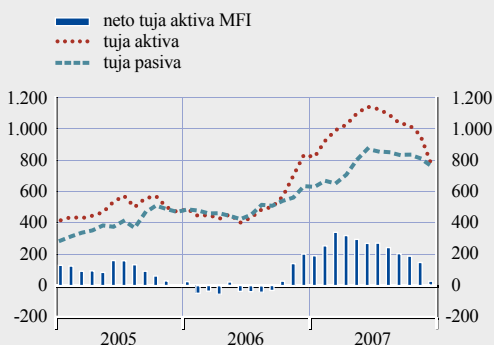
Kar zadeva portfeljske naložbe v lastniške vrednostne papirje, so se naložbe drugih razen monetarnih finančnih institucij euroobmočja v tujino stalno zniževale, naložbe tujcev v euroobmočje pa so ostale razmeroma nespremenjene, čeprav precej bolj umirjene kot naložbe v dolžniške vrednostne papirje, in so se proti koncu leta nekoliko zmanjšale. Kvalitativne informacije na koncu leta 2006 in na začetku leta 2007 so pokazale, da so imeli svetovni vlagatelji pozitivno mnenje o delniških trgih euroobmočja in da so bila pričakovanja vlagateljev glede dobičkov podjetij euroobmočja pozitivna. Do sredine leta 2007 so neto portfeljske naložbe v lastniške vrednostne papirje kazale na višje letne prilive neto tuje aktive MFI, kar pa je izravnalo umirjanje neto neposrednih naložb. Takšna dinamika se je v zadnjem četrtletju 2007 nekoliko obrnila, ko so se letni prilivi neto portfeljskih naložb v lastniške vrednostne papirje nekoliko zmanjšali, kar pa so izravnali manjši neto odlivi neposrednih naložb.

Poleg izrazitih gibanj v neto tuji aktivi MFI od konca leta 2006 dalje so bila enako izrazita tudi gibanja v bruto tuji aktivi (in pasivi) sektorja MFI euroobmočja. S tem je prišlo do spremembe v primerjavi z razmeroma postopno krepitvijo v obdobju pred tem (glej graf D). Hkratna rast bruto stanj v letu 2007 je bila predvsem posledica hitre krepitve posojil MFI tujini, zaradi česar so pri monetarnih finančnih institucijah euroobmočja nastale obveznosti iz naslova vlog do nerezidentov euroobmočja.

Hkratna rast bruto tuje aktive in pasive je lahko tudi posledica večje finančne integracije. Tako se lahko transakcije znotraj sektorja MFI, ko na primer MFI v eni državi euroobmočja financira posojanje MFI v drugi državi euroobmočja, vedno bolj kanalizirajo prek finančnih centrov s sedežem zunaj euroobmočja. Druga možnost je, da rezidenčne kreditne institucije, npr. skladi denarnega trga, delujejo izključno v imenu svojih matičnih družb zunaj euroobmočja. Če te institucije prejemajo svoja sredstva samo iz tujine in jih tudi vlagajo samo na domači trg matične družbe, je njihovo celotno poslovanje prikazano le v tuji aktivi in pasivi konsolidirane bilance stanja sektorja MFI euroobmočja.

**Graf D Gibanja bruto tuje aktive in pasive**

(letni tokovi v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Visoka rast bruto tujih stanj nima neposrednega vpliva na neto tuja stanja. Kljub temu lahko takšne razmere povzročijo hitre premike velikih količin likvidnih sredstev, zaradi česar nastanejo velike kratkoročne spremembe v obsegu in smeri tokov v stanju neto tuje aktive MFI. To pa po drugi strani povečuje izpostavljenost domačih denarnih gibanj zunanjim dejavnikom.

### Sklepna ugotovitev

V stanju neto tuje aktive sektorja MFI euroobmočja je od konca leta 2006 dalje prišlo do izrazitih gibanj, pri čemer so neto letni prilivi marca 2007 presegali tiste iz obdobja prerazporeditev portfeljev od leta 2001 do leta 2003. Gibanja v stanju neto tuje aktive do pomladi 2007 so vsaj z računovodskega vidika opazno vplivala na dinamiko rasti M3. Obseg transakcij med nedenarnim sektorjem euroobmočja in tujino se bo s svetovno integracijo finančnih trgov verjetno povečal. Glede na mnogovrstne vzvode in izvore teh transakcij bo podrobna ocena gibanj neto tuje aktive v okviru denarne analize ECB predstavljala velik izziv.

neto tuje aktive sektorja MFI je predstavljena v okvirju 1.) Denarni prikaz plačilne bilance kaže, da letni prilivi neto tuje aktive v sektor MFI predstavljajo naložbe nerezidentov v dolžniške vrednostne papirje euroobmočja.

### OB PRETRESIH NA FINANČNIH TRGIH SO SE NA DENARNEM TRGU POJAVILE NAPETOSTI

Obrestne mere na denarnem trgu so se leta 2007 zvišale v celotnem razponu ročnosti. V prvi polovici leta je bilo to v skladu z zvišanjem ključnih obrestnih mer ECB. V drugi polovici leta pa se je po pretresih na denarnih in finančnih trgih pojavila nadaljnja občutna rast obrestnih mer na nezavarovanem denarnem trgu. Razlika med obrestnimi merami na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu se je povečala za vse ročnosti, razen pri zelo kratkoročnih. Te razlike so ostale velike tudi na začetku leta 2008, čeprav so se nekoliko zmanjšale.

Svet ECB je marca in junija zvišal ključne obrestne mere ECB za 25 bazičnih točk, pri čemer je obrestna mera mejnega posojila, izklicna obrestna mera in obrestna mera mejnega depozita dosegla 5%, 4% oziroma 3% (glej graf 1). V preostanku leta 2007 in na začetku leta 2008 se ključne obrestne mere ECB niso spreminjale. Po vztrajni rasti v prvi polovici leta v skladu s pričakovanimi nadaljnjega zvišanja ključnih obrestnih mer ECB so se obrestne mere nezavarovanega denarnega trga po 9. avgustu močno zvišale predvsem

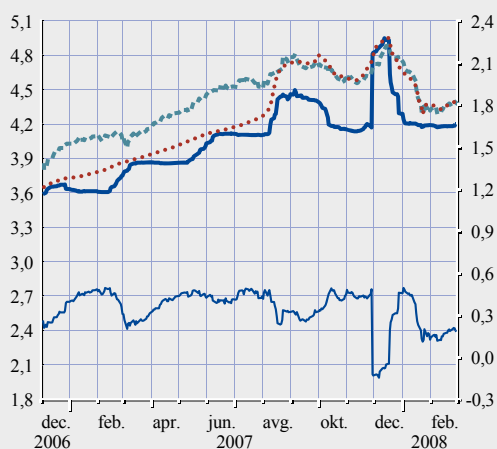
zaradi napetosti na denarnih in finančnih trgih, potem ko se je pojavila negotovost glede izpostavljenosti bank izgubam, ki so izvirale iz drugorazrednih hipotek v ZDA in zapletenih izvedenih finančnih instrumentov (glej graf 10). Te obrestne mere so najvišjo raven dosegle sredi decembra, ko je napetosti na medbančnem trgu zaostriala še negotovost ob koncu leta. 1-mesečne, 3-mesečne in 12-mesečne obrestne mere EURIBOR so 29. februarja 2008 znašale 4,20%, 4,38% oziroma 4,38%, tj. 57, 66 in 35 bazičnih točk več kot 2. januarja 2007. Nasprotno so se obrestne mere na zavarovanem medbančnem trgu od začetka avgusta naprej postopno nižale zaradi popravka navzdol pri pričakovanih trgov glede prihodnje smeri gibanja ključnih obrestnih mer ECB.

Z občutnim zvišanjem obrestnih mer na nezavarovanem denarnem trgu se je razlika med obrestnimi merami na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu občutno povečala, zlasti pri ročnostih do enega meseca in daljših (glej graf 11). Te razlike so v zadnjih mesecih leta ostale velike, pri čemer je razlika med 3-mesečnimi obrestnimi merami EURIBOR in 3-mesečnimi obrestnimi merami EUREPO (indeks repo pogodb zasebnega sektorja) 17. decembra zaradi posebnih napetosti proti koncu leta dosegla najvišjo vrednost v višini 93 bazičnih točk. Čeprav se je ta razlika nato zmanjšala in je 29. februarja 2008 znašala 43 bazičnih točk, je bila še naprej velika v primerjavi s povprečno ravni 7 bazičnih točk v prvi polovici leta 2007.

**Graf 10 Obrestne mere denarnega trga**

(odstotki na leto; dnevni podatki)

- 1-mesečni EURIBOR (lestvica na levi strani)
- ... 3-mesečni EURIBOR (lestvica na levi strani)
- - - 12-mesečni EURIBOR (lestvica na levi strani)
- razpon med 12-mesečnim in 1-mesečnim EURIBOR (lestvica na desni strani)

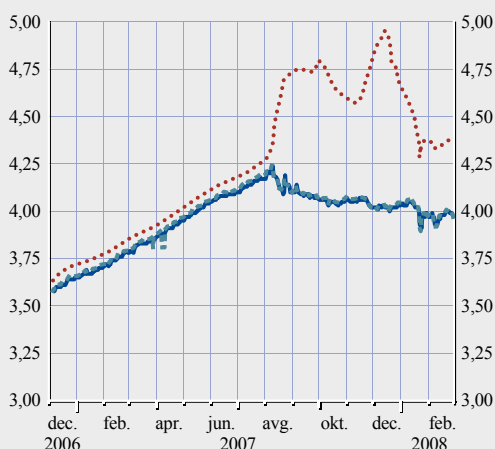


Vira: ECB in Reuters.

**Graf 11 3-mesečni EUREPO, EURIBOR in obrestne zamenjave čez noč**

(odstotki na leto; dnevni podatki)

- 3-mesečni EUREPO
- ... 3-mesečni EURIBOR
- - - 3-mesečna obrestna zamenjava čez noč



Vira: ECB in Reuters.

Naklon krivulje donosnosti denarnega trga – merjen kot razlika med 12-mesečno in 1-mesečno obrestno mero EURIBOR – je med letom 2007 kazal nekaj volatilnosti, pri čemer je razlika nihala med -15 in 50 bazičnimi točkami. Razlika je 29. februarja 2008 znašala 18 bazičnih točk v primerjavi s 40 bazičnimi točkami 2. januarja 2007 (glej graf 10). Krivuljo donosnosti denarnega trga je treba razlagati z določeno mero previdnosti, saj so bile razlike med obrestnimi merami EURIBOR na nezavarovanem trgu in obrestnimi merami na zavarovanem trgu (npr. EUREPO) v drugi polovici leta glede na pretekla gibanja zelo izrazite pri ročnostih, daljših od zelo kratkoročnih, na kar so vplivali pretresi na denarnih trgih po avgustu 2007.

Obrestne mere, ki jih kažejo terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR za leto 2008, so se v

letu 2007 zvišale. Vendar je tudi tu potrebna previdnost, saj so se obrestne mere EURIBOR ob napetostih na denarnem trgu skokovito povišale, kar bi lahko zameglilo običajne informacije, ki jih je mogoče izluščiti iz teh obresti v zvezi s pričakovani prihodnjih obrestnih mer. Obrestne mere v terminskih pogodbah na 3-mesečni EURIBOR z zapadlostjo marca, junija in septembra 2008 so 29. februarja 2008 znašale 4,36%, 4,05% oziroma 3,71%, tj. 33 in 6 bazičnih točk več oziroma 27 bazičnih točk manj kot 2. januarja 2007.

V prvi polovici leta 2007 je implicitna volatilitnost, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR, upadla. Implicitna volatilitnost pa se je močno povečala po avgustu, ko so se pojavile napetosti na denarnih in finančnih trgih (glej okvir 2).

### VOLATILNOST OBRESTNIH MER DENARNEGA TRGA V LETU 2007

Pri ocenjevanju gibanj na denarnem trgu v letu 2007 je treba analizirati ne le raven obrestnih mer (kot v glavnem besedilu), temveč tudi njihovo volatilnost. V zvezi s tem je posebno pomembno dvojje: i) ocena, kako sklepi o denarni politiki vplivajo na denarne trge, in ii) analiza delovanja trga, zlasti glede transmisije signalov denarne politike s krajšega na daljši del razpona ročnosti obrestnih mer.

Kar zadeva prvo, si centralne banke prizadevajo, da njihovi ukrepi politike in sporočila ne bi že sami po sebi povzročali nepotrebnih negotovosti (npr. z dodatnim „hrupom“ v gospodarstvu), kar bi se zagotovo jasno pokazalo v večji volatilnosti na finančnih trgih.

Kar zadeva drugo, analiza volatilnosti omogoča vpogled v mikrostrukturo denarnih trgov in učinkovitost njihovega delovanja.<sup>1</sup> Primerjava volatilnosti obrestnih mer določenih ročnosti s povprečno stopnjo volatilnosti v celotnem razponu lahko na primer centralnim bankam omogoči odkriti netipična gibanja v nekaterih segmentih denarnega trga, ki so lahko povezana z nepravilnostjo v strukturi trga in lahko preprečujejo učinkovito transmisijo ukrepov denarne politike.

Na podlagi tega lahko z analizo volatilnosti obrestnih mer denarnega trga v letu 2007 osvetlimo vpliv finančnih pretresov po avgustu 2007. V tem okvirju se osredotočamo na gibanja v nezavarovanem segmentu medbančnega trga (tj. na transakcije, izvedene brez zavarovanja), na katerega so pretresi najbolj vplivali. Upoštevamo merila volatilnosti, izvedena iz obrestne mere čez noč, obrestne mere za medbančne vloge z 1-, 3-, 6- in 12-mesečno ročnostjo ter 3-mesečni EURIBOR (za katerega obstajajo različne izvedene finančne pogodbe).<sup>2</sup>

#### Gibanje volatilnosti obrestnih mer denarnega trga v letu 2007

V grafu A je prikazano gibanje pretekle realizirane volatilnosti obrestnih mer čez noč v letu 2007. Med januarjem in sredino julija je bila realizirana volatilnost razmeroma nizka in na podobni ravni kot v zadnjih letih. Volatilnost je kazala običajni vzorec občasnega povečanja, ki je bilo omejeno na posamezna obdobja, tj. dneve med zadnjo operacijo glavnega refinanciranja in zadnjim dnevom obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Po povečani volatilnosti, ki jo je bilo proti koncu julija mogoče opaziti na večini finančnih trgov, so se na začetku avgusta pojavile vedno večje napetosti na denarnem trgu, ki so bile posledica vse večje negotovosti zaradi potencialno velikih izgub bank pri naložbah v trge drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA in s tem povezane instrumente. To je povzročilo večje povpraševanje po likvidnosti čez noč in skokovito povečanje volatilnosti. Volatilnost je ostala na zelo visoki ravni do oktobra, ko so se razmere nekoliko stabilizirale, delno zaradi učinkovitosti likvidnostne politike ECB pri reševanju napetosti na denarnem trgu. Napetosti so se v drugi polovici novembra ponovile. Volatilnost obrestnih mer čez noč je bila spet nenavadno visoka, zlasti proti koncu leta, ob splošni zaskrbljenosti trga glede morebitnega pomanjkanja likvidnosti ob koncu leta.

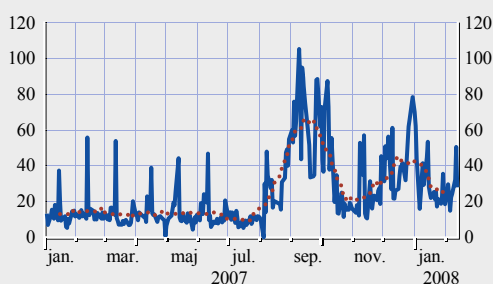
<sup>1</sup> Eno od vprašanj torej je, kako meriti volatilnost obrestnih mer in finančnih donosov. To vprašanje je obravnavano v članku z naslovom „The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective“, Monthly Bulletin ECB, februar 2008.

<sup>2</sup> Dve merili volatilnosti, ki sta obravnavani v tem okvirju (realizirana pretekla volatilnost in implicitna volatilnost), sta podrobno opisani v okvirju z naslovom „Measuring volatility in the money market“ v članku, ki je naveden v opombi 1.

**Graf A Dnevna realizirana volatilitnost obrestne mere čez noč**

(bazične točke)

- dnevna realizirana volatilitnost obrestne mere čez noč
- ..... sredinjena 21-dnevna drseča sredina

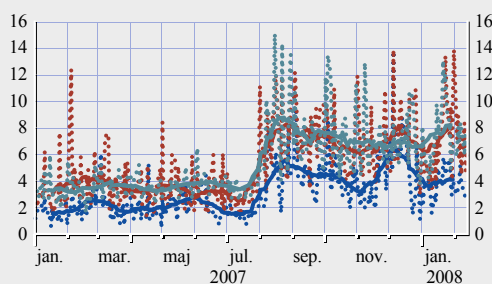


Vira: Reuters in ocene ECB.

**Graf B Dnevna realizirana volatilitnost dolgoročnih obrestnih mer za vloge**

(bazične točke)

- ..... 1-mesečna obrestna mera za vloge
- ..... 3-mesečna obrestna mera za vloge
- ..... 12-mesečna obrestna mera za vloge
- sredinjena 21-dnevna drseča sredina (1 mesec)
- sredinjena 21-dnevna drseča sredina (3 meseci)
- sredinjena 21-dnevna drseča sredina (12 mesecev)



Vira: Reuters in ocene ECB.

Če pogledamo dolgoročnejshe obrestne mere – obrestne mere za vloge z 1-, 3- in 12-mesečno ročnostjo – se pokaže približno enaka dinamika (glej graf B). Kljub temu obstajajo velike razlike, zlasti težnja dolgoročnejših obrestnih mer, da se ostreje odzivajo na avgustovske pretrese.

### Kaj je vzrok za povečano volatilitnost v avgustu 2007?

Med koncem junija in začetkom avgusta je postalo jasno, da so številne evropske finančne institucije doživele precejšnje izgube pri svojih dejavnostih na drugorazrednih hipotekarnih trgih v ZDA. Ko se je zaskrbljenost glede izpostavljenosti neizpolnitvi obveznosti iz ameriških drugorazrednih hipotekarnih posojil okrepila, se je zmožnost prehodnih družb, da se same refinancirajo, zmanjšala, povpraševanje po likvidnosti s strani bank, ki so morale kreditirati prehodne družbe, pa se je povečalo. To so še poslabšale težave pri vrednotenju teh finančnih proizvodov. Povečano povpraševanje po likvidnosti je skupaj z izgubo zaupanja med nasprotnimi strankami povzročilo, da se je velik delež bank nagibal k tezavriranju likvidnosti, zato se je skupna likvidnost trga občutno zmanjšala. Obrestne mere na denarnem trgu so se precej zvišale, tudi v segmentu vlog čez noč, ko je bila obrestna mera na dnevni osnovi skoraj 70 bazičnih točk višja kot izključna obrestna mera.

Glede na veliko povpraševanje po likvidnosti na trgu čez noč, kar je tudi povzročilo občutno zvišanje zelo kratkoročnih obrestnih mer na trgu, je Eurosistem 9. avgusta z operacijo refinanciranja čez noč na trg ponudil veliko količino likvidnosti. Ker so se napetosti na denarnem trgu nadaljevale, so se zviševale tudi obrestne mere v dolgoročnejsih segmentih nezavarovanega denarnega trga (tj. za medbančna posojila, ki niso zavarovana z izmenjavo finančnega premoženja), kar je povzročilo, da so razlike v primerjavi z zavarovanim segmentom znašale tudi do petkrat več od dolgoročnega povprečja. Da bi omogočili boljšo porazdelitev likvidnosti med banke, je Eurosistem v drugi polovici leta izvedel več različnih oblik operacij zagotavljanja likvidnosti. Ti ukrepi so skupaj z aktivno politiko komuniciranja vsaj kratkoročno prispevali k bolj nemotenemu delovanju trga in pomagali prepričati banke, da bodo njihove potrebe po likvidnosti izpolnjene. Raven volatilitnosti na zavarovanem trgu se je tako pri več ročnostih nekoliko znižala.



### Primerjava med gibanjem realizirane in implicitne volatilnosti

Implicitna volatilnost<sup>3</sup> se izračuna na podlagi opcij, ki temeljijo na daljnosežnih pričakovanjih in s tem omogočajo določen vpogled v volatilnost med obdobjem, ki ga pokrivajo pogodbe (3-mesečne terminske pogodbe na EURIBOR). Nasprotno pa realizirana volatilnost odraža zaznano negotovost, ki prevladuje na trgu.

Čeprav je krivulja obeh meril volatilnosti v glavnem podobna, so gibanja implicitne volatilnosti izrazitejša kot gibanja realizirane volatilnosti, izračunane na podlagi 3-mesečne obrestne mere za vloge. V grafu C lahko vidimo, da se je implicitna volatilnost začela povečevati sredi julija in se okrepila na začetku avgusta, pri čemer je izrazito nihala. Podobno povečanje je bilo mogoče opaziti pri realizirani volatilnosti, izračunani na podlagi 3-mesečnih obrestnih mer za vloge, vendar je bilo tu povečanje bolj postopno in na splošno bolj umirjeno, tudi v avgustu, ko je bilo najbolj kritično obdobje za denarni trg.

Gibanje obeh meril volatilnosti večinoma odraža naravo vsakega od meril. Medtem ko povečanje realizirane volatilnosti 3-mesečne obrestne mere odraža zaznane napetosti v 3-mesečnem nezavarovanem segmentu denarnega trga, pa implicitna volatilnost upošteva tudi negotovost glede prihodnjega vpliva napetosti, ki izhaja iz dejstva, da so številne evropske banke objavile svojo izpostavljenost listinjenim proizvodom, povezanimi z drugorazrednim hipotekarnim trgom. Zaradi nadaljevanja napetosti na denarnem trgu se je povečala negotovost glede prihodnjega finančnega in makroekonomskega okolja, kar je zajeto v implicitni in ne v realizirani volatilnosti.

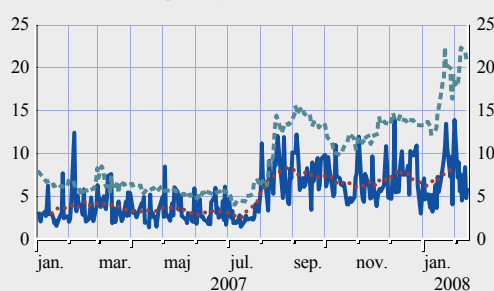
Po izjemno visoki ravni do začetka septembra se je realizirana volatilnost v tem mesecu nekoliko zmanjšala, verjetno kot odziv na velikodušno likvidnostno politiko od sredine avgusta dalje. Hkrati je implicitna volatilnost ostajala visoka, verjetno zaradi izrazitejših napetosti v nezavarovanem segmentu trga, še posebno v 3-mesečnem obdobju, čeprav je septembra tudi ta volatilnost kazala znake upadanja.

Kljub navedenemu znižanju pa sta se obe merili pozneje večinoma ustalili, čeprav na višjih ravneh, kot so prevladovala pred začetkom pretresov v avgustu, kar kaže, da bo za vrnitev na stabilne pogoje trga, ki so prevladovali pred pretresi, verjetno potrebno nekaj časa.

### Graf C Realizirana volatilnost in implicitna volatilnost 3-mesečnih obrestnih mer denarnega trga

(bazične točke)

— realizirana volatilnost (3-mesečna obrestna mera)  
- - - realizirana volatilnost – sredinjena 21-dnevna drseča sredina  
- - - implicitna volatilnost na podlagi opcij na terminske pogodbe 3-mesečni EURIBOR (s stalno zapadlostjo čez 6 mesecev)



Vira: Reuters in ocene ECB.

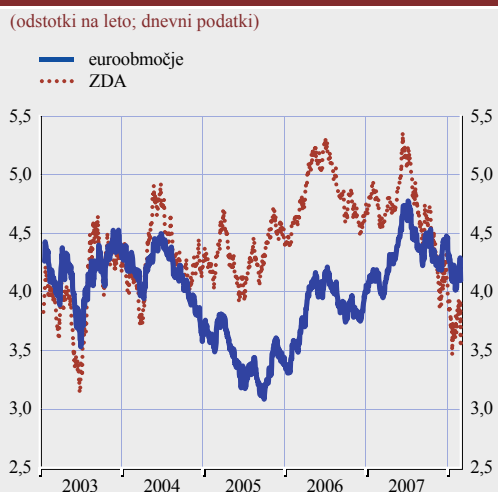
3 Implicitna volatilnost v tem okvirju je izpeljana iz opcij na 3-mesečne terminske pogodbe s stalnim 6-mesečnim obdobjem do zapadlosti.

## VELIKA NIHANJA NA SVETOVNIH OBVEZNIŠKIH TRGIH V LETU 2007

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju je ob koncu leta 2007 zanašala 4,4%, kar je bilo okrog 40 bazičnih točk več kot leto prej (glej graf 12). Znotraj dokaj majhnega skupnega povečanja donosnosti pa so bila nihanja med letom razmeroma izrazita. Tako so finančni pretresi, ki so izvirali iz težav v ameriškem nepremičninskem sektorju, proti koncu leta povzročili večjo volatilitnost na svetovnih obvezniških trgih. Razlog za zmerno skupno spremembo nominalne donosnosti dolgoročnih obveznic v euroobmočju je bilo rahlo zvišanje realne donosnosti desetletnih obveznic, vezanih na inflacijo, in s tem povezanih dolgoročnih izvedenih stopenj inflacije. Donosnost obveznic, vezanih na inflacijo, ki zapadejo leta 2015 – merilo dolgoročne realne obrestne mere – je ob koncu leta 2007 znašala 2%, okrog 20 bazičnih točk več kot ob koncu leta 2006. Petletna termimska izvedena stopnja inflacije čez pet let, ki meri dolgoročna inflacijska pričakovanja in ustrezne premije za tveganja, se je leta 2007 zvišala za 20 bazičnih točk in je ob koncu leta znašala skoraj 2,4%.

V prvi polovici leta 2007 se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic izrazito povečala na obeh straneh Atlantika. V euroobmočju se je donosnost državnih obveznic z desetletno zapadlostjo med koncem decembra 2006 in začetkom julija 2007 zvišala za največ okrog 70 bazičnih točk, medtem ko je donosnost desetletnih obveznic v ZDA dosegla najvišjo raven sredi junija, ki je bila za okrog 60 bazičnih točk višja kot ob koncu leta 2006. Dvig dolgoročnih obrestnih mer euroobmočja je odražal tržna pričakovanja o visoki gospodarski rasti. Ta ocena je bila skladna z objavljenimi podatki o makroekonomski in poslovni klimi, ki so bili v povprečju boljši od pričakovanih. Postopno zviševanje donosnosti obveznic euroobmočja je bilo v prvih šestih mesecih leta 2007 za kratek čas prekinjeno ob dveh priložnostih. Prvič, donosnost dolgoročnih obveznic se je ob koncu februarja in na začetku marca znižala po izrazitem upadu nagnjenosti k tveganju, čemur so sledile preusmeritve portfeljev z delniških na obvezniške trge. Drugič,

Graf 12 Donosnost dolgoročnih državnih obveznic<sup>1)</sup>



Viri: Reuters, Bloomberg in Thomson Financial Datastream.  
1) 10 letne obveznice ali najbližja razpoložljiva zapadlost obveznic.

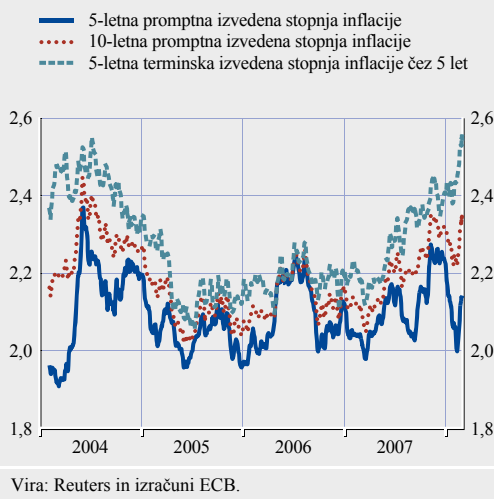
donosnost dolgoročnih obveznic se je v začetku junija izrazito zvišala zaradi velike odprodaje, ki je izvirala iz ameriških obvezniških trgov.

Vse kaže, da je bila razmeroma močna okrepitev nominalne donosnosti obveznic euroobmočja v prvi polovici leta 2007 predvsem posledica zvišanja komponente realne obrestne mere. Hkrati so se dolgoročna inflacijska pričakovanja v euroobmočju in ustrezne premije za tveganja v tem obdobju le malo dvignile. Petletna termimska izvedena stopnja inflacije čez pet let na primer se je v prvih šestih mesecih leta 2007 zvišala za 10 bazičnih točk in je ob koncu junija znašala 2,3% (glej graf 13).

V poletnih mesecih leta 2007 je začela naraščati zaskrbljenost glede ameriškega nepremičninskega trga. Zlasti je postalo jasno, da imajo posojiljemalci z najnižjo kreditno sposobnostjo težave pri odplačevanju tako imenovanih drugorazrednih hipotek, ki so bile sklenjene v obdobju zelo nizkih obrestnih mer med letoma 2002 in 2004. Vlagatelji so na začetku mislili, da bodo težave omejene na ZDA in da bo prizadeta le omejena skupina finančnega premoženja. Ob koncu julija je bil ta precej ugoden scenarij postavljen pred resno preizkušnjo, ko je postalo jasno, da so bile

**Graf 13 Promptne in termenske izvedene stopnje inflacije v euroobmočju**

(odstotki na leto; 5 dnevno drseče povprečje dnevnih podatkov; desezonirano)



tudi evropske finančne institucije močno izpostavljene ameriškemu trgu drugorazrednih hipotek. V posameznih primerih so izgube zaradi takšne izpostavljenosti celo ogrozile finančno stanje zadevnih institucij. Razkritje tako resnih tveganj je povzročilo širše pretrese na finančnih trgih in splošno nenaklonjenost tveganju, čemur so takoj sledile preusmeritve portfeljev v okviru umika iz bolj tveganih finančnih sredstev v varnejša, na primer v državne obveznice.

Zaradi pretresov se je donosnost desetletnih državnih obveznic euroobmočja do konca leta znižala za skupno 30 bazičnih točk v primerjavi z začetkom julija, predvsem zaradi nižje realne donosnosti. Znižanje donosnosti obveznic v ZDA je bilo precej izrazitejše, tako da je desetletna donosnost ob koncu leta znašala približno 130 bazičnih točk manj od najvišje vrednosti sredi junija. Izrazitejše znižanje ameriške donosnosti je bilo posledica slabših pričakovanj vlagateljev glede rasti ameriškega gospodarstva in sklepa Zveznega odbora za odprti trg (FOMC), da 18. septembra, 31. oktobra in 11. decembra zniža obrestne mere.

V celoti gledano so se zadnji pretresi pojavili po dokaj dolgem obdobju mirnih razmer na trgu.

Mirne razmere na trgu pred obdobjem pretresov so verjetno spodbudile udeležence na trgu k sprejemanju naložbenih odločitev na podlagi ocen tveganja, ki so se izkazale kot preveč optimistične. Okvir 3 osvetljuje glavne podobnosti in razlike med pretresi leta 2007 in tistimi iz leta 1998.

Petletna termenska izvedena stopnja inflacije čez pet let se je v zadnjih šestih mesecih leta 2007 zvišala za nadaljnjih 10 bazičnih točk in je ob koncu leta znašala 2,4%. Skupno povečanje izvedenih stopenj inflacije v letu 2007 bi bilo lahko povezano tudi s poslabšanjem kratkoročnih pričakovanj glede inflacije, kar je bilo povezano predvsem s strmim naraščanjem cen nafte in hrane. Vseeno pa ni jasno, v kolikšni meri skupno povečanje tega kazalnika kaže spremembe v dolgoročnih inflacijskih pričakovanjih tržnih udeležencev oziroma spremembe v premijah za tveganja.

Ocena udeležencev na trgu glede negotovosti obvezniškega trga v euroobmočju, merjena z implicitno volatilnostjo, je ostala v prvih šestih mesecih leta stabilna. To je bilo posledica pričakovanj, da se bodo ugodne razmere v euroobmočju in v svetovnem gospodarstvu nadaljevale. Takšna ugodna ocena se je pri vlagateljih zaradi pretresov spremenila, zato se je implicitna volatilnost obvezniškega trga med junijem in avgustom močno dvignila. Potem je implicitna volatilnost v euroobmočju ostala v glavnem nespremenjena na teh visokih ravneh.

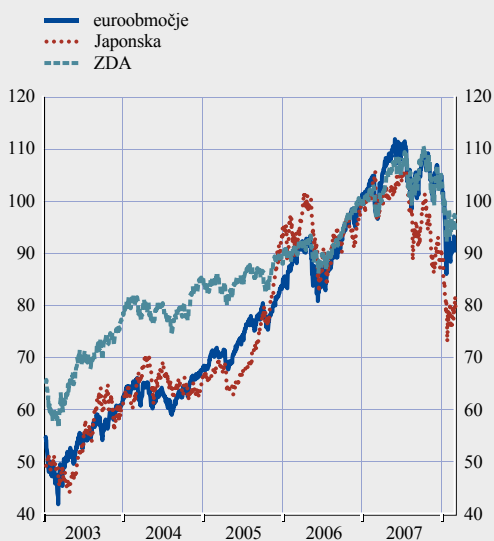
V prvih dveh mesecih leta 2008 se je donosnost dolgoročnih obveznic v euroobmočju zmanjšala za približno 30 bazičnih točk in je 29. februarja znašala 4,1%. Podobno zmanjšanje realne donosnosti obveznic, vezanih na inflacijo, kaže, da so postali tržni udeleženci na začetku leta 2008 nekoliko bolj pesimistični glede prihodnje gospodarske aktivnosti v euroobmočju.

#### **TEČAJI DELNIC EUROOBMOČJA SO SE LETA 2007 OB VISOKI VOLATILNOSTI ZVIŠALI**

Kljub močni volatilnosti v letu 2007 so se tečaji delnic euroobmočja skupno zvišali, tako da se je nada-

**Graf 14 Najpomembnejši delniški indeksi <sup>1)</sup>**

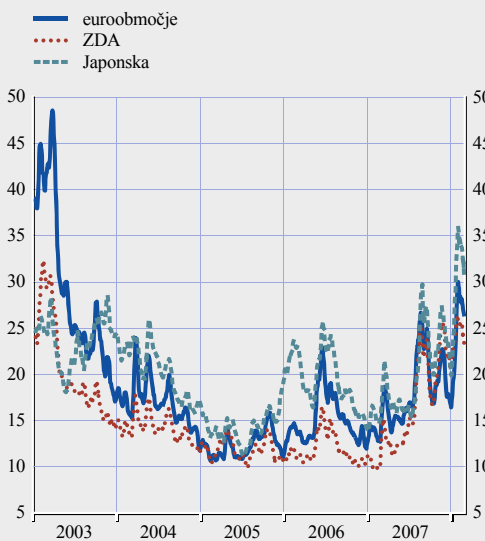
(indeks 2. januarja 2007 preračunan na novo osnovo 100; dnevni podatki)



Viri: Reuters, Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.  
1) Široki indeks Dow Jones EURO STOXX za euroobmočje, indeks Standard & Poor's 500 za ZDA in indeks Nikkei 225 za Japonsko.

**Graf 15 Implicitna volatilnost delniških trgov**

(odstotki na leto; 10 dnevna drseča sredina; dnevni podatkov)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.  
Opomba: Časovna vrsta implicitne volatilnosti odraža pričakovan standardni odklon sprememb cen delnic v odstotkih v obdobju do 3 mesecev, kot jih kažejo predvidene cene opcij na indekse tečajev delnic. Indeksi tečajev delnic, na katere se nanaša implicitna volatilnost, so Dow Jones EURO STOXX 50 za euroobmočje, Standard & Poor's 500 za ZDA in Nikkei 225 za Japonsko.

ljeval trend zviševanja, ki se je začel na začetku leta 2003 (glej graf 14). Gledano v celoti, je indeks Dow Jones EURO STOXX leto končal z dvigom za 5% v primerjavi s koncem leta 2006. Tudi delniški trgi v ZDA so leto 2007 končali pozitivno, tako da se je indeks Standard & Poor's 500 zvišal za 3,5%, medtem ko so cene japonskih delnic, merjene z indeksom Nikkei 225, padle za okrog 11%. Nihanja cen delnic euroobmočja so bila podobno kot gibanja na obvezniških trgih posebno izrazita v poletnih mesecih, ko so vlagatelji postali nenaklonjeni tveganemu finančnemu premoženju, kot so delnice. Pozitivni skupni rezultati delniških trgov v euroobmočju so bili predvsem posledica še naprej močne dejanske in pričakovane rasti dobičkov.

Cene delnic v euroobmočju so se v prvih šestih mesecih leta 2007 stalno dvigale. Trend zviševanja je bil začasno prekinjen ob koncu februarja in na začetku marca, ko so cene delnic v euroobmočju podobno kot na večini drugih večjih trgov doživele občuten popravek, ki so ga delno sprožila giba-

nja na kitajskih trgih. Indeks Dow Jones EURO STOXX je med 6. februarjem in 7. marcem izgubil okrog 4% svoje vrednosti. Potem so si trgi opomogli, delno zaradi večje nagnjenosti k tveganju, ter zaradi združitvev in prevzemov in zaradi vztrajno ugodnega gibanja dobičkov. O močni rasti dobičkov priča dejstvo, da se je med januarjem in junijem dobiček na delnico podjetij, ki so vključena v indeks Dow Jones EURO STOXX, povečal s povprečno medletno stopnjo skoraj 17%. V celoti gledano so bile cene delnic euroobmočja ob koncu junija 10% višje kot ob koncu leta 2006.

Optimizem, ki je prevladoval na svetovnih delniških trgih, se je nenadoma končal z izbruhom finančnih pretresov, kar je sprožilo splošno prevrednotenje kreditnih in finančnih tveganj in večjo nenaklonjenost tveganju med vlagatelji. Posledični padec cen delnic euroobmočja je bil, kot kaže, predvsem posledica močnega skoka premije za tveganje lastniškega kapitala pri imetjih delnic euroobmočja, zlasti podjetij v finančnem sektorju.

Hkrati se je močno povečala implicitna volatilitnost delniškega trga, ki je dosegla najvišje ravni po letu 2003 (graf 15). Odprodaja na delniških trgih euroobmočja je bila posebno velika julija in avgusta, ko je indeks Dow Jones EURO STOXX padel za približno 5%.

Septembra in na začetku oktobra so se cene delnic euroobmočja spet dvignile, podobno kot po kratkotrajnem popravku ob koncu februarja in na začetku marca. Pozneje, od sredine oktobra do konca leta, pa se je nenaklonjenost vlagateljev do tveganja spet povečala, potem ko je več finančnih institucij razkrilo, da so v naložbah na ameriškem hipotekarnem trgu utrpeli večje izgube od predvidenih. Zato so cene delnic euroobmočja in cene svetovnih delnic strmo padle, negotovost delniških trgov, ki se odraža v implicitni volatilitnosti, pa se je spet povečala in dosegla visoke ravni, podobne tistim v poletnih mesecih.

Pretresi na finančnih trgih so presenetljivo malo vplivali na pričakovano in dejansko dobičkonosnost podjetij euroobmočja. Dobiček na delnico podjetij, ki so vključena v indeks Dow Jones EURO STOXX, se je med decembrom 2006 in decembrom 2007 zvišal za 15%. Hkrati so analitiki pričakovali, da bodo dobički v dvanajstih

mesecih do konca leta 2008 rasli z letno stopnjo okrog 9%. Dejstvo, da finančni pretresi v glavnem niso vplivali na dobičkonosnost podjetij, je verjetno pripomoglo k ublažitvi splošnega upada v zadnjih šestih mesecih leta 2007.

Če pogledamo gibanja po posameznih sektorjih, sta bila najuspešnejša sektor telekomunikacij in sektor javnih gospodarskih služb, ki sta dosegla bistveno boljše rezultate od skupnega indeksa. Velika uspešnost teh sektorjev je bila verjetno posledica naklonjenosti vlagateljev do podjetij z razmeroma stalnimi denarnimi tokovi. Hkrati je bil finančni sektor v primerjavi s skupnim indeksom manj uspešen. Slabša uspešnost tega sektorja je povezana z večjo zaskrbljenostjo glede dobičkonosnosti v okolju močne izpostavljenosti tega sektorja finančnemu premoženju, ki je neposredno ali posredno povezano s šibkim hipotekarnim trgom v ZDA.

Na začetku leta 2008 je k nižjim tečajem delnic prispevala nadaljnja zaskrbljenost glede kreditnega tveganja skupaj z nižjimi pričakovanji glede dobičkov. Indeks Dow Jones EURO STOXX in indeks Standard & Poor's 500 sta se od konca leta 2007 do 29. februarja 2008 znižala za 14% oziroma za 10%.

### Okvir 3

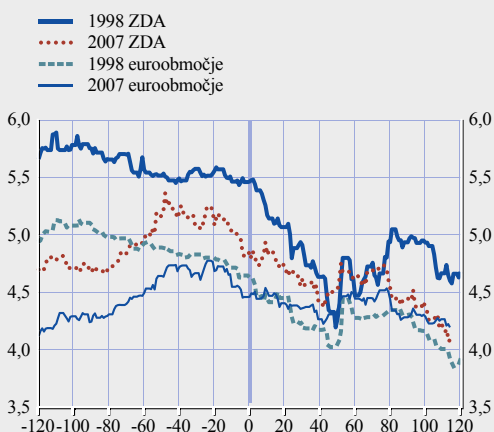
#### PODOBNOСТИ IN RAZLIKE MED NEMIRNIM DOGAJANJEM NA FINANČNIH TRGIH V LETIH 2007 IN 1998

V drugi polovici leta 2007 je na cene na finančnih trgih resno vplivalo splošno prevrednotenje finančnega tveganja, ki se je z enega segmenta kreditnega trga (finančno premoženje, zavarovano z ameriškiimi drugorazrednimi hipotekami) razširilo na celotne kreditne trge in na finančni sistem na splošno. Zaporedje in narava dogodkov, ki sta značilna za zadnje pretrese, sta v glavnem podobna tistim med nemirnim dogajanjem v drugi polovici leta 1998, ki se navadno omenjajo kot „kriza LTCM“. V tem okvirju z analizo kazalnikov finančnega trga osvetljujemo glavne podobnosti in razlike med tema epizodama.

V prvi polovici leta 1998 je večina razvitih gospodarstev doživljala ugodne tržne razmere v obliki strmo rastočih cen delnic, stabilne donosnosti dolgoročnih obveznic in zmanjševanja razponov donosnosti podjetniških obveznic, kar so deloma spodbujale ugodne makroekonomske razmere (glej grafa A in B o donosnosti obveznic in tečajih delnic v ZDA in v euroobmočju). Večinoma mirne razmere na svetovnih finančnih trgih so se poleti leta 1998 začele spreminjati. Kazalo je, da

**Graf A Donosnost dolgoročnih obveznic v ZDA in euroobmočju leta 1998 in 2007**

(odstotki na leto)

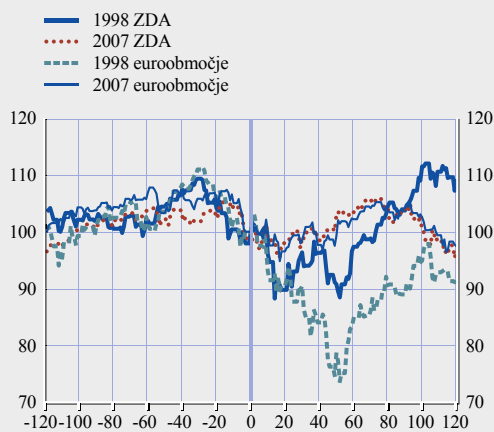


Vira: Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Os x ustreza 120 delovnim dnevom pred 17. avgustom 1998 in 30. julijem 2007 oziroma po tema datumoma. Datum leta 1998 predstavlja razglasitev ruskega moratorija, datum leta 2007 pa točko, ko je nemška banka IKB posvarila pred močnimi izgubami iz sredstev prehodnih družb/strukturiranih investicijskih družb, investiranih v strukturirane kreditne instrumente ZDA.

**Graf B Tečaji delnic v ZDA in euroobmočju leta 1998 in 2007**

(indeks, 17. avgusta 1998 in 30. julija 2007 preračunan na novo osnovo 100)



Vira: Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Os x ustreza 120 delovnim dnevom pred 17. avgustom 1998 in 30. julijem 2007 oziroma po tema datumoma. Datum leta 1998 predstavlja razglasitev ruskega moratorija, datum leta 2007 pa točko, ko je nemška banka IKB posvarila pred močnimi izgubami iz sredstev prehodnih družb/strukturiranih investicijskih družb, investiranih v strukturirane kreditne instrumente ZDA.

so bile spremembe v klimi na finančnih trgih in v nagnjenosti vlagateljev k tveganju tesno povezane z dvema glavnima dejavnikoma: prvič, udeleženci na trgu so postali bolj črnogledi glede vpliva, ki naj bi ga imelo krčenje azijskih nastajajočih trgov v letu 1997 na svetovno gospodarstvo, in drugič, zaskrbljenost trga v zvezi z vzdržnostjo ruskega dolga je začela naraščati. Takšne skrbi so dosegle vrhunec 17. avgusta, ko je Rusija najavila prestrukturiranje dolga, devalvacijo in moratorij na odplačila zasebnih glavnin. Te najave so sprožile odprodajo na svetovnih trgih lastniškega kapitala in na trgih podjetniških obveznic. Preusmeritve portfeljev v okviru umika v varnejše naložbe so povzročile znižanje donosnosti dolgoročnih državnih obveznic (glej graf A).

Zaradi močne reakcije trga na neizpolnjevanje finančnih obveznosti v Rusiji se je povečala zaskrbljenost, da bo prišlo do svetovne kreditne stiske. Mnogi hedge skladi in banke so poročali o velikih izgubah, večinoma zaradi večanja razponov podjetniških obveznic in drugih razponov tveganja. Večanje razponov je povzročilo pozive h kritju in temu ustrezno potrebo po dodatni likvidnosti za financiranje pozicij. Na začetku septembra 1998 so kratkoročne težave s financiranjem postale posebno resne za enega od največjih hedge skladov – Long-Term Capital Management (LTCM). Pojavila se je splošna zaskrbljenost, da bo sklad LTCM prisiljen zapreti velike pozicije v že tako zaostrenih tržnih razmerah, kar bi lahko po drugi strani povzročilo velika sistemska tveganja za svetovni finančni sistem. Več ukrepov, sprejetih v naslednjih nekaj tednih, pa je omogočilo, da je trg spet začel delovati normalno: 23. septembra je bil najavljen zasebni načrt za reševanje sklada LTCM, ameriška centralna banka pa je sklenila v treh korakih znižati svoje ključne obrestne mere za skupno 100 bazičnih točk. Kriza na splošno ni veliko vplivala na realno gospodarstvo.

Pri obeh epizodah nemirnega dogajanja (leta 2007 in leta 1998) lahko opazimo dve pomembni podobnosti. Prva se nanaša na razmere na finančnih trgih pred pretresi, druga pa na dejstvo, da je v obeh primerih pretrese sprožil razmeroma majhen šok.

Kar zadeva prvo podobnost, so bila v obeh primerih za razmere pred pretresi značilna dolga obdobja splošnega zviševanja cen finančnega premoženja v večini segmentov, skupaj z nizkimi stopnjami volatiliteti finančnih trgov. Takšne zelo ugodne razmere na finančnih trgih so verjetno spodbudile nekatere vlagatelje k sprejemanju naložbenih odločitev na podlagi ocen tveganja, ki so se izkazale kot preveč optimistične. Zato so se ti vlagatelji verjetno preveč zanašali na nedavne izkušnje in so ekstrapolirali nedavne trende, ki so bili v nasprotju z vrednostmi in verjetnostjo dolgoročnega ravnotežja.

Kar zadeva drugo podobnost, v obeh primerih so pretresi izbruhnili v obdobju, ko ni bilo večjih inflacijskih ali gospodarskih šokov, temveč so obe krizi sprožili razmeroma majhni šoki (tj. nepričakovano neizpolnjevanje obveznosti v precejšnjih, vendar ne izjemno velikih segmentih trga), ki so povzročili splošno prevrednotenje finančnega tveganja, zato je prišlo do izjemno velikih sprememb cen v posameznih segmentih trga (zlasti v segmentu kreditnega trga). Ni mogoče prezreti, da so bili močni odzivi trga še večji zaradi prej navedenih mirnih razmer na trgu, kjer je bilo vrednotenje nekaterih razredov finančnega premoženja, vsaj gledano nazaj, s temeljnega vidika nekoliko visoko.

Kljub zgoraj navedenim podobnostim pa se razvoj dogodkov v obeh krizah razlikuje v številnih pogledih. Prvič, zaradi finančnih inovacij v zadnjem desetletju na področju prenosa kreditnega tveganja je občutno težje določiti sektorje in posamezne subjekte, kjer dejansko tiči tveganje. Čeprav se je z večjo uporabo listinjenja, kjer se nelikvidna posojila pretvorijo v likvidne instrumente, povečala možnost vlagateljev za razpršitev, je določitev cene teh novih proizvodov velikokrat izjemno zapleteno. Skokovit porast uporabe teh instrumentov in negotovost v zvezi z izpostavljenostjo nasprotnih strank je lahko delni razlog za nedavna dogajanja v številnih segmentih trga. Drugič, zadnji pretresi so pretežno vplivali na razpone in likvidnost na kreditnih in denarnih trgih. Nasprotno se je leta 1998 znižala tudi likvidnost na trgih državnih obveznic, ker je veliko tveganih naložbenih strategij v tem obdobju vključevalo tudi pozicije v državne dolžniške vrednostne papirje.

Tretjič, grafa kažeta, da je med obema finančnima krizama prišlo do določenega razhajanja med euroobmočjem in ZDA pri odzivanju cen finančnega premoženja. Leta 1998 so cene delnic bolj skokovito padle v euroobmočju kot v ZDA. Razlika v tečajih delnic je bila verjetno povezana z večjo razliko v gospodarski rasti med obema območjema. O tem priča dejstvo, da je bila gospodarska rast v ZDA celo leto 1998 stabilna, medtem ko se je rast realnega BDP v euroobmočju z letne stopnje rasti 3,8% v prvem četrtletju leta 1998 znižala na 2,4% v zadnjem četrtletju. Nasprotno pa se je donosnost dolgoročnih obveznic v obeh gospodarstvih podobno znižala. Možno je, da so tudi leta 2007 pričakovane razlike v rasti prispevale k nekoliko različnim gibanjem cen finančnega premoženja v euroobmočju in v ZDA. Razlika v obrestnih merah med donosnostjo dolgoročnih obveznic v euroobmočju in v ZDA na primer se je v mesecih po nastopu pretresov zmanjšala in je bila prvič po začetku leta 2004 celo negativna. Kaže, da so udeleženci na trgu v zadnjih mesecih leta 2007 menili, da je gospodarstvo euroobmočja nekoliko odpornejše proti zadnjim pretresom kot gospodarstvo ZDA. K spremembi predznaka v razliki med dolgoročnimi obrestnimi merami ZDA in euroobmočja je prispevalo tudi pričakovanje, da se bo denarna politika v ZDA močneje odzvala, tudi zaradi takšnih sprememb v napovedih vlagateljev o rasti obeh gospodarstev. Hkrati so se tečaji delnic v euroobmočju in v ZDA med zadnjimi pretresi gibali bolj ali manj vzporedno, kar kaže, da na tečaje delnic na obeh straneh Atlantika vpliva močan mednarodni dejavnik.

Četrto, nastajajoči trgi so pretrese leta 2007 prestali veliko bolje kot leta 1998. Zmernejši učinek leta 2007 kaže, da so nastajajoči trgi v zadnjem desetletju postali odpornejši proti šokom v svetovnem finančnem sistemu. Medtem ko je zadolženost nastajajočih trgov v pretresih leta 1998 igrala osrednjo vlogo, ti v zadnje pretrese skoraj niso bili vpleteni, temveč so blažili nastala tveganja za svetovno gospodarstvo.

## POSTOPNO UMIRJANJE DINAMIKE ZADOLŽEVANJA GOSPODINJSTEV

Dinamika zadolževanja gospodinjstev se je leta 2007 upočasnila kot posledica zaviralnega učinka višjih posojilnih obrestnih mer, previdnejše ocene kreditnih tveganj s strani posojilodajalcev in umirjanja dinamike stanovanjskih trgov. Glavni vir zadolževanja gospodinjstev so bile monetarne finančne institucije, pri čemer je letna stopnja rasti posojil MFI gospodinjstvom decembra 2007 ostala visoka in je znašala 6,2%, potem ko je sredi leta 2007 znašala 7,2%, ob koncu leta 2006 pa 8,2%. Postopno in stalno zniževanje posojil gospodinjstvom kaže, da je bilo znižanje posledica predvsem temeljnih dejavnikov in da so finančni pretresi doslej le omejeno vplivali na posojila gospodinjstvom. Hkrati je bila leta 2007 letna stopnja rasti zadolževanja gospodinjstev pri nederenarnih finančnih institucijah (tj. pri drugih finančnih posrednikih, zavarovalnicah in pokojninskih skladih) še naprej višja kot pri MFI.

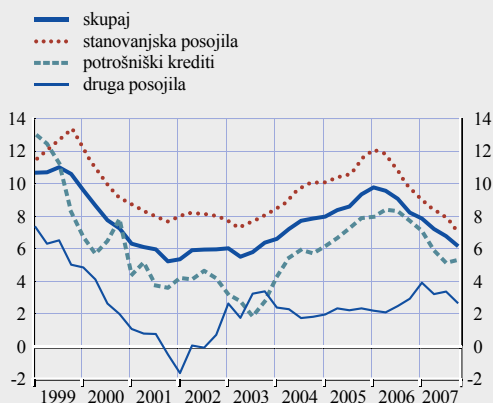
Razčlenitev posojil MFI gospodinjstvom po namenu kaže, da so bili glavno gibalno zadolževanja še naprej nakupi stanovanj. Letna stopnja rasti

stanovanjskih posojil je decembra 2007 znašala 7,1%, potem ko je decembra 2006 znašala 9,6% (glej graf 16). To umirjanje je bilo skladno z upočasnitvijo rasti cen stanovanj in aktivnosti na stanovanjskem trgu v številnih gospodarstvih euroobmočja. Rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih to oceno potrjujejo, saj so po ugotovitvah bank slabša pričakovanja na stanovanjskem trgu in vedno bolj tudi spremembe zaupanja potrošnikov v letu 2007 dejavniki, ki so prispevali k zmanjšanju povpraševanja gospodinjstev po stanovanjskih posojilih. Umirjanje rasti posojil proti koncu leta 2007 je bilo verjetno tudi posledica zaviralnega učinka strožjih kreditnih standardov, saj so banke postajale vse bolj zaskrbljene glede obetov na stanovanjskem trgu in splošnih gospodarskih obetov.

Umirjanje letne stopnje rasti stanovanjskih posojil je bilo tudi posledica zaviralnega učinka zviševanja ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005. Posojilne obrestne mere MFI so sledile trendu, ki smo mu bili priča leta 2006, in so se med decembrom 2006 in koncem decembra 2007 dvignile za 66 bazičnih točk (glej graf 17). Obrestne mere za stanovanjska

**Graf 16** Posojila MFI gospodinjstvom

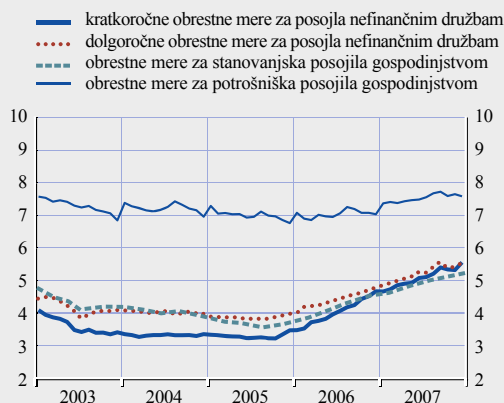
(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

**Graf 17** Obrestne mere za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam

(odstotki na leto; brez stroškov; obrestne mere za nove posle; ponderirano)



Vir: ECB.

Opombe: Za obdobje od decembra 2003 dalje se ponderirane obrestne mere MFI izračunajo s pomočjo uteži držav na podlagi 12-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Za obdobje od januarja do novembra 2003 se ponderirane obrestne mere MFI izračunajo s pomočjo uteži držav na podlagi povprečja obsega novih poslov v letu 2003. Več informacij je na voljo v okviru 3, Monthly Bulletin ECB, avgust 2004.



posojila s spremenljivo obrestno mero in fiksno začetno obrestno mero do enega leta ali nad deset let so se povišale bolj kot za posojila z vmesnimi dospelostmi.

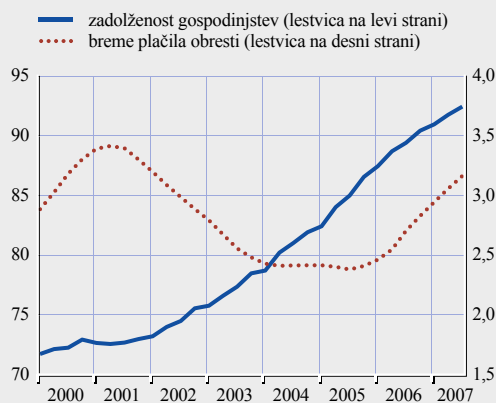
Podobno, čeprav na nižji ravni, se je decembra 2007 znižala stopnja rasti potrošniških posojil (na 5,3% v primerjavi s 7,7% rastjo ob koncu leta 2006). Letna stopnja rasti potrošniških posojil se je znižala v skladu z zmanjševanjem zaupanja potrošnikov in postopnim umirjanjem prodaje v trgovini na drobno v euroobmočju. Rezultati ankete o bančnih posojilih kažejo, da so se kreditni standardi v prvih treh četrtletjih leta 2007 neto nekoliko sprostili in s tem prispevali k rasti posojil, medtem ko so se kreditni standardi v četrtem četrtletju zaradi finančnih pretresov zaostri. Ob tem je treba omeniti, da so banke med letom poročale o vedno večji zaskrbljenosti v zvezi s kreditno sposobnostjo potrošnikov in pričakovanji glede splošne gospodarske aktivnosti, kar bi tudi lahko vplivalo na zmanjšanje kreditne aktivnosti. Hkrati so se obrestne mere MFI za potrošniška posojila, ki so bile precej višje kot za stanovanjska posojila, med decembrom 2006 in decembrom 2007 zvišale za 55 bazičnih točk, kar je pripomoglo k zmanjšanju povpraševanja po teh posojilih.

### ZADOLŽENOST GOSPODINJSTEV SE JE ŠE POVEČALA

Kljub umirjanju stopnje rasti posojil gospodinjstvom se je razmerje med zadolženostjo gospodinjstev in razpoložljivim dohodkom zaradi močne dinamike zadolževanja dodatno povečalo in je v tretjem četrtletju doseglo 92,5% (glej graf 18), medtem ko se je razmerje med zadolženostjo in BDP v istem četrtletju po podatkih integriranih računov euroobmočja zvišalo na 60,3%. Kljub temu je stopnja zadolženosti gospodinjstev v euroobmočju v primerjavi z ZDA in Združenim kraljestvom še vedno razmeroma nizka. Nadaljevanje rasti zadolženosti gospodinjstev je povečalo njihovo izpostavljenost spremembam v obrestnih merah, dohodku in cenah finančnega premoženja. Omeniti je treba, da to razmerje predstavlja povprečno raven in da se lahko stopnja zadolženosti v različnih gospodinjstvih in v različnih

**Graf 18 Zadolženost in breme servisiranja dolga gospodinjstev**

(kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka gospodinjstev)



Vir: ECB.

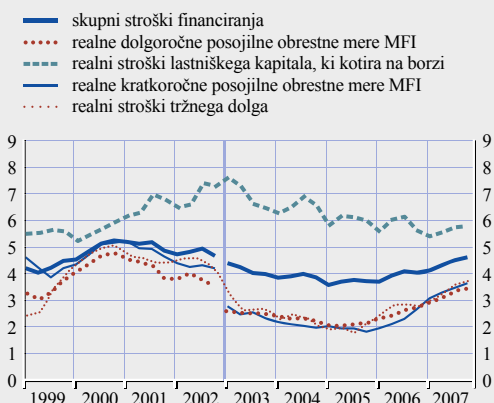
državah v euroobmočju zelo razlikuje. Višje ravni izpostavljenosti veljajo tam, kjer so na primer gospodinjstva izkoristila izjemno ugodne obrestne mere, ki so prevladovala v preteklih letih, in so najela hipotekarna posojila po spremenljivih obrestnih merah z nizkimi začetnimi plačili obresti. Zaradi povečevanja zadolženosti, skupaj z višjimi posojilnimi obrestnimi merami za gospodinjstva, se je leta 2007 povečalo breme servisiranja dolga (merjeno kot odstotek plačila obresti in odplačila glavnice v razpoložljivem dohodku). Breme plačila obresti se je dodatno povečalo, tako da je v tretjem četrtletju leta 2007 znašalo 3,2% v primerjavi z 2,8% ob koncu leta 2006, kar je sicer precej več kot v letih 2004 in 2005, vendar manj, kot je znašala prejšnja najvišja vrednost leta 2001.

### STROŠKI ZUNANJEGA FINANCIRANJA ZA NEFINANČNE DRUŽBE SO SE LETA 2007 ZVIŠALI

Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb v euroobmočju so se leta 2007 postopno zviševali in s tem sledili trendu iz leta 2006, medtem ko je dobičkonosnost podjetij ostala visoka. Kljub temu je zunanje financiranje nefinančnih družb zaradi večje vrzeli v financiranju še naprej hitro raslo, k čemur je prispevalo veliko povpraševanje po posojilih MFI. Zaradi tega naj bi se stopnja zadolženosti sektorja nefinančnih družb leta 2007 še dodatno povečala.

**Graf 19 Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb v euroobmočju**

(odstotki na leto)



Viri: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch in napovedi Consensus Economic.

Opombe: Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov dolžniških vrednostnih papirjev in stroškov lastniških vrednostnih papirjev na podlagi njihovih stanj, deflacijiranih z inflacijskimi pričakovanji (glej okvir 4, Mesečni bilten ECB, marec 2005). Uvedba harmoniziranih obrestnih mer MFI za posojila na začetku leta 2003 je povzročila prelom statistične vrste.

Po zvišanju ključnih obrestnih mer ECB leta 2006 in v prvi polovici leta 2007 so se skupni realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb euroobmočja leta 2007 še naprej zviševali (glej graf 19).<sup>2</sup> To je bilo celo leto v glavnem posledica stalne rasti stroškov dolžniškega financiranja, čeprav so se nekoliko dvignili tudi stroški lastniškega financiranja. V zadnjem četrtletju leta 2007 so pretresi na kreditnih trgih prispevali k zvišanju stroškov zunanjega financiranja družb, saj so posojilodajalci in drugi vlagatelji prevrednotili svojo oceno kreditnega tveganja, tako da so postali pogoji tržnega financiranja bolj zaostreno kot v preteklosti.

Med posameznimi komponentami stroškov zunanjega financiranja podjetij so se obrestne mere posojil MFI nefinančnim družbam med letom 2007 močno zvišale, tako realno kot nominalno (glej graf 19). Zvišanju kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga – ki je pri trimesečni obrestni meri EURIBOR od konca leta 2006 do konca leta 2007 znašalo 120 bazičnih točk – je sledilo manjše zvišanje kratkoročnih obre-

stnih mer MFI za posojila podjetjem. Obrestne mere za posojila s spremenljivo obrestno mero in fiksno začetno obrestno mero do enega leta so se za mala oziroma velika posojila v istem obdobju zvišale za okrog 90 do 100 bazičnih točk. To zvišanje je bilo verjetno tudi posledica učinka, ki so ga na kratkoročne posojilne obrestne mere MFI imeli dvigi obrestnih mer denarnega trga v letu 2006, tako da se je na splošno nadaljeval trend odloženega prenosa, značilnega že za pretekle cikle. V istem obdobju so se zvišale tudi dolgoročne posojilne obrestne mere MFI, in sicer za 65 do 85 bazičnih točk. V istem obdobju se je donosnost petletnih državnih obveznic povečala za 30 bazičnih točk. Tako so se razponi med dolgoročnimi posojilnimi obrestnimi merami bank in primerljivimi tržnimi obrestnimi merami občutno povečali, zlasti v drugi polovici leta. Povečanje razponov je bilo posledica zvišanja stroškov financiranja bank.

Leta 2007 so se občutno povečali tudi realni stroški financiranja nefinančnih družb prek tržnega dolga, s čimer se je nadaljevali trend, ki se je začel leta 2006. Ti stroški so bili do decembra 2007 približno 190 bazičnih točk višji od najnižje vrednosti, dosežene poleti leta 2005. Od junija 2007 naprej se je donosnost podjetniških obveznic povečala bolj kot donosnost ustreznih državnih obveznic, tako da so se razponi v drugi polovici leta temu ustrezno povečali. Povečanje razponov je bilo verjetno posledica ocene vlagateljev po svetu, da se je kreditno in likvidnostno tveganje povečalo, ter tudi posledica večje volatilitnosti finančnih trgov po daljšem obdobju zelo majhnih razponov.<sup>3</sup>

Tekom leta 2007 so se postopno povečali tudi realni stroški financiranja nefinančnih družb prek lastniškega kapitala, ki kotira na borzi, kljub zvišanju tečajev na delniških trgih v prvi polovici leta (merjeno na primer s širšim indeksom euro-

2 Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb se izračunajo s tehtanjem različnih virov zunanjega financiranja na podlagi stanj (popravljenih za učinek vrednotenja). To merilo je podrobneje predstavljeno v okvirju z naslovom „Merilo realnih stroškov zunanjega financiranja nefinančnih družb euroobmočja“, Mesečni bilten ECB, marec 2005.

3 Glej okvir z naslovom „The recent repricing of credit risk“, Monthly Bulletin ECB, oktober 2007.

območja). V drugi polovici leta 2007 je znižanje tečajev na delniških trgih prispevalo k zvišanju stroškov izdajanja delnic. Izračun stroškov lastniškega kapitala temelji na nekaterih predpostavkah o pričakovanem prihodnjem denarnem toku podjetij, zato je treba rezultate obravnavati previdno.

### POVPRAŠEVANJE NEFINANČNIH DRUŽB PO ZUNANJEM FINANCIRANJU SE JE ŠE POVEČALO

Povpraševanje nefinančnih družb po zunanjem financiranju je leta 2007 ostalo okrepljeno, tako da se je nadaljeval trend povečevanja, ki se je začel ob koncu leta 2004. V četrtem četrtletju je realna letna stopnja rasti zunanjega financiranja nefinančnih družb znašala 5% in se je v primerjavi s povprečno rastjo v letu 2006 povečala (4%). To je bilo predvsem posledica večjega prispevka posojil MFI, saj je bil prispevek dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, manjši (glej graf 20).

Povpraševanje po zunanjem financiranju je bilo še naprej zelo močno kljub okrepljenemu ustvarjanju notranjih virov. Po agregiranih podatkih

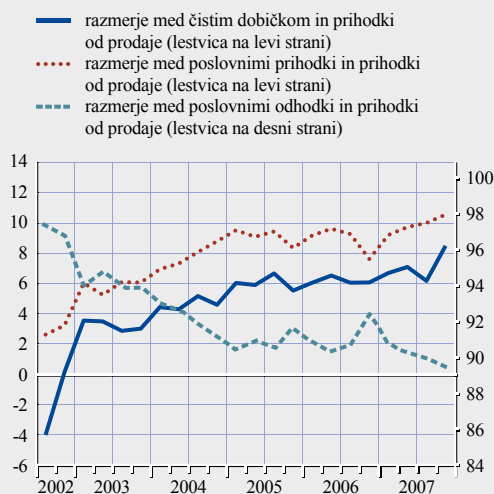
na ravni podjetij, ki izhajajo iz računovodskih izkazov javnih družb (tj. družb, ki kotirajo na borzi), so bili dobički leta 2007 še naprej razmeroma visoki (glej graf 20).<sup>4</sup> Pri tem pa je treba upoštevati dejstvo, da se je v zadnjem četrtletju leta 2007 močno povečalo število popravkov navzdol glede pričakovanega dobička javnih družb v euroobmočju, čeprav so ta pričakovanja v euroobmočju vse leto ostajala visoka.

Povečanje stopnje rasti posojil MFI nefinančnim družbam, ki se je začelo na začetku leta 2004, se je leta 2007 v glavnem nadaljevalo. Stopnja rasti je decembra 2007 znašala 14,5% in se januarja 2008 okrepila na 14,6%. Tako visoki dinamiki rasti posojil nismo bili priča od uvedbe eura leta 1999. Po dejanskih podatkih ni bilo ob nastopu nedavnih pretresov na kreditnih trgih nobenih znamenj, da bi rast poso-

<sup>4</sup> Kaže tudi, da so bila podjetja pri ustvarjanju velikih dobičkov enako uspešna v vseh državah euroobmočja. Glej tudi okvir z naslovom „Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area“, Monthly Bulletin ECB, oktober 2007.

**Graf 20 Kazalniki dobičkonosnosti javnih nefinančnih družb v euroobmočju**

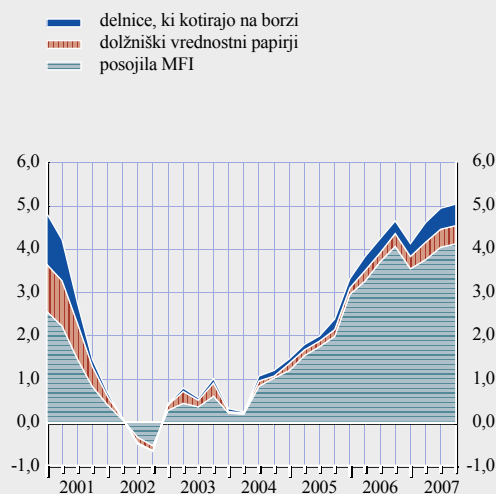
(četrtletni podatki; odstotki)



Vira: Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.  
Opombe: Izračun temelji na agregiranih četrtletnih računovodskih izkazih nefinančnih družb v euroobmočju z uvrščenimi kotacijami. Osamelci so bili odstranjeni iz vzorca. V primerjavi z dobičkom iz poslovanja, ki je opredeljen kot prihodki od prodaje, zmanjšani za odhodke iz poslovanja, se čisti dobiček nanaša na prihodke iz poslovanja in prihodke iz finančnih transakcij ali naložb po obdavčitvi, amortizaciji in izrednih postavkah.

**Graf 21 Razčlenitev realne letne stopnje rasti zunanjega financiranja nefinančnih družb<sup>1)</sup>**

(medletne spremembe v odstotkih)



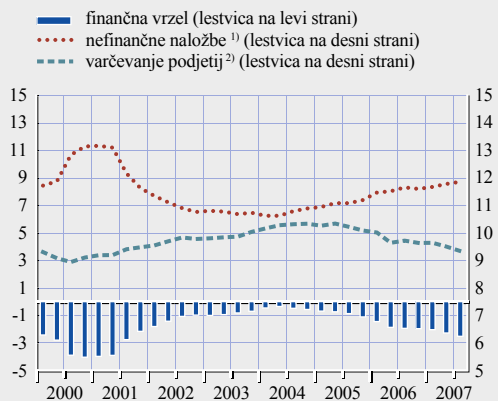
Vir: ECB.  
1) Realna letna stopnja rasti je opredeljena kot razlika med dejansko letno stopnjo rasti in stopnjo rasti deflatorja BDP.

jil nefinančnim družbam upadla. Nadaljevanje močne rasti posojil MFI v euroobmočju je mogoče deloma pojasniti z dvema dejavnikoma. Po ocenah bank, kakor kažejo zadnje ankete o bančnih posojilih, je bilo vztrajno povečevanje povpraševanja po posojilih posledica potreb po financiranju, ki je povezano z realno gospodarsko aktivnostjo – zlasti za zaloge, obratni kapital in naložbe v osnovna sredstva. Rast posojil nefinančnim družbam je utegnil spodbujati tudi umik od tržnega dolžniškega financiranja zaradi težjih pogojev na trgu podjetniških dolžniških instrumentov proti koncu leta 2007. Nasprotno pa so drugi dejavniki, ki so bolj finančne narave (na primer manjše potrebe po financiranju združitvev in prevzemov ali rast posojilnih obrestnih mer), verjetno prispevali k zmanjšanju povpraševanja po posojilih. Pri tem bi k manjšemu povpraševanju lahko prispevali tudi bolj zaostreni pogoji financiranja za same banke, saj so banke pri odobravanju posojil strožje pogoje financiranja prenesle na podjetja, ki so posojila najemala.

V skladu z rastjo bančnega financiranja podjetij se je povečalo tudi tržno financiranje – v obliki dolžniških vrednostnih papirjev in lastniškega kapitala –, čeprav precej manj. Letna stopnja rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe, se je z okrog 4,5% na začetku leta zvišala na 10,1% julija 2007, kar je bila občutna okrepitev, zlasti v primerjavi z razmeroma skromno rastjo v preteklih letih. Letna rast dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe, se je v zadnjem obdobju nekoliko zmanjšala. Če pogledamo kratkoročna gibanja sezonskih podatkov, se je neto izdajanje nefinančnih družb najizraziteje zmanjšalo od avgusta 2007 naprej. To bi bilo lahko povezano s povečanjem razponov donosnosti podjetniških obveznic po težavah na kreditnih trgih in z manjšim obsegom združitvev in prevzemov. Letna stopnja rasti delnic, ki kotirajo na borzi in so jih izdale nefinančne družbe, se je leta 2007 nekoliko povečala, vendar je ostala umirjena. Na splošno skromen prispevek neto izdajanja delnic na borzi k neto financiranju podjetniškega sektorja euroobmočja je bil verjetno deloma povezan z realnimi stroški, ki so v primeru lastniškega kapitala občutno višji kot pri dolžniškem financiranju, in

**Graf 22 Finančna vrzel nefinančnih družb in glavne komponente**

(v odstotkih BDP; drseča sredina štirih četrtletij)



Vir: ECB.

- 1) Vključujejo zaloge in akumulacijo nefinančnih sredstev.
- 2) Vključujejo neto kapitalne transferje.

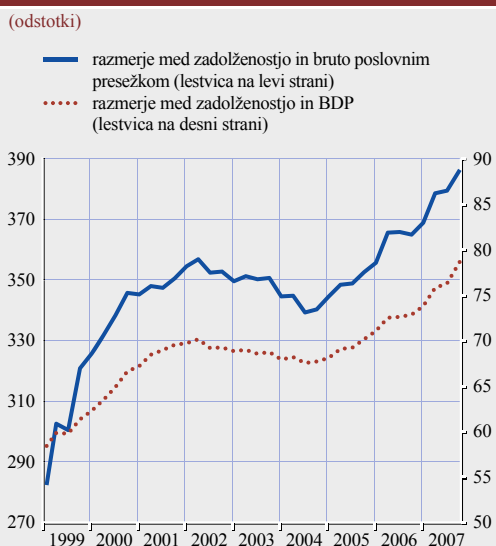
z veliko razpoložljivostjo notranjih virov. Hkrati se je bruto izdajanje leta 2007 nekoliko povečalo, kar so spodbudila gibanja na področju prve in sekundarne javne prodaje.

Skupno povečanje zunanjega financiranja nefinančnih družb lahko povežemo z večjo finančno vrzeljo ali neto zadolževanjem – izračunanim kot razlika med varčevanjem podjetij in nefinančnimi naložbami (glej graf 22). Večja finančna vrzel, ki so jo nefinančne družbe v euroobmočju imele leta 2006 in v prvih treh četrtletjih leta 2007, je bila posledica povečanja realnih naložb in znižanja varčevanja podjetij. V razmerah visokih dobičkov iz poslovanja je bilo znižanje varčevanja podjetij v glavnem posledica višjih plačil obresti in tudi dejstva, da so družbe v tem obdobju razdelile večji del dobička.

### POVEČEVANJE PODJETNIŠKE ZADOLŽENOSTI

Kar zadeva bilančni položaj nefinančnih družb v euroobmočju, se je zaradi precejšnjega povečanja dolžniškega financiranja nadaljevalo zviševanje stopnje zadolženosti, ki se je začelo na začetku leta 2005 (glej graf 23). Ocenjeno razmerje med dolgom in BDP ter razmerje med dolgom in bruto poslovnim presežkom se je v zadnjem četrtletju leta 2007 tako povečalo na približno 78% oziroma 386%. Po obdobju usta-

**Graf 23 Zadolženost nefinančnih družb**



Viri: ECB, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki o zadolženosti temeljijo na četrtletnih evropskih sektorskih računih. Vključujejo posojila, izdane dolžniške vrednostne papirje in rezervacije pokojninskih skladov. Vključeni so podatki do četrtega četrtrletja leta 2007.

litve v letih od 2002 do 2004, ki je sledilo skokovitemu zvišanju zadolženosti v drugi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja, so se stopnje zadolženosti nefinančnih družb v zadnjih treh letih ves čas povečevale. Za razliko od razmerja med dolgom in prihodki je razmerje med dol-

gom in finančnimi sredstvi nefinančnih družb ostalo v prvih treh četrtrletjih leta 2007 stabilno, potem ko se je od prvega četrtrletja leta 2003 zniževalo. Novejše povečanje zadolženosti je skupaj z zvišanjem obrestnih mer povzročilo občuten dvig neto bremena plačil obresti nefinančnih družb v letu 2007.

### 2.3 GIBANJA CEN IN STROŠKOV

Leta 2007 je skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, v povprečju znašala 2,1%, kar je za 0,1 odstotne točke manj kot v preteklih dveh letih (glej tabelo 1). Povprečje v letu 2007 je rezultat dveh različnih dinamik gibanja indeksa HICP med letom: medletne stopnje inflacije so ostajale pod 2% in v glavnem stabilne do konca poletja, nato pa so se hitro zvišale. Septembra 2007 se je inflacija cen življenjskih potrebščin prvič po avgustu 2006 zvišala nekoliko nad 2%. Potem se je močno povečala ter novembra in decembra 2007 dosegla najvišjo vrednost na ravni 3,1%.

Na gibanje inflacije po HICP je leta 2007 pretežno vplivala visoka rast cen energentov in hrane (glej graf 24). Učinek dviga cen nafte na začetku leta 2007 na skupino energentov v indeksu HICP so do konca julija 2007 zmanj-

**Tabela 1 Gibanja cen**

(medletne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 jan.	2008 feb.
<b>HICP in njegove komponente</b>										
Skupni indeks <sup>1)</sup>	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energenti	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Nepredelana hrana	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Predelana hrana	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Industrijsko blago razen energentov	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Storitve	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
<b>Drugi kazalci cen in stroškov</b>										
Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih <sup>2)</sup>	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Cene nafte (EUR za sodček <sup>3)</sup> )	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Cene primarnih surovin <sup>4)</sup>	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

Viri: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics in izračuni ECB.

Opomba: Podatki o cenah industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

- 1) Inflacija po HICP za februar 2008 je ocena Eurostata.
- 2) Brez gradbeništva.
- 3) Znamke Brent (za terminsko dostavo v 1 mesecu).
- 4) Brez energentov; v EUR.

ševali ugodni bazni učinki, pozneje pa je ta komponenta zaradi kombinacije rastočih cen nafte in neugodnih baznih učinkov občutno prispevala k skupni inflaciji po HICP. Medletne stopnje rasti cen nepredelane hrane so večino leta 2007 ostale visoke, cene predelane hrane pa so se začele pospešeno dvigati ob koncu poletja in so občutno prispevale k višji inflaciji v zadnjih nekaj mesecih leta.

Poleg tega je na inflacijo po HICP leta 2007 občutno vplivalo zvišanje DDV za 3 odstotne točke v Nemčiji, kar je začelo veljati 1. januarja 2007.

Stroški dela so do tretjega četrtrletja leta 2007 ostali umirjeni, vendar so se zaradi znižanja rasti produktivnosti dela nekoliko zvišali stroški dela na enoto proizvoda.

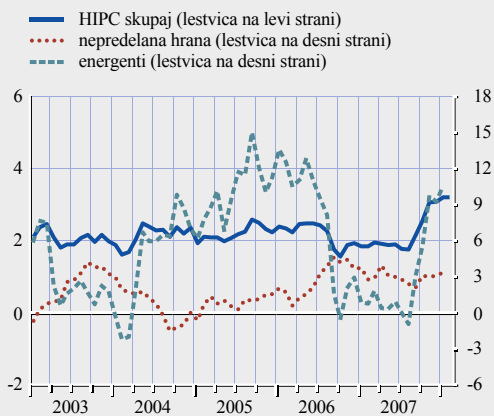
### NA INFLACIJO PO HICP SO OBČUTNO VPLIVALA GIBANJA CEN ENERAGENTOV IN HRANE

Podroben pregled gibanja inflacije po HICP v letu 2007 kaže, da so rast cen nafte in bazni učinki preteklih gibanj cen energentov skupaj z višjimi cenami hrane občutno vplivali na dinamiko inflacije po HICP.

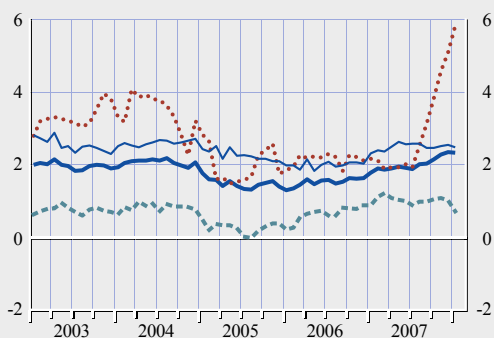
Sredi januarja 2007 se je izrazil trend zniževanja cen nafte na mednarodnih trgih, ki se je začel

**Graf 24 Razčlenitev inflacije po HICP: glavne komponente**

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



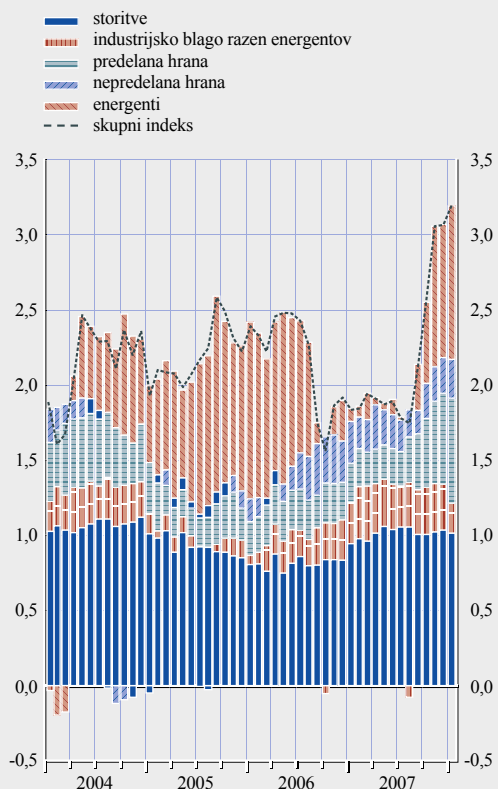
— HICP skupaj brez energentov in nepredelane hrane  
 ..... predelana hrana  
 - - - industrijsko blago razen energentov  
 — storitve



Vir: Eurostat.

**Graf 25 Prispevki glavnih komponent k inflaciji po HICP**

(medletne spremembe v odstotnih točkah; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zaradi zaokroževanja se prispevki ne skladajo povsem s skupnim indeksom.

avgusta 2006, ustavil in cene so se spet začele dvigati. Decembra 2007 so bile cene nafte v eurih približno 32% višje kot leto prej.<sup>5</sup> V več mesecih v obdobju od januarja do julija 2007 so učinke dviga cen nafte na skupino energentov v indeksu HICP zmanjševali ugodni bazni učinki močnega zvišanja cen energentov v preteklem letu. Od septembra 2007 naprej je skupina energentov zaradi kombinacije dviganja cen nafte in neugodnih baznih učinkov občutno prispevala k skupni inflaciji po HICP (glej graf 25). V četrtem četrtletju je medletna stopnja rasti cen energentov v indeksu HICP

zanašala 8,1% v primerjavi s povprečno 0,8% rastjo v prvih treh četrtletjih leta. Medtem ko so bazni učinki vplivali na mesečna gibanja medletne inflacije po HICP, so se ugodni in neugodni bazni učinki v celotnem letu v glavnem medsebojno izravnali, kar pomeni, da je bil prispevek skupine energentov k skupni inflaciji v letu 2007 posledica rasti cen nafte med letom (glej okvir 4).

5 Povprečna letna cena za sod surove nafte Brent v eurih se leta 2007 skoraj ni spremenila, medtem ko so bile cene nafte leta 2006 povprečno 19% višje kot leta 2005.

#### Okvir 4

### VPLIV BAZNIH UČINKOV CEN ENERGENTOV NA INFLACIJO PO HICP V LETU 2007

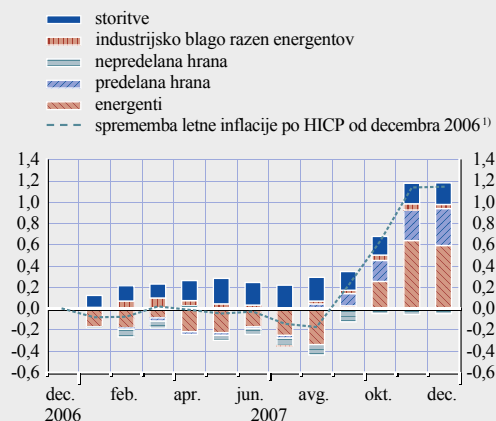
Medletna stopnja inflacije, merjena z indeksom HICP, se je leta 2007 občutno povečala. Decembra je dosegla visoko 3,1% stopnjo, največ po maju 2001, medtem ko je novembra 2006 znašala 1,9%. To zvišanje je bilo skoraj v celoti posledica treh zaporednih skokovitih dvigov medletne inflacije septembra, oktobra in novembra, največ pa so k temu prispevala gibanja cen v skupini energentov in predelane hrane (glej graf A).

Pomembno je ugotoviti, koliko so spremembe v stopnji medletne inflacije posledica tekočih gibanj (tj. dejanskih „novosti“ od enega meseca do drugega) in koliko so posledica učinka volatilnosti cen v preteklem letu prek tako imenovanih baznih učinkov.<sup>1</sup> V tem okvirju predstavljamo vlogo baznih učinkov, zlasti gibanja cen energentov, ki so vplivali na zadnja gibanja inflacije po HICP, in osvetljujemo njihov prihodnji učinek v letu 2008.

Z izpeljavo mesečne sezonske dinamike v vsaki skupini indeksa HICP lahko ločimo prispevke baznih učinkov in tekočih gibanj k mesečnim spremembam medletne stopnje inflacije po HICP (glej graf B).<sup>2</sup>

Graf A Prispevki k spremembi letne inflacije po HICP od decembra 2006

(odstotne točke)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

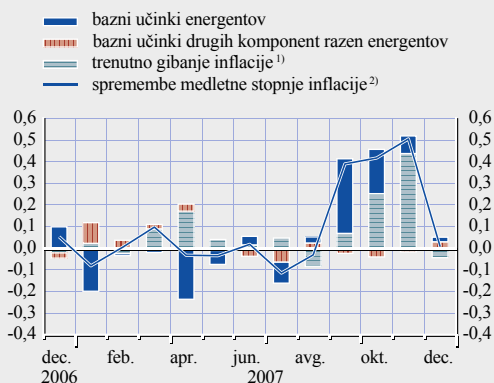
1) Izračunana kot razlika med medletno stopnjo rasti indeksa HICP v danem mesecu in medletno stopnjo rasti indeksa HICP v decembru 2006.

1 Bazni učinek lahko opredelimo kot prispevek k spremembi medletne stopnje inflacije v posameznem mesecu, ki izhaja iz odstopanja medmesečne stopnje spremembe v baznem mesecu (tj. isti mesec eno leto prej) od običajnega oziroma „normalnega“ gibanja, pri čemer se upoštevajo sezonska nihanja.

2 Prispevek baznih učinkov k mesečnim spremembam medletne stopnje inflacije se izračuna kot odstopanje (nedesezonirane) medmesečne spremembe pred 12 meseci od ocenjene „normalne“ medmesečne spremembe. „Normalno“ medmesečno spremembo dobimo tako, da povprečni medmesečni spremembi od januarja 1995 dodamo ocenjeni sezonski dejavnik za vsak mesec.

**Graf B Razčlenitev mesečne spremembe letne inflacije po HICP**

(odstotne točke)



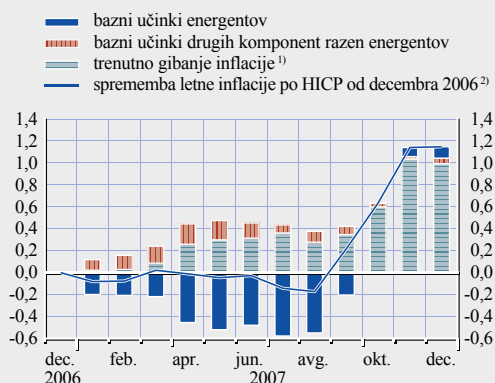
Vira: Eurostat in izračuni ECB.

1) Izračunano kot razlika med spremembo medletne stopnje inflacije in skupnimi baznimi učinki energentov in drugih komponent razen energentov.

2) Izračunane kot razlika v medletni stopnji inflacije med dvema zaporednima mesecema.

**Graf C Razčlenitev spremembe letne inflacije po HICP od decembra 2006**

(odstotne točke)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

1) Izračunano kot razlika med spremembo letne stopnje inflacije od decembra 2006 in skupnimi baznimi učinki energentov in drugih komponent razen energentov od decembra 2006.

2) Izračunana kot razlika med medletno rastjo stopnje inflacije po HICP v danem mesecu in rastjo stopnje inflacije po HICP v decembru 2006.

Kot je bilo pričakovati, so bazni učinki občutno vplivali na gibanje skupne inflacije v letu 2007.<sup>3</sup> Med letom so mesečno najbolj prispevali bazni učinki v skupini cen energentov zaradi volatilnega gibanja medmesečnih cen nafte leta 2006. Od januarja do julija 2007 so ugodni bazni učinki energentov vplivali na znižanje stopnje skupne inflacije. Nasprotno pa so neugodni bazni učinki energentov, ki so bili posebno močni septembra in oktobra, v drugi polovici leta 2007 vplivali na zvišanje medletne stopnje inflacije po HICP. Bazni učinki drugih skupin razen energentov so bili leta 2007 razmeroma majhni.

Kljub temu je na gibanje inflacije v zadnjem četrtletju v glavnem vplivala medmesečna dinamika cen zaradi skokovitega dviga cen nafte in cen predelane hrane. Posebno novembra je bil prispevek skupine energentov k zvišanju inflacije po HICP posledica prenosa nedavne rasti cen nafte na mednarodnih trgih. Poleg učinka cen surove nafte se je zvišala tudi rafinerijska marža, kar kaže višje dobičke dobaviteljev energentov. Nasprotno je decembra skupina energentov vplivala na znižanje stopnje skupne inflacije, vendar je ta učinek v glavnem izravnala nadaljnja rast cen predelane hrane. Znižanje v skupini energentov je bilo predvsem posledica upada cen surove nafte v tem mesecu, medtem ko je bil bazni učinek gibanja cen energentov v preteklem letu skoraj zanemarljiv.

V celotnem letu so skupni bazni učinki skupine energentov in drugih skupin razen energentov skupno razmeroma malo vplivali na medletno stopnjo rasti inflacije po HICP, saj so se ugodni in neugodni vplivi med seboj skoraj popolnoma izravnali (glej graf C).

Od skupno 1,1 odstotne točke povečanja medletne stopnje rasti indeksa HICP med decembrom 2006 in decembrom 2007 je bilo skupno le 0,1 odstotne točke posledica kumulativnega vpliva baznih učinkov cen energentov, medtem ko je bila preostala 1 odstotna točka posledica dinamike

<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom „The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation“, Monthly Bulletin ECB, januar 2007.



cen v letu 2007. Kaže torej, da je bil večji del zvišanja medletne inflacije po HICP posledica tekočih inflacijskih gibanj.

V prihodnjem obdobju naj bi se stopnja inflacije po HICP leta 2008 po pričakovanjih umirila, pod pogojem, da se bo gibanje cen energentov in prehrabnenih surovin na svetovnih trgih nekoliko obrnila navzdol, kot trenutno kažejo termenske cene. Skupni bazni učinki cen energentov in drugih cen naj bi leta 2008 po pričakovanjih občutno prispevali k umirjanju inflacijskih gibanj (v dvanajstih mesecih do decembra 2008 za skupno okrog 1,1 odstotne točke).<sup>4</sup> Učinek bo na splošno najmočnejši proti koncu leta, saj občutna rast cen energentov in hrane v drugi polovici leta 2007 dvanajst mesecev pozneje ne bo več vplivala na medletno primerjavo. Koliko pa bodo ti negativni bazni učinki vplivali tudi na nižjo inflacijo po HICP, je odvisno predvsem od tega, da ne pride do dodatnih šokov pri cenah nafte in hrane, ter od zmerne gibanja preostalih skupin v indeksu HICP, za kar je še posebno pomembno, da se ne pojavijo sekundarni učinki.

4 Glej okvir z naslovom „Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects“, Monthly Bulletin ECB, januar 2008.

Tudi prispevek druge značilno volatilne komponente k skupni inflaciji, tj. cen nepredelane hrane, se je leta 2007 povečal in sledil pospeševanju cen v tej skupini iz leta 2006. Medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane je ostala visoka večji del leta 2007, čeprav je bila za mesečna gibanja značilna precejšnja volatilnost, predvsem zaradi cen sadja in zelenjave, na katere so vplivale slabe vremenske razmere v Evropi, zlasti spomladi leta 2007. Cene mesa, ki so se leta 2006 vztrajno zviševale, so leta 2007 še naprej dosegale povišane medletne stopnje rasti. Na takšno dinamiko je delno vplivala rast cen krme za živali na svetovnih trgih in drugih lastnih stroškov.

Pomembno so k višji inflaciji po HICP ob koncu leta 2007 prispevale cene predelane hrane, ki so se proti koncu poletja začele močnejše dvigati. V zadnjem četrtletju leta je medletna stopnja rasti cen v skupini predelane hrane znašala 4,5%, kar je najvišja stopnja po začetku ekonomske in monetarne unije leta 1999. Povečanje medletne stopnje rasti cen predelane hrane se je zgodilo v okviru močne rasti cen nekaterih kmetijskih surovin na svetovnih trgih, ki jih je povzročila kombinacija začasnih in strukturnih dejavnikov (glej okvir 5). Dejansko sta bili najbolj prizadeti podskupini „kruh in izdelki iz žit“ in „mleko, mlečni izdelki in jajca“.

Cene industrijskega blaga razen energentov so se leta 2007 zvišale za 1,0%, kar je več kot v preteklih letih. Pospešitev je bila predvsem posledica dviga DDV v Nemčiji, pritiskov lastnih stroškov, ki jih kažejo cene proizvodov za široko porabo pri domačih proizvajalcih, in dejstva, da je bila izkoriščenost zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih celo leto na rekordno visoki ravni. Ti učinki so več kot odtehtali zavratalni vpliv nižjih uvoznih cen, ki so bili v razmerah močne mednarodne konkurence posledica gibanja tečaja. Inflacija cen storitev se je na začetku leta 2007 izrazito zvišala, predvsem zaradi vpliva povečanja DDV v Nemčiji, in ostala na povišani ravni celo leto.

Medtem ko je bila medletna povprečna stopnja rasti skupnega indeksa HICP leta 2007 v glavnem stabilna, se je medletna stopnja rasti indeksa HICP brez volatilnih komponent nepredelane hrane in energentov leta 2007 zvišala na 2,0% v primerjavi z 1,5% v preteklih dveh letih. Na ta kazalnik je vplivalo zvišanje DDV v Nemčiji na začetku leta. Od februarja do julija 2007 je ostal stabilen na ravni 1,9%, avgusta pa se je spet začel dvigati, predvsem zaradi močne rasti cen predelane hrane. Ob koncu leta je inflacija po HICP brez nepredelane hrane in energentov dosegla 2,3%, kar je najvišja stopnja po koncu leta 2002.

## Okvir 5

### INFLACIJA CEN HRANE V EUROOBMOČJU

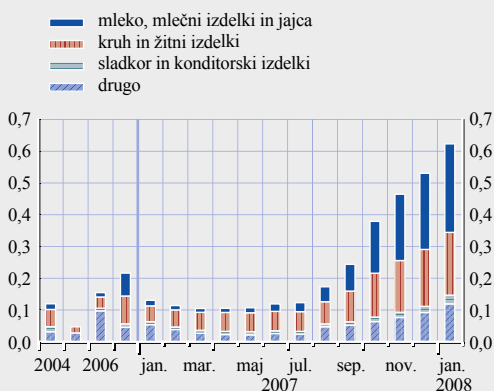
Inflacija cen hrane se je v euroobmočju v drugi polovici leta 2007 skokovito povečala tako na ravni proizvajalcev kot na ravni potrošnikov. Cene hrane in pijače pri proizvajalcih so se leta 2007 dvignile za povprečno 4,5%, kar je najvišja stopnja rasti v več kot šestih letih. Cene hrane v indeksu HICP so se decembra 2007 dvignile za 4,3%, medtem ko so se leta 2006 povprečno dvignile za 2,4%. Zvišanje cen hrane v indeksu HICP je bilo predvsem posledica skupine predelane hrane. Znotraj te skupine so se posebno izrazito dvignile cene žit in kruha ter mleka, mlečnih izdelkov in jajc (glej graf A). Cene hrane so imele pomembno vlogo pri dvigu skupne inflacije po HICP v drugi polovici leta 2007. V tem okvirju obravnavamo potencialne dejavnike, ki so spodbujali gibanje inflacije cen hrane v euroobmočju, in pričakovanja za prihodnost.

Rast inflacije cen hrane v euroobmočju je v glavnem posledica svetovnih dejavnikov. Cene mnogih kmetijskih surovin, kot so žita in oljnice, so se leta 2007 na svetovnih trgih strmo zvišale (glej graf B).

Rast cen je bila delno posledica začasnih dejavnikov, kot so neugodne vremenske razmere v nekaterih pomembnih državah izvoznicah kmetijskih surovin, ki so vplivale na svetovno ponudbo teh surovin. Visoke cene energentov so tudi prispevale k dvigu stroškov energetsko intenzivnih proizvodnih faktorjev v kmetijstvu, kot so gnojila ter gorivo za prevoz in stroje. Poleg tega je mednarodne cene hrane spodbujalo tudi močno povečanje svetovnega povpraševanja po živilih, ki je bilo posledica sprememb prehrabnih navad v mnogih državah v razvoju in nastanka novih virov povpraševanja po nekaterih kmetijskih surovinah, na primer za proizvodnjo biogoriva. Ker so ta gibanja strukturne narave, bodo verjetno v prihodnosti še naprej vplivala na dvig svetovnih cen hrane. Poleg rasti cen mleka, krme za živali in drugih vhodnih stroškov so bile razlog za rast cen mlečnih izdelkov verjetno tudi razlike v strukturi mlečnega trga v evropskih državah.

**Graf A Prispevek cen predelane hrane k letni inflaciji po HICP**

(odstotne točke)

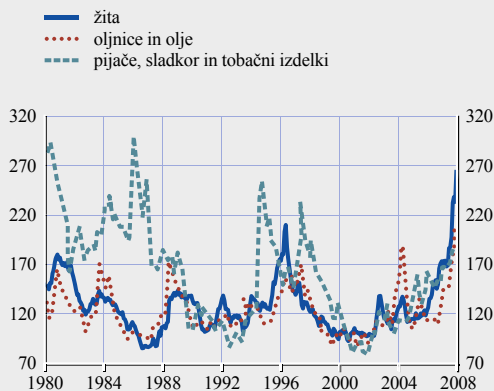


Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Lestvica na levi strani kaže letne prispevke v obdobju 2004-07.

**Graf B Gibanja cen hrane in brezalkoholnih pijač**

(mesečni podatki v USD; indeks: povprečje 2000 = 100)



Viri: Hamburški mednarodno-gospodarski inštitut in izračuni ECB.

Opomba: Zadnje meritve se nanašajo na december 2007.

## Predelana hrana v HICP brez tobanih izdelkov v različnih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

	Uteži 2007	povprečne vrednosti			2007 dec.	2008 jan.
		2005	2006	2007		
Belgija	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Nemčija	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irska	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grčija	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Španija	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Francija	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italija	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luksemburg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Nizozemska	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Avstrija	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugalska	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovenija	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finska	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Euroobmočje	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Cene hrane so se leta 2007 istočasno dvignile v več pomembnih gospodarstvih zunaj euroobmočja, kar je še poudarilo svetovno naravo šoka cen hrane. Poleg tega so tudi v teh gospodarstvih zrasle skupine cen hrane, ki so najbolj prispevale k inflaciji v euroobmočju (kot so žita in mlečni izdelki), kar kaže na skupni šok v ozadju rasti cen.

Znotraj euroobmočja je šok svetovnih cen hrane vplival na cene v posameznih državah euroobmočja z različno hitrostjo in v različnem obsegu. Tako je na primer medletna stopnja rasti cen predelane hrane brez tobaka v indeksu HICP za leta 2007 znašala od 5,7% v Sloveniji – najvišja stopnja v euroobmočju – do 0,7% v Franciji in 0,8% na Finskem, kjer je bila stopnja občutno nižja od povprečja (glej tabelo). Novejši podatki za slednji dve državi kažejo višjo inflacijo cen predelane hrane.

Maloprodajni trgi hrane so običajno razčlenjeni po državah. Razlike v pogojih povpraševanja, tržni strukturi, ravni cen hrane in konkurenčnih pritiskih v maloprodajnem in distribucijskem sektorju so verjetno razlog, da so se cene hrane za potrošnike od države do države euroobmočja različno odzivala na skupni zunanji šok.

Prihodnja gibanja svetovnih in domačih cen hrane ostajajo zelo negotova. Čeprav naj bi se ponudba kmetijskih proizvodov sčasoma odzvala na povečano povpraševanje, bo lahko obdobje dohitevanja daljše od trenutno predvidenega. Poleg tega so cene hrane odvisne od številnih dejavnikov, ki jih je težko napovedovati, vključno z napredkom tehnologije in morebitnimi spremembami v energetske politiki.

### NIŽJA POVPREČNA INFLACIJA CEN PRI PROIZVAJALCIH, PROTI KONCU LETA 2007 PA SO SE POJAVILI PRITISKI NAVZGOR

Inflacija, merjena s cenami industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, se je na začetku leta predvsem zaradi baznih učinkov v skupini ener-

gentov znižala, pozneje pa se je zaradi gibanja cen energentov in hrane zvišala.

Medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (brez gradbeništva) v euroobmočju je leta 2007 znašala 2,8%, kar je precej

manj kot v preteklih dveh letih. Inflacija cen pri proizvajalcih, ki je najvišjo vrednost na ravni 6% dosegla julija 2006, se je predvsem zaradi baznih učinkov v skupini energentov postopno nižala in je julija 2007 znašala 1,8%. Od septembra 2007 so višje medletne stopnje rasti cen energentov pri proizvajalcih – ki so jih spodbujale višje cene nafte in bazni učinki – in rast cen hrane pri proizvajalcih povzročili dvig inflacije cen pri proizvajalcih. Decembra je inflacija cen pri proizvajalcih znašala 4,3%.

Medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih brez gradbeništva in energentov se je med letom nekoliko nižala, vendar je ostala visoka. Takšna dinamika je bila posledica različnih gibanj v glavnih komponentah (glej graf 26).

Medletna stopnja rasti cen proizvodov za vmesno porabo se je leta 2007 še naprej postopno umirjala, tako da se je decembra nižala na 3,5% v primerjavi z najvišjo vrednostjo na ravni 6,5%, ki je bila dosežena avgusta 2006.

Na začetku leta so na cene proizvodov za vmesno porabo še naprej vplivali pritiski višjih cen industrijskih surovin, ki so bili glavni dejavnik za njihovo rast. Poznejše znižanje cen industrijskih surovin na svetovnih trgih je skupaj z apreciacijo eura zavrlo gibanje cen v mnogih delih sektorja proizvodov za vmesno porabo. Proizvajalci prehranskih izdelkov so v tretjem četrtletju leta doživeli visoko rast cen ob zvišanju cen nekaterih kmetijskih surovin na svetovnih trgih (glej okvir 5). Medletna rast cen proizvodov za investicije se je junija 2007 nehala zviševati in se je v četrtem četrtletju leta 2007 znižala na 1,5% kot posledica ugodnih učinkov apreciacije eura.

Nižje v proizvodni verigi je cena proizvodov za široko porabo še naprej sledila trendu naraščanja, ki se je začel sredi leta 2005. Medletna stopnja rasti skupnih cen proizvodov za široko porabo se je decembra 2007 zvišala na 3,9%, kar je najvišja stopnja od začetka ekonomske in monetarne unije leta 1999. To gibanje je bilo predvsem posledica cen netrajnih proizvodov za široko porabo, ki so se julija začele pospešeno dvigati zaradi pritiskov svetovnih cen hrane, zaradi katerih so se dvignile cene prehranskih izdelkov za široko porabo. Brez upoštevanja cen tobaka in hrane pa je medletna stopnja rasti cen proizvodov za široko porabo ostala celo leto stabilna in se je gibala okrog 1,3%.

### Graf 26 Razčlenitev cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

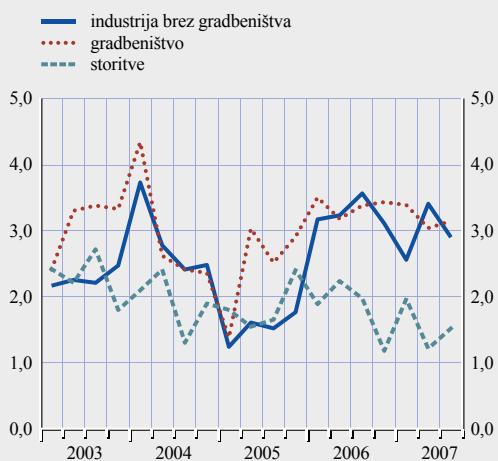
Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

### STROŠKI DELA SO OSTALI ZMERNI

Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene je leta 2007 ostala zmerna. Povprečna medletna stopnja rasti je v prvih treh četrtletjih znašala 2,0%, kar je nekoliko manj od povprečne stopnje rasti leta 2006 (glej tabelo 2). Podatki po dejavnostih kažejo, da so bile stopnje rasti sredstev za zaposlene leta 2007 podobno kot prejšnje leto višje v industriji kot v storitvah, kar je v skladu z gibanji produktivnosti po sektorjih (glej graf 27). V industriji je povprečna medletna stopnja rasti v prvih treh četrtletjih leta 2007 v glavnem sledila gibanjem od začetka leta 2006. Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene v gradbeništvu, ki je bila nekoliko višja kot v industriji, se je med letom umirila ob prvih

**Graf 27 Sredstva za zaposlene po dejavnostih**

(medletne spremembe v odstotkih; četrtletni podatki)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

znamenjih upočasnitve zaposlenosti v tem sektorju. Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene v storitvah je bila v prvih treh četrtletjih leta 2007 nižja kot v preteklih dveh letih.

Povprečna rast skupnih stroškov dela na uro je bila v prvih treh četrtletjih leta 2007 nižja od stopnje rasti leta 2006. Umiritev medletnih stopenj rasti sredstev za zaposlene in skupnih stroškov dela na uro je bila delno posledica znižanja prispevkov za socialno varnost, ki so jih nekatera gospodarstva euroobmočja uvedla leta 2007.

Drugi razpoložljivi kazalniki stroškov dela potrjujejo, da so gibanja plač v letu 2007 ostala

zmerna. Rast dogovorjenih plač je leta 2007 v euroobmočju znašala povprečno 2,1%, kar je nekoliko manj od stopnje rasti v letu 2006, čeprav so med državami obstajale velike razlike. Kaže, da je nižja brezposelnost še naprej razmeroma malo vplivala na dogovore o plačah. Videti je tudi, da so strukturne reforme na trgih dela in proizvodov, spremenjena struktura ponudbe delovne sile in zaposlenosti ter mednarodna konkurenca prispevali k nadaljevanju zmernih stroškov dela v euroobmočju.

Kljub zmernim gibanjem plač se je medletna stopnja rasti stroškov dela na enoto proizvoda med letom nekoliko povečala, predvsem zaradi znižanja rasti produktivnosti dela. Stroški dela na enoto proizvoda so se v prvih treh četrtletjih leta 2007 zvišali povprečno za 1,1%, v primerjavi s stopnjo rasti v višini 0,9% in 1,0% v preteklih dveh letih. Zvišanje stroškov dela na enoto proizvoda je povzročilo določeno upočasnitev rasti dobička v letu 2007. Kazalnik skupne profitne marže (merjen kot razlika med deflatorjem BDP in stroški dela na enoto proizvoda) je do tretjega četrtletja leta 2007 še naprej kazal dinamično rast dobičkov, vendar počasnejšo kot leta 2006. Povprečna rast profitne marže je v prvih treh četrtletjih leta 2007 znašala 0,6%, medtem ko je leta 2006 znašala 0,8%.

### RAST CEN STANOVANJSKIH NEPREMIČNIN SE JE ŠE BOLJ UMIRILA

Cene stanovanjskih nepremičnin, ki niso vključene v izračun indeksa HICP, so se v prvi polovici leta 2007 upočasnile in nadaljevale trend

**Tabela 2 Kazalniki stroškov dela**

(medletne spremembe v odstotkih)

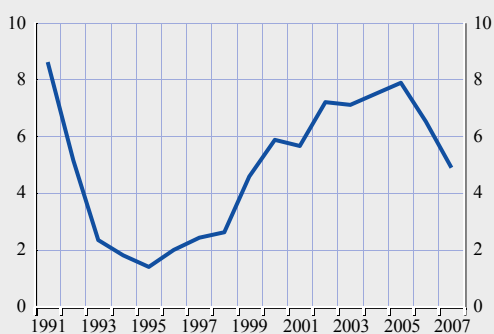
	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Dogovorjene plače	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Skupni stroški dela na uro	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Sredstva za zaposlene	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Zaznamki</i>								
Produktivnost dela	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Stroški dela na enoto proizvoda	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Viri: Eurostat, nacionalni podatki in izračuni ECB.

Opomba: Podatki o sredstvih za zaposlene, produktivnosti dela in stroških in dela na enoto proizvoda se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

**Graf 28 Gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih; letni podatki)

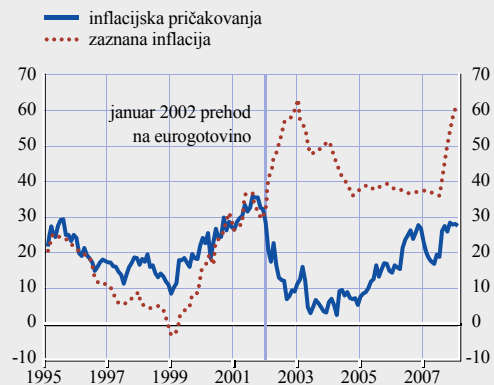


Vir: Izračuni ECB na podlagi neharmoniziranih nacionalnih podatkov.

Opomba: Podatki za leto 2007 se nanašajo na prvo polovico leta.

**Graf 29 Kvalitativne ocene o zaznani inflaciji in inflacijskih pričakovanjih potrošnikov**

(ravnotežja v odstotkih; desezonirano)



Vir: Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov.

Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

umirjanja iz druge polovice leta 2005 in leta 2006 (glej graf 28). Po zadnjih ocenah se je medletna rast cen stanovanjskih nepremičnin v celotnem euroobmočju v prvi polovici leta 2007 znižala na 5,0% v primerjavi s 6,1% v drugi polovici leta 2006. Razpoložljivi podatki po državah kažejo, da je bilo umirjanje inflacije cen stanovanj posebno izrazito v državah, ki so v preteklih letih dosegale razmeroma visoko rast cen nepremičnin, kot so Belgija, Irska, Španija, Francija in Malta. Nasprotno pa razpoložljivi podatki kažejo, da so se cene stanovanj na Nizozemskem in v Avstriji zviševale približno enako kot leta 2006. V Nemčiji so se cene stanovanj leta 2007 še malo povečale po obdobju umirjenih gibanj do leta 2005.

### GIBANJA ZAZNANE INFLACIJE IN INFLACIJSKIH PRIČAKOVANJ

Glede na dvig skupne inflacije proti koncu leta 2007 so postali zaznana inflacija in inflacijska pričakovanja ključni dejavnik pri ocenjevanju prihodnjih inflacijskih gibanj. Merilo Evropske komisije, ki meri kvalitativno zaznavo inflacije v preteklih dvanajstih mesecih, se je v drugi polovici leta 2007 po dvigu dejanske inflacije občutno zvišalo in je doseglo stopnje, ki so bile nazadnje dosežene ob uvedbi eura januarja 2002 (glej graf 29).<sup>6</sup> Nasprotno kot leta 2002 pa so se inflacijska pričakovanja potrošnikov za nasle-

dnjih 12 mesecev v drugi polovici leta 2007 povečala, čeprav nekoliko manj. Podobno razkrivajo informacije iz napovedi drugih strokovnjakov, po katerih so dolgoročna inflacijska pričakovanja na podlagi anket ostala pri 1,9%, kot kažejo napovedi Consensus Economics iz oktobra 2007, oziroma so se zvišala na 2,0%, kot kaže anketa Euro Zone Barometer iz januarja 2008 in anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrtletje 2008. Poleg tega so se izvedene stopnje inflacije na podlagi obveznic, vezanih na inflacijo, in zamenjav po septembru 2007 v euroobmočju zvišale, kar kaže, da so se inflacijska pričakovanja ali premije za tveganje inflacije na finančnih trgih zvišale (glej tudi razdelek 2.2 v tem poglavju).

### 2.4 GIBANJE PROIZVODNJE IN POVPRŠEVANJA TER GIBANJA NA TRGU DELA

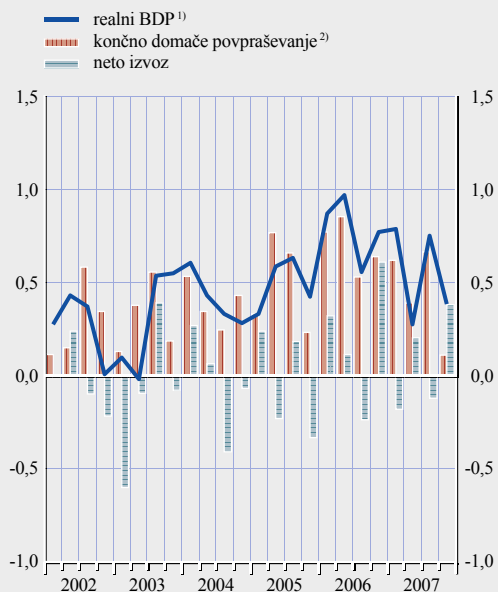
#### GOSPODARSKA RAST JE BILA LETA 2007 UGODNA

Gospodarska gibanja v letu 2007 so bila na splošno ugodna, čeprav se je rast med letom nekoliko upočasnila. Leta 2007 je rast realnega BDP v euroobmočju v povprečju znašala 2,6%, kar je

<sup>6</sup> Več podatkov je v okvirju z naslovom „Recent developments in consumers' inflation perceptions and expectations in the euro area“, Monthly Bulletin ECB, november 2007.

**Graf 30 Prispevki k četrtletni rasti realnega BDP**

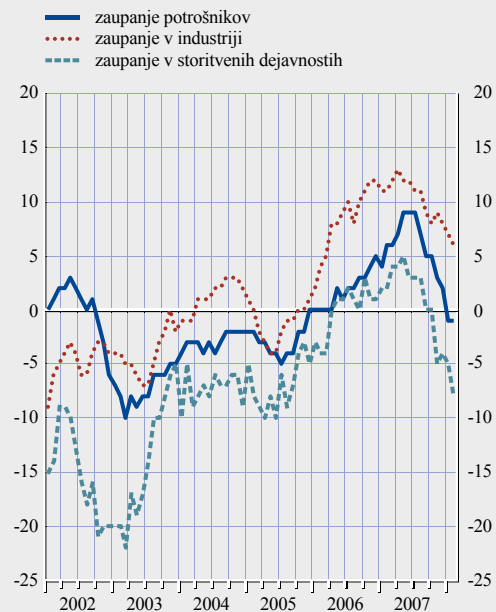
(četrtletni prispevki v odstotnih točkah; desezonirano)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.  
1) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrletje.  
2) Opredeljeno kot domače povpraševanja brez sprememb zalog.

**Graf 31 Kazalniki zaupanja**

(ravnotežja v odstotkih; desezonirano)



Vir: Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov.  
Opomba: Prikazani podatki so izračunani kot odkloni od povprečja v obdobju od januarja 1985 za zaupanje potrošnikov in zaupanje v industriji ter od aprila 1995 za zaupanje v storitvenih dejavnostih. Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

nekoliko manj kot leta 2006 (2,8%) in več kot v prejšnjih letih (glej graf 30).

Počasnejša rast BDP v letu 2007 je bila predvsem posledica gibanja zasebne potrošnje in stanovanjskih naložb. Neto izvoz je k rasti BDP prispeval 0,4 odstotne točke, kar je dvakrat več kot v letu 2006 (glej tabelo 3).

Med dejavniki, ki so upočasnili rast, je bil poleg enkratnega vpliva na potrošnjo zaradi povečanja DDV v Nemčiji še posebno pomemben negativni vpliv višjih cen nafte in energentov na realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev ter na zaupanje potrošnikov in podjetij. Inflacijska gibanja in pozneje finančni pretresi, ki so se začeli avgusta in so bili tesno povezani s krizo na trgu drugorazrednih hipotek v ZDA, so prispevali k poslabšanju pričakovanj potrošnikov in podjetij v drugi polovici leta 2007. Poleg tega je slabšanje razmer na stanovanjskem trgu

v več državah euroobmočja prispevalo k umirjanju gospodarske aktivnosti.

Kljub vse večji negotovosti v drugi polovici leta je bilo gospodarstvo euroobmočja leta 2007 uspešno, kar se je izražalo v velikem in vztrajnem upadanju stopnje brezposelnosti. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju se je decembra znižala na 7,1%, kar je najnižja raven v zadnjih 25 letih. Pozitivni trend je odraz trdnih temeljev gospodarstva euroobmočja ter zlasti dobičkonosnosti podjetij in povečanja ustvarjanja delovnih mest.

Zasebna potrošnja se je leta 2007 povečala za 1,4%, kar je manj kot leta 2006 (1,8%). Na gibanje potrošnje v letu 2007 je močno vplivalo povečanje DDV v Nemčiji januarja 2007, kar je povzročilo, da so potrošniki nakupe opravili prej (zlasti dražjih izdelkov, kot je trajno potrošno blago) in se tako izognili povišanju davka. Zato se je medletna stopnja rasti zasebne potrošnje v

**Tabela 3 Sestava rasti realnega BDP**

(spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače; desezonirano)

	Letne stopnje rasti <sup>1)</sup>								Četrtnete stopnje rasti <sup>2)</sup>				
	2005	2006	2007	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Realni bruto domači proizvod	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>od tega:</i>													
Domače povpraševanje <sup>3)</sup>	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Zasebna potrošnja	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Državna potrošnja	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Spremembe v zalogah <sup>4)</sup>	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Neto izvoz <sup>5)</sup>	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Izvoz <sup>5)</sup>	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Uvoz <sup>5)</sup>	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Realna bruto dodana vrednost													
<i>od tega:</i>													
Industrija brez gradbeništva	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Gradbeništvo	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Čiste tržne storitve <sup>6)</sup>	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki v tabeli so desezonirani in deloma prilagojeni glede na število delovnih dni, saj vse države euroobmočja ne poročajo serij četrtnetih nacionalnih računov, ki so prilagojene glede na število delovnih dni. Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

1) Odstotna sprememba glede na enako obdobje prejšnjega leta.

2) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrtnete.

3) Kot prispevek k rasti realnega BDP; v odstotnih točkah.

4) Vključno s postavko pridobitve manj odtujitve vrednostnih predmetov.

5) Izvoz in uvoz zajemata blago in storitve ter vključujeta čezmejno trgovino znotraj euroobmočja. Ker trgovina znotraj euroobmočja ni izključena iz podatkov za izvoz in uvoz v nacionalnih računih, ti podatki niso popolnoma primerljivi s podatki plačilne bilance.

6) Vključuje trgovino in popravila, gostinstvo, promet in zveze, finančno posredništvo, poslovanje z nepremičninami, najem in poslovne storitve.

euroobmočju v prvem četrtnetu leta 2007 močno zmanjšala, in sicer na 1,4% v primerjavi z 2,1% v zadnjem četrtnetu leta 2006. Potrošnja gospodinjstev se je v poznejših mesecih povečala, skladno z izboljšanjem realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev, k čemur so prispevala predvsem pozitivna gibanja zaposlenosti in delno tudi rast realnega premoženja gospodinjstev. V drugi polovici leta je prišlo do postopnega slabšanja zaupanja potrošnikov, kar je bilo povezano s pretresi na finančnih trgih, zaskrbljenostjo glede zunanjega okolja in povišanjem inflacije (glej graf 31). Finančni pretresi pa naj bi imeli le omejen neposredni vpliv na potrošnjo, čeprav so se kreditni standardi za potrošniška posojila v zadnjih nekaj mesecih leta zaostri v nasprotju s predhodnimi četrtneti, ko je prihajalo do njihove neto sprostitve.

Po močnem povečanju v letu 2006 je bila skupna rast naložb v letu 2007 okrepljena in je znašala 4,4%. Vendar pa se je tempo rasti med letom postopoma umirjal, najizraziteje

pri stanovanjskih naložbah, kar je zaznamovalo konec ekspanzivne faze poslovnega cikla v gradbeništvu v okolju upočasnjevanja rasti cen stanovanj. Upočasnitev rasti stanovanjskih naložb je bila izrazitejša v nekaterih državah, ki so v prejšnjih letih dosegale zelo hitro rast. Rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih kažejo, da se je v zadnjem četrtnetu leta 2007 neto povpraševanje gospodinjstev po stanovanjskih posojilih močno zmanjšalo zaradi manj ugodnih ocen glede prihodnjih možnosti na stanovanjskem trgu in poslabšanja zaupanja potrošnikov.

Leta 2007 se je obseg izvoza v države zunaj euroobmočja zaradi močne rasti zunanjega povpraševanja močno povečal (za 5,9%) kljub hitri apreciaciji eura med letom in močni konkurenci iz Kitajske in drugih azijskih držav. Prav tako je močno narasel uvoz iz držav zunaj euroobmočja, ki so ga spodbujale okrepljene podjetniške naložbe, izvoz in apreciacija eura. V celoti gledano je neto menjava s



tujino pozitivno prispevala k rasti BDP v višini 0,4 odstotne točke.

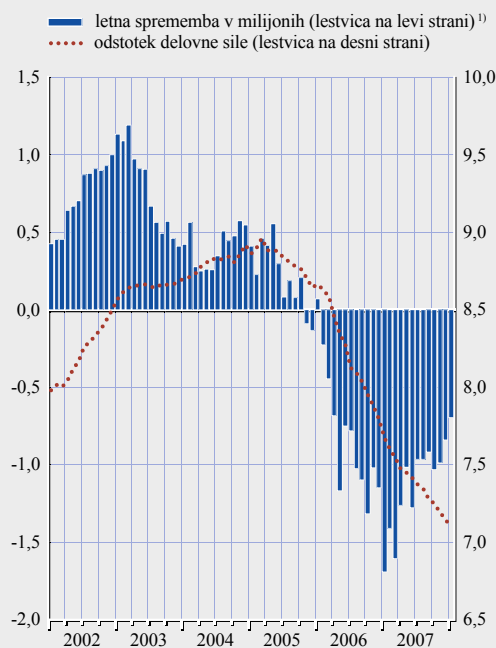
Z vidika posameznih sektorjev so h gospodarski aktivnosti v letu 2007 prispevali predvsem vztrajno dobri rezultati v storitvenem sektorju, kjer se je medletna stopnja rasti leta 2007 v primerjavi z letom 2006 nekoliko zmanjšala z 2,5% na 2,4%. Industrija (brez gradbeništva) je med letom izkazovala precej vztrajno rast, ki je bila tesno povezana z močno rastjo izvoza, kar je izravnalo upočasnitev rasti v gradbeni dejavnosti. Rast dodane vrednosti v gradbeništvu euroobmočja je leta 2007 močno upadla, zlasti v drugi polovici leta. Kot rečeno, je bil ta trend predvsem posledica poslabšanih pričakovanj na stanovanjskem trgu, čeprav so počasnejšo rast dosegle tudi druge gradbene dejavnosti, med drugim nestanovanjska gradnja in nizka gradnja.

### RAZMERE NA TRGU DELA SE ŠE NAPREJ IZBOLJŠUJEJO

Razmere na trgu dela v euroobmočju so se v zadnjih letih vidno izboljšale. Zaposlenost se je leta 2006 po več letih umirjene rasti povečala za 1,5%. Poleg tega je bilo ustvarjanje delovnih mest enakomerneje porazdeljeno po starosti, spolu in izobrazbeni strukturi.<sup>7</sup> Močna rast zaposlenosti se je nadaljevala tudi v letu 2007, ko je naraščala po letni stopnji 1,7%, kar je največ po letu 2001 (glej tabelo 4). Kljub temu je rast

**Graf 32 Brezposelnost**

(mesečni podatki; desezonirano)



Vir: Eurostat.

Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

1) Letne spremembe niso desezonirane.

7 Več podrobnosti je v okvirju 8, Mesečni bilten ECB, september 2007.

**Tabela 4 Gibanja na trgu dela**

(spremembe v odstotkih glede na prejšnje obdobje; odstotki)

	2005	2006	2007	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Delovna sila	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Zaposlenost	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Kmetijstvo <sup>1)</sup>	-1,2	-1,6	,	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	,
Industrija <sup>2)</sup>	-0,3	0,6	,	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	,
– brez gradbeništva	-1,4	-0,3	,	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	,
– gradbeništvo	2,3	2,7	,	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	,
Storitve <sup>3)</sup>	1,5	2,1	,	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	,
<b>Stopnje brezposelnosti<sup>4)</sup></b>													
Skupaj	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Pod 25 let	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 let in več	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Ciprom in Malto.

1) Vključuje tudi ribištvo, lovstvo in gozdarstvo.

2) Vključuje predelovalne dejavnosti, gradbeništvo, rudarstvo ter oskrbo z elektriko, plinom in vodo.

3) Ne vključuje eksteritorialnih organov in organizacij.

4) Odstotek delovne sile po priporočilih ILO.

zaposlenosti v drugi polovici leta 2007 upadla zaradi slabših gospodarskih razmer.

Razčlenitev po sektorjih kaže, da je bila hitrejša rast zaposlenosti v letu 2007 delno posledica velikega ustvarjanja delovnih mest v gradbeništvu, kjer je bila v tretjem četrtletju leta 2007 dosežena 4,3% letna stopnja rasti, potem ko je ta v celotnem letu 2006 znašala 2,7%. Daljše obdobje zmanjševanja zaposlenosti v industriji (brez gradbeništva) se je leta 2007 ustavilo, ko je prvič po letu 2001 prišlo do neto ustvarjanja delovnih mest, čeprav je bilo zelo skromno. Prav tako je hitreje naraščala zaposlenost v storitvenem sektorju, ki se je v zadnjem četrtletju leta 2007 povečala na 2,3%, potem ko je leta 2006 v povprečju znašala 2%. To je bilo povezano predvsem z gibanjem v finančnem posredništvu, poslovnih storitvah, trgovini in prometu. V drugi polovici leta 2007 so navedene storitvene dejavnosti in gradbeništvo zabeležili počasnejšo rast zaposlenosti, pri čemer je bila upočasnitev rasti

izrazitejša v gradbeništvu. Gibanja v gradbeništvu kažejo konec cikličnega vzpona stanovanjske gradnje in drugih gradbenih dejavnosti.

Stopnja brezposelnosti, ki se je začela zmanjševati na začetku leta 2005 in je v zadnjem četrtletju leta 2006 znašala 7,9%, se je v letu 2007 še znižala in ob koncu leta dosegla 7,1% (glej graf 32).

Leta 2007 se je število brezposelnih vsak mesec v povprečju zmanjšalo za okrog 80.000. Na splošno je bila nižja brezposelnost posledica rasti zaposlenosti, povezane s cikličnimi razmerami, vpliva reform na trgu dela in nadaljevanja umirjanja plač.

Rast produktivnosti dela v celotnem gospodarstvu, merjena z realnim BDP na zaposlenega, se je leta 2007 povečala samo za 0,8% in se je tako zmanjšala v primerjavi z 1,3% rastjo v letu 2006, ko je produktivnost dela v četrtem četrtletju dosegla vrh z 1,6%

## Okvir 6

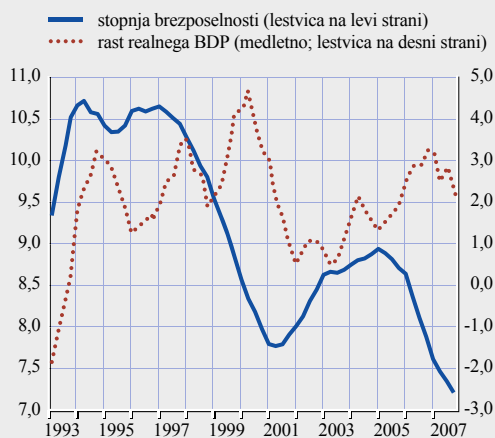
### ZMANJŠANJE BREZPOSELNOSTI V EUROOBMOČJU V ZADNJIH NEKAJ LETIH

Rast zaposlenosti v euroobmočju se je v zadnjih devetih letih povprečno povečala za 1,3% na leto, od drugega četrtletja 2003 dalje pa se je stopnja brezposelnosti v euroobmočju zmanjšala za 1,5 odstotne točke in decembra 2007 znašala 7,2%. To zmanjšanje ni samo odraz gospodarske konjunktore, temveč kaže tudi učinek nadaljevanja zmernega gibanja plač in reform na trgu dela v euroobmočju.

V zvezi z gibanjem brezposelnosti v zadnjih letih je mogoče opredeliti dve obdobji (glej graf A). Prvič, obdobje od sredine leta 2003 do začetka leta 2005, v katerem je stopnja brezposelnosti kljub pospešitvi aktivnosti počasi naraščala, je sledilo obdobju, ko se je stopnja brezposelnosti močno povečala z nizkih 7,8% sredi leta 2001 na 8,7% sredi leta 2003. Drugič, obdobje od začetka leta 2005 do leta 2007, ko

Graf A Stopnja brezposelnosti v euroobmočju in rast BDP

(odstotki; medletne odstotne spremembe)



Vir: Eurostat.

Opomba: Brezposelnost kot odstotek delovne sile.

se je stopnja brezposelnosti zaradi trajne gospodarske rasti močno zmanjšala in dosegla najnižjo raven od začetka osemdesetih let prejšnjega stoletja. Absolutno gledano se je brezposelnost od junija 2003 zmanjšala za okrog 1,6 milijona in tako ublažila povečanje v obdobju od sredine leta 2001 do sredine leta 2003. V tem okvirju je predstavljen pregled zmanjšanja brezposelnosti v euroobmočju od leta 2003, predvsem z vidika starosti, spola, izobrazbene strukture in trajanja.

### Zmanjšanje brezposelnosti je predvsem posledica močne rasti zaposlenosti

Zmanjšanje brezposelnosti je bilo posledica živahne rasti zaposlenosti. Skupna zaposlenost od sredine leta 2003 dalje v povprečju narašča po 0,3% medčetrletni stopnji, medtem ko je bila ta od sredine leta 2001 do sredine leta 2003 le 0,1%. To je enako povečanju števila zaposlenih za več kot 7,5 milijona. Na sektorski ravni so storitvene dejavnosti k povečanju zaposlenosti prispevale približno 85%, preostali delež pa gradbeništvo. Po drugi strani je raven zaposlenosti v kmetijstvu in industriji (brez gradbeništva) še vedno upadala.

Omeniti velja, da se je brezposelnost zmanjševala ob stalni rasti delovne sile, ki pa se je v zadnjih dveh letih nekoliko upočasnila. Delovna sila od začetka leta 2003 vztrajno narašča z nekoliko več kot 0,9% povprečno letno stopnjo, predvsem zaradi naraščajočega deleža aktivnega prebivalstva. Z drugimi besedami, dinamika zaposlenosti od leta 2003 ni omogočila le absorbirati naraščajočega obsega delovne sile, temveč je pripeljala tudi do občutnega zmanjšanja brezposelnosti.

### Izboljšanje razmer na trgu dela koristi vsem skupinam

Stopnja brezposelnosti se je od leta 2003 zmanjšala pri vseh relevantnih skupinah, zlasti pa pri nekaterih kategorijah, na katere je visoka brezposelnost najbolj vplivala, tj. mladih in žensk. Kljub temu so med skupinami še vedno pomembne razlike v stopnjah brezposelnosti (glej tabelo).

Brezposelnost mladih (tj. oseb, mlajših od 25 let), ki je v euroobmočju približno dvakrat večja od splošne stopnje brezposelnosti, se je zmanjšala s 16,5% junija 2003 na 14,3% decembra 2007. Skupno je mogoče približno tretjino celotnega zmanjšanja brezposelnosti pripisati tej skupini. Stopnja brezposelnosti žensk se je od junija 2003 do decembra 2007 znižala za 1,9 odstotne točke

### Stopnje brezposelnosti v euroobmočju po spolu, starosti in izobrazbeni strukturi

(odstotki; odstotne točke)

	starost	2003	2005	2007	sprememba 2003-07
<b>Vsi</b>	nad 15	8,7	9,0	7,2	-1,5
<b>Moški</b>	nad 15	7,7	8,2	6,5	-1,2
<b>Ženske</b>	nad 15	9,9	10,0	8,0	-1,9
<b>Mlajši</b>	15–24	16,5	17,6	14,3	-2,2
<b>Starejši</b>	55–64	7,4	7,5	6,1	-1,3
<b>Raven izobrazbe</b>	25–64				
manj kot srednješolska izobrazba		10,3	10,2	9,1	-1,2
najmanj srednješolska izobrazba		7,7	7,9	6,2	-1,5
terciarna izobrazba		5,2	5,0	4,0	-1,2
<b>stopnja dolgotrajne brezposelnosti</b>	nad 15	44,2	45,4	44,4	0,2

Vir: Eurostat.

Opomba: Podatki za leto 2003, 2005 in 2007 se nanašajo na junij, marec oziroma december in so pri vseh skupinah izpeljani iz harmoniziranih podatkov o stopnji brezposelnosti, razen pri starejših, izobrazbeni strukturi in dolgotrajno brezposelnih, kjer se podatki v vseh primerih nanašajo na marec in so izpeljani iz ankete o delovni sili EU.

in dosegla 8,0%, kar je nedvomno izrazitejši padec kot pri moških. Obema skupinama, mladim in ženskam, sta še naprej koristili sprostitev predpisov, ki se uporabljajo za pogodbe o zaposlitvi za določen čas, ter uvedba ukrepov za spodbujanje zaposlovanja s krajšim delovnim časom, ki so povečali njihovo zaposljivost. Na obe skupini je pozitivno vplivalo tudi strukturno povečanje zaposlenosti v storitvenem sektorju.

Manj pozitivno pa je videti, da se delež dolgotrajno brezposelnih v skupnem številu brezposelnih med letoma 2003 in 2007 v glavnem ni spreminjal in je bil z nekaj več kot 44% zelo visok v primerjavi z drugimi gospodarskimi območji. Vendar pa se je delež brezposelnih, ki so brez dela več kot leto, v skupni brezposelnosti od leta 2005 zmanjšal za eno odstotno točko, kar kaže, da gospodarsko okrevanje na osebe v tej skupini vpliva z določenim odlogom. Kot kaže trendno zmanjšanje, na dolgotrajno brezposelnost pozitivno vplivajo tudi reforme na trgu dela, usmerjene zlasti v izboljšanje zaposljivosti najbolj občutljivejših skupin in povečanje spodbud za delo.

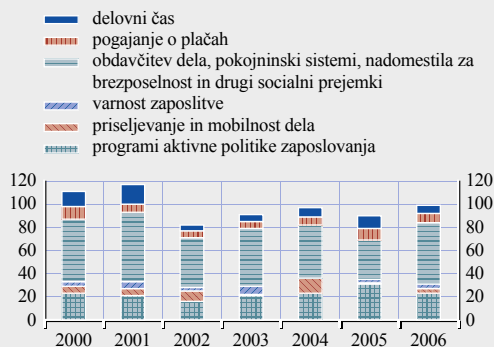
### Za spodbujanje nadaljnjega zmanjševanja brezposelnosti so potrebne dodatne reforme in nadaljevanje zmernega gibanja plač

V celoti gledano je bilo zmanjšanje brezposelnosti od sredine leta 2003 precejšnje. Za trajno nadaljevanje tega trenda v prihodnjih letih bodo poleg zmernega gibanja plač potrebne tudi stalne reforme na trgu dela in trgu proizvodov v euroobmočju. Evropska komisija je pred kratkim oblikovala podatkovno zbirko (imenovano LABREF), ki podaja glavne značilnosti pobud ekonomske politike od leta 2000 in se pri tem osredotoča na njihovo obliko, obseg in trajanje.<sup>1</sup> Iz grafa B je razvidno, da je skupno število sprememb politike na trgu dela euroobmočja v povprečju obsegalo okrog 98 ukrepov, uzakonjenih med letoma 2000 in 2006. Največ ukrepov je bilo sprejetih na področju aktivne politike zaposlovanja (zlasti pobud, ki zadevajo javne službe za zaposlovanje in usposabljanje), sledita področje pokojninskih sistemov (predvsem v zvezi z ravnijsko pokojnin in pogoji upokojitve) in obdavčitve dela (v obliki politik, ki zadevajo predvsem obdavčitev dohodka in prispevke delodajalcev za socialno varnost).

Čeprav je več držav euroobmočja doseglo napredek pri sprejemanju in izvajanju strukturnih reform, so na številnih področjih politike potrebna nadaljnja prizadevanja. Reforme naj bi povečale zaposlitvene možnosti zlasti mladih in žensk, zato je za vsako državo euroobmočja bistveno, da odpravi izkrivljanje trga in dosledno izvaja napovedane ukrepe iz nacionalnih programov reform, ki so v središču lizbonskega procesa. Napredek pri spreminjanju zakonodaje na področju varnosti zaposlitve in pri določanju spodbud za delo prek davčnih sistemov in sistemov socialnih prejemkov je bil dokaj omejen. Intenzivne reforme na teh področjih bi lahko močno prispevale k prožno-

**Graf B Intenzivnost reform v euroobmočju<sup>1)</sup> in porazdelitev po vrstah reform, 2000–06**

(Število uzakonjenih reform)



Vir: Izračun ECB na podlagi podatkovne zbirke LABREF.

1) Vključuje Slovenijo.

<sup>1</sup> Reforme so razvrščene glede na osem glavnih področij politike: obdavčitev dela, sistemi nadomestil za brezposelnost (skupaj z drugimi socialnimi prejemki), programi aktivne politike zaposlovanja, varnost zaposlitve, pokojninski sistemi, pogajanja o plačah, organizacija delovnega časa, migracijska politika in mobilnost dela. Znotraj navedenih širših področij je obravnavanih skupno 36 področij, v katera posegajo reforme.

sti trga dela in krepile sposobnost prilagajanja držav v euroobmočju. Poleg tega so za povečanje produktivnosti in zaposlitvenih možnosti potrebna okrepljena prizadevanja za vzpostavitev in poglobitev notranjega trga EU za blago in storitve ter krepitev raziskovalno-razvojne dejavnosti in inovacij. Prav tako so zaželeno reforme sistemov pogajanja o plačah, namenjene odpravljanju togosti, saj so pomembne pri zmanjševanju razlik v stopnji brezposelnosti med različnimi skupinami prebivalstva.

letno stopnjo rasti. Pospešitev produktivnosti dela v letu 2006, ki je bila povezana predvsem s cikličnim vzponom gospodarstva euroobmočja, se je izkazala za kratkotrajno, saj je letna stopnja rasti je v zadnjem četrtletju leta 2007 padla na 0,6%.

## 2.5 FISKALNA GIBANJA

### NADALJEVANJE PRORAČUNSKEGA IZBOLJŠANJA V LETU 2007

Fiskalna gibanja so bila tudi leta 2007 še naprej razmeroma ugodna, predvsem zaradi močne gospodarske aktivnosti, dodatnih prihodkov, nekaterih konsolidacijskih prizadevanj in izteka začetnih dejavnikov, ki so leta 2006 povzročili poveča-

**Tabela 5 Fiskalni položaj v euroobmočju**

(odstotek BDP)

**Prešek (+)/primanjkljaj (-) širše opredeljene države**

	2005	2006	2007
Euroobmočje	-2,5	-1,5	-0,8
Belgija	-2,3	0,4	-0,3
Nemčija	-3,4	-1,6	0,0
Irska	1,2	2,9	0,5
Grčija	-5,1	-2,5	-2,7
Španija	1,0	1,8	1,8
Francija	-2,9	-2,5	-2,4
Italija	-4,2	-4,4	-2,4
Luksemburg	-0,1	0,7	1,0
Nizozemska	-0,3	0,6	-0,4
Avstrija	-1,6	-1,4	-0,7
Portugalska	-6,1	-3,9	-3,0
Slovenija	-1,5	-1,2	-0,6
Finska	2,7	3,8	4,5

**Bruto dolg širše opredeljene države**

	2005	2006	2007
Euroobmočje	70,3	68,6	66,7
Belgija	92,2	88,2	84,6
Nemčija	67,8	67,5	65,0
Irska	27,4	25,1	25,1
Grčija	98,0	95,3	93,4
Španija	43,0	39,7	36,2
Francija	66,7	64,2	64,2
Italija	106,2	106,8	105,0
Luksemburg	6,2	6,6	6,9
Nizozemska	52,3	47,9	46,8
Avstrija	63,4	61,7	59,9
Portugalska	63,7	64,8	64,4
Slovenija	27,4	27,1	25,6
Finska	41,4	39,2	35,3

Viri: Evropska komisija (za obdobje 2005–06, za Belgijo tudi 2007), dopolnjeni programi stabilnosti (za 2007) in izračuni ECB. Opomba: Podatki za leto 2007 v programih stabilnosti temeljijo na ocenah, zato se lahko razlikujejo od končnih rezultatov.

nje primanjkljaja v Italiji. Po dopoljenih programih stabilnosti držav euroobmočja, se je povprečni javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju zmanjšal z 1,5% BDP v letu 2006 na 0,8% BDP v letu 2007 (glej tabelo 5).<sup>8</sup> Primanjkljaj v Italiji in na Portugalskem, dveh državah euroobmočja, ki sta v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, se je zmanjšal na 2,4% oziroma 3% BDP. V primeru Italije se je primanjkljaj po zadnjih ocenah zmanjšal na 1,9% BDP. V primeru Belgije pa je po najnovejših ocenah delež primanjkljaja v letu 2007 znašal 0,1% BDP, delež dolga pa 85,1% BDP. Leta 2007 nobena država, ki sodeluje v euroobmočju, ni imela primanjkljaja, večjega od 3% BDP, tako stanje pa je bilo nazadnje doseženo leta 2000 (kupnina od prodaje licenc UMTS ni vključena).

Kot kaže primerjava podatkov za leto 2007 s cilji, zastavljenimi v dopolnitvah programov stabilnosti, objavljenih ob koncu leta 2006 in na začetku leta 2007, se je povprečni primanjkljaj euroobmočja znižal za 0,7 odstotne točke BDP. To izboljšanje je predvsem posledica baznega učinka, ki je odraz boljših rezultatov v letu 2006 od pričakovanih. Boljši rezultati od pričakovanih so bili leta 2007 doseženi v večini držav, najizraziteje v Nemčiji, Luksemburgu in na Finskem.

8 Viri: Evropska komisija (za obdobje 2005–06, za Belgijo tudi 2007), dopoljeni programi stabilnosti (za 2007) in izračuni ECB. Opomba: Podatki za leto 2007 v programih stabilnosti temeljijo na ocenah, zato se lahko razlikujejo od končnih rezultatov.

## Okvir 7

### IZDAJANJE DRŽAVNIH DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN RAZPONI DONOSNOSTI OBEVZNIC V EUROOBMOČJU

Leta 2007 se je v okolju naraščajočih obrestnih mer, ki je zaznamovalo večino leta, neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev širše države v euroobmočju povečalo. Povečanje je bilo izredno močno pri kratkoročnih vrednostnih papirjih. Decembra 2007 je neto rast dolžniških vrednostnih papirjev širše države v euroobmočju znašala 2,8%, kar je samo 0,4 odstotne točke več kot leta 2006 (glej tabelo A)<sup>1</sup>. Ob močnejši gospodarski rasti pa se je razmerje med zadolženostjo širše opredeljene države in BDP v večini držav euroobmočja zmanjšalo.

Eden od razlogov za povečanje deleža izdajanja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev v letu 2007 glede na dolgoročne dolžniške vrednostne papirje bi bilo lahko zvišanje dolgoročnih

1 Stopnje rasti se izračunajo na podlagi finančnih transakcij in tako izključujejo prerazvrstitve, prevrednotenja, nihanja deviznega tečaja in druge spremembe, ki niso posledica transakcij. Podrobnosti so v tehničnih opombah v zvezi s tabelama 4.3 in 4.4 v poglavju „Statistični podatki euroobmočja“ v mesečnem biltenu ECB.

**Tabela A Dolžniški vrednostni papirji, ki so jih izdale države euroobmočja**

(medletne odstotne spremembe; konec obdobja)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Centralna država skupaj	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
s fiksno obrestno mero		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
s spremenljivo obrestno mero		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Vir: ECB.

**Tabela B Struktura stanja dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja**

(odstotek skupnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdala širše opredeljena država; konec obdobja)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Centralna država	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Druga širše opredeljena država	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Širše opredeljena država skupaj									
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
s fiksno obrestno mero	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
s spremenljivo obrestno mero	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Širše opredeljena država skupaj v milijardah EUR	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Vir: ECB.

obrestnih mer v prvi polovici leta. Skladno s tem se je zaradi strme krivulje donosnosti, s katero so se soočale vlade držav, letna stopnja rasti dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev znižala s 3,4% v letu 2006 na 2,3% v letu 2007, medtem ko se je letna stopnja rasti kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev močno povečala in leta 2007 postala celo pozitivna.

Analiza strukture stanja dolžniških instrumentov širše države kaže, da izdajanje javnega dolga prevzema predvsem centralna država, ki je leta 2007 predstavljala 93,5% vsega stanja dolžniških instrumentov, drugi podsektorji širše države pa so bili odgovorni za preostalih 6,5% instrumentov. Drugi podsektorji so sčasoma postajali dejavnejši, tako da se je delež dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdali ti sektorji, med letoma 1999 in 2006 v glavnem podvojil, delež dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdala centralna država, pa je v istem obdobju postopno upadal.

Države na splošno niso spremenile svoje dolgoročne usmeritve pri upravljanju dolga. Dolgoročni dolg je leta 2007 predstavljal približno 92,5% celotnega stanja dolžniških vrednostnih papirjev, kar je nekoliko manj kot leta 2006, medtem ko se je delež kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev v letu 2007 povečal na 7,5% s 7,1% v letu 2006 (glej tabelo B). Iz tabele B je prav tako razvidno, da je bil daleč največji delež dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev širše države izdan po fiksni obrestni meri, delež izdaj s spremenljivo obrestno mero pa se je leta 2007 rahlo povečal in tako nadaljeval trend naraščanja, ki se je začel leta 2004.

Za ponazoritev učinka, ki so ga imele naraščajoče obrestne mere na plačila obresti dolga širše države, je mogoče spremembo plačil obresti razstaviti na i) učinek, ki izhaja iz sprememb javnega dolga, ii) učinek, ki izhaja iz sprememb obrestnih mer, in iii) preostali navzkrižni učinek,<sup>2</sup>

2 Spremembe plačil obresti, I, lahko razstavimo tako:

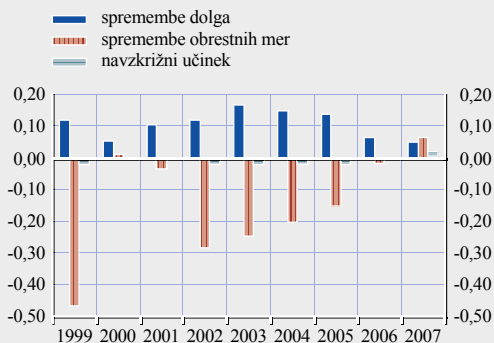
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{učinek prek} \\ \text{sprememb} \\ \text{dolga} \end{array} \right.$ 
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{učinek prek} \\ \text{sprememb} \\ \text{obrestnih mer} \end{array} \right.$ 
 $\left. \begin{array}{l} \text{navzkrižni učinek} \\ \text{(preostali)} \end{array} \right.$

kjer je B javni dolg in i povprečna implicitna obrestna mera (I/B).

### Graf A Razčlenitev spremembe plačil obresti

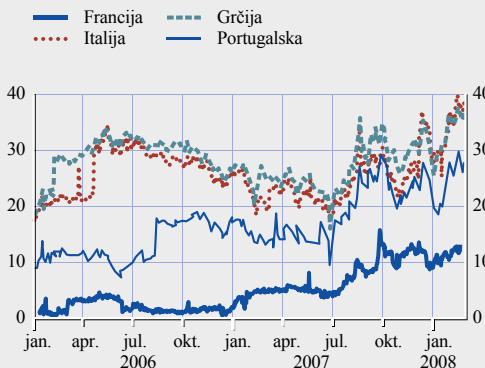
(odstotki BDP; letni podatki)



Vira: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

### Graf B Razponi donosnosti državnih obveznic glede na Nemčijo

(v bazičnih točkah; dnevni podatki)



Vira: Reuters in izračuni ECB.

Graf A prikazuje, da so leta 2007 spremembe obrestnih mer prvič po letu 2000 pozitivno prispevale k celotni spremembi plačil obresti. Poleg tega je bil učinek, ki izhaja iz sprememb obrestnih mer, večji kot učinek, ki izhaja iz sprememb dolga.

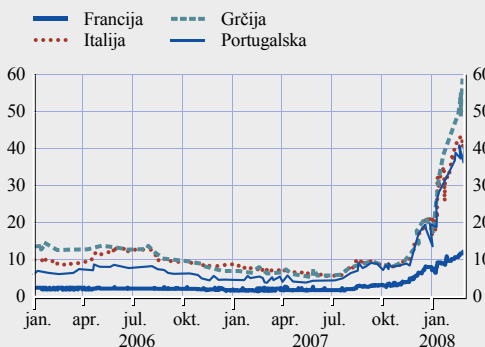
Primerjava med državami euroobmočja kaže, da so bile donosnosti 10-letnih državnih obveznic do zdaj v povprečju najnižje v Nemčiji, predvsem zaradi višje likvidnosti teh obveznic in statusa, ki ga imajo kot merilo primerjave. Graf B prikazuje razpone donosnosti državnih obveznic držav euroobmočja, razen Nemčije, ki so bile ob koncu leta 2006 v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, glede na nemške obveznice.

Razlike v donosnosti državnih obveznic med državami euroobmočja v bistvu odražajo razlike v likvidnostnem in kreditnem tveganju. Leta 2007 je bilo mogoče pri razponih donosnosti državnih obveznic opaziti dva jasno razvidna trenda. V prvi polovici leta so se razponi donosnosti državnih obveznic v nekaterih državah euroobmočja zmanjševali. Med nemirnim dogajanjem na finančnih trgih v drugi polovici leta 2007 in zaradi splošno spremenjenih ocen tveganja pa so se razponi povečali, zlasti v Grčiji, Franciji, Italiji in na Portugalskem. Trend upadanja, ki ga je bilo mogoče opaziti proti koncu septembra, se je novembra, ko se je med vlagatelji ponovno pojavila zaskrbljenost glede nemirnega dogajanja na kreditnih trgih, obrnil.

Za potrditev nedavnega povečanja razponov donosnosti državnih obveznic so v grafu C prikazani razponi instrumentov zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic (credit default swap – CDS). Razponi instrumentov zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic se lahko zaradi svoje zasnove obravnavajo

### Graf C Instrumenti zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic

(v bazičnih točkah; dnevni podatki)



Vir: Bloomberg.



tudi kot merilo kreditnega tveganja, povezanega z imetjem ustreznih državnih obveznic. Prednost razponov v instrumentih zamenjave kreditnega tveganja za namen te analize je v tem, da nanje ne vplivajo spremembe referenčnih obveznic obravnavanih držav, oziroma neuskkljenost v zapadlosti ter da se praviloma bolj odzivajo na spremembe na trgu. Skladno z zgornjo analizo razponov donosnosti državnih obveznic so se od poletja 2007 povečali tudi razponi instrumentov zamenjave kreditnega tveganja za navedene države, takšen trend naraščanja pa se je nadaljeval v začetku leta 2008.

Ob takšnih gibanjih se je povprečni delež javnega dolga v euroobmočju znižal za skoraj 2 odstotni točki na 66,7% BDP, kar je najnižja raven dolga, izražena kot odstotek BDP, od začetka tretje faze EMU leta 1999, temu trendu upadanja ni sledila Francija ter dve državi z nizkim dolgom (Luksemburg in Irska). Poleg tega je v šestih državah delež javnega dolga še vedno presegal referenčno vrednost 60% BDP. Kljub izboljšanim fiskalnim rezultatom se je leta 2007 povečal obseg izdajanja državnih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju (glej okvir 7).

Povprečni strukturni proračunski saldo (ciklično prilagojeni saldo brez enkratnih in začasnih ukrepov) v euroobmočju se je z -1,2% BDP, kolikor je znašal leta 2006, izboljšal na -0,8% v letu 2007. To izboljšanje ni bilo toliko rezultat konkretnih konsolidacijskih ukrepov na strani izdatkov, temveč bolj posledica živahne rasti davčnih prihodkov, ki je bila višja od rasti, ki jo je mogoče pojasniti z gibanjem predpostavljene makroekonomske davčne osnove. Če pogledamo posamezne države, so občutno izboljšanje strukturnega salda (za 0,5 odstotne točke BDP ali več) dosegle Nemčija, Grčija, Italija, Portugalska in Slovenija. V nasprotju s tem je prišlo na Irskem in Nizozemskem do precejšnjega strukturnega proračunskega popuščanja, in sicer za več kot eno odstotno točko BDP. Leta 2007 je svoj srednjeročni proračunski cilj dosegla ali ga še naprej izpolnjevala manjša večina držav euroobmočja.

#### **LETA 2008 PRIČAKOVAN ZASTOJ V FISKALNI KONSOLIDACIJI**

Fiskalni načrti v državah euroobmočja za leto 2008, ki so vključeni v dopolnitve programov stabilnosti s konca leta 2007, kažejo, da se bo zmanjševanje povprečnega javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju, ki traja od leta 2004,

ustavilo, pri čemer se bo primanjkljaj malenkostno povečal na 0,9% BDP, Javnofinančni odhodki in prihodki naj bi se povečali približno enako (0,25 odstotne točke BDP). Medtem ko naj bi bila gospodarska rast po pričakovanjih bolj ali manj skladna s potencialno, je približna ustalitev povprečnega primanjkljaja euroobmočja izraz upočasnitve ali celo preobrata konsolidacijskih prizadevanj v nekaterih državah ter zmanjšanja presežka v nekaterih drugih. Glede na to je pričakovati, da se bo povprečni delež javnega dolga v euroobmočju leta 2008 zniževal počasneje in se zmanjšal za okrog 1,5 odstotne točke na 65,1% BDP.

Če pogledamo podrobneje, v Franciji in Italiji ni pričakovati pomembnejšega napredka pri konsolidaciji v smeri zdravih javnih financ, tako da bo njun skupni primanjkljaj tako kot na Portugalskem ostal precej blizu referenčne vrednosti 3% BDP. Napredek v drugih državah, ki še niso dosegle svojega srednjeročnega cilja, naj bi bil v povprečju precej skromen, v nekaterih primerih pa naj bi se strukturno fiskalno stanje celo poslabšalo. Pričakuje se, da se bo po poslabšanju fiskalnega položaja v Nemčiji in na Irskem število držav, ki izpolnjujejo svoj srednjeročni cilj, zmanjšalo.

#### **NUJNI SO BOLJ AMBICIOZNI UKREPI ZA FISKALNO KONSOLIDACIJO**

Kot je razvidno iz dopolnjenih programov stabilnosti, makroekonomske okolje v letu 2008 še naprej spodbuja hitro napredovanje pri doseganju srednjeročnih ciljev, ki so si jih zastavile države euroobmočja. Pakt za stabilnost in rast od držav euroobmočja zahteva, da vsako leto izboljšajo strukturni proračunski saldo vsaj za referenčno vrednost 0,5% BDP, pri čemer naj večje konsolidacijske ukrepe izvedejo v dobrih gospodarskih časih. Aprila 2007 so ministri članic Euroskupine

ponovno potrdili svojo zavezanost izvajanju zdravih fiskalnih politik v skladu z določbami Pakta za stabilnost in rast. Priznali so, da euroobmočje trenutno preživlja dobre gospodarske čase in se zavezali, da bodo pričakovano ugodno gospodarsko okolje in boljše davčne prihodke od pričakovanih v celoti izkoristili za hitrejšo zmanjševanje primanjkljaja in dolga. Ministri so sprejeli zavezo, da večina držav euroobmočja svoje srednjeročne cilje doseže leta 2008 ali 2009, vse pa naj bi si prizadevale za njihovo uresničitev najpozneje do leta 2010. Države, ki so že dosegle svoje srednjeročne cilje, naj bi takšno proračunsko stanje vzdrževale in se tako izognile popuščanju fiskalne politike v časih dobrih gospodarskih gibanj. Oktobra 2007 se je Ekonomsko-finančni svet dogovoril o več dobrodošlih ukrepov za izboljšanje učinkovitosti Pakta za stabilnost in rast, zlasti z okrepitevijo njegovega preventivnega dela. Prav tako je potrdil potrebo po izpolnjevanju referenčne vrednosti strukturne konsolidacije v višini 0,5% BDP letno, kot določa pakt. Negotov vpliv pretresov na finančnih trgih, ki so se začeli poletu 2007, na gospodarstvo in proračun kaže, da je pri oblikovanju fiskalnih politik potrebna večja preudarnost.

Države euroobmočja, ki so še vedno v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, bi morale svoj primanjkljaj vzdržno znižati pod referenčno vrednost 3% BDP. Prav tako bi morale izpolnjevati zahtevo o referenčnem izboljšanju strukturnega salda v višini vsaj 0,5% BDP letno ter dodatne zahteve glede konsolidacije iz priporočil Ekonomsko-finančnega sveta. Da bi se izognili tveganju prekoračitve referenčne vrednosti primanjkljaja v bližnji prihodnosti, je ključnega pomena, da države po znižanju primanjkljaja pod 3% BDP še naprej napredujejo v smeri zdravih javnih financ, sicer lahko primanjkljaj zaradi neugodnih gibanj hitro znova preseže to vrednost. Po trenutnih projekcijah, predstavljenih v programu stabilnosti Italije in Portugalske, ki sta v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, naj bi bil njun primanjkljaj leta 2008 manjši od 3% BDP, toda še vedno precej visok, tako da bo potrebna nadaljnja konsolidacija.

Druge države euroobmočja, ki leta 2007 niso dosegle svojega srednjeročnega cilja, bi morale

izvajati strategijo konsolidacije v skladu z zahtevami Pakta za stabilnost in rast. Za to je potrebna strukturna konsolidacija vsaj za referenčno vrednost 0,5% BDP letno oziroma več, če država preživlja dobre gospodarske čase. Poleg tega bi morale države euroobmočja, kot je bilo že navedeno, svoj srednjeročni cilj doseči najpozneje do leta 2010. Kot kažejo najnovejše dopolnitve programov stabilnosti, je izpolnjevanje teh zavez politike omejeno. Tako Irska, Grčija, Francija in Italija svojega srednjeročnega cilja predvidoma ne bodo dosegle do leta 2010, v Belgiji, Franciji, Italiji in Avstriji pa strukturna fiskalna prilagoditev leta 2008 ne bo zadoščala za izpolnitev zahteve glede referenčne vrednosti 0,5% BDP. Ta gibanja so toliko bolj nerazveseljiva, ker nekatere države še naprej dosegajo izjemno visoke prihodke, ki krepijo strukturni proračunski saldo, čeprav še zdaleč ni gotovo, da se bodo takšne razmere nadaljevale. Zaradi neizpolnjevanja zahtev Pakta za stabilnost in rast ter najnovejših zavez politike je močno ogrožena verodostojnost preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast.

Priporočljivo je, da se države, ki so že dosegle svoj srednjeročni cilj, v obdobju ugodnih gospodarskih razmer izogibajo procikličnim fiskalnim politikam, ki bi spodbudile inflacijo in nastanek makroekonomskih neravnotežij. Prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev bi pomagalo izravnati makroekonomska nihanja. Nekatere države, ki so leta 2007 dosegle svoj srednjeročni cilj, se nameravajo v letu 2008 oddaljiti od takšnega strukturnega proračunskega stanja.

Odločnejša prizadevanja držav euroobmočja za doseganje in vzdrževanje zdravih javnih financ niso potrebna samo z vidika kratkoročne makroekonomske stabilizacije, s tem ko omogočajo prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev, temveč tudi za izboljšanje dolgoročne vzdržnosti javnih financ. Manjše breme javnega dolga bi deloma izravnalo pritisk na javne izdatke zaradi staranja prebivalstva v naslednjih desetletjih. Drugi ukrepi, potrebni za izboljšanje vzdržnosti javnih financ, vključujejo reforme na področju zdravstvenega varstva in pokojninskih sistemov ter povečanje učinkovite ponudbe dela. Če ne bo pravočasnih

ukrepov, katerih cilj je omiliti posledice staranja prebivalstva za proračun, bo to ogrozilo vzdržnost javnih financ in povečalo breme javnega dolga za prihodnje generacije.

Znaki, da se je živahna rast prihodkov deloma porabila za spodbujanje dodatne javne porabe v nekaterih državah, opozarjajo na tveganje ekspanzivnih fiskalnih politik in ponovitev napak ekonomske politike iz obdobja 2000–01, ko so se varnostne rezerve zmanjšale, zato se je več držav po poslabšanju gospodarskih razmer zna-

šlo v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem (glej okvir 8). V zvezi s tem bi zavezujoč nacionalni srednjeročni fiskalni okvir, če bo primerno oblikovan in se bo strogo izvajal, lahko pomagal pri omejevanju domačega pritiska, da se dodatni prihodki uporabijo za dodatno porabo ali zmanjševanje davkov, ter prispeval k oblikovanju dovolj velike proračunske rezerve pod referenčno vrednostjo 3% BDP. Zato morajo biti taka pravila pripravljena vnaprej in bi lahko vključevala pravila, po katerih se izredni presežni prihodki namenijo zmanjše-

#### Okvir 8

##### SPOZNANJA IZ IZKUŠENJ S FISKALNO POLITIKO V OBDOBJU 2000–2001

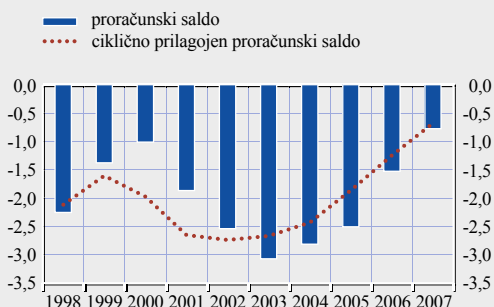
Leta 2007 se je javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po ocenah zmanjšal na 0,8% BDP. Če izključimo vpliv prihodkov od prodaje licenc UMTS, je to nižja raven kot leta 2000, ko je prejšnji gospodarski cikel dosegel vrh (glej graf A). V prihodnje bo za fiskalno politiko izjemno pomembno, da se ne ponovijo zgodbe iz prve polovice tega desetletja, ko se je fiskalni položaj hitro poslabšal, več držav euroobmočja pa je ustvarilo čezmerni primanjkljaj. V zvezi s tem pretekle izkušnje kažejo težnjo po precenjevanju moči osnovnega proračunskega položaja v dobrih gospodarskih obdobjih, zato je v ugodnih gospodarskih razmerah potrebna še posebno preudarna fiskalna politika.

V obdobju 1999–2000, tj. na vrhu zadnjega gospodarskega cikla, so številne države sprejele ukrepe ekspanzivne fiskalne politike (predvsem zniževanje davkov). Za te ukrepe je veljalo, „da si jih lahko privoščimo“ zaradi ugodnih ekonomskih projekcij in ocen osnovnega (ciklično prilagojenega) proračunskega položaja, ki so bile takrat na voljo. Z današnje perspektive je videti, da je bila moč osnovnega fiskalnega položaja držav precenjena. Ko je gospodarstvo euroobmočja nepričakovano vstopilo v obdobje recesije, se je proračunski saldo hitro poslabšal in več držav je kmalu preseglo referenčno vrednost primanjkljaja 3% BDP (glej graf B, leva stran).

Natančno oceno „pravega“ ciklično prilagojenega proračunskega salda ovirata dve tehnični težavi. Prva je težavnost ocenjevanja cikličnega stanja gospodarstva v realnem času. Jeseni 2000 so Evropska komisija in večina strokovnih analitikov napovedali, da se bo izboljševanje fiskalnega položaja euroobmočja nadaljevalo. Ta ocena je temeljila na predpostavki, da je proizvodna vrzel – in s tem ciklična komponenta proračunskega salda – blizu vrednosti nič in da bodo v bližnji prihodnosti gospodarske razmere še naprej pozitivno vplivale na proračunski saldo. V resnici je leta 2001 gospodarstvo euroobmočja vstopilo v obdobje recesije, kar je povzročilo precejšnje naknadne popravke ocen tako proizvodne vrzeli kot tudi ciklične komponente proračunskega salda (glej graf B, desna stran). Tako je končni rezultat za leto 2000 izkazoval močan ciklični učinek v višini približno 1% BDP, medtem ko je bil ocenjeni ciklični prispevek za to leto enak nič.

**Graf A Fiskalna gibanja v euroobmočju v obdobju 1998–2007**

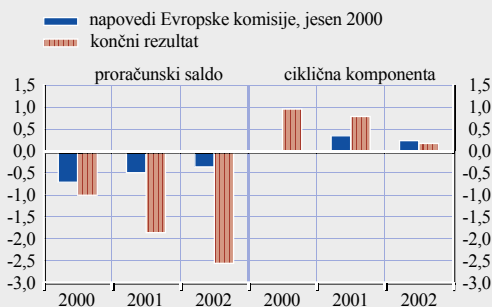
(odstotek BDP)



Vira: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.  
Opomba: Podatki za proračunski saldo ne vključujejo prihodkov od prodaje licenc UMTS.

**Graf B Proračunski saldo in ciklična komponenta**

(odstotek BDP)



Vira: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.  
Opomba: Podatki za proračunski saldo ne vključujejo prihodkov od prodaje licenc UMTS.

Drugi razlog je povezan z negotovostjo glede gibanja davčnih prihodkov v gospodarskem ciklu. Trenutne metodologije napovedovanja in cikličnega prilagajanja na splošno predpostavljajo precej stabilno razmerje med stopnjo rasti davčnih prihodkov in stopnjo rasti BDP oziroma pri dezagregiranih metodologijah stopnjo rasti drugih makroekonomskih agregatov, ki so med drugim tudi agregati nacionalnih računov. Vendar pa je bilo v obdobju visoke konjunktore videti, da so zlasti davki od dobička in davki od kapitalških dobičkov naraščali precej hitreje kot predpostavljeni makroekonomski agregati in so nato v poznejši fazi recesije močno upadli. Pojava in obsega takih učinkov skoraj ni mogoče napovedati, ker so odvisni od dejavnikov, kot so čas realizacije kapitalških dobičkov in zapletena davčna pravila, ki navadno omogočajo, da se dobički v enem letu izravnajo z izgubami iz prejšnjih let. Razčlenitev sprememb v deležu javnofinančnih prihodkov v BDP od leta 2000 kaže, da gre izgube prihodkov v letih 2000 in 2001 pripisati predvsem znižanju davkov, kar so zlasti v letu 2002 še poslabšali drugi dejavniki, ki so povzročili zmanjšanje davčnih prihodkov. Nasprotno se je v letih 2005 in 2006 kljub razmeroma maloštevilnim ukrepom za zvišanje davkov razmerje med prihodki in BDP močno povečalo. Možnost, da bodo takšni prihodki v bližnji prihodnosti izginili, pomeni tveganje poslabšanja trenutnih fiskalnih obetov.

Pomembno spoznanje, ki ga je mogoče izluščiti iz napačne presoje fiskalne politike v obdobju 2000–01, je torej to, da proračunskega izboljšanja v dobrih gospodarskih obdobjih ne gre prehitro razlagati kot strukturno izboljšanje, čeprav spremembe v ciklično prilagojenem proračunskem saldu kažejo v to smer. Pravzaprav bi bilo treba v skladu z dogovorom Euroskupine iz aprila 2007 nepričakovano visoke davčne prihodke v dobrih gospodarskih obdobjih nameniti zmanjševanju primanjkljaja in dolga namesto potencialno nevzdržnemu povečevanju porabe ali zniževanju davkov.

vanju primanjkljaja in dolga. Večja poraba na prednostnih področjih ali zmanjševanje davkov in prispevkov za socialno varnost za povečanje kakovosti javnih financ bi se morala financirati predvsem z zmanjševanjem izdatkov, s čimer bi se izognili povečanju davčnega bremena in/ali

javnofinančnega primanjkljaja. S povečanjem učinkovitosti pri zagotavljanju javnih storitev na splošno in še posebno storitev javne uprave ter z izboljšanjem strukture javnofinančnih prihodkov je mogoče učinkovito sprostiti proračunska sredstva za produktivnejše namene.

## 2.6 GIBANJA DEVIZNIH TEČAJEV IN PLAČILNE BILANCE

### EURO JE V LETU 2007 EFEKTIVNO ŠE NAPREJ APRECIIRAL

Nominalni efektivni tečaj eura se je v letu 2005 nekoliko znižal glede na najvišjo vrednost, ki jo je dosegel ob koncu leta 2004, potem pa se je med letom 2006 ponovno okrepil. V letu 2007 se je apreciacija eura zaradi zagona iz prejšnjega leta sprva nadaljevala. Trend rasti se je za kratek čas prekinil v obdobju od maja do sredine avgusta, ko se je euro gibal v sorazmerno ozkem razponu. Zaradi pretresov na globalnem finančnem trgu je euro avgusta depreciriral, potem pa ves preostanek leta doživljal močno apreciacijo. Ob koncu leta je bil nominalni efektivni tečaj eura za 6,3% višji od vrednosti na začetku januarja in 8,2% nad povprečno ravniyo iz leta 2006. Apreciaija je bila še posebno izrazita v razmerju do ameriškega dolarja. Euro se je močno okrepil tudi do britanskega funta. Apreciaija je bila skromnejša v razmerju do japonskega jena, kitajskega renminbija in švicarskega franka.

Apreciaija eura do ameriškega dolarja je v glavnem temeljila na spremenjeni tržni oceni relativnih cikličnih obetov v obeh gospodarskih območjih v korist euroobmočja ter na gibanjih razlike med obrestnimi merami. Poleg tega je k slabitvi ameriške valute verjetno nekoliko prispeval tudi vztrajno visok primanjkljaj tekočega računa ZDA. Na začetku leta so bili za euroobmočje objavljeni dokaj ugodni podatki, v ZDA pa so bili podatki bolj mešani, kar je pripeljalo do zmanjševanja razlike med obrestnimi merami obeh območij. Od maja do sredine avgusta je tečaj EUR/USD nekoliko nihaj, ker so udeleženci na trgu prevrednotili svojo oceno glede relativne ciklične moči obeh gospodarstev. Po kratkem začetnem obdobju depreciaije zaradi finančnih pretresov, ki jih je sprožila zaskrbljenost glede likvidnostnih razmer na svetovnih denarnih in kreditnih trgih, se je euro od konca avgusta do konca novembra glede na ameriški dolar močno okrepil. Videti je, da je slabitev ameriškega dolarja povezana z nižjimi pričakovanji udeležencev na trgu glede prihodnje rasti ameriškega gospodarstva, kar je razvidno tudi iz

objavljenih podatkov za ameriški stanovanjski trg in trg dela, ki so bili slabši od pričakovanih. Euro je 27. novembra 2007 dosegel rekordno vrednost 1,49 USD, nato pa je nekoliko oslabil in 31. decembra 2007 znašal 1,47 USD, kar pomeni, da se je v primerjavi z začetkom tega leta okrepil za 11,8%.

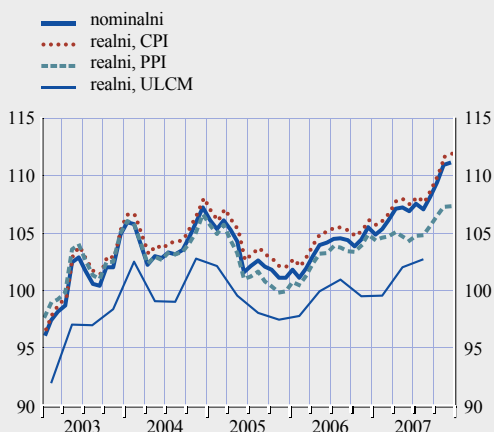
Leta 2007 se je euro kljub precejšnji kratkoročni volatilnosti okrepil tudi v razmerju do japonskega jena. Zdi se, da je eden glavnih dejavnikov, ki so vplivali na gibanje japonske valute, spremenjen odnos do tveganja pri mednarodnih vlagateljih in spremenjeno dojemanje privlačnosti prenosnega trgovanja (carry trade). Nizke japonske obrestne mere in rekordno nizka implicitna volatilnost v kombinaciji s pozitivnim odnosom do tveganja pri mednarodnih vlagateljih naj bi povzročile občutno povečanje obsega prenosnega trgovanja. Euro je 13. julija glede na japonski jen dosegel rekordno vrednost, in sicer 168,68 JPY. Ta trend apreciaije se je ustavil zaradi svetovnih finančnih pretresov, zato so mednarodni vlagatelji ponovno ocenili tveganja, kar je pripeljalo tudi do občutnega upada prenosnega trgovanja. Od sredine avgusta do sredine oktobra se je euro v primerjavi z japonskim jenom znova okrepil, čeprav je ves preostali del leta tečaj eura do jena močno nihaj brez jasne usmeritve. Vrednost eura je bila 31. decembra 2007 164,93 JPY, torej 5,1% višja kot na začetku leta.

Euro se je leta 2007 opazno okrepil tudi v razmerju do britanskega funta (za 9,2%), pri čemer je bila apreciaija največja v obdobju od septembra do decembra. Proti koncu decembra 2007 je euro znašal 0,73 GBP, kar je najvišja vrednost do funta od uvedbe eura v letu 1999. Slabitev funta je bila domnevno povezana s tržnimi pričakovanji glede nadaljnega zniževanja obrestnih mer Bank of England kot odziv na manj ugodne finančne in gospodarske obete.

Euro se je okrepil tudi v odnosu do valut številnih azijskih trgovinskih partneric, kar je deloma povezano z njihovo formalno ali neformalno vezavo na ameriški dolar. Euro se je občutno okrepil v primerjavi s korejskim wonom (12,5%) in hon-

**Graf 33 Nominalni in realni efektivni tečaji eura<sup>1)</sup>**

(mesečni/četrtletni podatki; indeks: I 1999 = 100)



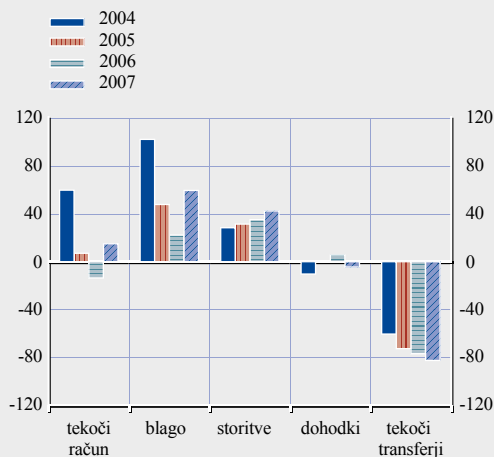
Vir: ECB.

1) Kazalniki efektivnega deviznega tečaja do valut 24 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja (EDT-24). Dvig indeksa EDT-24 pomeni apreciacijo eura. Zadnja meritev mesečnih podatkov je za december 2007. Pri realnem indeksu EDT-24, ki temelji na ULCM, se zadnja meritev nanaša na tretje četrtletje leta 2007 in delno temelji na ocenah.

Opomba: CPI – indeks cen življenjskih potrebščin; PPI – indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih; ULCM – stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih.

**Graf 34 Saldo tekočega računa in njegove komponente**

(letni podatki; milijarde EUR; desezonirano)



Vir: ECB.

gkonškim dolarjem (12,1%), apreciacija pa je bila skromnejša v primerjavi s singapurskim dolarjem (4,8%) in kitajskim renminbijem (4,6%). Razmeroma omejena apreciacija v primerjavi s kitajsko valuto deloma zrcali na videz večjo pripravljenost kitajskih oblasti, da dopustijo močnejšo apreciacijo svoje valute glede na ameriški dolar, predvsem proti koncu leta. Apreciacijo eura v primerjavi z navedenimi valutami je deloma izravnala deprecijacija eura do poljskega zlota (za 6,2%), kanadskega dolarja (za 5,4%), norveške krone (za 3,4%) in češke krone (za 3,1%).

Realni efektivni tečaj eura, merjen z različnimi stroškovnimi in cenovnimi indeksi, je v letu 2007 prav tako apreciral (glej graf 33). V zadnjem četrtletju tega leta je bil realni efektivni tečaj eura na podlagi cen življenjskih potrebščin približno 5,5% nad ravnijo izpred enega leta.

#### V LETU 2007 PRESEŽEK TEKOČEGA RAČUNA

V letu 2007 je tekoči račun euroobmočja dosegel presežek v višini 15,0 milijard EUR

(ali 0,2% BDP euroobmočja), medtem ko je v letu 2006 beležil primanjkljaj v višini 13,6 milijarde EUR. K temu je največ prispevalo povečanje blagovnega presežka v vrednosti 37,3 milijarde EUR in v manjši meri povečanja presežka storitev v vrednosti 7,2 milijarde EUR. Ti presežki so se le deloma izravnali z nastankom primanjkljaja na računu dohodkov in povečanjem primanjkljaja v tekočih transferjih (glej graf 34).

Po izjemno močnih stopnjah rasti v letu 2006 je vrednost blagovne menjave z državami zunaj euroobmočja leta 2007 naraščala počasneje. Vrednost izvoza blaga se je leta 2007 povečala za 8,1% v primerjavi s 14,3% rastjo v letu 2006. Hkrati se je močno upočasnila rast uvoza blaga, in sicer s 17,0% v letu 2006 na 5,5% leta 2007. To je eden od glavnih dejavnikov, ki so prispevali k splošnemu izboljšanju bilance tekočega računa euroobmočja. Nasprotno sta uvoz in izvoz storitev leta 2007 v primerjavi z letom 2006 naraščala močnejše, kar je deloma izravnalo šibkejšo rast blagovne menjave.

Razčlenitev blagovne menjave po obsegu in cenah (po podatkih na voljo do oktobra 2007) kaže, da je počasnejša stopnja rasti vrednosti izvoza predvsem posledica gibanj v obsegu izvoza. Nekoliko šibkejša rast tujega povpraševanja in apreciacija eura sta v prvi polovici leta prispevali k upočasnitvi izvoza blaga zunaj euroobmočja. Kljub temu si lahko ta gibanja delno razlagamo kot normalizacijo po obdobju izjemno močne rasti ob koncu leta 2006. Rast obsega izvoza se je povečala v tretjem četrtletju 2007, kar je bilo pretežno posledica okrepljenega tujega povpraševanja. Geografska razčlenitev blagovne menjave euroobmočja kaže, da je bil leta 2007 izvoz v Azijo, predvsem na Kitajsko, in v države srednje ter vzhodne Evrope še naprej zelo dinamičen kljub močni gospodarski aktivnosti v teh regijah. Absolutno gledano se je obseg izvoza v ZDA zmanjšal (glej graf 35). Kljub temu je videti, da je imela apreciacija eura do zdaj razmeroma omejen vpliv na izvozno uspešnost euroobmočja, ki je v glavnem posledica trajno visoke rasti tujega povpraševanja. Medtem je bila rast izvoznih cen skromna, kar nakazuje, da so podjetja v euroobmočju verjetno prilagodila svoje profitne marže, da bi izravnala upadanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti zaradi apreciacije eura.

Na uvozni strani so bili trendi obsega uvoza v letu 2007 podobni obsegu izvoza. Po umir-

jeni rasti v prvi polovici leta se je rast v drugi polovici pospešila zaradi krepitve podjetniških naložb in apreciacije eura. Medtem so uvozne cene po občutnem padcu proti koncu leta 2006 v letu 2007 spet začele naraščati, predvsem zaradi velike rasti cen nafte, kar pa je delno izravnala apreciacija eura. V 12-mesečnem skupnem obdobju do oktobra 2007 je primanjkljaj trgovinske menjave z nafto znašal 161 milijard EUR (170 milijard EUR v letu prej).

#### NETO PRILIVI SKUPNIH NEPOSREDNIH IN PORTFELJSKIH NALOŽB SO SE LETA 2007 ZMANJŠALI

Euroobmočje je na finančnem računu leta 2007 zabeležilo neto prilive neposrednih in portfeljskih naložb v višini 124 milijard EUR, medtem ko so leto prej neto prilivi znašali 140 milijard EUR. Ta upad je predvsem posledica znižanja neto prilivov portfeljskih naložb v višini 44 milijard EUR, kar se je deloma izravnalo z manjšimi neto odlivi neposrednih naložb v višini 28 milijard EUR (glej graf 36).

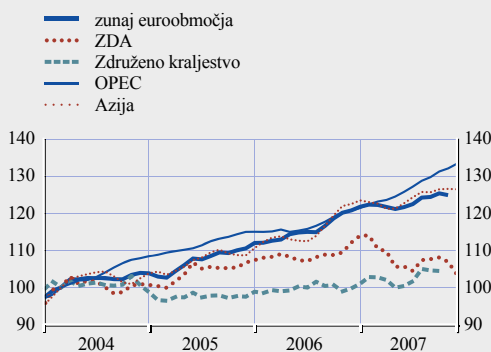
Večji del znižanja neto prilivov portfeljskih naložb je mogoče pripisati nižjim neto prilivom dolžniških vrednostnih papirjev, ki so znašali 60 milijard EUR v primerjavi s 124 milijardami EUR v letu 2006, kar je v glavnem posledica občutno manjšega neto nakupa obveznic in zadolžnic euroobmočja s strani nerezidenčnih vlagateljev. Znotraj tega pa je mogoče opaziti dva različna trenda v letu 2007. Po strmem povečanju v prvih mesecih leta so se kasneje neto prilivi dolžniških instrumente upočasnili.

Glede lastniških vrednostnih papirjev je euroobmočje v letu 2007 doseglo višje neto prilive, ki so znašali 175 milijard EUR, v primerjavi s 153 milijardami EUR v letu 2006, v glavnem zaradi občutno manjšega neto nakupa tujih lastniških vrednostnih papirjev s strani rezidentov euroobmočja (padec s 156 milijard EUR na 50 milijard EUR), kar se je le delno izravnalo z nižjimi nakupi lastniških vrednostnih papirjev euroobmočja s strani tujih vlagateljev.

V celoti gledano najnovejši podatki kažejo, da so na finančni račun euroobmočja vplivali pretresi na kreditnih trgih, ki so se začeli avgusta 2007.

**Graf 35 Obseg izvoza euroobmočja v izbrane trgovinske partnerice**

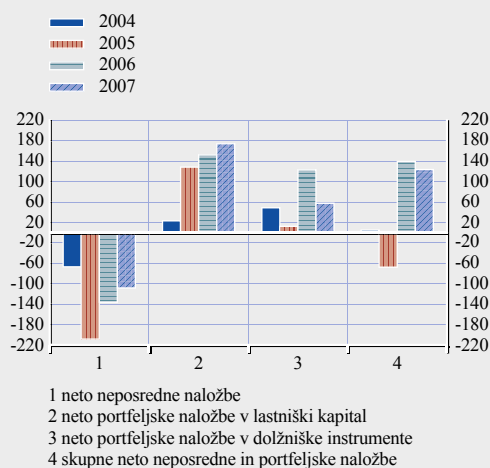
(indeksi: I 2004 = 100, desezonirano, 3-mesečna drseča sredina)



Vir: ECB.  
Opomba: Zadnje meritve se nanašajo na december 2007, razen za države zunaj euroobmočja (november) in Združeno kraljestvo (oktober).

**Graf 36 Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja**

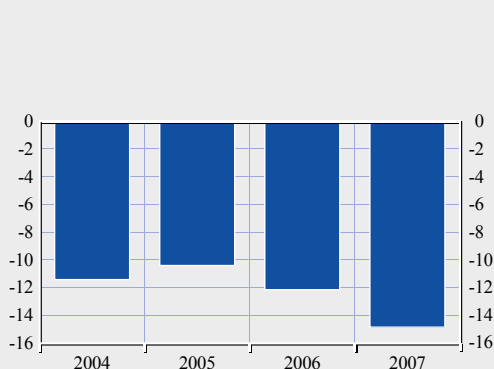
(letni podatki; milijarde EUR)



Vir: ECB.

**Graf 37 Neto stanje mednarodnih naložb**

(odstotek BDP)



Vira: ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na konec leta, razen pri letu 2007 (tretje četrtletje)

Kljub rahli okrepitvi v oktobru 2007 je videti, da so po pretresih vlagatelji iz euroobmočja in tujine omejili svoje tuje naložbe v dolžniške in lastniške instrumente, kar je verjetno posledica nekoliko previdnejše naložbene strategije.

Pri neposrednih naložbah so nižji neto odlivi v letu 2007 zrcalili predvsem višje prilive neposrednih tujih naložb v euroobmočje. Hkrati so neposredne naložbe družb iz euroobmočja v tujino ostale razmeroma močne. To je posledica visoke dobičkonosnosti multinacionalnih družb euroobmočja, ki se je v zadnjih nekaj letih vztrajno izboljševala. Poleg tega so družbe euroobmočja verjetno izkoristile krepitev eura za nakup premoženja v tujini.

Na podlagi skupnih tokov v štirih četrtletjih do tretjega četrtletja 2007 so bili glavni prejemniki neposrednih naložb euroobmočja ZDA. Združeno kraljestvo, eksteritorialna finančna središča, Švica in države, ki so v EU vstopile od leta 2004, ZDA in Združeno kraljestvo sta bila v tem obdobju hkrati največja vlagatelja v euroobmočju.

### STANJE MEDNARODNIH NALOŽB SE JE LETA 2007 ŠE NAPREJ POSLABŠEVALO

Podatki o stanju mednarodnih naložb euroobmočja do tujine, na voljo do tretjega četrtletja 2007, kažejo, da je euroobmočje imelo neto obveznosti do tujine v višini 1,299 milijard EUR (14,8% BDP euroobmočja), medtem ko so te obveznosti ob koncu leta 2006 znašale 1,024 milijard EUR oz, 12,1% BDP (glej graf 37). Povečanje neto obveznosti v letu 2007 je v glavnem posledica povečanja neto stanja obveznosti iz naslova portfeljskih naložb (za 340 milijard EUR) in drugih naložb (za 72 milijard EUR), kar se je izravnilo s povečanjem neto imetja iz naslova neposrednih naložb (za 80 milijard EUR) in izvedenih finančnih instrumentov (za 43 milijard EUR). Rezerve so ostale v glavnem nespremenjene.

Na splošno je povečanje neto mednarodnih obveznosti euroobmočja v glavnem izhajalo iz revalorizacijskih učinkov, ki so bili posledica sprememb v cenah finančnih sredstev in gibanj v tečaju eura. Zaradi apreciacije eura se vrednost imetij v eurih običajno zmanjša bolj kot vrednost obveznosti, kar povzroča povečanje neto dolžniške pozicije.



### 3 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA V DRŽAVAH ČLANICAH EU ZUNAJ EUROOBMOČJA

#### GOSPODARSKA AKTIVNOST

Realna rast BDP v državah članicah EU zunaj euroobmočja je bila leta 2007 še naprej močna (glej tabelo 6).<sup>9</sup> Čeprav je bila močna gospodarska aktivnost dosežena v vseh državah, so se medletne stopnje rasti močno razlikovale. Povprečna medletna realna rast BDP je bila najvišja v baltskih državah in na Slovaškem, kjer je dosegla 8% ali več. Tudi na Češkem, Poljskem in v Romuniji je bila povprečna medletna realna rast BDP zelo močna (med 6,0% in 6,5%). Realna rast BDP je bila najnižja na Danskem in Madžarskem, in sicer 1,8% oziroma 1,3%. Na Cipru, Malti, Švedskem in v Združenem kraljestvu pa je rast ostala okrepljena na ravni med 2,8% in 4,4%.

V večini držav članic EU zunaj euroobmočja je bilo glavno gonilo gospodarske aktivnosti domače povpraševanje. Zasebno potrošnjo je spodbujala rast realnega razpoložljivega dohodka, povezana s pospešeno rastjo plač in vse večjo zaposlenostjo. Na rast bruto investicij v osnovna sredstva sta med drugim pozitivno vplivala dolgotrajno obdobje ugodnih pogojev financiranja in močnejši priliv strukturnih skladov EU v številnih državah. V večini držav čla-

nic sta k močni rasti domačega povpraševanja prispevala tudi hitra rast kreditov in ekspanzivna fiskalna politika.

Neto izvoz je imel v večini držav članic EU zunaj euroobmočja negativen vpliv na rast kljub razmeroma visoki rasti tujega povpraševanja, saj je močno povpraševanje po uvozu prehitelo rast izvoza. Prispevek neto izvoza k realni rasti BDP je bil zelo pozitiven samo na Madžarskem, Malti, Slovaškem in Švedskem. Na splošno je ostala rast izvoza leta 2007 močna, čeprav se je v primerjavi z letom 2006 v večini držav zmanjšala. Na rast izvoza sta pozitivno vplivala močno povpraševanje pri ključnih trgovinskih partnericah in izrazit priliv neposrednih tujih investicij v zadnjih letih, medtem ko sta močno rast uvoza spodbujala močno domače povpraševanje in razmeroma velik delež uvoza v izvozu.

Ob močnejši gospodarski aktivnosti so se leta 2007 v večini držav članic EU zunaj euroobmo-

9 Med državami članicami EU zunaj euroobmočja, ki so obravnavane v tem poglavju, je 14 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2007 (Bolgarija, Češka, Danska, Estonija, Ciper, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Romunija, Slovaška, Švedska in Združeno kraljestvo).

**Tabela 6 Rast realnega BDP v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih)

	2004	2005	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Bolgarija	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Češka	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Danska	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonija	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Ciper	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Latvija	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litva	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Madžarska	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Poljska	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Romunija	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovaška	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Švedska	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Združeno kraljestvo	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU-11 <sup>1)</sup>	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU-14 <sup>2)</sup>	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Euroobmočje	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Vir: Eurostat.

Opomba: Četrletni podatki so desezonirani z izjemo Bolgarije, Češke, Malte in Romunije (nedesezonirani) ter Madžarske, Poljske, Švedske in Združenega kraljestva (desezonirani in prilagojeni za število delovnih dni).

1) Agregat EU-11 vključuje podatke za 11 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004 in 1. januarja 2007 (razen Slovenije).

2) Agregat EU-14 vključuje podatke za 14 držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2007.

čja še naprej izboljševale tudi razmere na trgu dela. Stopnja brezposelnosti se je še zmanjševala, zlasti zaradi močne rasti zaposlenosti. V številnih državah, zlasti v baltskih državah, na Danskem in v Združenem kraljestvu, so se razmere na trgu dela še dodatno zaostrile. Pretok delovne sile med državami je še naprej vplival na ponudbo dela številnih držav. Kaže, da so v zadnjih letih zlasti Bolgarija, Latvija, Litva, Poljska in Romunija doživljale posebno velik odliv delovne sile. Tako je bilo leta 2007 tudi v Estoniji. Odlivi so povzročili pomanjkanje kvalificirane delovne sile in ozka grla v več gospodarskih sektorjih teh držav, kar je povečalo pritisk na plače. Nasprotno pa je bil neto migracijski priliv na Češko, Dansko, Ciper, Madžarsko, Malto, Slovaško, Švedsko in v Združeno kraljestvo pozitiven.

### CENOVNA GIBANJA

Inflacija, merjena z indeksom HICP, se je leta 2007 močno povečala v številnih državah članicah EU zunaj euroobmočja (glej tabelo 7). Inflacija je bila najvišja v hitro rastočih baltskih državah, Bolgariji, na Madžarskem in v Romuniji (med 4,9% in 10,1%), blizu ali zmerno nad povprečjem euroobmočja pa je bila v večini drugih držav članic EU zunaj euroobmočja (med

0,7% in 3,0%). Povprečna inflacija je bila leta 2007 pod 2% na Danskem, Malti, Slovaškem in Švedskem, vendar se je proti koncu leta zvišala tudi v teh državah, predvsem zaradi rasti uvoznih cen hrane in energentov.

Naraščanje inflacije v državah članicah EU zunaj euroobmočja leta 2007 gre deloma pripisati močnemu zvišanju cen energentov in hrane. V večini držav pa je k inflacijskim pritiskom prispevala hitra rast domačega povpraševanja.

Cene energentov so se zvišale v večini držav članic EU zunaj euroobmočja. Tudi cene hrane so se močno zvišale, najbolj v baltskih državah, Bolgariji in na Madžarskem, kar je na splošno odraz neugodnih vremenskih razmer, cen hrane na svetovnih trgih in večjega svetovnega povpraševanja. Poleg tega je močno domače povpraševanje še naprej krepilo inflacijske pritiske, zlasti v državah z močno rastjo zasebne potrošnje, katere vzvod so bili močna rast kreditov ob podpori negativnih realnih obrestnih mer in večjih kapitalskih prilivov. Inflacijski pritiski so bili tudi posledica izrazite rasti plač v številnih državah, saj so se razmere na trgu dela še zaostrile. Nominalna rast plač je bila še posebno izrazita v državah z večjo gospodarsko rastjo

**Tabela 7 Inflacija, merjena z indeksom HICP, v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih)

	2004	2005	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Bolgarija	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Češka	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Danska	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonija	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Ciper	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Latvija	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litva	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Madžarska	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Poljska	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Romunija	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovaška	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Švedska	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Združeno kraljestvo	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU-11 <sup>1)</sup>	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU-14 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Euroobmočje	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Vir: Eurostat.

1) Agregat EU-11 vključuje podatke za 11 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004 in 1. januarja 2007 (razen Slovenije).

2) Agregat EU-14 vključuje podatke za 14 držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2007.

(v baltskih državah, Bolgariji in Romuniji), kjer je presegla rast produktivnosti in sprožila hitro (večinoma dvomestno) rast stroškov dela na enoto proizvoda. Gibanja uvoznih cen so se močno razlikovala po državah, kar je deloma odražalo različna gibanja deviznega tečaja. V državah, kjer je dovoljena precejšnja fleksibilnost tečaja, je apreciacija valute večinoma zniževala uvozne cene in končno – glede na relativno veliko odprtost držav – tudi skupno inflacijo.

### FISKALNA POLITIKA

Fiskalne politike v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bile leta 2007 še naprej raznolike. Bolgarija, Danska, Estonija, Ciper, Latvija in Švedska so dosegle javnofinančni presežek, druge države pa javnofinančni primanjkljaj (glej tabelo 8). Razen Romunije in Združenega kraljestva so bili proračunski rezultati za leto 2007 v skladu s ciljnim proračunskim saldonom iz dopoljenih konvergenčnih programov, predloženih ob koncu leta 2006 ali na začetku leta 2007, ali celo boljši. To je bila v številnih primerih posledica izhodiščnega položaja ob koncu leta 2006, ki je bil boljši, kot so predvidevali programi, in velikih davčnih prihodkov, kar je mogoče deloma pojasniti z večjo rastjo BDP od prvotno pričakovane. Napredek pri strukturni fiskalni konsolidaciji je, kot kaže, v večini držav zastal. Po ocenah so samo Ciper, Madžarska, Poljska in Švedska dosegle pozitivno spremembo v ciklično prilagojenem proračunskem saldu v višini vsaj 0,5% BDP med letoma 2006 in 2007 (brez enkratnih in drugih začasnih ukrepov). Nasprotno je fiskalna politika v številnih državah kljub močni gospodarski rasti postala celo prociklična.

Ob koncu leta 2007 so bile Češka, Madžarska, Poljska in Slovaška v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Po podatkih iz dopolnitev konvergenčnih programov za obdobje 2007-08 se je delež primanjkljaja v vseh teh državah razen Češke leta 2007 zmanjšal. Toda češko ministrstvo za finance je januarja 2008 napovedalo, da primanjkljaj za leto 2007 po ocenah znaša samo 1,9% BDP in ne 3,4% BDP, kot je zapisano v konvergenčnem programu. Konvergenčni program je samo za Slovaško

napovedal, da se bo delež primanjkljaja vrnil pod referenčno vrednost 3% BDP leta 2007.

Glede na glavne odločitve Ekonomsko-finančnega sveta glede postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem v letu 2007 sta Malta in Združeno kraljestvo lahko odpravila postopek junija oziroma oktobra, potem ko sta poročala o deležu primanjkljaja pod referenčno vrednostjo 3% BDP za proračunsko leto 2006/07 in o izboljšanju strukturnega salda. V zvezi s Poljsko je Ekonomsko-finančni svet novembra 2007 sprejel sklep o tem, da je bilo ukrepanje poljskih organov skladno s priporočili Sveta, izdanimi februarja 2007; kljub temu pa postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem ni bil odpravljen, saj je bilo ocenjeno, da je popravek čezmernega primanjkljaja izpostavljen resnim tveganjem.

Delež javnega dolga je leta 2007 v večini držav članic EU zunaj euroobmočja ostal precej pod 60% BDP. Samo na Malti in Madžarskem je bil nad referenčno vrednostjo 60%, čeprav se je leta 2007 zmanjšal. V večini drugih držav članic EU zunaj euroobmočja se je delež javnega dolga zmanjšal ali ostal približno nespremenjen.

### GIBANJA PLAČILNE BILANCE

Skupni tekoči in kapitalski račun držav članic EU zunaj euroobmočja se je leta 2007 še naprej zelo razlikoval med posameznimi državami (glej tabelo 9), čeprav se je v primerjavi z letom 2006 stanje gledano v celoti poslabšalo. Danska in Švedska sta poročali o presežku, preostale države pa so izkazale primanjkljaj. V primerjavi z letom 2006 so se ti primanjkljaji v glavnem povečali, razen na Madžarskem, Malti in Slovaškem. Primanjkljaj v Bolgariji in Latviji je znašal več kot 20% BDP, 10% BDP pa je presegel v Estoniji, Litvi in Romuniji. Na Cipru, Madžarskem, Slovaškem in v Združenem kraljestvu se je primanjkljaj gibal med 4% in 8% BDP. Zunanja neravnotežja v večini držav so bila posledica blagovnega primanjkljaja, razen na Češkem, Madžarskem, Poljskem in Slovaškem, kjer je bil najpomembnejši dejavnik primanjkljaj v bilanci dohodkov – kar je bilo pogosto povezano z reinvestiranimi dobički družb v tuji lasti.

**Tabela 8 Fiskalni položaj v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju**

(odstotek BDP)				
Presežek (+)/primanjkljaj (-) širše opredeljene države				Podatki konvergenčnega programa
	2004	2005	2006	2007
Bolgarija	2,3	2,0	3,2	3,1
Češka	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Danska	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonija	1,8	1,9	3,6	2,6
Ciper	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Latvija	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litva	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Madžarska	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Poljska	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Romunija	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovaška	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Švedska	0,8	2,4	2,5	3,0
Združeno kraljestvo	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU-11 <sup>1)</sup>	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU-14 <sup>2)</sup>	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Euroobmočje	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Bruto dolg širše opredeljene države				Podatki konvergenčnega programa
	2004	2005	2006	2007
Bolgarija	37,9	29,2	22,8	19,8
Češka	30,4	30,2	30,1	30,4
Danska	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonija	5,1	4,4	4,0	2,7
Ciper	70,2	69,1	65,2	60,0
Latvija	14,5	12,5	10,6	9,4
Litva	19,4	18,6	18,2	17,6
Madžarska	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Poljska	45,7	47,1	47,6	47,0
Romunija	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovaška	41,4	34,2	30,4	30,6
Švedska	52,4	52,2	47,0	39,7
Združeno kraljestvo	40,4	42,1	43,2	43,9
EU-11 <sup>1)</sup>	40,3	39,4	38,2	37,2
EU-14 <sup>2)</sup>	41,9	42,1	41,6	40,7
Euroobmočje	69,6	70,3	68,6	66,7

Viri: Evropska komisija (za 2004-06), dopolnjeni konvergenčni programi (za 2007) in izračuni ECB.  
 Opombe: Podatki temeljijo na opredelilni postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Proračunski saldi (podatki Komisije) ne vključujejo prihodkov od prodaje licenc UMTS. Podatki v konvergenčnih programih za leto 2007 so ocene nacionalnih vlad in se zato lahko razlikujejo od končnih rezultatov.  
 1) Agregat EU-11 vključuje podatke za 11 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004 ali pozneje.  
 2) Agregat EU-14 vključuje podatke za 14 držav članic EU, ki do 31. decembra 2007 niso bile del euroobmočja.

V številnih državah, ki so se pridružile Evropski uniji 1. maja 2004 in 1. januarja 2007, je primanjkljaj v določeni meri normalna značilnost procesa dohitevanja, saj odraža ugodne naložbene priložnosti in medčasovno izravnano potrošnjo. Toda zelo velik primanjkljaj tekočega in kapitalnega računa v nekaterih državah članicah EU zunaj euroobmočja so povzročili tudi ciklični dejavniki in živahno domače povpra-

ševanje, kar opozarja na tveganja za vzdržnost zunanje pozicije, zlasti če ga spremlja slabša mednarodna cenovna in stroškovna konkurenčnost.

V primerjavi z letom 2006 so se leta 2007 neto prilivi neposrednih tujih investicij precej zmanjšali na Danskem, Švedskem in v Združenem kraljestvu. Dokaj stabilni so ostali za agre-

**Tabela 9 Plačilna bilanca držav članic EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju**

(odstotek BDP)

	Saldo tekočega in kapitalnega računa				Neto tokovi NTI				Neto tokovi portfeljskih naložb			
	2004	2005	2006	2007 <sup>1)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>2)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>
Bolgarija	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Češka	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Danska	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonija	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Ciper	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Latvija	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Litva	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Madžarska	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Poljska	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Romunija	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovaška	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Švedska	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Združeno kraljestvo	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU-11 <sup>1)</sup>	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU-14 <sup>2)</sup>	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Euroobmočje	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Vir: ECB.

1) Agregat EU-11 vključuje tehtan prispevek 11 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004 in 1. januarja 2007 (razen Slovenije).

2) Agregat EU-14 vključuje tehtan prispevek 14 držav članic EU, ki 31. decembra 2007 niso bile del euroobmočja.

3) Podatki za leto 2007 se nanašajo na kumulativno vsoto štirih četrtletij do tretjega četrtletja 2007. Podatki za Malto se nanašajo na kumulativno vsoto štirih četrtletij do drugega četrtletja 2007.

gat EU-11, čeprav so Madžarska, Slovaška in Malta izkazale izrazito zmanjšanje. V slednji bi precejšnje zmanjšanje lahko razumeli tudi kot normalizacijo po visokih stopnjah, doseženih v letu 2006. Medtem ko so neto neposredne naložbe še naprej predstavljale pomemben vir financiranja v številnih državah članicah EU zunaj euroobmočja, je bil v baltskih državah, na Madžarskem, v Romuniji in Združenem kraljestvu primanjkljaj v osnovni bilanci, to je v vsoti kombiniranega salda tekočega in kapitalnega računa ter neto neposrednih naložb, višji od 4% BDP, v Latviji pa je presegel 15% BDP. Saldo neto prilivov portfeljskih naložb je ostal negativen ali približno nevtralen v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja, razen na Danskem in Madžarskem. V teh dveh državah so bili neto prilivi portfeljskih naložb posledica precejšnjih neto dolžniških prilivov, ki so bili na Madžarskem povezani z razlikami v donosnosti, medtem ko so bili neto kapitalski prilivi negativni. Neto tokovi „ostalih investicij“ so bili v večini držav, ki so se EU pridružile 1. maja 2004 in 1. januarja 2007, večinoma pozitivni,

kar odraža predvsem posojila matičnih bank v tuji lasti podružnicam na tem območju.

### GIBANJA DEVIZNEGA TEČAJA

Gibanja deviznega tečaja v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bila leta 2007 večinoma odvisna od režima deviznega tečaja v posamezni državi. Valute Danske, Estonije, Cipra, Latvije, Litve, Malte in Slovaške so sodelovale v ERM II. Njihov standardni razpon nihanja ostaja  $\pm 15\%$  okrog centralne paritete do eura, razen pri danski kroni, ki je imela ožji razpon širine  $\pm 2,25\%$ . Nekatere države so se z udeležbo v ERM II tudi enostransko zavezale, da bodo vzdrževale ožji razpon nihanja. Te enostranske zaveze za ECB ne predstavljajo nobenih dodatnih obveznosti. Posebej je bilo dogovorjeno, da se estonska krona in litovski litas pridružita ERM II s svojim obstoječim valutnim odborom. Malta je napovedala, da namerava ohranjati tečaj malteške lire na ravni centralne paritete do eura, Latvija pa, da bo ohranjala tečaj latsa na ravni centralne paritete do eura z razponom nihanja  $\pm 1\%$ . Sporazumi o sodelovanju držav, ki so se ERM II pridružile po letu 2004 (tj. vse

zgoraj navedene države razen Danske), temeljijo na številnih zavezah nosilcev politik, da bodo med drugim izvajali vzdržno fiskalno politiko, spodbujali umirjanje plač in taka plačna gibanja, ki so skladna z rastjo produktivnosti, brzdali rast kreditov in izvajali nadaljnje strukturne reforme.

Leta 2007 so bili danska krona, estonska krona, ciprski funt, litovski litas in malteška lira do eura stabilni, njihov tečaj pa se je gibal na ravni centralne paritete ali zelo blizu. Poleg tega sta ciprski funt in malteška lira s širitvijo euroobmočja 1. januarja 2008 nepreklicno konvertirala v euro.

Nasprotno je slovaška krona razmeroma močno nihala (glej tabelo 10). Ker so se makroekonomske razmere izboljševale, gospodarski obeti pa so bili ugodni, je sredi leta 2006 krona vstopila v podaljšano obdobje apreciacije, ki je dobilo še dodaten zagon februarja in v prvi polovici marca 2007. Da bi nekoliko umirila tečajna nihanja in pretirane pritiske na trg, je marca 2007 Národná banka Slovenska ukrepala, da bi valuto oslabilila. Na zahtevo slovaških oblasti je bila 19. marca 2007 centralna pariteta slovaške krone sporazumno in po skupnem postopku prevrednotena za 8,5% glede na euro. Glede na obetajočo se zmernejšo inflacijo je Národná banka Slovenska v zadnjih dneh marca in aprila 2007 obrestno mero znižala za skupaj 50 bazičnih točk na 4,25% in s tem pomagala stabilizirati krono

glede na euro. Od aprila 2007 naprej je bila slovaška krona razmeroma stabilna, nihala je okoli vrednosti, ki so bile od 5% do 8% višje od nove centralne paritete. Tudi latvijski lats je nihal bolj kakor v preteklih letih, čeprav je nihanje ostajalo znotraj enostranskega ožjega razpona  $\pm 1\%$  okoli centralne paritete. Tečaj latsa je bil okoli 1% višji od centralne paritete v ERM II večji del leta 2006, na šibkejšo stran enostranskega ozkega razpona nihanja pa se je premaknil dvakrat (sredi februarja 2007 in septembra 2007). Prvič se je to zgodilo 19. februarja 2007, potem ko je Standard & Poor's slabše ocenil latvijske obete za prihodnost – s stabilnih na negativne – in potem, ko so se začele širiti govorice o možni devalvaciji centralne paritete latvijske valute v ERM II. Sredi marca 2007 je Latvijas Banka, da bi preprečila nadaljnje slabljenje latsa, ukrepala s posegom na deviznih trgih in s povečanjem obrestne mere refinanciranja s 5,0% na 5,5% ob koncu marca 2007 in nato na 6,0% približno dva meseca pozneje. 1-mesečne obrestne mere za medbančne depozite so se precej povečale in so nihale približno 100 do 400 bazičnih točk nad obrestno mero refinanciranja. Aprila 2007 so se napetosti na deviznih trgih postopno umirile, ko se je vlada zavezala, da bo izvajala protiinflacijski načrt, vendar pa so 1-mesečne obrestne mere ostale precej nad izklicno obrestno mero ECB. Lats je 12. maja 2007 znova dosegel močnejšo stran svojega razpona nihanja  $\pm 1\%$  in centralna banka je ukrepala, da bi preprečila nadaljnjo apreciacijo. Septembra 2007 je bil lats po slabši

**Tabela 10 Gibanja v ERM II**

Valuta	Datum vstopa	Tečaj na zgornji meji	Centralna pariteta	Tečaj na spodnji meji	Največji odklon v %	
					Navzgor	Navzdol
DKK	1. jan. 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28. jun. 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2. maj 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2. maj 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28. jun. 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2. maj 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28. nov. 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (po popravku vrednosti)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Vir: ECB.

Opomba: Odklon navzgor (navzdol) ustreza gibanju proti tečaju na spodnji (zgornji) meji in predstavlja okrepitev (oslabitev) valute proti euru. Vrednost centralne paritete za slovaško krono je bila 16. marca 2007 popravljena za 8,5%. Referenčno obdobje za navedene največje odklone od ustreznih srednjih tečajev ERM II je od 2. januarja 2007 do 29. februarja 2008.

oceni agencije Moody's znova pod pritiskom, tudi zaradi zaskrbljenosti glede nadaljnje rasti primanjkljaja tekočega računa in inflacije. Latvijas Banka tokrat ni ukrepala, razmere na denarnem trgu pa so kljub temu ostale zaostrene.

Med valutami držav članic EU zunaj euroobmočja, ki niso sodelovale v ERM II, so se gibanja od države do države precej razlikovala (glej graf 38). Češka krona in poljski zlot sta večji del leta 2007 apreciirala do eura, tako da je bil njun tečaj do eura 29. februarja 2008 v primerjavi z začetkom leta 2007 višji za 8,3% oziroma 7,8%. Po relativno stabilnem obdobju v prvih treh četrtletjih leta 2007 je britanski funt precej oslabil v primerjavi z eurom zaradi večje gospodarske negotovosti, ki jo je deloma mogoče pripisati manj ugodnim pričakovanjem za gospodarsko rast, ki so bila povezana tudi s šibkejšim stanovanjskim trgom. Zato je bil funt glede na euro 29. februarja 2008 za 13,6% nižji kakor 2. januarja 2007. Zaradi domačih dejavnikov in zaradi splošne moči eura sta romunski lej in švedska krona preživljala obdobje šibkosti glede na euro, saj sta v obravnavanem obdobju padla za 10,3% oziroma 4,1%. Ne glede na nihanja je madžarski forint leta 2007 ostal približno nespremenjen, na začetku leta 2008 pa je nekoliko depreciiiral. Magyar Nemzeti Bank je 25. februarja 2008 v dogovoru z madžarsko vlado sklenila, da opusti razpon nihanja okrog forinta in uvede prosto drseči devizni tečaj. Razmerje med bolgarskih levom in eurom je ostalo stabilno in je znašalo 1,95583 BGN/EUR, kar je

odražalo nespremenjeno bolgarsko tečajno politiko v okviru valutnega odbora na podlagi eura.

### FINANČNA GIBANJA

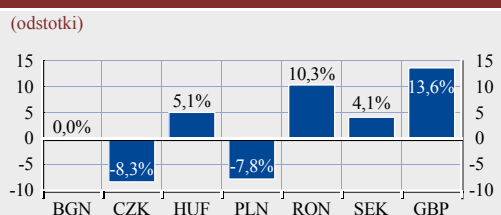
Med januarjem 2007 in februarjem 2008 so gibanja donosnosti dolgoročnih obveznic v večini držav članic EU zunaj euroobmočja<sup>10</sup> sledila gibanjem v euroobmočju, pri čemer je povečanju v prvi polovici leta sledil rahel upad po avgustu 2007 zaradi nemirnega dogajanja na finančnih trgih.

Februarja 2008 so bile dolgoročne obrestne mere v državah članicah EU zunaj euroobmočja v povprečju za približno 25 bazičnih točk višje kot na začetku leta 2007, medtem ko so se za primerjavo v euroobmočju povečale za več kot 30 bazičnih točk. Povečanje je bilo največje v Bolgariji (skoraj 100 bazičnih točk), na Češkem, Madžarskem in Poljskem (okoli 80 bazičnih točk), kar kaže predvsem na poslabšanje predvidenih inflacijskih gibanj. Čeprav so ostale dokaj visoke, so dolgoročne obrestne mere v Romuniji od januarja 2007 do februarja 2008 padle za 50 bazičnih točk.

V primerjavi z obrestnimi merami v euroobmočju so se razponi donosnosti državnih obveznic v državah članicah EU zunaj euroobmočja januarja 2008 gibal različno v primerjavi z začetkom leta 2007. Razlika v dolgoročnih obrestnih merah je ostala dokaj velika v Romuniji in na Madžarskem, kjer je znašala okoli 340 oziroma 280 bazičnih točk. V teh državah so ostajale razlike v donosnosti dolgoročnih obveznic visoke tudi zaradi javnofinančnih gibanj in zunanjih neravnotežij. V Romuniji je to tudi posledica višjih stopenj inflacije v zadnjih letih.

Gibanja na delniških trgih so v večini držav članic EU zunaj euroobmočja od januarja 2007 do februarja 2008 dosegla pozitivno rast. Cene delnic so najbolj zrastle v Bolgariji, na Cipru in v Romuniji, kjer so precej presegle povprečna gibanja tečajev delnic v euroobmočju, merjena z indeksom Dow Jones EURO STOXX. V Estoniji in Latviji pa so se cene delnic do konca februarja

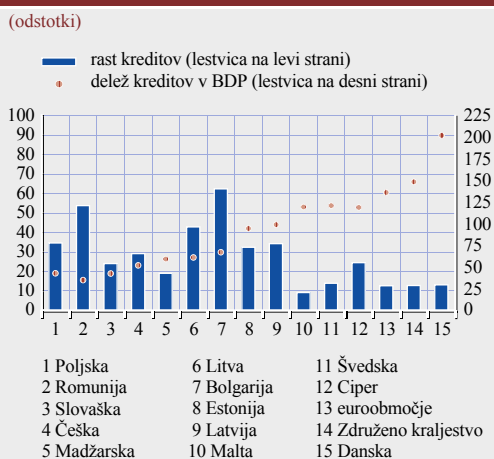
**Graf 38 Spremembe tečaja eura do valut EU zunaj ERM II**



Vir: Izračuni strokovnjakov ECB.  
Opomba: Pozitivna (negativna) vrednost predstavlja apreciacijo (depreciacijo) eura. Spremembe se nanašajo na obdobje od 2. januarja 2007 do 29. februarja 2008.

10 Primerljiva dolgoročna obrestna mera za Estonijo ni na voljo.

**Graf 39 Krediti zasebnemu sektorju v letu 2007**



Viri: Banka za mednarodne poravnave, ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus in Bank of England.

Opombe: Podatki se nanašajo na domače kredite institucijam, ki niso MFI, brez širše opredeljene države, kar zadeva rast kreditov v letu 2007, je bil za vsako državo uporabljen zadnji razpoložljivi mesec. Podatki za Združeno kraljestvo temeljijo na nacionalni definiciji.

2008 spustile na povprečno raven, ki je prevladovala leta 2006, potem ko so leta 2007 dosegle najvišje vrednosti. Borzni indeksi v večini držav članic EU zunaj euroobmočja so se na nemirno dogajanje na globalnih finančnih trgih v poletnih mesecih sprva odzvali s padcem, potem ko so nekateri vlagatelji umaknili sredstva z borz, da bi izboljšali svojo skupno likvidnost. Negativno vzdušje na borzah se je nekoliko popravilo v septembru in oktobru 2007. Pozneje so cene na trgih lastniškega kapitala v večini držav EU-14 ponovno padle zaradi manjše nagnjenosti k tveganju na svetovni ravni, enako kot na borzah v euroobmočju in v drugih večjih gospodarstvih.

Rast kreditiranja zasebnega sektorja je leta 2007 ostala visoka v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja. Proti koncu leta 2007 se je medletna rast kreditov v številnih državah ustalila, deloma tudi zaradi višjih bančnih obrestnih mer. V nekaterih državah pa se je še naprej krepila, na primer v Bolgariji, na Češkem, v Litvi in na Poljskem. Rast kreditiranja je bila najbolj dinamična v hitro rastočih baltskih državah, v Bolgariji, na Poljskem in v Romuniji, kjer je stopnja rasti ob koncu leta 2007 znašala med 32% in

62%. Na Češkem, Cipru, Madžarskem in Slovaškem je medletna rast kreditov zasebnemu sektorju leta 2007 znašala med 19% in 29%. Hitro rast kreditov v teh gospodarstvih, razen Cipra, je treba obravnavati v okviru finančnega poglobljanja. Delež kreditov zasebnemu sektorju v BDP je namreč v vseh državah EU-11, razen Cipra in Malte, še vedno precej pod povprečjem euroobmočja. Kljub temu predstavlja hitra rast kreditov tudi tveganje, ker v nekaterih državah prispeva k močnemu domačemu povpraševanju in s tem k čezmernemu zunanemu in notranjemu neravnovesju. Poleg tega je v številnih državah še posebno zaskrbljujoč velik in še vedno rastoč delež deviznega zadolževanja. Na Danskem, Švedskem in v Združenem kraljestvu je medletna stopnja rasti kreditov zasebnemu sektorju ob koncu leta 2007 znašala okoli 13%.

#### DENARNA POLITIKA

Glavni cilj denarne politike v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja je cenovna stabilnost. Strategija denarne politike pa se od države do države precej razlikuje (glej tabelo 11).

Leta 2007 sta ostala denarna politika in tečajni režim držav članic EU zunaj euroobmočja večinoma nespremenjena, čeprav so bile v nekaj državah zaradi prihodnje denarne integracije opravljene določene prilagoditve okvira denarne politike. Madžarska je februarja 2008 opustila fiksni tečaj do eura in uvedla inflacijsko ciljanje s prosto drsečim deviznim tečajem.

Kar zadeva sklepe o denarni politiki med januarjem 2007 in februarjem 2008 je večina centralnih bank, ki sodelujejo v ERM II, sprejela ukrepe za zaostritev pogojev denarne politike. Ti so pogosto sledili ukrepom ECB, ki je leta 2007 v dveh korakih (marca in junija) dvignila izključno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema za skupaj 50 bazičnih točk na 4,0%.

Българска народна банка (bolgarska narodna banka), Eesti Pank in Lietuvos Bankas zaradi valutnega odbora nimajo uradne ključne obrestne mere, ampak se samodejno prilagajajo novim obrestnim meram ECB. Glede na močno inflacijo pa so šte-



**Tabela 11 Uradne strategije denarne politike držav članic EU zunaj euroobmočja**

	Strategija denarne politike	Valuta	Značilnosti
Bolgarija	Ciljni devizni tečaj	Bolgarski lev	Ciljni devizni tečaj: vezava na euro po tečaju 1,95583 BGN za 1 EUR v okviru režimov valutnega odbora.
Češka	Ciljna inflacija	Češka krona	Cilj: 3% ±1 odstotna točka do konca leta 2009, nato 2% ±1 odstotna točka. Uravnavano drsenje deviznega tečaja.
Danska	Ciljni devizni tečaj	Danska krona	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja ±2,25% okoli centralne paritete 7,46038 DKK za 1 EUR.
Estonija	Ciljni devizni tečaj	Estonska krona	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 15,6466 EEK za 1 EUR. Estonija še naprej ohranja režim valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Ciper	Ciljni devizni tečaj	Ciprski funt	Sodeloval v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 0,585274 CYP za 1 EUR.
Latvija	Ciljni devizni tečaj	Latvijski lats	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 0,702804 LVL za 1 EUR. Latvija še naprej ohranja razpon nihanja ±1% kot svojo enostransko zavezanost.
Litva	Ciljni devizni tečaj	Litovski litas	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 3,45280 LTL za 1 EUR. Litva še naprej ohranja režim valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Madžarska	Ciljna inflacija	Madžarski forint	Ciljna inflacija: 3% ±1 odstotna točka kot srednjeročni cilj. Prosto drseči devizni tečaj po opustitvi vezave tečaja na euro v februarju 2008.
Malta	Ciljni devizni tečaj	Malteška lira	Sodelovala je v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 0,429300 MTL za 1 EUR. Malta je v okviru svoje enostranske zavezanosti ohranjala menjalni tečaj nespremenjen glede na centralno pariteto.
Poljska	Ciljna inflacija	Poljski zlot	Ciljna inflacija: 2,5% ±1 odstotna točka (12-mesečno povečanje CPI). Prosto drseči devizni tečaj.
Romunija	Ciljna inflacija	Romunski lej	Ciljna inflacija: 4%, 3,8% in 3,5% ±1 odstotna točka do konca leta 2007, 2008 oziroma 2009. Uravnavano drsenje deviznega tečaja.
Slovaška	Ciljna inflacija v razmerah ERM II	Slovaška krona	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja ±15% okoli centralne paritete 35,4424 SKK za 1 EUR. Ciljna inflacija za obdobje 2006–08 je pod 2,5% do konca leta 2006 in pod 2% do konca leta 2007 in do konca leta 2008.
Švedska	Ciljna inflacija	Švedska krona	Ciljna inflacija: 2% povečanje CPI s tolerančnim razponom ±1 odstotne točke. Prosto drseči devizni tečaj.
Združeno kraljestvo	Ciljna inflacija	Britanski funt	Ciljna inflacija: 2%, merjeno s povečanjem CPI <sup>1)</sup> v 12 mesecih. Pri odstopanju za več kot 1 odstotno točko se pričakuje, da bo Odbor za monetarno politiko poslal odprto pismo britanskemu finančnemu ministru. Prosto drseči devizni tečaj.

Vir: ESCB.  
1) CPI je enak HICP.

vilne nacionalne centralne banke sprejele dodatne ukrepe. Българска народна банка (bolgarska narodna banka) je januarja 2007 odpravila zahtevo, da morajo banke vzdrževati dodatne rezerve, če rast kreditov preseže določene omejitve. Hkrati je z namenom, da bi ublažila močno rast kreditov, sklenila dvigniti obvezne rezerve za 400 bazičnih točk na 12%. Glede na naraščajočo volatilnost

nominalnega tečaja latvijskega latsa, vztrajno zelo visoko inflacijo in pregrevanje domačega povpraševanja je Latvijas Banka v prvih petih mesecih leta 2007 povečala obrestno mero refinanciranja za skupaj 100 bazičnih točk na 6,0%, obrestno mero odprte ponudbe mejnega posojila pa za skupaj 150 bazičnih točk na 7,5%, ter večkrat posegla na devizni trg. Kljub višjim uradnim obrestnim

meram so ostale kratkoročne realne obrestne mere (v štirih navedenih državah) negativne v okolju hitre rasti realnega BDP, naraščajočih inflacijskih pritiskov ter velikih in vztrajnih zunanjih neravnovesij.

Po ukrepih ECB je Danmarks Nationalbank v dveh korakih povečala svojo obrestno mero posojanja na 4,25%. Central Bank of Cyprus je 12. marca in 6. junija 2007 povečala svojo obrestno mero mejnega posojila in depozita čez noč vsakič za 25 bazičnih točk na 5,00% oziroma 3,00%, da bi tako postopoma ustvarila 1 odstotno točko razlike med tema dvema obrestnima merama in ciprsko obrestno mero glavnega refinanciranja, ki je ostala 4,5%. Decembra 2007 je bila obrestna mera glavnega refinanciranja zmanjšana za 50 bazičnih točk in tako usklajena z obrestno mero glavnega refinanciranja v euroobmočju, ki je znašala 4%. Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta je 25. januarja in 29. maja 2007 zvišala svojo osrednjo intervenčno obrestno mero za 25 bazičnih točk na 4,25%. Za to se je odločila zaradi nadaljnega zmanjševanja zunanjih rezerv in izrazitega zmanjševanja razlike v kratkoročnih obrestnih merah glede na euro v korist malteške lire, predvsem zaradi povečanja obrestnih mer v euroobmočju. Decembra 2007 je bila ključna obrestna mera zmanjšana za 25 bazičnih točk in tako postala usklajena s ključno obrestno mero v euroobmočju. Zadnje odločitve glede obrestnih mer, ki sta jih sprejeli centralna banka Cipra in Malte, so bile sprejete v okviru priprav pred uvedbo eura 1. januarja 2008. Národná banka Slovenska je 25. aprila 2007 zmanjšala repo obrestno mero za skupaj 50 bazičnih točk na 4,25% (in razširila koridor za obrestne mere čez noč okoli te obrestne mere) zaradi bolj umirjene predvidene inflacije v prihodnje.

Sklepi o denarni politiki nacionalnih centralnih bank z inflacijskim ciljanjem, ki ne sodelujejo v ERM II, so se med državami razlikovali, zlasti zaradi različnega cikličnega stanja in inflacijskih pričakovanj. Glede na rastoče inflacijske pritiske in navzgor popravljene napovedi inflacije za leti 2007 in 2008 je Ćeská národná banka v letu 2007 štirikrat povečala svojo obrestno mero glavnega

refinanciranja, skupaj za 100 bazičnih točk, na 3,5%. Narodowy Bank Polski je dvignila ključno obrestno mero v štirih korakih za skupaj 100 bazičnih točk na 5%. Januarja in februarja 2008 je bila ključna obrestna mera ponovno povečana za skupno 50 bazičnih točk na 5,5%. Kot kaže, je bila zaostritev potrebna, saj bi inflacija lahko preseгла inflacijski cilj, predvsem zaradi rasti realnega BDP nad potencialno, visoke rasti plač in stroškov dela na enoto proizvoda ter ohlapnejše fiskalne politike. Sveriges Riksbank je dvignila svojo ključno obrestno mero v petih korakih za skupaj 125 bazičnih točk na 4,25%, kolikor je znašala februarja 2008, da bi napoved inflacije zopet približala ciljni ravni dveh odstotkov.

Bank of England je leta 2007 trikrat zvišala svojo ključno obrestno mero (za skupno 75 bazičnih točk na 5,75%) predvsem zaradi močne rasti in visoke inflacije. Pozneje pa jo je spustila za 25 bazičnih točk na 5,5%. Tej določitvi so botrovali znaki šibkejše rasti.

Nasprotno od večine drugih držav je Magyar Nemzeti Bank zmanjšala svojo ključno obrestno mero v dveh korakih za skupaj 50 bazičnih točk na 7,5%, ker se je zdelo, da je mogoče doseči srednjeročni inflacijski cilj. Leta 2007 je Banca Națională a României do junija 2007 štirikrat zmanjšala svojo ključno obrestno mero za skupaj 175 bazičnih točk na 7,0% zaradi boljših inflacijskih obetov in močnejše apreciacije nominalnega tečaja od pričakovane. Oktobra 2007 ter januarja in februarja 2008 pa je bila ključna obrestna mera zvišana za skupno 200 bazičnih točk na 9,0% zaradi poslabšanja inflacijskih obetov, ki so bili posledica šokov na strani ponudbe in na strani povpraševanja.



**CENTRALNO BANČNE  
OPERACIJE IN  
DEJAVNOSTI**

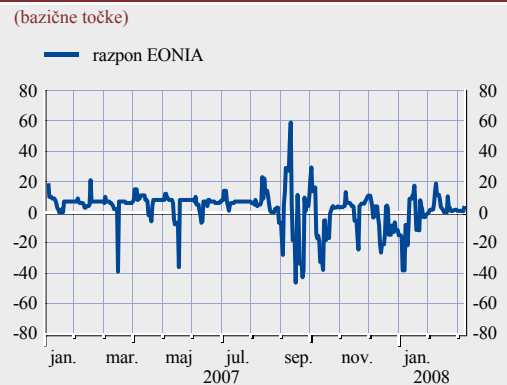
# I OPERACIJE DENARNE POLITIKE, OPERACIJE NA DEVIZNIH TRGIH IN INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI

## I.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Operacije denarne politike Eurosistema na eni strani vključujejo operacije odprtega trga – operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije finega uravnavanja – na drugi strani pa odprte ponudbe. V operativnem okviru izvajanja denarne politike, ki vključuje tudi sistem obveznih rezerv, se ti instrumenti uporabljajo za upravljanje likvidnostnih razmer na medbančnem denarnem trgu, predvsem zaradi usmerjanja kratkoročnih obrestnih mer, zlasti obrestne mere na denarnem trgu čez noč, blizu izklicni obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja, ki je ključna obrestna mera denarne politike Eurosistema.

Svet ECB je leta 2007 izklicno obrestno mero dvakrat povečal za 25 bazičnih točk, in sicer 8. marca in 6. junija na 3,75% oziroma 4,00%. Kot že ob prejšnjih priložnostih po spremembi operativnega okvira marca 2004 spremembe obrestnih mer niso opazno vplivale na likvidnostne razmere ali na obrestne mere denarnega trga čez noč, dokler niso dejansko postale veljavne, kar pomeni, da je spremenjeni okvir občutno prispeval k zaščiti zelo kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga pred vplivom pričakovanih sprememb naravnosti denarne politike. Kljub temu se je Eurosistem po 9. avgustu 2007 znašel v enem najtežavnejših obdobji za izvajanje denarne politike po uvedbi eura, ko so se finančni pretresi, ki so se začeli na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, prenesli tudi na eurski denarni trg. V nekaj urah po izčrpanju likvidnosti na eurskem denarnem trgu zjutraj dne 9. avgusta, se je Eurosistem odzval tako, da je trgu zagotovil 95 milijard EUR dodatne likvidnosti po ključni obrestni meri 4,00%, in sicer prek operacije finega uravnavanja z dospelostjo čez noč. To je bil največji znesek, ki je bil do takrat dodeljen v operaciji finega uravnavanja. Pretresi so na operacije odprtega trga Eurosistema močno vplivali še vse do konca leta 2007. V okvirju 9 so opisani posebni operativni ukrepi, s katerimi je Eurosistem obvladal napetosti na denarnem trgu, in predstavljena vloga, ki jo je imel sistem zavarovanj pri podpori izvajanja de-

Graf 40 Razpon EONIA



narne politike v obdobju volatilnosti finančnega trga.

Še posebno pomemben kazalnik pri ocenjevanju, kako uspešno je ECB usmerjala kratkoročne obrestne mere, je razpon med obrestno mero denarnega trga čez noč, ki jo meri EONIA (uteženo povprečje obrestnih mer v eurih za medbančna posojila čez noč) in ki je pomembna referenčna obrestna mera za denarni trg, ter med izklicno obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja (glej graf 40). Leta 2007 je takšen razpon EONIA v povprečju znašal 3 bazične točke, kar je manj kot leta 2006 (8 bazičnih točk). Hkrati se je volatilnost razpona EONIA, ki jo merimo s standardnim odklonom, povečala s 5 bazičnih točk leta 2006 na 12 bazičnih točk v letu 2007. Ta gibanja v glavnem zrcalijo volatilnost tržnega okolja po 9. avgustu: čeprav je ECB vse leto uspešno usmerjala povprečno obrestno mero čez noč blizu izklicni obrestni meri, je v tem letu prišlo do dviga standardnega odklona v razponu EONIA s 6 bazičnih točk pred 9. avgustom na 17 bazičnih točk po 9. avgustu. V istem obdobju se je povprečna raven razpona znižala s 6 bazičnih točk na -3 bazične točke.

### LIKVIDNOSTNE POTREBE BANČNEGA SISTEMA

Ko Eurosistem zagotavlja likvidnost prek operacij odprtega trga, pri tem upošteva dnevno oceno likvidnostnih potreb celotnega bančnega sistema euroobmočja. Likvidnostne potrebe so

opredeljene kot vsota obveznih rezerv, sredstev na tekočih računih kreditnih institucij pri Eurosistemu, ki presegajo zahtevane rezerve (presežne rezerve), in avtonomni dejavniki. Avtonomni dejavniki so tiste postavke v bilanci stanja Eurosistema, npr. „bankovci v obtoku” in „vloge države”, ki vplivajo na imetja na tekočih računih kreditnih institucij, vendar niso pod neposrednim nadzorom upravljanja likvidnosti Eurosistema.

Leta 2007 so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja (glej graf 41) znašale 441,5 milijarde EUR, kar je za 5% več kot leta 2006. Glavni razlog za to povečanje je bila nepretrgana rast povprečnih obveznih rezerv, in sicer za 14% na 187,4 milijarde EUR, kar je le delno izravnalo 2% zmanjšanje avtonomnih dejavnikov na 252,2 milijarde EUR. Med avtonomnimi dejavniki se je občutno povečal obseg bankovcev v obtoku, čeprav se je stopnja rasti zmanjšala z 11% v letu 2006 na 9%. Vpliv zmanjšanja likvidnosti zaradi naraščanja obsega bankovcev v obtoku pa so več kot izravnali drugi avtonomni dejavniki. Čeprav so se povprečne presežne rezerve v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki so se končala leta 2007, povečale za 0,2 milijarde EUR na 0,9 milijarde EUR, so relativno ostale zanemarljive in so znašale 0,5% obveznih rezerv.

## SISTEM OBVEZNIH REZERV

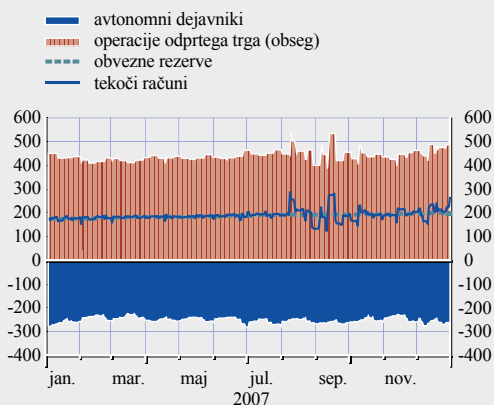
Kreditne institucije v euroobmočju morajo imeti obvezne rezerve na tekočih računih pri Eurosistemu. Kot že od leta 1999 naprej so obvezne rezerve leta 2007 znašale 2% osnove za obvezne rezerve kreditnih institucij. Prav z rastjo osnove za obvezne rezerve, ki jo določajo nekatere kratkoročne obveznosti v bilanci stanja kreditnih institucij, je mogoče razložiti zgoraj omenjeno 14% povečanje skupne vsote obveznih rezerv v letu 2007. Ker v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv Eurosistem obrestuje rezervna imetja po obrestni meri, ki je povprečje mejne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja, sistem obveznih rezerv bančnemu sektorju ne nalaga nobenih občutnih stroškov. Hkrati pa v operativnem okviru izvajanja denarne politike izpolnjuje dve pomembni funkciji: prvič, stabilizira kratkoročne obrestne mere denarnega trga, ker morajo biti obvezne rezerve v obdobju izpolnjevanja rezerv izpolnjene le v povprečju, kar kreditnim institucijam omogoča, da zgladijo začasne in nepričakovane likvidnostne prilive in odlive na svojih računih, in drugič, povečuje likvidnostni primanjkljaj bančnega sistema, tj. skupno potrebo bank po refinanciranju Eurosistema.

## OPERACIJE ODPRTEGA TRGA

Eurosistem za upravljanje likvidnostnih razmer na denarnem trgu uporablja operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije finega uravnavanja. Vse operacije za zagotavljanje likvidnosti morajo biti v celoti zavarovane. Operacije glavnega refinanciranja so redne operacije, ki se izvajajo tedensko in imajo navadno rok dospelosti en teden. So glavni instrument za upravljanje likvidnostnih razmer na trgu in za signaliziranje naravnosti denarne politike. Leta 2007 so se izvajale kot avkcije z variabilno obrestno mero z izklicno obrestno mero, ki je ključna obrestna mera denarne politike ECB. Čeprav v teh operacijah lahko sodeluje širok razpon nasprotnih strank (ob koncu leta 2007 jih je bilo 1.693), jih je v povprečju v letu 2007 dejansko sodelovalo 338, kar je za 10% manj kot v letu 2006 (377). Do 8. avgusta je ECB v operacijah glavnega refinanciranja v povprečju dodelila 292 milijard EUR. ECB je v vseh primerih, razen

**Graf 41 Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2007**

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

v enem (ko je zagotovila 2 milijardi EUR nad referenčnim zneskom), zagotovila za milijardo EUR višji znesek likvidnosti od referenčnega zneska dodelitve, kar je znesek, ki nasprotnim strankam omogoča nemoteno izpolnjevanje obveznih rezerv do poravnave naslednje operacije glavnega refinanciranja.<sup>1</sup> ECB je torej nadaljevala politiko, ki jo je uvedla oktobra 2005, se pravi, da je zagotavljala likvidnost nekoliko nad referenčnim zneskom dodelitve in s tem preprečila očiten pritisk na povečanje razpona EONIA. Od 9. avgusta naprej je povprečni znesek dodelitve upadel na 200 milijard EUR, kar je bilo posledica zagotavljanja dodatne likvidnosti prek dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (glej spodaj in okvir 9).

Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so mesečne operacije za zagotavljanje likvidnosti z zapadlostjo treh mesecev. Izvajajo se kot klasične avkcije z variabilno obrestno mero (brez omejitve glede licitiranih obrestnih mer) z vnaprej objavljenim obsegom dodelitve, ki je bil na začetku leta 2007 določen v znesku 50 milijard EUR. Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so dostopne enakemu sklopu nasprotnih strank kot operacije glavnega refinanciranja, od katerih je v letu 2007 v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja sodelovalo v povprečju 145 strank (162 leta 2006). Po 9. avgustu 2007 sta bili izvedeni dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja (s poravnavo 24. avgusta in 13. septembra), ki sta bili pozneje podaljšani s prilagoditvijo skupnega zneska. Ob koncu leta 2007 je stanje operacij dolgoročnejšega refinanciranja znašalo 268 milijard EUR, kar je skoraj 80% več od stanja na začetku avgusta.

ECB izvaja ad hoc operacije finega uravnavanja za povečevanje in umikanje likvidnosti, s čimer upravlja likvidnostne razmere na trgu in usmerja obrestne mere. Eurosistem je za te operacije izbral omejeno število nasprotnih strank, ki so na denarnem trgu najdejavnejše (127 ob koncu leta 2007). Leta 2007 je ECB izvedla 24 operacij finega uravnavanja, od katerih je bilo 18 izvedenih po 9. avgustu zaradi pretresov na finančnem trgu. To je mogoče primerjati z 31 operacijami finega uravnavanja v osemletnem obdobju od 1999 do 2006. Vseh šest operacij pred 9. avgustom je bilo izvedenih za ponovno vzpostavitev uravnoteženih likvidnostnih razmer na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, kar je ustaljena praksa že od novembra 2004. Štiri so bile izvedene za umikanje likvidnosti in dve za povečevanje likvidnosti, kar kaže nekoliko večjo verjetnost presežne likvidnosti po dodelitvi nad referenčnim zneskom v zadnji operaciji glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. V dveh primerih predvidenega zneska v operaciji za umikanje likvidnosti ni bilo mogoče doseči zaradi nezadostnega obsega ponudb. Po 9. avgustu se je ohranjala praksa izvajanja operacij finega uravnavanja ob koncu obdobja. Toda večina operacij finega uravnavanja po tem datumu (skupno 14) je bila izvedena za preprečitev nihanj v likvidnostnih razmerah in v obrestni meri čez noč, kar je bilo povezano s pretresi na finančnem trgu v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (glej okvir 9).

<sup>1</sup> Referenčni znesek dodelitve nasprotnim strankam, gledano v celoti, omogoča ohranjati imetja na tekočih računih blizu obveznih rezerv, pri čemer se upoštevajo predvidene likvidnostne potrebe in likvidnostna neravnovesja, ki so se že akumulirala v istem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Za natančnejšo opredelitev referenčnega zneska dodelitve glej okvir z naslovom „Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations“, Monthly Bulletin ECB, april 2004.

## Okvir 9

### OPERACIJE DENARNE POLITIKE V OBDOBJU VOLATILNOSTI NA FINANČNIH TRGIH

#### Zgodnejše zagotavljanje likvidnosti v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv

V operacijah odprtega trga Eurosistem navadno zagotavlja likvidnost na način, ki kreditnim institucijam omogoča, da imetja na svojih tekočih računih pri Eurosistemu ohranjajo blizu

obveznih rezerv, kar pomeni, da v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv sorazmerno izpolnjujejo obvezne rezerve. Eurosistem to dosega tako, da v operacijah glavnega refinanciranja dodeli znesek, ki je blizu referenčnemu znesku dodelitve. Namen take politike dodeljevanja je ohranjati zelo kratkoročne obrestne mere blizu uradne obrestne mere (izklicne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja Eurosistema). Potem ko so se 9. avgusta 2007 zjutraj finančni pretresi prenesli na eurski denarni trg čez noč, so kreditne institucije obvezne rezerve raje izpolnjevale razmeroma zgodaj v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv zaradi znakov vse manjšega prometa na dolgoročnejših segmentih denarnega trga.

Da bi ECB lahko uresničila svoj cilj glede zelo kratkoročnih obrestnih mer, je „preddobavila“ ponudbo rezerv, tj. povečala ponudbo likvidnosti na začetku obdobja izpolnjevanja

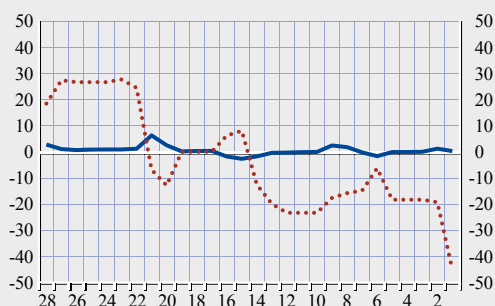
obveznih rezerv in jo zmanjšala ob koncu.<sup>1</sup> Takšna preddobava rezerv v prvih nekaj dneh po 9. avgustu je bila dosežena s ponudbo dodatne likvidnosti v štirih operacijah finega uravnavanja čez noč. Peta operacija finega uravnavanja čez noč je bila izvedena na začetku septembra. Zatem se je dodatna likvidnost na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v glavnem zagotavljala prek rednih operacij glavnega refinanciranja. V vseh primerih je obseg zagotavljanja likvidnosti v celotnem obdobju ostal nespremenjen, prilagojen je bil le časovni raspored. To kaže tudi krivulja dnevnih presežnih rezerv, tj. razlike med imetji na tekočih računih kreditnih institucij in obveznimi rezervami v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv (glej graf). Medtem ko so bile dnevne presežne rezerve v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv pred avgustom 2007 v povprečju razmeroma blizu nič, so se na začetku naslednjih obdobj izpolnjevanja dvignile precej nad nič, na koncu teh obdobj pa padle precej pod nič.

ECB je 8. oktobra in 23. novembra (prek elektronskih medijev obveščanja) objavila,<sup>2</sup> da bo dodatno okrepila politiko „preddobave“ in uravnavala likvidnost v smeri bolj uravnoveženih razmer tudi med obdobjem, če bo to potrebno za ohranjanje kratkoročnih obrestnih mer blizu izklicne obrestne mere. V skladu s tem obvestilom je ECB v operacijah glavnega refinanciranja redno dodeljevala zneske, ki so bili občutno nad referenčnim zneskom dodelitve, kadar pa se je pritisk na znižanje obrestne mere čez noč občutno povečal, je ECB izvajala operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti. Te operacije so bile poleg rednih operacij finega uravnavanja na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv izvedene 12. oktobra, 7. decembra in 17. decembra. ECB je 14. januarja 2008 potrdila, da namerava nadaljevati takšno politiko preddobave, dokler bo potrebno.

### Dnevne presežne rezerve v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv

os x: število dni do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv  
os y: povprečne dnevne presežne rezerve v milijardah EUR

— dnevne presežne rezerve (obdobja izp. obv. rez., ki so se končala med avgustom 2005 in avgustom 2007)  
..... dnevne presežne rezerve (obdobja izp. obv. rez., ki so se končala med septembrom 2007 in februarjem 2008)



Vir: ECB.

<sup>1</sup> Eurosistem je preddobavil ponudbo rezerv tako, da je v operacijah glavnega refinanciranja še pred pretresi zagotovil likvidnost nekoliko nad referenčnim zneskom dodelitve. Stopnja preddobave pa je bila med obdobjem pretresov veliko višja, kot je razvidno iz grafa.

<sup>2</sup> Celoten seznam izjav, ki jih je objavila ECB, je na spletni strani: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.



### **Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja**

Videti je bilo, da je volatilitnost na finančnem trgu spodbudila banke, da so zmanjševale svoje prihodnje likvidnostne potrebe, kar je pripeljalo do občutnih napetosti na denarnem trgu, in sicer ne samo na kratkoročnem segmentu, temveč tudi na dolgoročnem, kjer je bil po poročilih promet zelo majhen. Da bi Eurosistem spodbudil normalizacijo razmer, je povečal delež refinanciranja prek trimesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, hkrati pa zmanjšal delež, ki ga je zagotavljal z enotedenskimi operacijami glavnega refinanciranja. Zato je skupni znesek stanja refinanciranja ostal nespremenjen, povprečna zapadlost pa se je podaljšala in tako začasno zmanjšala prihodnje likvidnostne potrebe bančnega sistema. Izvedeni sta bili dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja z zapadlostjo treh mesecev, in sicer 23. avgusta in 12. septembra v znesku 40 milijard EUR oziroma 75 milijard EUR. Ker so se redne mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja izvajale kot po navadi, se je skupni znesek refinanciranja prek operacij dolgoročnejšega refinanciranja povečal s 150 milijard EUR (tri dodelitve po 50 milijard EUR) na 265 milijard EUR, obseg operacij glavnega refinanciranja pa se je ustrezno zmanjšal, in sicer s približno 300 milijard EUR na slabih 200 milijard EUR. Dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja sta bili obnovljeni ob dospelosti novembra in decembra, znesek dodelitve pa je bil v vsaki operaciji prilagojen in je znašal 60 milijard EUR. ECB je 7. februarja najavila, da bosta operaciji spet obnovljeni februarja in marca 2008.

### **Posebni ukrepi ob koncu leta**

V zadnjih tednih leta se banke zaradi bilančnih potreb običajno težje odločajo za posojanje. Strokovnjaki so predvidevali, da bo ta znani pojav v letu 2007 še posebno očiten, zato je ECB v sporočilu za javnost z dne 30. novembra objavila posebne ukrepe za omilitev napetosti na denarnem trgu v tem obdobju. Zapadlost operacije glavnega refinanciranja, dodeljene 18. decembra, je bila izjemoma podaljšana z enega na dva tedna, da bi lahko banke pred tem težavnim obdobjem vnaprej pokrile svoje likvidnostne potrebe za čas božiča in zadnje dni leta. Poleg tega je ECB 17. decembra prek elektronskih medijev sporočila, da bo v tej dvotedenski operaciji glavnega refinanciranja odstopila od običajnega postopka dodeljevanja in sprejela vse protiponudbe nad tehtano povprečno obrestno mero v prejšnji operaciji glavnega refinanciranja, ki je znašala 4,21%. Ta odločitev je v glavnem temeljila na ugotovitvah, da bi se lahko ponujene obrestne mere zaradi likvidnostnih potreb dvignile do nezaželene ravni. Zato je ECB dodelila 348,6 milijarde EUR, kar je bilo 168,1 milijarde EUR več od referenčnega zneska dodelitve. Zaradi tako obilne likvidnosti je prišlo do pritiska na znižanje obrestne mere čez noč. Da bi ECB omejila ta pritisk, je izvedla serijo operacij finega uravnavanja za umikanje likvidnosti. Zadnja taka operacija je bila izvedena 3. januarja, dan pred poravnavo prve operacije glavnega refinanciranja v letu 2008. V povprečju je ECB z operacijami finega uravnavanja dnevno izčrpala 143,8 milijarde EUR. Vendar pa je ECB v operaciji glavnega refinanciranja ob koncu leta zagotovila 20 milijard EUR dodatne likvidnosti po mejni ponujeni obrestni meri (4,20%) in tako zadovoljila dodatno likvidnostno povpraševanje nasprotnih strank v navedenem obdobju. Zaradi zelo obsežne ponudbe likvidnosti je bila EONIA na zadnji dan trgovanja v letu 2007 8 bazičnih točk pod izklicno obrestno mero, medtem ko je bila v prejšnjih dveh letih 19 oziroma 17 bazičnih točk nad izklicno obrestno mero.

### **Operacije v zvezi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*)**

Ker so bile po poročilih banke euroobmočja zelo zaskrbljene glede razpoložljivosti sredstev v ameriških dolarjih, je ECB v povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih ameriškega sis-

tema centralnih bank (*Federal Reserve System*) vzpostavila povratno valutno zamenjavo (*reciprocal currency (swap) arrangement*). Eurosistem je tako pridobljena sredstva v ameriških dolarjih ponudil svojim nasprotnim strankam v dveh operacijah, ki sta bili poravnani 20. in 27. decembra, ob predložitvi primernega finančnega premoženja za zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema. Podobne operacije je izvedla tudi švicarska centralna banka. V vsaki operaciji Eurosistema je bilo zagotovljeno 10 milijard USD tistim nasprotnim strankam, ki imajo dostop do odprte ponudbe mejnega posojila, z dospelostjo približno en mesec. Ti dve operaciji sta bili izvedeni po fiksni obrestni meri, ki je bila enaka mejni obrestni meri v hkratnih avkcijah ameriške centralne banke (4,65% oziroma 4,67%), in sta pritegnili protiponudbe v višini 22 milijard USD na dan 17. decembra in 14 milijard USD na dan 20. decembra. Ti operaciji nista imeli neposrednega vpliva na eurske likvidnostne razmere, temveč sta želeli izboljšati globalne pogoje financiranja. Operaciji sta bili obnovljeni januarja 2008, toda likvidnostne potrebe v ameriških dolarjih so upadle, kar je bilo razvidno iz manjšega obsega protiponudb. ECB v februarju ni izvedla nobene operacije financiranja v ameriških dolarjih.

### **Sistem zavarovanj v obdobju volatilnosti na finančnih trgih**

Zaradi sprejemanja širokega nabora finančnega premoženja za zavarovanje terjatev je bil sistem zavarovanj Eurosistema dobro opremljen pri podpori vodenja denarne politike med pretresi na trgu. Kot ponazarjata graf 42 in graf 43, zadostnost finančnega premoženja za zavarovanje terjatev Eurosistemu ni predstavljala omejitve niti takrat, ko je bilo stanje posojil v obdobju pretresov najvišje. Tako zasnovani sistem zavarovanj je veliko nasprotnim strankam omogočal lažji dostop do centralnobančnega denarja.

### **ODPRTE PONUDBE**

Nasprotne stranke lahko ob primernem zavarovanju na svojo pobudo uporabijo odprto ponudbo za pridobitev likvidnosti ali deponiranje likvidnosti v Eurosistemu čez noč. Do konca leta 2007 je imelo 2.122 nasprotnih strank dostop do odprte ponudbe mejnega posojila, 2.798 pa dostop do odprte ponudbe mejnega depozita. Obrestne mere za ti dve odprti ponudbi, ki znašajo 100 bazičnih točk nad oziroma pod izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, načelno zagotavljajo zgornjo in spodnjo mejo obrestnih mer čez noč in imajo torej pomembno funkcijo pri izvajanju denarne politike. Leta 2007 je bila odprta ponudba mejnega posojila v povprečju izkoriščena do zneska 0,2 milijarde EUR, odprta ponudba mejnega depozita pa do zneska 0,5 milijarde EUR na dan, kar predstavlja povečanje za 0,1 milijarde EUR oziroma 0,3 milijarde EUR v primerjavi s prejšnjim letom. Povečanje povprečne uporabe odprte ponudbe mejnega depozita je mogoče pripisati gibanjem po 9. avgustu.

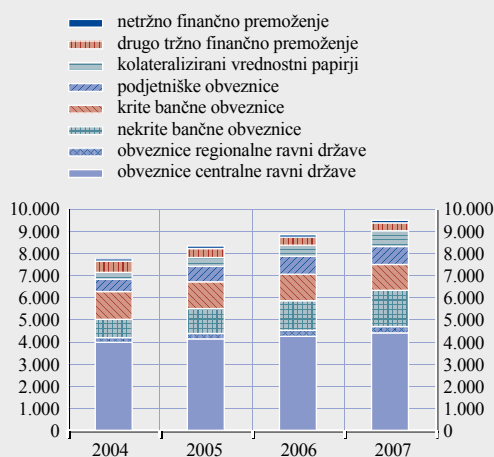
### **PRIMERNO FINANČNO PREMOŽENJE ZA ZAVAROVANJE TERJATEV V OPERACIJAH DENARNE POLITIKE**

V skladu s prakso centralnih bank po vsem svetu morajo biti vse kreditne operacije Eurosistema zadostno zavarovane. Koncept zadostnosti pomeni, prvič, da mora Eurosistem svoje kreditne operacije zavarovati pred izgubami, in drugič, da mora širok razpon sodelujočih strank imeti na voljo zadostno zavarovanje, da bi lahko Eurosistem prek denarne politike in operacij plačilnega sistema zagotovil tak znesek likvidnosti, kot se mu zdi potreben. Zato Eurosistem za zavarovanje operacij sprejema širok nabor finančnega premoženja, kar se je izkazalo kot stabilizacijski dejavnik med pretresi na finančnem trgu, ker je nasprotnim strankam zagotovilo zadosten obseg zavarovanja za dostop do kreditnih operacij Eurosistema.

Leta 2007 se je povprečni znesek primernega zavarovanja glede na leto 2006 povečal za 7,7% na skupno 9,5 bilijona EUR (glej graf 42). Državne

**Graf 42 Primerno zavarovanje po vrsti finančnega premoženja**

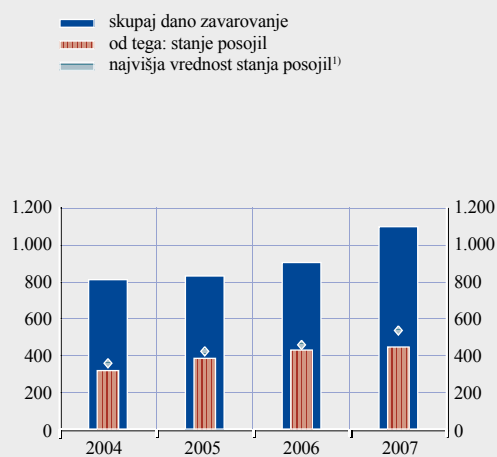
(v milijardah EUR, letna povprečja)



Vir: ECB

**Graf 43 Dano zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema v primerjavi s stanjem posojil v operacijah denarne politike**

(v milijardah EUR)



Vir: ECB

1) Najvišja letna vrednost stanja posojil pri operacijah denarne politike.

obveznice v višini 4,7 bilijona EUR so predstavljale 49% celote, preostanek tržnega finančnega premoženja pa je bil v obliki nekritih obveznic kreditnih institucij (1,6 bilijona EUR ali 17%), kritih obveznic kreditnih institucij (1,2 bilijona EUR ali 12%), podjetniških obveznic (0,8 bilijona EUR ali 9%), kolateraliziranih vrednostnih papirjev (0,7 bilijona EUR ali 8%) in drugih obveznic, na primer tistih, ki jih izdajajo nadnacionalne organizacije (0,4 bilijona EUR ali 4%). Poleg tega je na enotno listo primerne zavarovanja od 1. januarja 2007 naprej vključeno tudi netržno finančno premoženje, ki vključuje zlasti bančna posojila. Ker pa primernost tega finančnega premoženja ni ocenjena pred sprejetjem, je težko meriti njegov obseg. Uporaba takšnega finančnega premoženja je v letu 2007 dosegla 0,1 bilijona EUR, kar predstavlja 1% skupnega primerne zavarovanja v Eurosistemu.

Povprečna vrednost tržnega in netržnega finančnega premoženja, ki so ga nasprotne stranke v kreditnih operacijah Eurosistema deponirale kot zavarovanje, se je občutno povečala, in sicer z 906 milijard EUR v letu 2006 na 1.101 milijard EUR v letu 2007. To povečanje je v glavnem posledica dejstva, da so

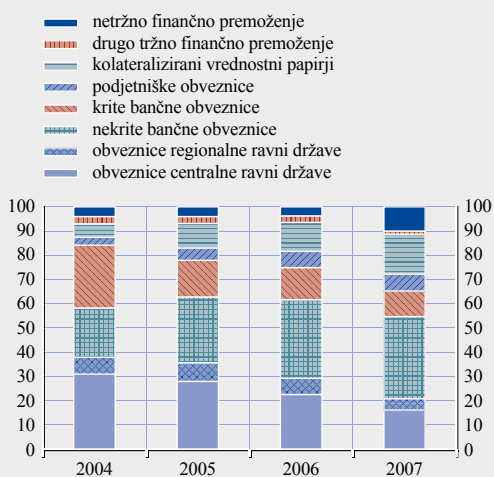
nasprotne stranke v Eurosistemu po finančnih pretresih v avgustu deponirale velike dodatne zneske zavarovanja (glej graf 43). Kot kaže primerjava med zavarovanjem in stanjem posojil nasprotnim strankam Eurosistema, je delež deponiranega zavarovanja, ki se ni uporabilo za kritje posojil iz operacij denarne politike, ostal visok. To pomeni, da razpoložljivost zavarovanja po finančnih pretresih nasprotnim strankam Eurosistema ni predstavljala omejitve.

Po vrsti finančnega premoženja, deponiranega pri Eurosistemu kot zavarovanje, je povprečni letni delež državnih obveznic padel s 23% v letu 2006 na 15% v letu 2007. Nekrite bančne obveznice so še naprej predstavljale največji razred finančnega premoženja, deponiranega pri Eurosistemu (leta 2007 v povprečju 33%). Povprečni delež kolateraliziranih vrednostnih papirjev se je z 12% v letu 2006 povečal na 16% v letu 2007.

Po 1. januarju 2007, ko je bila po vsem euroobmočju kot primerno zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema omogočena uporaba netržnega finančnega premoženja, so nasprotne stranke začele uporabljati tudi ta dodatni

**Graf 44 Razčlenitev finančnega premoženja (vključno z bančnimi posojili), danega kot zavarovanje, po vrsti finančnega premoženja**

(odstotki; letna premoženja)



Vir: ECB.

vir zavarovanja. V letnem povprečju je ta vrsta finančnega premoženja predstavljala 10% skupnega zneska deponiranega zavarovanja, v primerjavi s 4% leta 2006 (glej graf 44). Število bančnih posojil, katerih boniteto je bilo mogoče oceniti, je leta 2007 ostalo omejeno (glej razdelek o upravljanju tveganja). Celotni potencial tega dodatnega vira zavarovanja torej še ni bil izkoriščen.

Svet ECB je 24. maja 2007 sprejel naslednji dve manjši prilagoditvi sistema zavarovanj v letu 2007.

- Koledar postopne odprave tržnega finančnega premoženja z liste 2, ki se lahko uporabi kot zavarovanje za kreditne operacije Eurosistema, je bil spremenjen<sup>2</sup>.
- Natančneje so bila opredeljena rezidenčna merila za finančno premoženje, ki se šteje kot primerno za zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema<sup>3</sup>.

## UPRVLJANJE TVEGANJA

Eurosistem zmanjšuje tveganje neplačila nasprotna stranke v kreditnih operacijah Eurosistema

tako, da od sodelujočih strank zahteva predložitev primernega zavarovanja. Kljub tej zahtevi je Eurosistem še vedno izpostavljen številnim finančnim tveganjem, če sodelujoča stranka ne izpolni svojih obveznosti. Ta vključujejo kreditno tveganje, povezano s sprejetim zavarovanjem, ter tržno in likvidnostno tveganje zaradi neugodnih gibanj v ceni zavarovanja, do katerega lahko pride med likvidacijskim obdobjem, potem ko nasprotna stranka ni izpolnila svojih obveznosti. Da bi Eurosistem ta tveganja omejil na sprejemljivo raven, vzdržuje visoke bonitetne standarde za finančno premoženje, ki ga sprejema kot zavarovanje, ter na dnevni osnovi vrednoti zavarovanja in izvaja ustrezne ukrepe za obvladovanje tveganj. Finančna tveganja v kreditnih operacijah se kvantitativno opredelijo, o njih pa se poroča organom odločanja ECB.

Da bi Eurosistem zagotovil, da zavarovanje izpolnjuje visoke bonitetne standarde, uporablja sklop postopkov, pravil in tehnik, ki skupaj tvorijo bonitetni okvir Eurosistema (ECAFE). Bonitetni prag, ki velja za primerno zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema, je v bonitetnem okviru opredeljen kot bonitetna ocena „single A“<sup>4</sup>. Bonitetni okvir predvideva tudi nekaj alternativnih virov ocenjevanja bonitete. Po 1. januarju 2007, ko je bila po vsem euroobmočju kot primerno zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema omogočena uporaba netrznega finančnega premoženja, so se kot nov vir za ocenjevanje bonitete začeli v zaenkrat

- 2 Tržno finančno premoženje, ki je bilo izdano pred 31. majem 2007 in s katerim se trguje na neorganiziranih trgih, ki trenutno izpolnjujejo zahteve Eurosistema glede varnosti in dostopnosti, ne pa tudi preglednosti, ostane primerno do 31. decembra 2009, po tem datumu pa bo veljalo kot neprimerno.
- 3 Po dokončnem oblikovanju enotnega sistema zavarovanj dne 1. januarja 2007 je Eurosistem opredelil, da morajo razen mednarodnih in nadnacionalnih institucij izdajatelji trznega finančnega premoženja, ki je primerno za zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema, imeti sedež bodisi v EGP ali v kateri od štirih držav G10 zunaj EGP (v Kanadi, na Japonskem, v Švici in v ZDA). Finančno premoženje, ki so ga po 1. januarju 2007 izdali izdajatelji s sedežem zunaj EGP ali štirih držav G10 zunaj EGP, ni primerno ne glede na to, ali je na voljo jamstvo pravne osebe s sedežem v EGP. Kljub temu bo finančno premoženje, izdano pred 1. januarjem 2007, ostalo primerno do 31. decembra 2011, po tem datumu pa bo veljalo kot neprimerno.
- 4 Bonitetna ocena „single A“ pomeni najnižjo dolgoročno oceno „A-“, ki jo dodeli agencija Fitch ali Standard & Poor's, „A3“, ki jo dodeli agencija Moody's, ali „AL“, ki jo dodeli agencija DBRS.

omejenem obsegu uporabljati notranji sistemi nasprotnih strank Eurosistema. Zaradi omejene uporabe notranjih sistemov ocenjevanja bonitete so bančna posojila, ki se od 1. januarja 2007 po novem štejejo kot primerna in so bila torej predložena Eurosistemu, večinoma obsegala terjatve do oseb javnega prava, za katere je implicitna bonitetna ocena izpeljana iz bonitetne ocene države, v kateri ima sedež dolžnik ali garant bančnega posojila.

Leta 2007 so bile uvede številne novosti v zvezi z bonitetnim okvirom Eurosistema. Po sklepu Sveta ECB z dne 19. oktobra 2007 se od 1. januarja 2008 naprej kot dodaten zunanji vir ocenjevanja bonitete v bonitetnem okviru Eurosistema uporablja tudi agencija DBRS. Svet ECB je leta 2007 prav tako sklenil, da bodo za krite bančne obveznice, ki strogo ustrezajo merilom iz člena 22(4) direktive o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (Direktiva UCITS) in so bile izdane po 1. januarju 2008, veljale enake zahteve glede bonitetne ocene kot za drugo tržno finančno premoženje.

## 1.2 DEVIZNE OPERACIJE

ECB leta 2007 ni posredovala na deviznem trgu zaradi razlogov, ki bi jih narekovala denarna politika. Njene devizne transakcije so bile povezane izključno z investicijsko dejavnostjo. Poleg tega ECB ni opravila nobenih deviznih operacij v državah zunaj euroobmočja, ki sodelujejo v ERM II. Sporazum med ECB in MDS, ki omogoča, da MDS v imenu ECB z drugimi imetniki posebnih pravic črpanja izvaja transakcije s temi pravicami, je bil leta 2007 aktiviran v osemnajstih primerih.

Zaradi volatilnosti finančnega trga v letu 2007 je Eurosistem izvedel tudi dve operaciji v okviručasne avkcije ameriškega sistema centralnih bank v ameriških dolarjih (Term Auction Facility), v obeh primerih pa je nasprotnim strankam Eurosistema zagotovil znesek v višini 10 milijard USD (za podrobnosti glej okvir 9).

## 1.3 INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI

Investicijske dejavnosti ECB so organizirane tako, da pri sprejemanju investicijskih odločitev ni mogoče uporabiti nobenih notranjih informacij o ukrepih denarne politike centralne banke. Sklop pravil in postopkov, ki se imenuje „kitajski zid“, ločuje poslovne enote, ki se ukvarjajo z investicijskimi dejavnostmi, od preostalih poslovnih enot.

### UPRAVLJANJE DEVIZNIH REZERV

Portfelj deviznih rezerv ECB so prvotno sestavljale prenesene devizne rezerve s strani centralnih bank euroobmočja. Sčasoma so na sestavo portfelja začele vplivati spremembe v tržni vrednosti investiranih sredstev ter devizne operacije in operacije z zlatom, ki jih izvaja ECB. Glavni namen deviznih rezerv ECB je zagotoviti, da ima Eurosistem, kadar je potrebno, zadostno količino likvidnih sredstev za svoje devizne operacije, ki vključujejo valute držav zunaj EU. Cilji upravljanja deviznih rezerv ECB so likvidnost, varnost in donos, in sicer v navedenem zaporedju.

Portfelj deviznih rezerv ECB je sestavljen iz ameriških dolarjev, japonskih jenov, zlata in posebnih pravic črpanja. Devizne rezerve v ameriških dolarjih in japonskih jenih aktivno upravljajo ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja kot pooblaščenke ECB. Od januarja 2006 naprej se uporablja „model valutne specializacije“, ki naj bi povečal učinkovitost investicijskih operacij Eurosistema. Po tej shemi se vsaki centralni banki načeloma dodeli delež bodisi v portfelju ameriških dolarjev bodisi v portfelju japonskih jenov, pri čemer dve centralni banki trenutno upravljata dva.<sup>5</sup> Januarja 2007 sta dve centralni banki (Banka Slovenije in Banque centrale du Luxembourg) za upravljanje njunega deleža deviznih rezerv ECB združili svoje operativne dejavnosti. Januarja 2008 sta stopila v veljavo še dva dogovora o tovrstnem operativnem združevanju, ko sta v Eurosistem vstopili centralni banki Central

<sup>5</sup> Za več podrobnosti glej članek z naslovom „Portfolio management at the ECB“, Monthly Bulletin ECB, april 2006.

Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (glej poglavje 3).

V letu 2007 je ECB izvedla prodaje zlata v skupni višini približno 79 ton zlata. Te prodaje so bile popolnoma v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu z dne 27. septembra 2004, katerega podpisnica je tudi ECB. Večina prihodka od prodaje zlata je bila dodana portfelju japonskega jena, v manjšem obsegu pa tudi portfelju ameriškega dolarja.

Vrednost neto deviznih rezerv ECB<sup>6</sup> po tekoćih deviznih tećajih in tržnih cenah se je povećala z 42,3 milijarde EUR ob koncu leta 2006 na 42,8 milijarde EUR ob koncu leta 2007, od tega je bilo 32,1 milijarde EUR v tujih valutah (japonskem jenu in ameriškem dolarju), 10,7 milijarde EUR pa v zlatu in posebnih pravicah Ćrpanja. Po deviznih tećajih, veljavnih ob koncu leta 2007, so sredstva v ameriških dolarjih predstavljala 79,7% deviznih rezerv, sredstva v japonskih jeni pa 20,3%. Najvećja sprememba v letu 2007 je torej nastala v tržni vrednosti zlata in posebnih pravic Ćrpanja, ki se je z 10,3 milijarde EUR v letu 2006 povećala na 10,7 milijarde EUR, predvsem zaradi apreciacije zlata za približno 18%, merjeno v eurih. Tekoća tržna vrednost tujih valut v portfelju je leta 2007 ostala v glavnem nespremenjena, pri Ćemer se je deprecijacija ameriškega dolarja in japonskega jena v razmerju do eura izravnala s pozitivnimi neto donosi (kapitalskimi dobiĳki in prihodki od obresti), ustvarjenimi z upravljanjem portfelja in s prihodki od prodaje zlata ECB.

Leta 2007 se je seznam primernih instrumentov, v katere se lahko vlagajo devizne rezerve ECB, razširil, tako da zdaj vkljućuje tudi obrestne zamenjave. Poleg tega pilotski projekt, ki je bil zasnovan za vzpostavitev programa avtomatiziranega posojanja vrednostnih papirjev za finanĳno premoženje ECB v ameriških dolarjih, dobro napreduje in bo po priĳakovanjih uveden tekom leta 2008.

### UPRAVLJANJE LASTNIH SREDSTEV

Portfelj lastnih sredstev ECB sestavljajo naložbe vplaĳanega kapitala ECB ter zneski, ki jih obĳasno hrani v skladu splošnih rezerv in v re-



zervacijah za tećajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu. Namen tega portfelja je ECB zagotoviti prihodke, s katerimi lahko pokrije svoje stroške poslovanja. Cilj upravljanja tega portfelja je maksimirati priĳakovane donose, in sicer brez izgub ob doloĳeni stopnji zaupanja. Portfelj je investiran v sredstva, izraĳena v eurih.

Vrednost portfelja po tekoćih tržnih cenah je narasla s 7,5 milijarde EUR ob koncu leta 2006 na 9,3 milijarde EUR ob koncu leta 2007. Veĳina povećanja tržne vrednosti je nastala zato, ker so bile v portfelj lastnih sredstev vlozene rezervacije za tećajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu, ki jih je ECB oblikovala leta 2005. K povećanju tržne vrednosti portfelja so pozitivno prispevali tudi donosi naložb.

Tekom leta so bile med investicijske moųnosti za upravljanje portfelja dodane tudi zadolųnice s spremenljivo obrestno mero. Poleg tega je bil dodatno razširjen seznam primernih izdajateljev kritih obveznic in prednostnih nezavarovanih obveznic.

### UPRAVLJANJE TVEGANJ

Finanĳna tveganja, ki jim je ECB izpostavljena pri svojih investicijskih dejavnostih, se skrbno

6 Neto devizne rezerve so izraĳunane kot uradne devizne rezerve, povećane za devizne vloge pri rezidentih in zmanjšane za prihodnje vnaprej doloĳene neto odlive deviznih imetj zaradi repo in terminskih poslov. Podrobne informacije o virih podatkov so na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu>.

spremljajo in merijo, da bi se ohranjala v mejah, ki jih določijo organi odločanja ECB. Za to je bila vzpostavljena podrobna struktura mejnih vrednosti, mejne vrednosti pa se spremljajo na dnevni osnovi. Redno poročanje zagotavlja, da so vse zainteresirane strani ustrezno obveščene o ravni tovrstnih tveganj.

ECB je leta 2007 z izboljšanjem in nadgradnjo informacijskih sistemov še dodatno izboljšala zmožnost upravljanja tveganja. Izboljšave pomenijo, da so zdaj številne naloge spremljanja, merjenja in poročanja v zvezi s tveganjem avtomatizirane v zanesljivi in prožni infrastrukturi. Poleg tega je bil razvit okvir pripisovanja uspešnosti na podlagi modelov, ki omogoča, da je učinkovitost portfelja povezana z izpostavljenostjo posameznim dejavnikom tveganja. In končno, kot priznanje dejstva, da tehnike upravljanja kreditnega tveganja v centralnobančni skupnosti pridobivajo vse večji pomen, je ECB predsedovala posebni projektni skupini Odbora za operacije na trgu, ki je izvedla primerjalno analizo modelov kreditnega tveganja v portfeljih, ki jih uporabljajo centralne banke Eurosistema. Rezultati te analize so bili objavljeni v seriji občasnih zvezkov ECB<sup>7</sup>.

Eden od kazalnikov za spremljanje tržnega tveganja je tvegana vrednost (Value-at-Risk ali VaR), ki za portfelj finančnega premoženja določa izgubo, ki ob koncu določenega obdobja ob dani verjetnosti ne bo presežena. Vrednost tega kazalnika je odvisna od vrste parametrov, ki se uporabijo v izračunu, zlasti od ravni zaupanja, trajanja časovnega obdobja in vzorca, ki se uporabi za ovrednotenje cenovne volatilnosti finančnega sredstva. Izračun tega kazalnika za naložbeni portfelj ECB, v katerem bi kot parametre uporabili 95% raven zaupanja, enoletno obdobje in enoletni vzorec cenovne volatilnosti finančnega sredstva, je na primer pokazal VaR v vrednosti 3.500 milijonov EUR. Če isti kazalec izračunamo s petletnim namesto enoletnim vzorcem, bi dobili VaR v vrednosti 4.800 milijonov EUR. Večino tega tržnega tveganja lahko pripišemo valutnemu tveganju in cenovnemu tveganju pri zlatu. Nizka raven obrestnega tveganja kaže, da je ostalo

modificirano trajanje naložbenega portfelja ECB razmeroma kratko.

<sup>7</sup> Za podrobnosti glej članek „The use of portfolio credit risk models in central banks“, ki ga je pripravila projektna skupina Odbora ESCB za operacije na trgu in je bil julija 2007 objavljen v občasnem zvezku ECB (Occasional Paper No 64).

## 2 PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Eurosistem mora po zakonu podpirati nemoteno delovanje plačilnih sistemov. Pri tem ni pristojen samo za pregled nad delovanjem plačilnih sistemov (glej razdelek 4 v poglavju 4), temveč zagotavlja tudi možnosti za delovanje učinkovitih in zanesljivih klirinških in plačilnih sistemov. Za to je vzpostavil transevropski sistem bruto poravnave v realnem času (TARGET) za plačila velikih vrednosti in nujna plačila v eurih. Namesto tehnično decentraliziranega sistema TARGET se postopoma uvaja sistem TARGET2, ki temelji na enotni tehnični platformi, skupni vsem udeležencem. Prva skupina držav je na sistem TARGET2 migrirala 19. novembra 2007.

Kar zadeva upravljanje finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, omogočata Eurosistem in trg številne kanale, ki omogočajo lažjo čezmejno uporabo zavarovanja. Poleg tega Eurosistem skupaj z udeleženci na trgu opredeljuje uporabniške zahteve za zagotavljanje storitev poravnave poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju prek enotne platforme s harmoniziranimi postopki (TARGET2-Securities). S tako pobudo naj bi zagotovili, da med izvajanjem poravnave v domačem in čezmejnem plačilnem prometu v euroobmočju ni razlik.

### 2.1 SISTEM TARGET

Sistem TARGET ima pomembno vlogo pri izvajanju enotne denarne politike in delovanju eurskega denarnega trga. TARGET zaradi zagotavljanja storitev poravnave v realnem času v centralnobančnem denarju in širokega tržnega pokritja pritegne tudi vrsto drugih plačil. TARGET je na razpolago za vsa nakazila v eurih med sodelujočimi bankami, in sicer brez zgornje ali spodnje omejitve vrednosti. Takšna nakazila se lahko izpeljejo med bankami v eni državi članici (promet znotraj države članice) in med bankami v različnih državah članicah (promet med državami članicami).

Leta 2007 je TARGET deloval nemoteno, trend poravnave vse večjega števila plačil v eurih pa se je nadaljeval. To je v skladu s ciljem politike Eurosistema, ki spodbuja poravnave v central-

nobančnem denarju kot edinstvenem načinu varnega plačevanja. Leta 2007 je bilo 89% celotne vrednosti plačil v sistemih plačil velikih vrednosti v eurih opravljenih prek sistema TARGET. Prav tako je 19. novembra 2007 brez kakršnih koli zapletov začel delovati sistem TARGET2 (glej razdelek 2.2 v tem poglavju).

Sistem TARGET za izvajanje plačil v svojem imenu ali v imenu svojih strank uporablja okrog 9300 bank, vključno s podružnicami in hčerinskimi podjetji. Skupaj je mogoče prek sistema TARGET z uporabo bančne identifikacijske kode nasloviti približno 52.000 institucij, zlasti podružnic udeležencev.

### OPERACIJE SISTEMA TARGET

Leta 2007 se je dnevno povprečje plačil, obdelanih prek sistema TARGET, povečalo za 12,3% po obsegu in za 15,6% po vrednosti. V tabeli 12

Tabela 12 Plačilni promet v sistemu TARGET<sup>1</sup>

Obseg (število transakcij)	2006	2007	Sprememba (%)
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	83.179.996	93.375.701	
Dnevno povprečje	326.196	366.179	12,3
<b>Znotraj držav članic<sup>2)</sup></b>			
Skupaj	64.162.211	72.574.446	
Dnevno povprečje	251.617	284.606	13,1
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	19.017.785	20.801.255	
Dnevno povprečje	74.580	81.574	9,4
<b>Vrednost (milijarde EUR)</b>			
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	533.541	616.731	
Dnevno povprečje	2.092	2.419	15,6
<b>Znotraj držav članic<sup>2)</sup></b>			
Skupaj	348.764	395.412	
Dnevno povprečje	1.368	1.551	13,4
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	184.777	221.319	
Dnevno povprečje	725	868	19,7

Vir: ECB.

1) V letih 2006 in 2007 je bilo obakrat 255 obratovalnih dni.

2) Vključuje promet oddaljenih udeležencev.



je pregled plačilnega prometa v sistemu TARGET v letu 2007 v primerjavi s prometom v prejšnjem letu. Leta 2007 je skupna razpoložljivost sistema TARGET, tj. odstotek časa, v katerem so udeleženci lahko brez incidentov uporabljali TARGET v njegovem obratovalnem času, dosegla 99,90%, pri čemer je bilo 97,9% plačil znotraj države članice obdelanih v petih minutah.

#### **UKREPI V IZREDNIH RAZMERAH V ZVEZI S SISTEMSKO POMEMBNIH PLAČILI V SISTEMU TARGET**

Zaradi osrednje vloge sistema TARGET na trgu in njegove široke pokritosti trga je ustrezna zaščita proti številnim nevarnostim bistvenega pomena za zanesljivo in nemoteno delovanje sistema. Ključnega pomena je, da se sistemsko pomembna plačila – tj. plačila, ki bi lahko ob nepravočasni obdelavi povzročila sistemsko tveganje, zlasti poravnalne transakcije iz sistema CLS (mednarodni poravnavni sistem za poravnavo valutnih poslov) in sistema EURO1 (glej razdelek 4.1 v poglavju 4), ter pozivi h kritju za centralne nasprotne stranke – izvedejo brez zamud, tudi v izrednih okoliščinah. Eurosistem je uvedel ukrepe v izrednih razmerah, ki naj zagotovijo urejeno izvedbo takih plačil tudi ob okvari sistema TARGET. Leta 2007 so centralne banke (pogosto skupaj s poslovnimi bankami) izvedle več dodatnih preizkusov, ki so potrdili učinkovitost ukrepov v izrednih razmerah in dobro pripravljenost Eurosistema, da zagotavlja nemoteno delovanje plačilnih sistemov in finančnih trgov tudi v kriznih situacijah.

#### **POVEZAVA S SISTEMOM TARGET ZA NCB DRŽAV ČLANIC, KI SO VSTOPILE V EU LETA 2004 IN 2007**

Oktobra 2002 je Svet ECB odločil, da se bodo nacionalne centralne banke novih držav članic po širitvi EU lahko povezale s trenutnim sistemom TARGET, vendar pa tega niso dolžne storiti. Centralni banki Narodowy Bank Polski in Eesti Pank sta leta 2005 oziroma 2006 svoj sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ) povezali s sistemom TARGET prek sistema BPRČ Banca d'Italia. V zvezi z vstopom Slovenije v euroobmočje januarja 2007 se je Banka Slovenije odločila, da zaradi učinkovitosti ne bo razvila lastnega sistema BPRČ, temveč bo za povezavo s sistemom TARGET upo-

rabljala sistem BPRČ Deutsche Bundesbank. Ko je novembra 2007 začel delovati sistem TARGET2, so Ciper, Latvija, Litva in Malta začeli izvajati operacije na njegovi enotni skupni platformi (ESP).

#### **ODNOSI Z UPORABNIKI SISTEMA TARGET IN UPRAVLJAVCI SISTEMOV BPRČ DRUGIH VALUTNIH OBMOČIJ**

ESCB vzdržuje tesne stike z uporabniki sistema TARGET, da bi zagotovil primerno upoštevanje njihovih potreb in pridobil ustrezen odziv. Tako kot v preteklih letih so tudi leta 2007 potekali redni sestanki nacionalnih centralnih bank, povezanih v TARGET, in nacionalnih skupin uporabnikov sistema TARGET. Poleg tega so bili organizirani skupni sestanki delovne skupine ESCB za sistem TARGET2 in delovne skupine evropskega bančnega sektorja za sistem TARGET, na katerih so razpravljali o operativnih vprašanjih sistema TARGET ter o uvajanju sistema TARGET2 in migraciji nanj. Z nekaterimi strateškimi vprašanji se je ukvarjala kontaktna skupina za strategijo plačil v eurih (*Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS*), ki je sestavljena iz predstavnikov višjega vodstva poslovnih in centralnih bank. Eurosistem je leta 2007 kot upravljavec največjega sistema BPRČ na svetu po vrednosti obdelanih transakcij vzdrževal neposredne stike z upravljavci BPRČ drugih ključnih valutnih območij. Zaradi vse večje medsebojne povezanosti, na primer zaradi operacij v sistemu CLS, je nastala potreba po skupni obravnavi operativnih vprašanj.

#### **2.2 TARGET2**

Sistem TARGET2 je začel delovati 19. novembra 2007, ko je prva skupina držav (Nemčija, Ciper, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Avstrija in Slovenija) svoje operacije prenesla na enotno skupno platformo. Druga skupina držav (Belgija, Irska, Španija, Francija, Nizozemska, Portugalska in Finska) je migracijo na TARGET2 izvedla 18. februarja 2008, medtem ko bo tretja in zadnja skupina (ki jo sestavljajo Danska, Estonija, Grčija, Italija, Poljska in ECB) to storila 19. maja 2008.

Začetek delovanja sistema TARGET2 je bil zelo uspešen. Enotna skupna platforma (ki jo v imenu Eurosistema upravljajo Banque de France, Banca d'Italia in Deutsche Bundesbank) je dosegla zelo visoko raven zmogljivosti. Tehnična komunikacija s preostalimi komponentami sistema TARGET je prav tako delovala nemoteno. S prvo skupino držav je na sistem TARGET2 migriralo približno 50% celotnega prometa v sistemu TARGET po obsegu in 30% po vrednosti. Ko je migracijo izvedla še druga skupina držav, je ta odstotek pri obeh vidikih – obsegu in vrednosti – dosegel približno 80%. Z uvedbo sistema TARGET2 je zdaj mogoče obdelati medbančne direktne obremenitve in kreditna plačila. Poleg tega TARGET2 omogoča, da lahko podsistemi poravnajo neposredno na enotni skupni platformi. Vsakemu udeležencu je načelno omogočeno, da svojo denarno poravnavo izvede s katerim koli podsistemom prek enega samega centralnobančnega računa v sistemu TARGET2.

Zaradi predvidenega začetka delovanja sistema TARGET2 so med letom 2007 potekala prizadevanja za dokončanje operativnega in pravnega okvira. Tako so bile skupaj s prihodnjimi uporabniki sistema temeljito pripravljene in izvedene dejavnosti v zvezi s testiranjem in migracijo. Med februarjem in aprilom 2007 je potekalo testiranje skladnosti enotne skupne platforme sistema TARGET2 s sistemskimi specifikacijami, ki jih je določil Eurosistem v sodelovanju z uporabniki (splošne funkcionalne specifikacije (GFS) in podrobne uporabniške funkcionalne specifikacije (UDFS)). Testiranje, pri katerem so sodelovali uporabniki sistema TARGET2, se je začelo 2. maja 2007, kot je bilo načrtovano, rezultati pa so bili predstavljeni prek rednih poročil o stanju. Testiranje je ponudilo tudi priložnost za oceno načrtovanja migracijskih vikendov. Popolna „vaja“ za prvi migracijski vikend je tako ob sodelovanju vseh nacionalnih centralnih bank potekala 29. in 30. septembra 2007. Eurosistem je po uspešnem zaključku svojih testiranj v sporočilu za javnost 9. novembra 2007 potrdil, da so nacionalne bančne skupnosti prve migracijske skupine pripravljene na migracijo in da bo novi sistem začel delovati v živo 19. novembra 2007, kot je bilo načrtovano.

Svet ECB je 22. junija 2007 objavil četrto poročilo o napredku sistema TARGET2, s katerim je udeležence na trgu obvestil o odločitvah Eurosistema glede odprtih vprašanj o oblikovanju cen in odobritvi smernice o sistemu TARGET2 ter prilagodil nekatere prejšnje odločitve. Poročilo je vsebovalo tudi končno različico splošne funkcionalne specifikacije (GFS) ter informacije o pravnih zadevah, zadnjih spremembah predvidene funkcionalnosti enotne skupne platforme in dejavnostih v zvezi s testiranjem in migracijo.

Poleg tega je Svet ECB 29. oktobra 2007 objavil peto poročilo o napredku sistema TARGET2, s katerim je udeležence na trgu seznanil z najnovejšimi informacijami o odločitvah Eurosistema glede preostalih operativnih vprašanj. Poročilo je vsebovalo tudi informativni vodnik za uporabnike sistema TARGET2 („*Information guide for TARGET2 users*“) in informativni vodnik o oblikovanju cen storitev sistema TARGET2 („*User information guide to the TARGET2 pricing*“).

Informativni vodnik za uporabnike sistema TARGET2 ponuja bankam in podsistemom, ki uporabljajo TARGET2, standarden sklop informacij ter jim tako omogoča boljše razumevanje celotnega delovanja sistema TARGET2 in njegovo čim učinkovitejšo uporabo. Vodnik daje odgovore na najpogosteje zastavljena vprašanja v zvezi s sistemom TARGET2 in si zlasti prizadeva uporabnikom zagotoviti jasno razumevanje značilnosti, ki so skupne za vse države, in značilnosti, ki so specifične za posamezno državo. Poleg tega vsebuje tudi informacije o operativnih postopkih v običajnih in še posebno v izrednih okoliščinah.

Informativni vodnik o oblikovanju cen storitev sistema TARGET2 ponuja uporabnikom sistema TARGET2 podroben pregled modela oblikovanja cen storitev sistema (temeljne storitve, storitve združevanja likvidnosti in storitve podsistemov) ter podrobnosti o načelih zaračunavanja različnih vrst transakcij in subjektih, ki se jim izstavi račun.

Poleg navedenih poročil o napredku in tesnega sodelovanja z uporabniki pri testiranju in migra-

ciji so uporabniki redne informacije o napredku dobivali na spletnih straneh ECB in nacionalnih centralnih bank, namenjenih sistemu TARGET2, in sicer v zvezi z naslednjim:

- v letu 2007 je bil izdelan in redno dopolnjevan načrt za projekt TARGET2, namenjen uporabnikom, ki se je uporabljal kot orodje za lažje notranje načrtovanje, ki ga izvajajo uporabniki, in uskladitve z načrtovanjem, ki ga izvaja Eurosistem;
- tekom leta 2007 so se na nacionalni ravni izvajale redne delavnice z uporabniki. Poleg tega je na evropski ravni 14. junija 2007 v ECB potekal informativni sestanek o sistemu TARGET2 za uporabnike;
- Svet ECB je 26. aprila 2007 sprejel smernico ECB o transevropskem sistemu bruto poravnave v realnem času (TARGET2), ki je bila 11. junija 2007 objavljena v vseh uradnih jezikih EU. Naslovljena je na nacionalne centralne banke držav članic, ki so sprejele euro („NCB Eurosistema”), na podlagi ločenega sporazuma pa se uporablja tudi za nacionalne centralne banke držav članic zunaj euroobmočja, ki so priključene ali se bodo priključile k sistemu TARGET2 („priključene NCB”). Priloga II k Smernici vsebuje usklajene pogoje za udeležbo v sistemu TARGET2, ki jih morajo v svoji dokumentaciji o sistemu TARGET2 upoštevati vse sodelujoče in priključene nacionalne centralne banke. Smernica je bila 8. septembra 2007 objavljena v Uradnem listu Evropske unije in je v vseh uradnih jezikih EU dostopna tudi na spletni strani ECB;
- nacionalni migracijski profili in profili podsistemov so se med letom redno posodabljali. Ti profili za vsako centralno banko kažejo, katere module enotne skupne platforme bo uporabljala in kako bo potekala poravnava podsistemov po migraciji na TARGET2;
- končna različica priložnika za informacijski in kontrolni modul enotne skupne platforme je bila objavljena 2. novembra 2007,

9. oktobra 2007 pa so bile objavljene končne različice dokumenta s podrobnimi uporabniškimi funkcionalnimi specifikacijami (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*) (1., 2. in 4. knjiga o sporočilih XML in pripadajočih datotekah s shemami XML).

### 2.3 TARGET2-SECURITIES

Cilj pobude TARGET2-Securities (T2S) je omogočiti usklajeno in učinkovito poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v eurih v centralnobančnem denarju, in sicer tako, da so poravnave vrednostnih papirjev in denarne poravnave v eurih izvedene na enotni platformi. Sistem T2S bo zagotovil, da med izvajanjem domačih in čezmejnih poravnav v euroobmočju v sodelujočih centralnih depotnih družbah ne bo razlik. Zato bo deloval kot katalizator pri integraciji in harmonizaciji evropskih finančnih storitev po opravljenem trgovanju. T2S bo prav tako spodbujal konkurenco z zagotavljanjem enakopravnega, cenejšega in usklajenega dostopa do poravnalnih storitev na evropskem finančnem trgu.

Svet ECB je 8. marca 2007 podal pozitivno oceno o izvedljivosti sistema T2S<sup>8</sup> in se odločil za začetek izvajanja naslednje faze projekta, v kateri bodo določene uporabniške zahteve za T2S in ki bo potekala popolnoma pregledno ter v sodelovanju z udeleženci na trgu, zlasti s centralnimi depotnimi družbami in njihovimi uporabniki. Svet ECB je 26. aprila 2007 začel prvo javno razpravo o splošnih načelih T2S in izhodiščnih predlogih, ki opredeljujejo naravo in obseg sistema T2S, ter odobril vzpostavitev okvira za organizacijo in upravljanje priprave uporabniških zahtev v zvezi s T2S. Svetovalna skupina, ki je pooblašena za dokončanje uporabniških zahtev, je delo razdelila med šest različnih tehničnih skupin, osredotočenih na posebna tehnična področja poravnave. Svetovalna skupina in tehnične skupine so pripravljalo delo začele na začetku leta 2007 in skupno opravile sedem „mini posve-

<sup>8</sup> Študija izvedljivosti, ki je zajemala operativne, tehnične, pravne in ekonomske vidike projekta, je bila objavljena na spletnem mestu ECB.

tovanj”, na katerih so pridobivale povratne informacije od nacionalnih skupin uporabnikov in evropskih združenj ter tako črpale iz bogastva znanja in izkušenj v različnih tržnih segmentih. Ugotovitve in poročila o napredku so bili posredovani udeležencem na trgu na treh informativnih sestankih, ki so potekali junija, avgusta in novembra 2007. Vsi dokumenti v zvezi s projektom T2S, vključno z mini posvetovanji, glasili, poročili o napredku, dnevnimi redi in povzetki sestankov, so dostopni na spletnem mestu ECB. Struktura upravljanja projekta T2S v tej fazi skupno vključuje več kot 188 oseb iz 77 organizacij<sup>9</sup>, s čimer je zagotovljeno, da so obravnavane in po potrebi vključene vse uporabniške zahteve in funkcionalnosti, ki jih zahtevajo udeleženci na trgu. Svetovalna skupina, ki je odgovorna neposredno Svetu ECB, je prvi osnutek uporabniških zahtev za T2S dokončala decembra 2007.

Svet ECB je 8. marca 2007 prav tako sklenil, da bo T2S v popolni lasti Eurosistema, ki ga bo razvijal in upravljal na platformi sistema TARGET2, da bi tako kar najbolj izkoristili sinergije med sistemi. Kreditne institucije bodo lahko vse vrednostne papirje in centralnobančni denar združile na eni sami platformi, namesto da vrednostne papirje in centralnobančni denar razporejajo na več neodvisnih nacionalnih platformah, s čimer bodo izkoristile sinergije med sistemoma TARGET2 in T2S. To naj bi povečalo učinkovitost upravljanja finančnega premoženja za zavarovanje terjatev. T2S bo prav tako omogočal hitrejšo ponovno uporabo vrednostnih papirjev in centralnobančnega denarja, kar bo prineslo prednosti udeležencem na trgu. T2S so pripravljene razviti in upravljati štiri nacionalne centralne banke euroobmočja (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France in Banca d'Italia).

Javni organi, kot so Evropski parlament, Ekonomsko-finančni svet in Evropska komisija, so bili med letom 2007 redno obveščani o najnovejšem dogajanju v zvezi s predlaganim projektom T2S in so izrazili podporo projektu.

V zvezi s pravnimi vprašanji je bila v letu 2007 opravljena obsežna ocena stanja, ki je zajemala

zakonodajo EU in nacionalne zakonodaje ter druge nacionalne ureditve in prakse, ki bi lahko vplivale na pravno izvedljivost projekta T2S. Ocena stanja je vključevala postopke poravnave, zahteve glede shranjevanja podatkov ter zahteve glede poročanja in revidiranja. Ugotovljenih ni bilo nobenih večjih pravnih ovir za pobudo T2S.

Nadaljnja javna razprava o popolnoma izoblikovanih uporabniških zahtevah in metodologiji za analizo ekonomskih učinkov projekta T2S se je začela ob koncu leta 2007, udeleženci na trgu pa naj bi do 2. aprila 2008 podali pripombe in predloge. Po tem javnem posvetovanju bodo uporabniške zahteve dokončno izoblikovane skupaj z oceno ekonomske, pravne in upravljavske strukture T2S. Svet ECB se bo nato odločil, ali se bo začela izvajati naslednja faza projekta ali ne.

Z uvedbo mehanizma T2S bo euroobmočje pridobilo varno, učinkovito in čezmejno infrastrukturo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v eurih v centralnobančnem denarju. Storitve, ki jih bo zagotavljala ta infrastruktura, bodo na zahtevo na razpolago tudi centralnim depotnim družbam, centralnim bankam in bankam v drugih državah EU in EGP. Udeleženci na finančnem trgu bodo imeli na razpolago skupen nabor harmoniziranih postopkov in procesov poravnave ne glede na to, kje se nahajajo in kje opravijo trgovanje.

#### **2.4 POSTOPKI PORAVNAVE V ZVEZI S FINANČNIM PREMOŽENJEM ZA ZAVAROVANJE TERJATEV**

Primerno finančno premoženje je mogoče uporabiti za zavarovanje vseh vrst kreditnih operacij Eurosistema ne samo na nacionalni ravni, temveč tudi prek nacionalnih meja, pri slednjem le s korespondenčnim centralnobančnim modelom (CCBM) ali prek primernih povezav med sistemi poravnave poslov z vrednostnimi papirji euroobmočja. CCBM zagotavlja Eurosistem, medtem ko so primerne povezave tržno utemeljene rešitve.

<sup>9</sup> Vključujejo vse centralne depotne družbe, ki poravnava v eurih, in 33 skrbniških bank.

Vrednost čezmejnega zavarovanja v lasti Euro-sistema se je decembra 2007 v primerjavi z enakim mesecem prejšnjega leta povečala s 514 milijard EUR na 683 milijard EUR. Skupaj je ob koncu leta 2007 čezmejno zavarovanje predstavljalo 48,5% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu.

#### **KORESPONDENČNI CENTRALNOBANČNI MODEL**

Korespondenčni centralnobančni model (CCBM) ostaja glavni kanal za čezmejni prenos zavarovanja v operacijah denarne politike Eurosistema in operacijah posojila čez dan. Prek njega je bilo prenesenega 39,6% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu v letu 2007. Finančno premoženje, hranjeno prek CCBM, se je ob koncu leta 2007 v primerjavi s koncem leta 2006 povečalo s 414 milijard EUR na 558 milijard EUR.

Okvir CCBM je bil revidiran, da bi upoštevali vključitev novih držav euroobmočja. V zvezi s tem je bil 22. novembra 2007 s centralnima bankama Bank Āentrali ta Malta/Central Bank of Malta in Central Bank of Cyprus podpisan sporazum o CCBM.

Model CCBM ima kljub svoji uspešnosti in precejšnjemu prispevku k procesu finančne integracije vrsto pomanjkljivosti, povezanih predvsem z dejstvom, da je bil zasnovan kot začasna rešitev in da temelji na načelu minimalne harmonizacije. Zaradi navedenih pomanjkljivosti in vse večjega pomena čezmejnega zavarovanja se je Svet ECB 8. marca 2007<sup>10</sup> odločil revidirati trenutne postopke Eurosistema za upravljanje zavarovanja in razviti nov sistem (na temelju obstoječih sistemov, kot jih imajo na primer Nationale Bank van BelgiĀ/Banque Nationale de Belgique in De Nederlandsche Bank), ki se imenuje sistem upravljanja z zavarovanjem terjatev centralnih bank (*Collateral Central Bank Management*) ali CCBM2. Udeležba nacionalnih centralnih bank euroobmočja v CCBM2 je prostovoljna.

Āeprav je CCBM2 predvsem namenjen poveĀanju učinkovitosti upravljanja zavarovanja centralnih bank Eurosistema pri čezmejnih in domaĀih transakcijah, bo poleg tega naspro-

tnim strankam Eurosistema, zlasti bankam, ki delujejo v veĀ drŀavah, ponudil nove priloŀnosti, da optimizirajo uporabo finanĀnega premoŀenja za zavarovanje in izboljŀsajo upravljanje likvidnosti. CCBM2 po obsegu uporabe presega obstojeĀi model CCBM in bo vzpostavil učinkovite metode za dostavo in sprejemanje vrednostnih papirjev in banĀnih posojil na domaĀi in čezmejni ravni s harmonizirano ravnijo storitev na podlagi komunikacijskih protokolov sistema SWIFT. CCBM2 se bo izvajal v skladu z naĀelom decentraliziranega dostopa do posojila in bo popolnoma zdruŀljiv s sistemoma TARGET2 in T2S. CCBM2 bo navodila obdelal v realnem Āasu na podlagi avtomatizirane obdelave (STP) in tako omogoĀil dostavo zavarovanja za sprostitev posojila v sistemu TARGET2 v realnem Āasu. FinanĀno premoŀenje za zavarovanje bo lahko prenaŀal prek vseh primer-nih sistemov poravnave vrednostnih papirjev in primernih povezav med njimi. Da bi lahko Eurosistem vkljuĀil potrebe nasprotnih strank, razvija CCBM2 v tesnem sodelovanju z udeleŀenci na trgu. Prva javna razprava o naĀelih za razvoj modela se je zaĀela 26. aprila 2007. Prejete pripombe so bile uporabljene kot izhodiŀĀe za doloĀitev uporabniŀskih zahtev za novo platformo. Nadaljnja javna razprava o uporabniŀskih zahtevah bo potekala v prvi polovici leta 2008, po tem pa bodo uporabniŀske zahteve za CCBM2 dokonĀno izoblikovane.

#### **PRIMERNE POVEZAVE MED SISTEMI PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

Nacionalni sistemi poravnave vrednostnih papirjev so lahko med seboj povezani pogodbeno ali operativno, kar omogoĀa čezmejni prenos primernih vrednostnih papirjev med sistemi. Potem ko so bili primerni vrednostni papirji prek takih povezav preneseni v drug sistem poravnave vrednostnih papirjev, se lahko prek lokalnih postopkov uporabljajo enako kot katero koli domaĀe zavarovanje. Trenutno je nasprotnim strankam na razpolago 59 neposrednih in 5 izmenjalnih povezav, od katerih pa se

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

aktivno uporablja samo omejeno število. Poleg tega te povezave pokrivajo samo del euroobmočja. Povezave postanejo primerne za kreditne operacije Eurosistema, če izpolnjujejo uporabniške standarde Eurosistema (glej razdelek 4 v poglavju 4).

Vrednost zavarovanja, hranjenega prek povezav, se je decembra 2007 v primerjavi z decembrom 2006 povečala z 99 milijard EUR na 125 milijard EUR, kar pa je predstavljalo le 8,9% skupnega (čezmejnega in domačega) zavarovanja v hrambi Eurosistema v letu 2007.

## 3 BANKOVCI IN KOVANCI

### 3.1 OBTOK BANKOVCEV IN KOVANECV TER RAVNANJE Z GOTOVINO

#### POVPRAŠEVANJE PO EUROBANKOVCIH IN EUROKOVANCIH

Ob koncu leta 2007 je bilo v obtoku 12,1 milijarde eurobankovcev z vrednostjo 676,6 milijarde EUR, kar pomeni 6,7% povečanje obsega in 7,7% povečanje vrednosti glede na konec leta 2006 (11,3 milijarde bankovcev z vrednostjo 628,2 milijarde EUR).

Naraščanje števila bankovcev v obtoku se po zamenjavi gotovine leta 2002 nadaljuje, čeprav z manjšo letno stopnjo rasti (glej grafa 45 in 46).

Ob koncu leta 2007 je bila povprečna vrednost bankovca v obtoku 55,85 EUR (v primerjavi s 55,36 EUR leto prej).

Po ocenah med 10% in 20% eurobankovcev v obtoku hranijo rezidenti zunaj euroobmočja, ki še naprej ustvarjajo povpraševanje po eurobankovcih predvsem zaradi njihove funkcije hranilca vrednosti ali vzporedne valute, ta številka pa je verjetno bliže zgornjemu koncu razpona.

Če pogledamo razčlenitev po apoenih, se je najbolj povečalo število bankovcev v obtoku za 50 EUR in 100 EUR, in sicer za 8,9% oziroma 8,3%, ter bankovcev za 500 EUR, ki je naraslo za 7,9%.

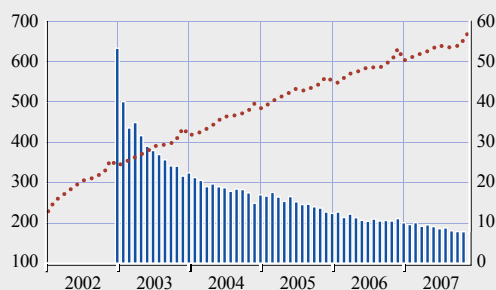
**Graf 45** Skupno število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007

(v milijardah)



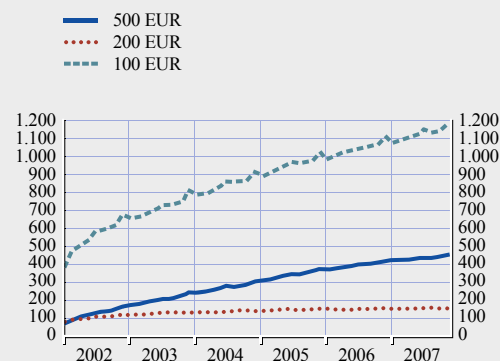
**Graf 46** Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007

— letna stopnja rasti (odstotki; lestvica na desni strani)  
..... skupna vrednost (milijarde EUR; lestvica na levi strani)

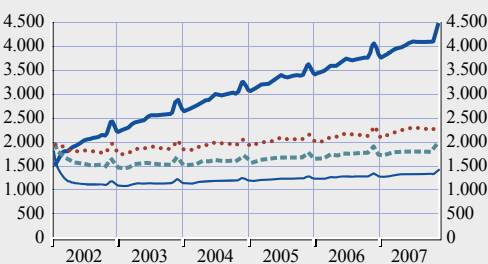


**Graf 47** Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2007

(v milijonih)



— 50 EUR  
..... 20 EUR  
- - - 10 EUR  
— 5 EUR



Število bankovcev drugih apoenov v obtoku je naraščalo po stopnji med 2% in 6%.

Leta 2007 se je skupno število eurokovanec v obtoku (tj. neto obtok brez zalog, ki jih imajo nacionalne centralne banke) povečalo za 9,1% na 75,8 milijarde, medtem ko je vrednost kovanec v obtoku narasla za 7,6% na 19,2 milijarde EUR. Delež kovanec nizkih vrednosti (za 1, 2 in 5 centov) v skupnem številu kovanec v obtoku je znašal 58,0% (v primerjavi s 57,3% v prejšnjem letu). Nепreverjeni podatki kažejo, da relativno visoke stopnje izgube in kopičenje zalog prispevajo k vztrajno močnemu povpraševanju po kovancih nizkih vrednosti.

### RAVNANJE EUROSISTEMA Z BANKOVCI

Leta 2007 se je nadaljeval trend rahlega naraščanja izdajanja eurobankovcev in njihovega umikanja iz obtoka, ki ga je bilo mogoče opaziti v prejšnjih letih. V navedenem letu so nacionalne centralne banke euroobmočja izdale 33,4 milijarde bankovcev, 32,7 milijarde bankovcev pa je bilo vrnjenih v centralne banke. Pogostost vračanja<sup>11</sup> bankovcev v obtoku se je leta 2007 nekoliko zmanjšala, in sicer na 2,93 v primerjavi s 3,03 leta 2006.

Nacionalne centralne banke euroobmočja s povsem avtomatiziranimi napravami za obdelavo bankovcev preverijo pristnost vsakega vrnjenega eurobankovca in njegovo primernost za uporabo v obtoku, s čimer vzdržujejo kakovost in neokrnjenost bankovcev v obtoku. Leta 2007 so nacionalne centralne banke kot neprimerne za uporabo v obtoku odkrile približno 5,5 milijarde bankovcev in jih ustrezno nadomestile. To pomeni 5,1% povečanje glede na prejšnje leto in 17,0% stopnjo neprimernosti za uporabo v obtoku<sup>12</sup> (leta 2006 je bila 16,9%).

## 3.2 PONAREJANJE BANKOVCEV IN PREPREČEVANJE PONAREJANJA

### PONAREJENI EUROBANKOVCI

Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka, se v zadnjih štirih letih ni bistveno spreminjalo, čeprav se je v istem obdobju število pristnih bankovcev v obtoku povečalo. Graf 48

**Graf 48 Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2007**



prikazuje gibanje števila ponaredkov, ki so bili umaknjeni iz obtoka od uvedbe eurobankovcev, v polletnih intervalih. Skupno število ponaredkov, ki so jih leta 2007 prejeli nacionalni analitski centri<sup>13</sup>, je bilo okrog 566.000<sup>14</sup>. V primerjavi s številom pristnih eurobankovcev v obtoku, ki je leta 2007 v povprečju znašalo več kot 11 milijard, je bila količina ponaredkov dejansko zelo majhna. Glavna tarča ponarejevalcev so bili bankovci za 50 EUR, ki so predstavljali skoraj polovico vseh ponaredkov. Graf 49 prikazuje podrobno porazdelitev količine ponaredkov po apoenih.

Javnost lahko še naprej zaupa varnosti eura: zaradi zahtevnih zaščitnih elementov in učinkovitosti evropskih in nacionalnih organov pregona se je namreč izkazal za dobro zaščiteno valuto. Kljub temu to zaupanje ne bi smelo nikoli privedi do pretiranega samozadovoljstva, zato ECB svetuje prebivalstvu, naj bo pozorno na možnost goljufij in za preverjanje bankovcev vedno uporabi test „otip-pogled-nagib“.<sup>15</sup>

11 Skupno število bankovcev, vrnjenih nacionalnim centralnim bankam v danem obdobju, deljeno s povprečnim številom bankovcev v obtoku v tem obdobju.

12 Število bankovcev, pri katerih je bilo v danem obdobju ugotovljeno, da so neprimerni za uporabo v obtoku, deljeno s skupnim številom bankovcev, sortiranih v tem obdobju.

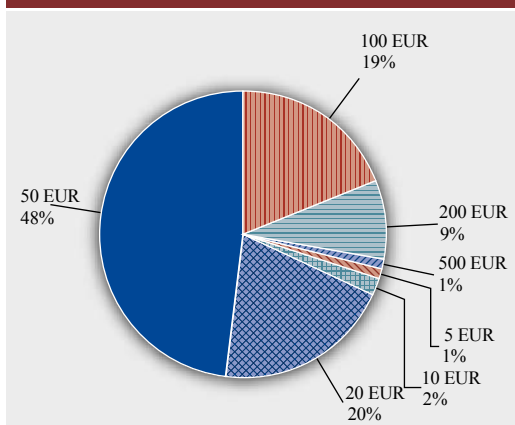
13 Centri, ustanovljeni v vsaki državi članici EU za prvo analizo ponarejenih eurobankovcev na nacionalni ravni.

14 To število bo treba verjetno nekoliko popraviti na podlagi poznejših poročil, zlasti iz držav zunaj EU.

15 Podrobnosti so na voljo na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.



Graf 49 Porazdelitev ponaredkov po apoenih



Vir: ECB.

### PREPREČEVANJE PONAREJANJA

Leta 2007 je Eurosistem v boju proti ponarejanju eura naprej tesno sodeloval z Europolom in Evropsko komisijo (zlasti z Evropskim uradom za boj proti goljufigjam OLAF). V zvezi s tem Eurosistem aktivno sodeluje pri usposabljanju profesionalnih uporabnikov gotovine za prepoznavanje in obdelavo ponarejenih bankovcev, in sicer v EU in zunaj nje.

Eurosistem dejavno sodeluje pri delu centralnobančne skupine za preprečevanje ponarejanja (Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDG), tj. delovne skupine 30 centralnih bank in ustanov za tiskanje bankovcev, ki sodelujejo pod pokroviteljstvom skupine G10. ECB gosti Mednarodni center za preprečevanje ponarejanja (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC), ki deluje kot tehnični center za vse člane skupine CBCDG. Njegova glavna naloga je zagotavljati tehnično podporo in upravljati centraliziran komunikacijski sistem za vse strani, ki sodelujejo pri sistemih za preprečevanje ponarejanja. ICDC vzdržuje tudi javno spletno mesto, ki vsebuje informacije in smernice v zvezi z reproduciranjem slik bankovcev ter povezave do strani posameznih držav.

### 3.3 IZDAJANJE IN PROIZVODNJA BANKOVCEV

#### OKVIR DELOVANJA ZA RECIKLIRANJE BANKOVCEV

Potem ko so vse nacionalne centralne banke euroobmočja (razen ene, za katero postopek še traja) v nacionalno ureditev prenesle okvir delovanja ECB za odkrivanje ponaredkov in razvrščanje eurobankovcev v kreditnih institucijah in pri drugih profesionalnih uporabnikih gotovine glede na primernost bankovcev za uporabo v obtoku („Okvir delovanja za recikliranje bankovcev“), je bilo kreditnim institucijam in drugim profesionalnim uporabnikom gotovine dano na voljo prehodno obdobje za prilagoditev njihovih postopkov ravnanja z gotovino.

Nacionalne centralne banke so pri izvajanju okvira uporabile različne pristope, ki upoštevajo različne nacionalne razmere (npr. v zvezi z gospodarskim in pravnim okoljem, strukturo bančništva in vlogo nacionalnih centralnih bank v kroženju gotovine). Medtem ko se v nekaterih državah okvir za recikliranje bankovcev izvaja na podlagi pravnega akta (ki ga dopolnjujejo obvezne pogodbe, sklenjene z zadevno nacionalno centralno banko), so v drugih državah centralne banke izdale obvezna navodila (ki v nekaterih primerih zavezujejo samo kreditne institucije) ali sklenile dvostranski pogodbeni dogovor (kjer kreditne institucije soglašajo, da bodo upoštevale pravila okvira in jih vključile v pogodbe s svojimi izvajalci storitev). Svet ECB je decembra 2007 v svojem mnenju pozdravil predlog Evropske komisije za spremembo Uredbe Sveta (ES) št. 1338/2001 o zaščiti eura pred ponarejanjem. V skladu z navedenim predlogom bi člen 6 uredbe vključeval izrecno obveznost za kreditne institucije in druge profesionalne uporabnike gotovine, da preverijo pristnost eurobankovcev in eurokovancev, ki so jih prejeli in jih nameravajo dati ponovno v obtok, ter omenil tudi postopke, ki jih določijo ECB v zvezi z načinom preverjanja recikliranih bankovcev.

ECB si je v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja še naprej prizadevala zagotoviti enotno razlago določb okvira za recikliranje bankovcev v celotnem euroobmočju, zlasti v zvezi z enotnim testnim postopkom Eurosistema za naprave za obdelavo bankovcev.

Kreditne institucije in drugi profesionalni uporabniki gotovine bodo s prilagoditvijo svojih operacij v skladu z okvirom recikliranja bankovcev okrepili svojo sposobnost odkrivanja potencialnih ponarejenih eurobankovcev. To bo učinkovito prispevalo k njihovem izpolnjevanju zakonske obveznosti, po kateri je treba potencialne ponaredke takoj umakniti iz obtoka in jih posredovati organom kazenskega pregona v nadaljnjo preiskavo. Poleg tega bo to zagotavljalo, da bodo kreditne institucije stranke oskrbovale z bankovci, ki so v dobrem fizičnem stanju, ter jim tako pomagale razlikovati med pristnimi in ponarejenimi bankovci.

#### **RAZŠIRJENI TESTNI PROGRAM HRAMBE GOTOVINE**

Svet ECB je leta 2006 sprejel sklep o izvajanju razširjenega testnega programa hrambe gotovine (Extended Custodial Inventory – ECI) za eurobankovce v Aziji. Program obsega depo za hrambo gotovine, ki ga upravlja zasebna banka (banka ECI), ki hrani gotovino na skrbniški podlagi. Depoji naj bi olajšali mednarodno distribucijo eurobankovcev ter zagotavljali statistične podatke o obtoku eurobankovcev zunaj euroobmočja in informacije o ponaredkih. Leta 2007 sta svoja depoja za eurobankovce za enoletno obdobje začeli upravljati dve veliki poslovni banki, ki delujeta na grosističnem trgu bankovcev: ena v Hongkongu in druga v Singapuru.

Med izvajanjem testnega programa sta banki ECI zagotavljali, da so bili v obtok ponovno dani le primerni bankovci in da so bili ponaredki umaknjeni iz obtoka v skladu s standardi, ki jih določa okvir za recikliranje bankovcev. Presežne količine bankovcev in bankovci, neprimerni za uporabo v obtoku, so bili dostavljeni centralni banki Deutsche Bundesbank, ki je delovala kot logistična in administrativna nasprotna stranka za navedeni banki ECI. Delovanje depo-

jev in statistično poročanje bank ECI sta potekala gladko.

Na podlagi tega testnega programa se bo Svet ECB leta 2008 odločil, ali naj se program hrambe gotovine vzpostavi na trajni podlagi ali ne.

#### **NAČRT ZA VEČJO SKLADNOST GOTOVINSKIH STORITEV NACIONALNIH CENTRALNIH BANK**

Februarja 2007 je Svet ECB sprejel načrt, s katerim naj bi se srednjeročno izboljšala skladnost gotovinskih storitev Eurosistema.

Večja skladnost je pomembna, ker bo zainteresiranim stranem, zlasti tistim z visokim deležem čezmejnega gotovinskega prometa, omogočila, da v celoti izkoristijo prednosti, ki jih prinaša skupna valuta, ter omogočila pošteno konkurenco. Eurosistem zaradi različnih gospodarskih in geografskih razmer v posameznih državah ne predvideva nekega „univerzalnega“ modela oskrbe z gotovino. Pri zagotavljanju skladnosti storitev bo potrebna določena prožnost glede zahtev strank, gotovinske infrastrukture in prehodnih obdobj pred uvedbo.

V okviru navedenega načrta nacionalne centralne banke od julija 2007 na zahtevo izvajajo gotovinske storitve za kreditne institucije euroobmočja, ki imajo sedež zunaj njihove pristojnosti („nerezidenčne banke“), od konca leta 2007 pa lahko profesionalne stranke polagajo eurokovance pri vseh nacionalnih centralnih bankah euroobmočja.

Eurosistem še vedno razmišlja o številnih nadaljnjih korakih, ki med drugim vključujejo elektronsko izmenjavo podatkov s kreditnimi institucijami pri pologih in dvigih gotovine, pologe in dvige bankovcev neodvisno od položaja bankovcev kot skupno brezplačno storitev nacionalnih centralnih bank ter enotne standarde pakiranja bankovcev pri brezplačnih gotovinskih storitvah nacionalnih centralnih bank.

Ker ta vprašanja zadevajo zainteresirane strani v kroženju gotovine in bi lahko vplivala na delovanje in stroške, so bila na nacionalni in evropski ravni opravljena posvetovanja.

**Tabela 13 Razporeditev proizvodnje eurobankovcev leta 2007**

Apoen	Količina (milijoni bankovcev)	NCB, ki so naročile proizvodnjo
5 EUR	980,0	DE, ES, FR
10 EUR	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 EUR	1.890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 EUR	1.730,0	BE, DE, ES, IT
100 EUR	230,0	IT, LU, NL
200 EUR	-	-
500 EUR	190,0	DE
Skupaj	6.300,0	

Vir: ECB.

### PROIZVODNJA

Leta 2007 je bilo proizvedenih skupaj 6,3 milijarde eurobankovcev v primerjavi s 7 milijardami leta 2006. Zmanjšanje obsega proizvodnje je bilo predvsem posledica nekoliko manjšega povečanja bankovcev v obtoku leta 2006 v primerjavi s predhodnim letom in tega, da je proizvodnja v letu 2006 pokrila del prihodnjih potreb po bankovcih.

Razporeditev proizvodnje eurobankovcev je tudi leta 2007 potekala po decentraliziranem proizvodnem scenariju z združevanjem, ki je bil sprejet leta 2002. Po tej ureditvi je vsaka nacionalna centralna banka euroobmočja odgovorna, da naroči določen delež od skupnih potreb po posameznih apoeh, ki ji je bil dodeljen (glej tabelo 13).

### DRUGA SERIJA EUROBANKOVCEV

Aprila 2005 je Svet ECB odobril krovni načrt za razvoj in uvedbo druge serije eurobankovcev. Od takrat je ECB določila funkcionalne in tehnične zahteve za bankovce na podlagi sodelovanja z različnimi zainteresiranimi stranmi, na primer prek kvalitativnih raziskav med javnostjo ter znanstvenih raziskav v zvezi z vidnim zaznavanjem in otipljivostjo. Na podlagi teh dejavnosti je bil izdelan ožji seznam uporabnikom prijaznih zaščitnih elementov, ki naj bi bili primerni za vključitev v drugo serijo bankovcev. Sledila je faza industrijskega potrjevanja, ko je bil seznam skrčen na podlagi tega, kako učinkovito so se zaščitni elementi obnesli v pogojih množične proizvodnje. Upoštevani so bili tudi drugi vidiki, kot so odpornost zašči-

tnih elementov proti ponarejanju, zahteve glede nadzora kakovosti, stroški, pravice intelektualne lastnine, razmere v dobavni verigi ter vprašanja zdravja, varnosti in okolja.

Avgusta 2007 je bila faza industrijskega potrjevanja v glavnem končana, na podlagi tega pa je Svet ECB oktobra 2007 sprejel sveženj zaščitnih elementov. Poleg tradicionalnih zaščitnih elementov, ki so se že izkazali kot uspešni, bo v drugo serijo bankovcev vključenih več inovativnih vidnih in strojno berljivih zaščitnih elementov, s katerimi bo mogoče učinkovito kljubovati sodobnim tehnikam ponarejanja. Izbrani zaščitni elementi so bili vključeni v umetniško oblikovno podobo, ki temelji na temi „evropska obdobja in slogi“ iz zdajšnje serije. Z ohranitvijo obstoječe teme pri preoblikovanju grafičnih elementov bo zagotovljeno, da so novi bankovci takoj prepoznani kot eurobankovci, uporabniki gotovine pa bodo lahko zlahka razlikovali med obema serijama bankovcev. Decembra 2007 je Svet ECB odobril osnutek oblikovne podobe nove serije bankovcev, kar bo utrlo pot fazi priprave za tisk<sup>16</sup>. Nova serija bankovcev se bo izdajala več let, prvi apoen pa naj bi bil izdan v nekaj letih. ECB bo javnost dovolj zgodaj obvestila o postopkih in načinih uvajanja novih bankovcev.

<sup>16</sup> Priprava za tisk (origination) zajema pripravo visoko kakovostnih slik in pretvorbo oblikovne podobe v orodja za proizvodnjo, kot so tiskarske plošče.

## 4 STATISTIKA

ECB ob podpori nacionalnih centralnih bank razvija, zbira, pripravlja in objavlja širok razpon statističnih podatkov, ki podpirajo denarno politiko euroobmočja in različne naloge ESCB, vse bolj pa jih uporabljajo tudi finančni trgi in širša javnost. Zagotavljanje statističnih podatkov euroobmočja je tako kot v prejšnjih letih tudi leta 2007 potekalo brez težav. Pomemben mejnik v srednjeročni statistični strategiji ECB je bil dosežen junija 2007, ko sta ECB in Eurostat prvič skupaj objavila niz integriranih četrletnih nefinančnih in finančnih računov za institucionalne sektorje euroobmočja. Poleg tega je ECB v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami še naprej prispevala k nadaljnjemu usklajevanju statističnih konceptov v Evropi in preverjanju osrednjih globalnih statističnih standardov.

### 4.1 NOVA OZIROMA IZBOLJŠANA STATISTIKA EUROOBMOČJA

Junija 2007 sta ECB in Eurostat prvič skupaj objavila niz integriranih četrletnih nefinančnih in finančnih sektorskih računov euroobmočja od prvega četrletja 1999 dalje. Račune euroobmočja, ki jih lahko štejemo za „nacionalne račune“ euroobmočja, pripravlja Eurosistem skupaj z Eurostatom in nacionalnimi statističnimi uradi. Med drugim omogočajo celovito analizo povezav med finančnimi in nefinančnimi gibanji v gospodarstvu ter analizo medsebojnih odnosov med različnimi sektorji gospodarstva (gospodinjstvi, nefinančnimi družbami, finančnimi družbami in širše opredeljeno državo) ter med temi sektorji in tujino.

Računi euroobmočja zagotavljajo tudi okvir za celovitejšo analizo pogostejših podatkov. Tako se je po objavljanju razčlenitve širšega denarnega agregata M3 po sektorjih od novembra 2007 dalje povečeval obseg denarne analize.

Aprila 2007 so bili obstoječi mesečni statistični podatki o stanju evropskih kratkoročnih vrednostnih papirjev (STEP) dopolnjeni z dnevno statistiko o donosih, z razčlenitvijo po prvotni zapadlosti in sektorju izdajatelja (glej razdelek 3 v poglavju 4).

Julija 2007 je ECB začela v elektronski obliki objavljati dnevne krivulje donosnosti, ki izražajo implicitne tržne obrestne mere za dolžniške vrednostne papirje centralne države v euroobmočju, izražene v eurih (na podlagi obrestne mere in tržne cene) za širok razpon zapadlosti – od 3 mesecev do 30 let. Krivulje donosnosti euroobmočja lahko pomagajo pri merjenju tržnih pričakovanj glede gospodarske in finančne aktivnosti v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju.

ECB je prav tako poskusno pripravila in objavila mesečne ocene nadzorovanih cen v euroobmočju na podlagi indeksa HICP in pri tem uporabila informacije o podindeksih HICP, ki jih objavlja Eurostat, in opredelitve, dogovorjene v ESCB.

Dodatne geografske razčlenitve<sup>17</sup> za četrletne tokove plačilne bilance in letne podatke o stanju mednarodnih naložb so bile predstavljene v rednih sporočilih za javnost in prek spletne statistične podatkovne baze ECB (*Statistical Data Warehouse – SDW*)<sup>18</sup>.

Pravni okvir za zbiranje denarne in finančne statistike je bil izboljšan z novo uredbo ECB o statistiki sredstev in obveznosti investicijskih skladov (razen skladov denarnega trga), po kateri bodo investicijski skladi sporočali usklajene podatke od začetka leta 2009. Svet ECB je sprejel tudi preoblikovano smernico o denarni statistiki, statistiki finančnih institucij in statistiki finančnih trgov, ki zdaj vključuje dodatne določbe za statistiko sredstev in obveznosti investicijskih skladov ter za plačilno statistiko. Poleg tega je Svet ECB spremenil smernico in priporočilo ECB o statistiki plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb ter predlogi za dajanje podatkov o mednarodnih rezervah in devizni likvidnosti.

<sup>17</sup> Za Brazilijo, Rusijo, Indijo, Kitajsko in Hongkong.

<sup>18</sup> Javna različica statistične podatkovne baze (SDW) je bila vzpostavljena na internetu ob koncu leta 2006 in so jo uporabniki statistike euroobmočja dobro sprejeli. Zaradi kompaktnih vmesnikov, preprostih za uporabo, je hitro postala priljubljeno orodje za iskanje podatkov o euroobmočju na internetu. Bazo za iskanje in prenos podatkov o euroobmočju, vključno z razčlenitvami po posameznih državah, vsak mesec uporabi približno 20.000 ljudi.

Trenutno potekajo dejavnosti na več področjih, katerih cilj je v prihodnjih letih dodatno izboljšati denarno in finančno statistiko euroobmočja. Tako so bile izvedene priprave na celostno obravnavo listinjenja, ki ga izvajajo monetarne finančne institucije, in dejavnosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev (*financial vehicle corporations*), kar je ustvarilo pogoje za občutno izboljšano razpoložljivost podatkov o prodaji in listinjenju posojil.

Poleg tega Eurosistem preučuje izvedljivost izboljšanja statističnih podatkov o zavarovalnicah in pokojninskih skladih. Prav tako preučuje normativni okvir za statistiko bilance stanja monetarnih finančnih institucij in statistiko obrestnih mer monetarnih finančnih institucij, da bi stroškovno učinkovito upoštevali nove zahteve uporabnikov in razvoj na finančnih trgih.

ECB je nadaljevala delo pri razvoju centralizirane podatkovne baze o vrednostnih papirjih (*Centralised Securities Database – CSDB*). CSDB (statistični projekt, ki se bo izvajal na ravni celotnega ESCB) je enotna baza referenčnih podatkov o posameznih vrednostnih papirjih, ki so pomembni za statistične namene ESCB. Projekt ima osrednjo vlogo pri prehodu na poročanje o posameznih vrednostnih papirjih, s katerimi bi bilo mogoče občutno olajšati breme poročanja za poročevalce ter obenem izboljšati kakovost in fleksibilnost statistike euroobmočja. Podatkovno bazo že uporabljajo nekatere nacionalne centralne banke za pripravo nacionalnih finančnih statistik.

#### 4.2 DRUGA STATISTIČNA DOGAJANJA

Leta 2007 je Eurosistem podrobno analiziral možne načine za nadaljnje povečanje učinkovitosti izdelave statistike ECB, tudi s ciljem ohraniti statistično breme na čim nižji ravni. V zvezi s tem se je nadaljevalo delo na področju izvedljivosti ponovne uporabe obstoječih mikropodatkov, zlasti tistih iz registrov kreditov in zbirk podatkov iz računovodskih izkazov gospodarskih družb. Poleg tega so se še naprej izvajale dejavnosti, katerih cilj je spodbuditi

usklajenost statističnih in nadzornih konceptov in podatkov, pri čemer je bila na začetku pozornost usmerjena na zahteve za poročanje kreditnih institucij.

Več dokumentov, objavljenih v letu 2007, je prispevalo k povečanju preglednosti standardov upravljanja in kakovosti, ki se trenutno uporabljajo pri izdelavi in objavljanju statističnih podatkov ECB in ESCB. Dokument z naslovom „*The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics*” na kratko opisuje strukturo upravljanja, ki določa zagotavljanje statističnih podatkov s strani ECB in nacionalnih centralnih bank. Dokument z naslovom „*Javna zaveza v zvezi s statistično funkcijo ESCB*” (objavljen na prvi strani statističnega razdelka spletnega mesta ECB) navaja statistična načela ter standarde kakovosti in etične standarde, katerim so zavezane ECB in nacionalne centralne banke pri izvajanju svojih statističnih nalog. Poleg tega dokument „*ECB Statistical Quality Framework*” natančno opredeljuje načela kakovosti, ki določajo izdelavo statističnih podatkov ECB. Kot del okvira kakovosti se redno pripravljajo kvalitativne ocene in kvantitativni kazalniki, kot na primer tisti iz letnega poročila o kakovosti statistike plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb euroobmočja.

Razširjanje statističnih podatkov se je še izboljšalo z objavljanjem dodatnih tabel o statističnih podatkih euroobmočja in ustreznih nacionalnih podatkih na spletnih straneh ECB in nacionalnih centralnih bank. Prav tako je bila izboljšana plačilna statistika, dodatek k modri knjigi („*Blue Book Addendum*”) pa so nadomestile časovne vrste in tabele, ki so dostopne na spletnem mestu ECB (glej razdelek 2 v poglavju 2). Poleg tega so zdaj na razpolago novi podatki o trgovanju z vrednostnimi papirji in centralnih nasprotnih strankah.

Tako kot v prejšnjih letih so bile publikacije ECB opremljene z obsežnejšimi statističnimi informacijami, kot je na primer širok razpon kazalnikov v letnem poročilu z naslovom „*Financial integration in Europe*” in dodatku k publikaciji „*Bond markets and long-term inte-*

*rest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries*” (glej razdelek 3 v poglavju 4). Letni podatki o bančni strukturi in četrtletni podatki, na katerih temelji pregled finančne stabilnosti („*Financial Stability Review*”), so bili dodatno izboljšani. Anketa eurskega denarnega trga je bila izboljšana z vidika kakovosti in pravočasnosti podatkov, osnovni podatkovni nizi pa so zdaj dostopni v statistični podatkovni bazi SDW.

Občasni zvezek ECB (*Occasional Paper*) z naslovom „*Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*”, objavljen julija 2007, vsebuje pregled metodološkega okvira in praktičnih zadev v zvezi z zbiranjem, pripravo in objavljanim statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb.

ECB je še naprej tesno sodelovala z Eurostatom in drugimi mednarodnimi organizacijami ter ima pomembno vlogo pri trenutnem posodabljanju globalnih statističnih standardov (delo v zvezi s sistemom nacionalnih računov (SNR 93) in priročnikom za plačilno bilanco MDS naj bi bilo predvidoma končano do leta 2008). Eurostat se je ob podpori ECB pred kratkim začel pripravljati na revizijo Evropskega sistema računov 1995 (ESR 95), ki bo na evropski ravni uveljavil večino sprememb SNR. ECB je prav tako aktivno sodelovala pri revidiranju dokumenta „*OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*” ter še naprej podpirala in uveljavljala globalne tehnične standarde za izmenjavo podatkov.<sup>19</sup>

### 4.3 PRIPRAVA NA ŠIRITEV EUROOBMOČJA

Statistika ima pomembno vlogo tudi pri spremljanju konvergence držav članic EU, ki še niso del euroobmočja, in s tem pri pripravi konvergenčnih poročil (glej razdelek 1.2 v poglavju 5).

Statistične podatke, potrebne za ugotavljanje napredka držav članic pri izpolnjevanju konver-

genčnih kriterijev glede stabilnosti cen, fiskalnega položaja, deviznega tečaja in dolgoročnih obrestnih mer, zagotavlja Eurostat. ECB v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami zadevnih držav članic pomaga Eurostatu pri zagotavljanju statističnih podatkov o dolgoročnih obrestnih merah ter zbira in pripravlja dodatne statistične podatke, ki dopolnjujejo navedene štiri primarne konvergenčne kazalnike.

Ker je ocenjevanje konvergenčnega procesa močno odvisno od kakovosti in neoporečnosti statističnih podatkov, ECB pozorno spremlja najnovejša dogajanja v zvezi s pripravo in poročanjem teh statističnih podatkov, zlasti statistike državnih financ.

<sup>19</sup> Standard za izmenjavo statističnih podatkov in metapodatkov na osnovi formata XML (Statistical Data and Metadata Exchange – SDMX) je ena od pobud, ki jo podpirajo BIS, ECB, Eurostat, MDS, OECD, Združeni narodi in Svetovna banka ter je namenjena razvoju in spodbujanju globalnih standardov za izmenjavo statističnih podatkov.

## 5 EKONOMSKE RAZISKAVE

Glavne naloge ekonomskih raziskav v ECB in Eurosistemu kot celoti so: zagotavljati rezultate raziskav, ki so pomembni za oblikovanje denarne politike in izvajanje drugih nalog Eurosistema, ter načrtovati in uporabljati ustrezne modele in analitična orodja; vzdrževati in uporabljati ekonometrične modele za napovedi gospodarskih gibanj in primerjavo učinkov alternativnih politik ter komunicirati z akademsko skupnostjo, na primer z objavljanjem rezultatov raziskav v zunanjih strokovnih revijah in organiziranjem raziskovalnih konferenc.

### 5.1 PREDNOSTNA RAZISKOVALNA PODROČJA

V ECB ekonomske raziskave izvaja predvsem generalni direktorat za raziskave, pa tudi več drugih poslovnih področij. Raziskave usklajuje odbor za koordinacijo raziskav (Research Coordination Committee), ki določa prednostne naloge in združuje poslovna področja, ki naročajo ali ponujajo raziskave.

Glavna prednostna raziskovalna področja za leto 2007 so bila naslednja: razvoj modelov napovedovanja; vloga informacij o finančnem sektorju (vključno s kreditnimi in denarnimi agregati) pri analizi denarne politike; razumevanje transmissijskega mehanizma denarne politike; finančna stabilnost; učinkovitost evropskega finančnega sistema; mednarodna vprašanja.

Kar zadeva razvoj modelov napovedovanja, je bil poudarek na nadaljnjem razvoju in uporabi strukturnih dinamičnih stohastičnih modelov splošnega ravnotežja (DSGE) ter na izvajanju dinamičnih faktorskih modelov za namene kratkoročnega napovedovanja. Modeli DSGE so se v ECB v preteklosti razvijali in uporabljali za analizo velikega in vse večjega števila področij, ki zadevajo oblikovanje politike. To delo se je nadaljevalo tudi v letu 2007 in je bilo zlasti osredotočeno na vpliv strukturnih sprememb (npr. demografskih sprememb), zunanjih dejavnikov (npr. šokov zaradi cen nafte) ter gibanja produktivnosti in finančnih vprašanj (npr. trenj na trgih posojil). Poleg tega so se nadaljevale dejavnosti v zvezi z dvema modeloma srednjega obsega in

njuno uporabo pri analizi politike: novi makroekonometrični model za celotno euroobmočje (New Area-Wide Model – NAWM) ter model Christiano, Motto in Rostagno. Prvi je orodje za napovedovanje in simulacijo, ki se razvija za pripravo projekcij Eurosistema in ECB skupaj z drugimi modeli. Drugi je simulacijsko orodje s posebnim poudarkom na finančnih dejavnikih. Kar zadeva razvoj orodij za napovedovanje, so bili faktorski modeli še izpopolnjeni in so se vse bolj uporabljali za kratkoročno ocenjevanje gospodarskih gibanj. ECB je dejavno podpirala tudi mrežo za raziskovanje poslovnega cikla euroobmočja (Euro Area Business-Cycle Network), tj. skupni podvig centralnih bank in akademske skupnosti, ki ga upravlja center za raziskovanje ekonomske politike (Centre for Economic Policy Research – CEPR).

Glavno področje raziskav na področju analize denarne politike je bil razvoj in uporaba kvantitativnih metod za denarno analizo, s poudarkom na zagotavljanju visoko kakovostnih analitičnih orodij za pripravo sklepov o denarni politiki. Delo je bilo usmerjeno v razvoj indikatorskih modelov za inflacijo, ki temeljijo na denarju, analizo povpraševanja po denarju ter uvedbo zgoraj opisanih strukturnih modelov v proces analize denarne politike.

Transmissijski mehanizem denarne politike je bil analiziran s številnih vidikov. Mreža za raziskovanje dinamike plač (Wage Dynamics Network) – mreža raziskovalcev iz ESCB, ki preučuje značilnosti in vire dinamike plač v euroobmočju ter njihovo razmerje s cenami – je nadaljevala svoje delo na agregatni in mikro ravni. Skupina znotraj mreže za anketno raziskovanje je začela izvajati ad hoc anketo o plačah, stroških dela in oblikovanju cen na ravni podjetij v 17 državah. Z anketo se zbirajo podatki o plačah in oblikovanju cen, rigidnosti plač navzdol ter prilagajanju plač in cen šokom. Prvi sklop rezultatov raziskave bo predstavljen na konferenci, predvideni v letu 2008. Analizirani so bili tudi stanovanjski trgi ter vloga bank in kreditov v denarnem transmissijskem mehanizmu. Še naprej je potekalo delo v zvezi s financiranjem gospodinjstev, mreža Eurosistema za raziskovanje financiranja

in porabe gospodinjstev (Household Finance and Consumption Network) pa je pripravila načrte za anketo, ki bo zajela celotno euro-območje. Znotraj tega področja raziskovanja so bili analizirani še politike komuniciranja centralnih bank, pričakovanja in premije za tveganja v krivulji donosnosti ter determinante dinamike cen lastniškega kapitala.

Tema raziskav je bila tudi finančna stabilnost in njen vpliv na denarno politiko, zlasti v povezavi s pripravo poročila ECB o finančni stabilnosti („Financial Stability Review“). Finančni sistem je bil analiziran z vidika stopnje integracije in razvoja kapitalskih trgov.

V okviru prednostnega raziskovalnega področja o mednarodnih vprašanjih sta bili glavni temi svetovna neravnovesja in mednarodna vloga eura. Kar zadeva prvo temo, bo v letu 2008 organiziran seminar na visoki ravni, medtem ko bodo rezultati dela v zvezi z drugo temo uporabljeni za izboljšanje analitične vsebine letnega pregleda mednarodne vloge eura („Review of the international role of the euro“). V okviru tega prednostnega raziskovalnega področja je bila razvita tudi mednarodna razširitev modela NAWM.

## 5.2 PUBLIKACIJE IN KONFERENCE

Rezultati raziskav ECB so bili objavljeni v seriji delovnih zvezkov ECB (Working Papers), delno tudi v seriji občasnih zvezkov ECB (Occasional Papers), in v seriji pravnih delovnih zvezkov (Legal Working Papers). Tako je bilo leta 2007 v okviru serije delovnih zvezkov – že dobro uveljavljenega orodja za obveščanje javnosti o notranjih raziskavah, pomembnih za denarno politiko – objavljenih več kot 140 števil. Dobrih 100 so bodisi sami ali skupaj z zunanjimi soavtorji napisali uslužbenci ECB, medtem ko so druge napisali zunanji obiskovalci, ki so se udeležili konferenc ali delavnic, so delovali v okviru raziskovalnih mrež ali pa so kot gostujoči raziskovalci dlje časa gostovali v ECB, da bi dokončali raziskovalni projekt. V skladu z zdaj že uveljavljenim pravilom je večina dokumentov sčasoma objavljenih v vodilnih, recen-



ziranih akademskih revijah. Leta 2007 so uslužbenci ECB v akademskih revijah objavili več kot 50 člankov.

Da bi ugotovitve v delovnih zvezkih posredovali širšemu občinstvu, je bilo odločeno, da bo objavljen raziskovalni bilten (Research Bulletin), ki bo predstavljal raziskovalno delo, pomembno za oblikovanje politik, vključno s članki in povzetki izbranih raziskovalnih študij. Glavni članki v letu 2007 so obravnavali učinke nepopolnih informacij in novih spoznanj na cene na finančnem trgu, finančno integracijo in kapital-ske tokove v novih državah članicah EU ter rast produktivnosti v euroobmočju.

ECB je organizirala ali soorganizirala več kot deset konferenc ali delavnic o raziskovalnih temah. Pri soorganiziranih konferencah so sodelovali CEPR in druge centralne banke članice in nečlanice Eurosistema. Poleg tega je bilo organiziranih veliko delavnic in seminarjev, na katerih so bile raziskave predstavljene zaposlenim v ECB.

Večina konferenc in delavnic se je nanašala na konkretna prednostna raziskovalna področja. Delo na področju razvoja modelov napovedovanja se je leta 2007 nadaljevalo in bilo deležno enake pozornosti kot v prejšnjih letih. Septembra je v skupni organizaciji ECB, CEPR in Banque de France v okviru mreže za raziskovanje poslovnega cikla euroobmočja potekala delavnica, na kateri so bile obravnavane spremembe v dinamiki inflacije in njihove posledice za napovedovanje. Ugotovitve delavnice so ponudile koristno izhodišče za delo na področju napovedovanja inflacije, ki poteka v ECB. Poleg tega je na delavnici o metodah napovedovanja (dogodku, ki ga ECB organizira enkrat na dve leti) potekala razprava o negotovosti pri napovedovanju v makroekonomiji in financah ter konkretnije o tem, kako v napovedovanje vključiti merila tveganja, kar je za številne centralne banke aktualna tema.



Na prednostnem raziskovalnem področju, ki se nanaša na analizo denarne politike, je novembra 2007 v ECB potekala konferenca o opredelitvi stabilnosti cen, ki sta jo skupaj organizirali Bank of Canada in ECB. Konferenca je obravnavala teoretične možnosti in praktične izkušnje v zvezi z opredeljevanjem stabilnosti cen. Prav tako novembra 2007 je bila izvedena konferenca o analizi vloge, izzivov in implikacij denarnih trgov z vidika denarne politike, ki je dodatno izboljšala razumevanje transmisijskega mehanizma denarne politike. Maja 2007 je potekala konferenca o posledicah sprememb v bančništvu in financiranju podjetij za transmisijski mehanizem denarne politike.

Junija 2007 je v okviru dejavnosti na področju raziskovanja finančne stabilnosti potekala skupna konferenca z Bank of England o plačilih ter denarni in finančni stabilnosti, julija 2007 pa je bila v okviru dejavnosti o mednarodnih vprašanjih organizirana konferenca o globalizaciji in makroekonomiji.

Razširjanje informacij o raziskavah je potekalo tudi prek serije seminarjev, od katerih sta bili še posebej pomembni serija seminarjev Joint Lunchtime Seminars, ki sta jih soorganizirala Deutsche Bundesbank in Center za finančne študije (Centre for Financial Studies), ter serija seminarjev Invited Speakers Seminars. Seriji zajemata tedenske seminarje, na katere so povabljeni zunanji raziskovalci, da predstavijo svoje novejšo delo. Poleg tega ECB občasno organizira tudi raziskovalne seminarje zunaj okvira teh dveh serij.

## 6 DRUGE NALOGE IN DEJAVNOSTI

### 6.1 SKLADNOST S PREPOVEDJO DENARNEGA FINANCIRANJA IN PRIVILEGIRANEGA DOSTOPA

V skladu s členom 237(d) Pogodbe ES ima ECB nalogo spremljati, kako 27 nacionalnih centralnih bank držav članic EU in ECB upoštevajo prepovedi iz členov 101 in 102 Pogodbe ES ter uredb Sveta (ES) št. 3603/93 in 3604/93. Člen 101 prepoveduje ECB in nacionalnim centralnim bankam, da bi omogočale prekoračitev pozitivnega stanja na računu ali katere koli druge oblike kreditov vladam in institucijam ali organom Skupnosti ter da bi kupovale dolžniške instrumente neposredno od njih. Člen 102 prepoveduje vse ukrepe, ki vzpostavljajo privilegiran dostop vlad in institucij ali organov Skupnosti do finančnih institucij in ne temeljijo na načelih skrbnega in varnega poslovanja. Poleg Sveta ECB tudi Evropska komisija spremlja, ali države članice upoštevajo navedene določbe.

ECB prav tako spremlja, ali centralne banke EU na sekundarnem trgu kupujejo dolžniške instrumente, ki so jih izdali domači javni sektor in javni sektor drugih držav članic ter institucije in organi Skupnosti. V skladu z uvodnimi izjavami Uredbe Sveta (ES) št. 3603/93 se prek nakupov dolžniških instrumentov javnega sektorja na sekundarnem trgu ne smejo zaobiti cilji iz člena 101 Pogodbe ES. Takšni nakupi ne bi smeli postati oblika posrednega denarnega financiranja javnega sektorja.

Leta 2007 je Svet ECB odkril dva primera, ko navedene zahteve iz Pogodbe ES in z njimi povezane uredbe Sveta niso bile upoštevane.

Prvič, Národná banka Slovenska je na primarnem trgu kupila dolžniške instrumente, ki jih je izdala Evropska investicijska banka (EIB). Národná banka Slovenska je 6. februarja 2007 kupila obveznice EIB v ameriških dolarjih v vrednosti 50 milijonov USD za namen upravljanja deviznih rezerv. Ker je EIB organ Skupnosti, takšen nakup pomeni kršitev prepovedi denarnega financiranja po členu 101 Pogodbe ES in Uredbi Sveta (ES) št. 3603/93. Národná banka Slovenska je na primarnem trgu kupljene dol-

žniške instrumente EIB prodala 22. maja 2007, in takoj ukrepala, da se kaj takega v prihodnje ne bi več ponovilo.

Drugič, Banka Slovenije je presegla omejitev, ki velja za imetje kovancev centralne banke v dobro računa javnega sektorja. Na dan 15. februarja 2007 je imetje kovancev Banke Slovenije, ki jih je izdal javni sektor in so knjiženi v dobro računa javnega sektorja države, po dnevni povprečni vrednosti preseglo 10% omejitev vrednosti kovancev v obtoku, kot določa člen 6 Uredbe Sveta (ES) št. 3603/93. Na ta dan je vrednost kovancev, ki jih ima Banka Slovenije in so knjiženi v dobro računa javnega sektorja, dosegla 12,27% vrednosti bankovcev v obtoku. Do tega je prišlo zaradi obsežnega vračanja kovancev v Banko Slovenije v prvi polovici februarja 2007 po preddobavi gotovine bankam jeseni leta 2006, preden je bil uveden euro. To je bilo takoj v celoti odpravljeno, določbe Pogodbe ES pa se po tem datumu spoštujejo.

### 6.2 SVETOVALNE FUNKCIJE

Člen 105(4) Pogodbe ES zahteva, da se v zvezi z vsemi osnutki pravnih predpisov Skupnosti ali nacionalnih pravnih predpisov, ki spadajo v pristojnost ECB, pridobi mnenje ECB.<sup>20</sup> Vsa mnenja ECB so objavljena na spletni strani ECB.

Leta 2007 je ECB sprejela 43 mnenj, od tega 8 kot odgovor na zahtevo za mnenje, ki so ga predložile institucije EU, 35 pa v odgovor na zahtevo nacionalnih organov. V letu 2006 je bilo za primerjavo opravljenih 62 posvetovanj. Seznam mnenj, sprejetih leta 2007 in na začetku leta 2008, je priložen temu Letnemu poročilu.

Zlasti pomembna so v nadaljevanju predstavljena mnenja ECB, izdana na zahtevo Sveta EU.

20 V skladu s Protokolom o nekaterih določbah, ki se nanašajo na Združeno kraljestvo Velike Britanije in Severne Irske, priloženim Pogodbi ES (UL C 191, 29. 7. 1992, str. 18), dolžnost posvetovanja z ECB ne velja za nacionalne organe Združenega kraljestva.

Poleg mnenj, sprejetih na podlagi člena 105(4) Pogodbe ES, je ECB 5. julija 2007 v skladu s členom 48 Pogodbe ES izdala mnenje<sup>21</sup> v zvezi z odprtjem medvladne konference, ki je pripravila novo Lizbonsko pogodbo<sup>22</sup>. ECB je še posebno pozdravila dejstvo, da se med cilje EU uvrstita stabilnost cen in vzpostavitev ekonomske in monetarne unije z eurom kot valuto ter da se denarna politika izrecno navede kot eno od področij v izključni pristojnosti EU (glej razdelek 1.2 v poglavju 5). Predsednik ECB je 2. avgusta 2007, potem ko je bil predstavljen osnutek besedila nove pogodbe, predsedstvu medvladne konference napisal pismo<sup>23</sup>, v katerem je podal nekaj predlogov glede institucionalnega statusa ECB in ESCB.

Potem ko je Svet odpravil odstopanje za Ciper in Malto, je ECB izdala enotno mnenje<sup>24</sup> o predlogih Evropske komisije o spremembi Uredbe (ES) št. 974/98 o uvedbi eura in Uredbe (ES) št. 2866/98 o menjalnih tečajih med eurom in valutami držav članic, ki uvajajo euro.<sup>25</sup>

ECB je bila zaprosena za mnenje o predlogu direktive Sveta o ugotavljanju in določanju evropskih ključnih infrastruktur,<sup>26</sup> katere namen je izboljšati usklajevanje pri odzivanju na teroristične grožnje. ECB je izpostavila, da morajo biti nacionalni predpisi, ki uveljavljajo direktivo, združljivi z nalogami centralnih bank v zvezi s pregledom nad delovanjem plačilnih sistemov, sistemov poravnave vrednostnih papirjev in klirinških družb ter da bi se bilo treba izogniti podvajanju dela, ki ga že opravljajo centralne banke na tem področju. ECB je prav tako poudarila, da bi moral biti seznam evropskih ključnih infrastruktur zaupen.

ECB je v svojem mnenju o predlogu uredbe Sveta o spremembi Uredbe (ES) št. 1338/2001 (o zaščiti eura pred ponarejanjem<sup>27</sup>) opozorila, da je lahko kazensko pravo izjemoma v pristojnosti Skupnosti, če je to potrebno za zagotovitev učinkovitosti prava Skupnosti. Pripomnila je, da bi morale biti ECB in nacionalne centralne banke praviloma upravičene, da dobijo primerke bankovcev, čeprav so zadržani kot dokazno gradivo v kazenskih postopkih, ter da bi se morala v pre-

dlagani spremembi natančneje odražati pristojnost ECB, da zagotavlja neokrnjenost eurobankovcev po členu 106(1) Pogodbe ES in členu 16 Statuta ESCB. Glede postopkov, ki jih bosta določili ECB in Komisija v zvezi z obveznostjo, da se zagotovi preverjanje pristnosti prejetih eurobankovcev in eurokovancev, je bilo v mnenju zapisano, da bi morali roke za njihovo izvedbo na nacionalni ravni določiti ECB in Komisija.

ECB je v svojem mnenju o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o evropski statistiki, ki spreminja uredbo (ES) št. 322/97,<sup>28</sup> pozdravila priznanje potrebe po tesnem sodelovanju med evropskim statističnim sistemom in ESCB pri razvoju, pripravi in razširjanju evropske statistike ter določb o izmenjavi zaupnih podatkov med sistemoma.

Junija 2007 je skupna projektna skupina, sestavljena iz predstavnikov Evropske komisije, sekretariata Sveta EU in ECB, izdala poročilo o posvetovanju z ECB glede predlaganih pravnih aktov Skupnosti. Projektna skupina je bila ustanovljena na predlog predsednika ECB. Namen poročila je zagotoviti, da vse udeležene strani pospešijo notranje postopke, tako da bi bilo mogoče ECB zaprositi za mnenja in jih prejeti v čim zgodnejši fazi zakonodajnega postopka. Poročilo priznava obveznost posvetovanja z ECB o ukrepih na stopnji 2 Lamfalussyjevega procesa<sup>29</sup>, ki spadajo v pristojnost ECB, in pojasnjuje svetovalno pristojnost ECB na področju bonitetnega nadzora in finančne stabilnosti. Razprave v okviru delovne skupine so

21 CON/2007/20 z dne 5. julija 2007 (UL C 160, 13. 7. 2007, str. 2).

22 Za podrobnosti glej razdelek 1.2 v poglavju 5.

23 Pismo je dostopno na spletnih straneh medvladne konference in ECB.

24 CON/2007/19 z dne 5. julija 2007 (UL C 160, 13. 7. 2007, str. 1).

25 Glej razdelek 2 v poglavju 3.

26 CON/2007/11 z dne 13. aprila 2007 (UL C 116, 26. 7. 2007, str. 1).

27 CON/2007/42 z dne 17. decembra 2007 (UL C 27, 31. 1. 2008, str. 1).

28 CON/2007/35 z dne 14. novembra 2007 (UL C 291, 5. 12. 2007, str. 1).

29 Lamfalussyjev pristop je štiristopenjski proces za odobritev zakonodaje na področju vrednostnih papirjev, bančništva in zavarovalništva. Več podrobnosti je v poročilu z naslovom „Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets“, 15. februar 2001, ki je na voljo na spletni strani Evropske komisije. Glej tudi Letno poročilo ECB 2003, str. 111.

pripeljale do skupnega razumevanja potrebe po sodelovanju v korist zakonodajnih postopkov Skupnosti kot celote. Poročilo izraža skupno stališče članov projektne skupine, njihovih institucij pa formalno ne zavezuje.

Z ECB so se nacionalni organi še naprej posvetovali o zadevah v zvezi z nacionalnimi centralnimi bankami, zlasti o spremembah statuta nacionalnih centralnih bank Nemčije, Grčije, Madžarske in Avstrije.<sup>30</sup> Poleg tega so Češka, Madžarska, Portugalska in Romunija zaprosile ECB za mnenje o zadevah, ki bi lahko vplivale na neodvisnost nacionalnih centralnih bank kot članic ESCB.<sup>31</sup>

Na področju denarne politike je ECB svetovala Latviji, Malti, Poljski in Romuniji v zvezi z ureditvijo obveznih rezerv<sup>32</sup> ter Cipru, Poljski in Sloveniji v zvezi z valutnimi zadevami in plačilnimi sredstvi.<sup>33</sup> Z ECB so se o zadevah v zvezi s statistiko posvetovale tudi Avstrija, Nemčija, Madžarska in Romunija.<sup>34</sup>

Kar zadeva finančni nadzor, so Bolgarija, Nemčija, Grčija, Italija, Avstrija, Poljska in Romunija<sup>35</sup> zaprosile ECB za mnenje o osnutkih zakonodajnih predlogov v zvezi s pomembnimi reformami okvira finančnega nadzora ter z vprašanji, povezanimi s finančno stabilnostjo. V zvezi s tem je ECB v svojih mnenjih o osnutku avstrijskega zveznega zakona o spremembi zakona o bančništvu, zakona o hranilnicah, zakona o organih za finančni nadzor in zakona o Oesterreichische Nationalbank, ki je namenjen nadaljnjemu izboljšanju okvira nadzora za kreditne institucije v Avstriji in krepitvi vloge nacionalne centralne banke, skladno s svojimi preteklimi mnenji na tem področju znova poudarila, da je sodelovanje (vključno z izmenjavo informacij) med nadzornimi organi in centralnimi bankami nujno potrebno za izvajanje makro bonitetnega nadzora, pregled nad delovanjem plačilnih sistemov in varovanje drugih tržnih infrastruktur, ki so bistvene za nemoteno izvajanje denarne politike. Zlasti z vidika finančne stabilnosti je ECB zagovarjala stališče, da bi morale biti nacionalne centralne banke nujno vključene v upravljanje kriz na finančnih trgih.

V zvezi s plačilnimi in poravnalnimi sistemi je ECB svetovala Nizozemski, Madžarski, Latviji, Grčiji, Sloveniji, Romuniji in Španiji.<sup>36</sup> Na tem področju je nizozemsko ministrstvo za finance zahtevalo mnenje ECB o osnutku zakona o sistemskem pregledu nad delovanjem družb, ki izvajajo storitve kliringa in poravnave. ECB je ponovila svoje stališče, da je dejstvo, da so plačilni sistemi tesno povezani s sistemi kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, močan argument za to, da nacionalne centralne banke izvajajo pregled nad delovanjem plačilnih sistemov ter sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. Prav tako je ponovila svoje priporočilo, naj se izvajanje pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov, vključno z nadzorom tržnega obnašanja, izrecno dodeli De Nederlandsche Bank, kar bi bilo v skladu z njeno udeležbo v Eurosystemu. ECB je prav tako pripomnila, da bi morala nacionalna centralna banka kot izvajalka bonitetnega in sistemaškega nadzora sodelovati pri ugotavljanju, ali pravila klirinških in poravnalnih institucij vsebujejo merila, ki udeležencem omejujejo dostop zaradi drugih razlogov, razen tveganja.

ECB je na zahtevo Cipra sprejela mnenje o pravnem okviru za sprejetje eura.<sup>37</sup> Slovaška se je posvetovala z ECB o osnutku nacionalne zakonodaje, ki naj bi omogočala lažjo uvedbo eura v prihodnosti in ki spreminja zakon o centralni banki Národná banka Slovenska in 27 drugih zakonov, ki urejajo zadeve v pristojnosti ECB in so pomembni za pravno konvergenco s Pogodbo ES in Statutom ESCB.<sup>38</sup>

Od leta 2008 naprej bodo v letno poročilo vključene tudi informacije o najpomembnejših primerih neizpolnjevanja dolžnosti posvetovanja z

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

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

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

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

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

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

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

37 CON/2007/1.

38 CON/2007/43.

ECB o osnutkih nacionalne zakonodaje in zakonodaje Skupnosti. V letu 2007 je bilo šest primerov, ko se nacionalni organi niso posvetovali z ECB. V enem primeru neizpolnjevanja dolžnosti posvetovanja poljski organi niso zaprosili ECB za mnenje o osnutku zakona o razkritju, ki naj bi nekaterim posameznikom predpisal obveznost, da prijavijo dejavnosti med letoma 1944 in 1990, ki jih je mogoče opredeliti kot sodelovanje z državnimi varnostnimi službami. Nekatere določbe osnutka zakona bi lahko zadevale neodvisnost centralne banke in bi lahko spremenile nekatere vidike institucionalne ureditve NCB na podlagi zakona o Narodowy Bank Polski, kar ima posledice za člane upravljaljskih organov in uslužbenca Narodowy Bank Polski. Če bi bila ECB zaprosena za mnenje o tem zakonodajnem osnutku, bi mu močno ugovarjala. ECB si je v zvezi z obveznostjo posvetovanja dopisovala s predsednikom poljskega sejma (spodnjega doma poljskega parlamenta), vendar je prejela odgovore, ki so izpodbijali njeno pristojnost za dajanje mnenj o tem osnutku zakona. Pozneje je poljsko ustavno sodišče razveljavilo nekatere določbe zakona, ki so se nanašale na ESCB.

V drugem primeru neposvetovanja se latvijske oblasti z ECB niso posvetovali o osnutku zakonske določbe o valutnih vprašanjih, kot bi se morale v skladu z zakonodajo Skupnosti. Osnutek določbe, ki je bila sprejeta 18. decembra 2007, je sprememba uredbe kabineta predsednika vlade o uporabi imena enotne valute Evropske unije v latvijsščini, ki je bila prvič sprejeta 26. julija 2005 in pri kateri se latvijske oblasti prav tako niso posvetovali z ECB. Medtem ko je prvotna uredba določala, da je ime enotne valute v latvijsščini „eiro“, spremenjena določba zdaj določa, da se mora v latvijskih zakonodajnih besedilih uporabljati zapis „euro“. V nezakonodajnih besedilih se enotna valuta v Latviji še vedno uradno imenuje „eiro“. Po sprejetju prvotne uredbe v letu 2005 je ECB latvijskemu ministru za finance 1. septembra 2005 poslala pismo, v katerem je opozorila, da v skladu s pravno prakso Evropskega sodišča države članice ne smejo zakonodajno urejati vprašanj, za katere je neposredno pristojna zakonodaja Sku-

pnosti, ter poudarila, da sta euro in njegovo ime v izključni pristojnosti Skupnosti.

### **6.3 UPRAVLJANJE OPERACIJ NAJEMANJA IN DAJANJA POSOJIL EVROPSKE SKUPNOSTI**

V skladu s členom 123(2) Pogodbe ES in členom 9 uredbe Sveta (ES) št. 332/2002 z dne 18. februarja 2002 je ECB še naprej odgovorna za upravljanje operacij najemanja in dajanja posojil Evropske skupnosti v okviru mehanizma srednjeročne finančne pomoči. Leta 2007 ECB ni izvajala nobenih nalog upravljanja. Ob koncu leta 2006 je bilo namreč stanje posojil nič, leta 2007 pa ni bila izvedena nobena nova operacija.

### **6.4 STORITVE EUROSISTEMA ZA UPRAVLJANJE REZERV**

Leta 2007 se je še naprej izvajal celovit sklop storitev v okviru upravljanja rezervnih sredstev strank Eurosistema v eurih, ki je bil vzpostavljen leta 2005. Celoten sklop storitev, ki je na voljo centralnim bankam, denarnim oblastem in državnim organom s sedežem zunaj euro-območja ter mednarodnim organizacijam, v skladu s harmoniziranimi pogoji poslovanja in splošnimi tržnimi standardi zagotavljajo posamezne centralne banke Eurosistema (ponudniki storitev Eurosistema), ki delujejo kot namenski ponudniki storitev. Pri tem ECB izvaja vlogo splošnega koordinatorja in zagotavlja nemoteno delovanje okvira. Število strank, ki so imele leta 2007 vzpostavljeno poslovno razmerje z Eurosistemom, je glede na leto 2006 ostalo nespremenjeno. Kar zadeva same storitve, se je skupno stanje gotovine in/ali imetje vrednostnih papirjev strank povečalo. Eurosistem je leta 2007 izvedel anketo o zadovoljstvu strank, ki je potrdila splošno zadovoljstvo strank s sklopom storitev v navedenem okviru in kakovostjo ponujenih storitev.





**VSTOP CIPRA IN MALTE  
V EUROOBMOČJE**



## I GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA NA CIPRU IN MALTI

Ekonomsko-finančni svet je 10. julija 2007 sprejel odločbo, da lahko Ciper in Malta s 1. januarjem 2008 uvedla euro kot svojo valuto, s čimer se je število držav euroobmočja povečalo s 13 na 15. Odločba Sveta je temeljila na konvergenčnih poročilih, ki sta jih ECB in Evropska komisija objavili maja 2007, na razpravi v Svetu v sestavi voditeljev držav ali vlad, mnenju Evropskega parlamenta in na predlogu Evropske komisije. Istega dne je Ekonomsko-finančni svet sprejel uredbo o določitvi nepreklicnega menjalnega razmerja med ciprskim funtom in malteško liro na eni strani in eurom na drugi. Menjalno razmerje je bilo določena na ravni 0,585274 CYP in 0,429300 MTL za euro in je bilo enako centralnemu tečaju, ki je veljal od 2. maja 2005, ko sta valuti vstopili v ERM II. Ciprski funt je ostal blizu centralnega tečaja do eura na močnejši strani razpona nihanja, malteška lira pa je v celotnem obdobju sodelovanja v ERM II ostala na ravni centralnega tečaja. Tržni tečaj obeh valut je bil na dan določitve menjalnega razmerja zelo blizu temu razmerju oziroma na isti ravni.

Če pogledamo zadnjih deset let, je bila inflacija, merjena z indeksom HICP, na Cipru in Malti razmeroma umirjena in je večinoma nihala med 2% in 3% (glej tabeli 14 in 15). K razmeroma ugodnim inflacijskim gibanjem je večinoma prispeval dolgoletni režim vezanega tečaja. Na Cipru je bila stopnja inflacije po HICP leta 2000 in 2003 višja, predvsem zaradi občutne rasti cen energentov in hrane ter postopnega zviševanja trošarin na energente in stopnje DDV z 10% na 15% v obdobju 2002-03, kar je bilo povezano z usklajevanjem z EU. Na Malti so bile nekoliko višje stopnje inflacije po HICP dosežene v letih 1997 in 1998, predvsem zaradi razmeroma velikega zvišanja cen gostinskih storitev in prevoza. Leta 2007 je povprečna inflacija po HICP na Cipru znašala 2,2%, pri čemer se je medletna stopnja inflacije z nizkih ravni v prvi polovici leta 2007 zvišala nad 3% proti koncu leta, v glavnem zaradi gibanja cen energentov. Na Malti je bila inflacija po HICP leta 2007 sorazmerno nižja kot v letu 2006, predvsem zaradi občutnega padca cen energentov z visokih ravni v prejšnjem letu in znižanja cen nastanitvenih

**Tabela 14 Glavni gospodarski kazalci Cipra**

(medletne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rast realnega BDP	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Prispevek k rasti realnega BDP</i>										
<i>(v odstotnih točkah)</i>										
Domače povpraševanje brez zalog	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Neto izvoz	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
Inflacija po HICP <sup>1)</sup>	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Sredstva za zaposlene	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominalni stroški dela na enoto proizvoda (celotno gospodarstvo)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Deflator uvoza (blago in storitve)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldo tekočega in kapitalnega računa (% BDP) <sup>2)</sup>	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Skupna zaposlenost	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Presežek (+)/primanjkljaj (-) širše opredeljene države	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Bruto dolg širše opredeljene države	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
3 mesečna obrestna mera (odstotki na leto) <sup>1)</sup>	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (odstotki na leto) <sup>1)</sup>	..	..	..	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Tečaj do eura <sup>1), 3)</sup>	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Vira: ECB in Eurostat.

(1) Povprečne vrednosti za obdobje.

(2) Podatki za leto 2007 se nanašajo na povprečje štirih četrletij do tretjega četrletja 2007.

(3) Ciprskih funtov za euro.

**Tabela 15 Glavni gospodarski kazalci Malte**

(medletne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rast realnega BDP	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Prispevek k rasti realnega BDP</i>										
<i>(v odstotkih točkah)</i>										
Domače povpraševanje brez zalog	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Neto izvoz	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
Inflacija po HICP <sup>1)</sup>	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Sredstva za zaposlene	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominalni stroški dela na enoto proizvoda (celotno gospodarstvo)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Deflator uvoza (blago in storitve)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Saldo tekočega in kapitalnega računa (% BDP) <sup>2)</sup>	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Skupna zaposlenost	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Presežek (+)/primanjkljaj (-) širše opredeljene države	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Bruto dolg širše opredeljene države	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
3-mesečna obrestna mera (odstotki na leto) <sup>1)</sup>	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (odstotki na leto) <sup>1)</sup>	..	..	..	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Tečaj do eura <sup>1), 3)</sup>	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Vira: ECB in Eurostat.

(1) Povprečne vrednosti za obdobje.

(2) Podatki za leto 2007 se nanašajo na povprečje štirih četrtletij do tretjega četrtletja 2007.

(3) Ciprskih funtov za euro.

storitev. V drugi polovici leta 2007 je medletna stopnja inflacije stalno naraščala in se decembra povzpela nekoliko nad 3%, zato je povprečna stopnja inflacije v letu znašala 0,7%. V letu 2007 so na Cipru in Malti na zviševanje inflacije vplivale cene hrane. Na Malti je povišanje inflacije, ki je postalo še posebno opazno v zadnjem četrtletju leta, odražalo tudi rast v skupinah oblačila in obutev ter gostinske storitve.

Inflacijska gibanja na Cipru je treba obravnavati v okolju razmeroma visoke gospodarske rasti v zadnjem desetletju, medtem ko je bila gospodarska rast na Malti počasnejša. Na Cipru je rast realnega BDP na začetku desetletja znašala približno 5%, nato pa je leta 2002 in 2003 postala zmernejša in je znašala približno 2%, predvsem zaradi manjšega turističnega povpraševanja. V zadnjih letih se je rast realnega BDP spet okrepila in se povzpela na približno 4%, kar je bilo v skladu z okrepljenim domačim povpraševanjem. Na Malti se je po obdobju razmeroma visoke gospodarske rasti do leta 2000

rast BDP občutno upočasnila zaradi zunanje šibkosti, močnejše konkurence na malteških izvoznih trgih in prestrukturiranja v predelovalnih dejavnostih. Gospodarska rast se je v poznejših letih znova okrepila in predvsem zahvaljujoč domačemu povpraševanju v povprečju znašala okrog 3%. Glede zunanjih gibanj sta Ciper in Malta v zadnjih desetih letih v povprečju izkazovala primanjkljaj na tekočem in kapitalnem računu v višini približno 3,5% oziroma 4% BDP. Leta 2007 se je primanjkljaj na tekočem in kapitalnem računu na Cipru povečal na 7,1% BDP, na Malti pa zmanjšala na 3,2% BDP.

Razmere na trgu dela so v obeh državah v zadnjih desetih letih ostale razmeroma stabilne. Na Cipru je stopnja brezposelnosti nihala med 3% in 5%, na Malti pa se je večinoma gibala okrog 7%. Rast zaposlenosti je bila na Cipru sorazmerno močna in je med letoma 2003 in 2005 dosegla skoraj 4%, na Malti pa je zaposlovanje v istem obdobju naraščalo počasneje. Po gospodarskem okrevanju v zadnjih letih so se raz-

mere na trgu dela v obeh državah v letu 2007 izboljšale. Stopnja brezposelnosti je na Cipru in Malti upadala in je ob koncu leta znašala 3,9% oziroma 5,8%. Precejšnji tokovi tujih delavcev, vključno s sezonskimi delavci, v obeh državah spodbujajo prožnost trga dela.

V zadnjih letih je fiskalna politika na Cipru in Malti zagotavljala večjo podporo pri doseganju cenovne stabilnosti, saj se je v obeh državah fiskalni položaj občutno izboljšal. V obeh državah se je leta 2004 začel zniževati delež primanjkljaja širše opredeljene države v BDP, ki je bil prej na visoki ravni. Na Cipru se je primanjkljaj, ki je leta 2003 znašal 6,5% GDP, leta 2007 spremenil v presežek v višini 1,5%, na Malti pa je delež primanjkljaja z 9,8% BDP leta 2003 padel na 1,6% leta 2007. V obeh državah je bilo izboljšanje proračunskega stanja predvsem posledica necikličnih dejavnikov, čeprav so v zadnjih letih pomembno vlogo odigrali tudi začasni ukrepi. Razmerje med dolgom širše opredeljene države in BDP je v obeh državah visoko, vendar se v zadnjih letih znižuje. Na Cipru se je delež javnega dolga z visokih 70,2% BDP leta 2004 znižal na 60% leta 2007, na Malti pa je z 72,7% BDP v enakem obdobju padel na 62,9%. Na Malti je potrebna dodatna fiskalna konsolidacija, preden bo država izpolnila svoje srednjeročne cilje, določene v Paktu za stabilnost in rast. Poleg tega bi bilo v obeh državah treba ustvariti zadosten manevrski prostor v javnih financah, ki bi omogočil obvladovanje pričakovanega poslabšanja demografskega položaja, zaradi katerega se bodo verjetno povečali javni izdatki, povezani s staranjem prebivalstva.

V konvergenčnem procesu na Cipru in Malti je pomembno vlogo odigrala tudi denarna politika. Obe državi imata dolgo tradicijo vezanega tečaja, ki traja že od šestdesetih let naprej. Poleg tega je ohranjanje cenovne stabilnosti kot najpomembnejši cilj denarne politike določen tudi v zakonu o centralni banki Central Bank of Cyprus in zakonu o centralni banki Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta iz leta 2002. Ciprski funt je bil vezan na ECU leta 1992 in na euro leta 1999 z razponom nihanja  $\pm 2,25\%$ . Leta 2001 je bil razpon nihanja razširjen na

$\pm 15\%$  v okviru postopne liberalizacije pretoka kapitala. Kljub temu Central Bank of Cyprus ni izkoristila razširjenega razpona in menjalni tečaj se je gibal v ožjem razponu. Malteška lira je bila vezana na košarico valut v celotnem obdobju od osamosvojitve Malte leta 1964, pri čemer so bile velike uteži dodeljene ECU/euro, britanskemu funtu in ameriškemu dolarju. Ker je bil euro v košarici valuta z največjo utežjo (predstavljal je 70%), so nihanja tečaja lire do eura v letih pred vstopom v ERM II ostala razmeroma omejena. Ciprski funt in malteška lira sta v ERM II vstopila 2. maja 2005, in sicer s standardnim razponom nihanja  $\pm 15\%$ . Malteške oblasti so takrat tudi izjavile, da nameravajo kot enostransko zavezanost menjalni tečaj lire do eura ohranjati na ravni centralnega tečaja.

Leta 2007 je bila denarna politika centralnih bank Central Bank of Cyprus in Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta še naprej usmerjena v doseganje cenovne stabilnosti. Obe centralni banki sta podpirali vezan tečaj, tako da sta ključne uradne obrestne mere ohranjali nad obrestnimi merami ECB. Central Bank of Cyprus je svojo izklicno obrestno mero večino leta ohranila na ravni 4,5%, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pa je svojo centralno intervencijsko obrestno mero zvišala dvakrat, in sicer januarja in maja za skupaj 50 bazičnih točk na 4,25%. Uradne obrestne mere so bile usklajene z uradnimi obrestnimi merami ECB 21. decembra 2007 na Cipru in 28. decembra 2007 na Malti, s čimer se je končal proces konvergence uradnih obrestnih mer. Obrestne mere na denarnem trgu so se na Cipru in Malti gibale bolj ali manj skladno z uradnimi obrestnimi merami, kar je decembra 2007 pripeljalo do dokončne konvergence tržnih obrestnih mer. Dolgoročne obrestne mere so bile blizu tistim v euroobmočju že od začetka leta 2006 dalje. To je v obeh državah odražalo zaupanje trga v splošna gospodarska gibanja in verodostojnost denarne in tečajne politike.

Po uvedbi eura je glavni izziv politik na Cipru in Malti izvajanje ustreznih nacionalnih ekonomskih politik, s katerimi bo zagotovljena visoka stopnja vzdržne konvergence. Pomembna izziva

za obe državi sta nadaljnje izvajanje vzdržne in verodostojne fiskalne konsolidacije na podlagi strukturnih ukrepov ter izboljšanje fiskalne uspešnosti z občutnim zmanjšanjem deleža dolga. Prav tako je pomembno, da ohranjata zmerno gibanje plač, ki upošteva rast produktivnosti dela, razmere na trgu dela in gibanja v konkurenčnih državah. Pri tem sta ključna elementa v obeh državah krepitev konkurence na trgih proizvodov in izboljšanje delovanja trga

dela. Na Cipru na primer bi bilo treba temeljito preoblikovati mehanizem indeksacije plač in nekaterih socialnih prejemkov (npr. dodatkov za življenjske stroške), da bi se zmanjšala tveganja, povezana z inercijo inflacije. Na Malti pa je pozornost treba posvetiti tudi premagovanju strukturnih omejitev, ki zavirajo gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest, predvsem s spodbujanjem rasti deleža aktivnega prebivalstva.

#### Okvir 10

#### ŠIRITVE EUROOBMOČJA NA CIPER IN MALTO TER POSLEDICE ZA STATISTIKO

Širitev euroobmočja na Ciper in Malto 1. januarja 2008 je tretji dogodek, zaradi katerega je treba serije statističnih podatkov za euroobmočje spremeniti, da bi vključevale nove države članice. Priprava statističnih podatkov za razširjeno euroobmočje se je po potrebi usklajevala z Evropsko komisijo.

Vstop Cipra in Malte v euroobmočje pomeni, da so rezidenti obeh držav postali rezidenti euroobmočja. To vpliva na statistiko, pri kateri agregati euroobmočja niso samo seštevek nacionalnih podatkov, kot so denarna statistika, statistika plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb ter finančni računi, saj morajo biti zdaj transakcije med ciprskimi in malteškimi rezidenti ter drugimi rezidenti euroobmočja konsolidirane.

Po januarju 2008 morata Ciper in Malta izpolnjevati vse statistične zahteve ECB, tj. zagotavljati morata popolnoma harmonizirane in primerljive nacionalne podatke.<sup>1</sup> Ker priprava novih statistik zahteva veliko časa, sta centralni banki Cipra in Malte z ECB začeli statistične priprave veliko pred tem, preden sta Ciper in Malta vstopila v EU. Potem ko sta postali članici ESCB, sta Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pospešili svoje priprave, da bi izpolnili zahteve ECB na področju denarne in bančne statistike ter statistike plačilne bilance, javnih financ, finančnih računov in druge finančne statistike. Na nekaterih statističnih področjih je bil z obema državama pripravljen akcijski načrt, ki naj bi v letu 2008 zagotovil postopno izpolnjevanje vseh statističnih zahtev ECB. Poleg tega sta Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta morali izvesti ustrezne priprave za integracijo ciprskih in malteških kreditnih institucij v sistem obveznih rezerv ECB ter za izpolnitev ustreznih statističnih zahtev.

Za poročevalce podatkov in nacionalne centralne banke drugih držav članic euroobmočja širitev euroobmočja pomeni, da morajo od januarja 2008 o transakcijah (ali tokovih) in stanjih v zvezi z rezidenti Cipra in Malte poročati v okviru podatkov euroobmočja in ne kot o transakcijah in stanjih v zvezi z nerezidenti euroobmočja.

<sup>1</sup> Povzetek statističnih zahtev ECB je predstavljen v dokumentu „Statistika ECB: pregled“, april 2006.

Poleg tega so morali Ciper, Malta in druge države euroobmočja pripraviti podatke za nazaj z zadostnimi podrobnimi geografskimi in sektorskimi informacijami, ki segajo najmanj v leto 2004, ko sta Ciper in Malta vstopila v EU.

Kar zadeva objavljanje statističnih podatkov euroobmočja, je ECB uporabnikom omogočila neposreden dostop do dveh sklopov časovnih vrst, od katerih eden vsebuje podatke za zdajšnje euroobmočje (tj. vključno s Ciprom in Malto), ki zajemajo čim daljše obdobje za nazaj, drugi pa povezuje različne sestave euroobmočja vse od leta 1999, ko ga je sestavljalo enajst držav.

## 2 PRAVNI VIDIKI INTEGRACIJE CENTRALNE BANKE CIPRA IN CENTRALNE BANKE MALTE V EUROSISTEM

V skladu s členom 122(2) Pogodbe ES je ECB preverila skladnost statuta centralne banke Central Banke of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ter druge relevantne ciprske in malteške zakonodaje s členom 109 Pogodbe. ECB je pozitivno ocenila skladnost ciprske in malteške zakonodaje s Pogodbo in Statutom ESCB, kar je navedla v svojem konvergenčnem poročilu za Ciper in Malto, objavljenem maja 2007.

ECB, Central Banke of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta so uvedle številne pravne instrumente, da bi zagotovile integracijo centralne banke Central Banke of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v Eurosistem 1. januarja 2008. Pravni okvir Eurosistema je bil sprejet na podlagi odločbe Ekonomsko-finančnega sveta z dne 10. julija 2007 o odpravi odstopanja za Ciper in Malto.<sup>1</sup> Zaradi uvedbe eura na Cipru in Malti ter integracije njunih centralnih bank v Eurosistem je bilo treba prav tako spremeniti nekatere ciprske in malteške pravne instrumente.

Marca 2007 je bil statut centralne banke Central Bank of Cyprus usklajen s priporočili v konvergenčnih poročilih ECB iz leta 2004 in 2006. Ciper se je z ECB trikrat posvetoval o predlogu sprememb statuta Central Bank of Cyprus. ECB je sprejela tri mnenja s predlogi sprememb,<sup>2</sup> ki so bile nato upoštewane v končni različici statuta. Leta 2007 je bila ECB zaprosena tudi za mnenje o spremembah druge ciprske zakonodaje, ki ureja valutna vprašanja.<sup>3</sup>

Malta se je z ECB o predlogu sprememb statuta Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta posvetovala dne 30. marca 2006. ECB je sprejela mnenje,<sup>4</sup> s katerim je predlagala številne spremembe, ki so bile upoštewane v spremembah statuta. Poleg tega se je Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dne 21. novembra 2006 z ECB posvetovala o nadaljnjih spremembah statuta Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, v katerih bi bila upoštevana priporočila iz konvergenčnega poročila ECB iz leta 2006. ECB je sprejela mnenje<sup>5</sup> o spremembah, ki so bile upoštewane v končni različici statuta Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. ECB

je bila 28. maja 2007 zaprosena tudi za mnenje o spremembah direktive št. 1 Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta o obveznih rezervah in je sprejela mnenje o spremembah.<sup>6</sup>

Odločba Ekonomsko-finančnega sveta z dne 10. julija 2007 je sprožila spremembe Uredbe Sveta (ES) št. 974/98, s katerimi bi bila omogočena uvedba eura na Cipru<sup>7</sup> in Malti,<sup>8</sup> ter sprejetje Uredbe Sveta (ES) št. 1135/2007<sup>9</sup> in Uredbe Sveta (ES) št. 1134/2007<sup>10</sup> o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98, ki je določila nepreklicno menjalno razmerje med eurom in ciprskim funtom oziroma malteško liro. Svet se je posvetoval z ECB o predlogih obeh navedenih uredb in o tem je ECB sprejela mnenje.<sup>11</sup> ECB je bila prav tako zaprosena za mnenje o nacionalni zakonodaji, ki ureja zamenjavo gotovine v euro na Cipru in Malti.<sup>12</sup>

Kar zadeva pravne priprave na integracijo centralne banke Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v Eurosistem, je ECB sprejela potrebne pravne instrumente, s katerimi je zagotovila, da obe centralni banki vplačata preostali delež kapitala

1 Odločba Sveta 2007/503/ES z dne 10. julija 2007 v skladu s členom 122(2) Pogodbe o uvedbi enotne valute na Cipru 1. januarja 2008, UL L 186, 18. 7. 2007, str. 29 in Odločba Sveta 2007/504/ES z dne 10. julija 2007 v skladu s členom 122(2) Pogodbe o uvedbi enotne valute na Malti 1. januarja 2008, UL L 186, 18. 7. 2007, str. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 in CON/2006/50.

3 CON/2007/39 in CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2007/58.

6 CON/2007/16.

7 Uredba Sveta (ES) št. 835/2007 z dne 10. julija 2007 o spremembi Uredbe (ES) št. 974/98 glede uvedbe eura na Cipru, UL L 186, 18. 7. 2007, str. 1.

8 Uredba Sveta (ES) št. 836/2007 z dne 10. julija 2007 o spremembi Uredbe (ES) št. 974/98 glede uvedbe eura na Malti, UL L 186, 18. 7. 2007, str. 3.

9 Uredba Sveta (ES) št. 1135/2007 z dne 10. julija 2007 o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98 glede menjalnega razmerja eura za Ciper, UL L 256, 2. 10. 2007, str. 2.

10 Uredba Sveta (ES) št. 1134/2007 z dne 10. julija 2007 o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98 glede menjalnega razmerja eura za Malto, UL L 256, 2. 10. 2007, str. 1.

11 CON/2007/19, UL C 160, 13. 7. 2007, str. 1.

12 CON/2006/10 in CON/2007/1.

13 Sklep ECB/2007/22 z dne 31. decembra 2007 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv in prispevku v rezerve in rezervacije ECB s strani centralnih bank Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, UL L 28, 1. 2. 2008, str. 36.



in preneseta devizne rezerve v ECB.<sup>13</sup> V skladu s členom 27.1 Statuta ESCB je Svet ECB sprejel priporočila o zunanjem revizorju Central Bank of Cyprus<sup>14</sup> in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta<sup>15</sup> za revidiranje letnih računovodskih izkazov od finančnega leta 2008 naprej. ECB je prav tako pregledala svoj pravni okvir in uvedla potrebne spremembe, ki izhajajo iz članstva centralne banke Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v Eurosistemu. To je vključevalo pregled ciprske in malteške zakonodaje o izvajanju pravnega okvira Eurosistema, ki ureja denarno politiko in TARGET2. Posledično so ciprske in malteške nasprotno stranke od 2. januarja 2008 naprej lahko sodelovale v operacijah odprtega trga Eurosistema. ECB je sprejela tudi uredbo o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv ECB po uvedbi eura na Cipru in Malti.<sup>16</sup> Nazadnje je za centralno banko Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta prenehal veljati sporazum o ERM II.<sup>17</sup>

14 Priporočilo ECB/2007/12 z dne 15. novembra 2007 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Central Bank of Cyprus, UL C 277, 20. 11. 2007, str. 1.

15 Priporočilo ECB/2007/17 z dne 29. novembra 2007 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, UL C 304, 15. 12. 2007, str. 1.

16 Uredba ECB/2007/11 z dne 9. novembra 2007 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura na Cipru in Malti, UL L 300, 17. 11. 2007, str. 44.

17 Sporazum z dne 14. decembra 2007 med Evropsko centralno banko in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic zunaj euroobmočja o spremembah Sporazuma z dne 16. marca 2006 med Evropsko centralno banko in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic zunaj euroobmočja o določitvi operativnih postopkov za mehanizem deviznih tečajev v tretji fazi ekonomske in monetarne unije, UL C 319, 29. 12. 2007, str. 7.

### 3 OPERATIVNI VIDIKI INTEGRACIJE CENTRALNE BANKE CIPRA IN CENTRALNE BANKE MALTE V EUROSISTEM

Po odločbi Ekonomsko-finančnega sveta z dne 10. julija 2007 o uvedbi eura na Cipru in Malti dne 1. januarja 2008 je ECB izvedla tehnične priprave, da bi se lahko Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v celoti vključili v Eurosistem. Skladno z določbami Pogodbe ES sta obe centralni banki vstopili v Eurosistem z natanko enakimi pravicami in obveznostmi, kakor jih imajo nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so že prej uvedle euro.

Tehnične priprave na integracijo centralne banke Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v Eurosistem so potekale v tesnem sodelovanju med ECB in obema centralnima bankama ob večstranskem sodelovanju s trinajstimi nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja, kjer je bilo to ustrezno. Priprave so zajemale širok sklop področij, zlasti finančno poročanje in računovodstvo, operacije denarne politike, upravljanje deviznih rezerv in devizne operacije, plačilne sisteme, statistiko in proizvodnjo bankovcev. Na področju operacij so priprave vključevale obsežno preizkušanje instrumentov in postopkov za izvajanje operacij denarne politike in deviznih operacij.

#### 3.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Potem ko sta 1. januarja 2008 Ciper in Malta uvedla euro, so od tega datuma naprej za kreditne institucije v obeh državah začele veljati obvezne rezerve Eurosistema. Ker pa je 1. januar 2008 padel skoraj v sredino rednega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv Eurosistema, ki je trajalo od 12. decembra 2007 do 15. januarja 2008, je bilo treba poskrbeti za prehodne določbe o uporabi obveznih rezerv na Cipru in Malti v navedenem obdobju. Prehodne odločbe so bile potrebne tudi za izračun osnove za obvezne rezerve njenih nasprotnih strank. Seznam 215 ciprskih in 22 malteških kreditnih institucij, ki so obveznice za obvezne rezerve Eurosistema, je bil prvič objavljen na spletnem mestu ECB 31. decembra 2007.

Zaradi vstopa Cibra in Malte v euroobmočje so se skupne obvezne rezerve kreditnih institucij euro-

območja povečale za manj kot 1% (za 1,1 milijarde EUR oziroma za 0,4 milijarde EUR). Avtonomni likvidnostni dejavniki v bilanci stanja obeh centralnih bank so v obdobju od 1. do 15. januarja 2008 zmanjšali likvidnostne potrebe celotnega bančnega sektorja euroobmočja v povprečju za 2,7 milijarde EUR. Pri izračunu te številke so bili kot avtonomni dejavniki upoštevane tudi operacije denarne politike za umikanje likvidnosti, ki sta jih Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta izvedli pred vstopom v euroobmočje in ki so zapadle do 4. januarja. Tako je ob upoštevanju obveznih rezerv in avtonomnih dejavnikov vstop Cibra in Malte v euroobmočje zmanjšal skupne likvidnostne potrebe bančnega sektorja euroobmočja za 1,2 milijarde EUR, kar je predstavljalo 0,3% skupnih likvidnostnih potreb.

Na splošno je bil likvidnostni presežek v višini 1,2 milijarde EUR prek medbančnega trga gladko preusmerjen v banke v drugih državah euroobmočja, kjer je bil izkoriščen za izpolnjevanje obveznih rezerv. Poleg tega so ciprske nasprotne stranke do 15. januarja prek odprte ponudbe mejnega depozita v povprečju dnevno deponirale približno 0,3 milijarde EUR.

ECB je upoštevala vpliv na likvidnostne razmere euroobmočja in prilagodila zneske dodelitve v operacijah glavnega refinanciranja, in sicer že za operacijo, ki je bila poravnana 28. decembra in je zapadla 4. januarja. Glede na likvidnostni presežek so nasprotne stranke s Cibra in Malte v operacijah glavnega refinanciranja na začetku leta 2008 predložile le zanemarljiv znesek protiponudb. Kljub temu pa so sodelovale v dveh operacijah finega uravnavanja za umikanje likvidnosti, ki sta bili izvedeni 2. in 3. januarja, ter so pri Eurosistemu deponirale 0,3 oziroma 0,5 milijarde EUR.

Ob vstopu v euroobmočje sta centralni banki Cibra in Malte sprejeli tudi sistem zavarovanj Eurosistema. Central Bank of Cyprus je prijavila za 4,2 milijarde EUR finančnega premoženja na Cipru, Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pa za 3,1 milijarde EUR finančnega premoženja na Malti, ki se po 1. januarju 2008 lahko uporabi kot primerno zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema.



### 3.2 PRISPEVKI V KAPITAL, REZERVE IN DEVIZNE REZERVE ECB

Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta sta ob vstopu v ESCB 1. maja 2004 vplačali 7% svojega deleža vpisanega kapitala ECB kot prispevek k operativnim stroškom ECB. V skladu s členom 49 Statuta ESCB sta Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 1. januarja 2008 vplačali preostali del vpisanega kapitala. Njun skupni delež vpisanega kapitala znaša 7,2 milijona EUR oziroma 3,6 milijona EUR, kar predstavlja 0,1249% oziroma 0,0622% vpisanega kapitala ECB, ki je 1. januarja 2008 znašal 5,761 milijarde EUR.

Na začetku leta 2008 sta Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v skladu s členoma 30 in 49.1 Statuta ESCB prenesli devizne rezerve na ECB (73,4 milijona EUR oziroma 36,6 milijona EUR) v sorazmerju z deviznimi rezervami, ki so jih na ECB že prenesle druge nacionalne centralne banke, na podlagi njunega deleža v vpisanem kapitalu. V skupnem prispevku je bilo 15% zlata in 85% sredstev v ameriških dolarjih. Na podlagi precdenčnega primera iz leta 2007, ko sta Banka Slovenije in Banque centrale du Luxembourg za upravljanje svojega deleža deviznih rezerv združili operativne dejavnosti, sta se Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dogovorili, da bosta svoje operativne dejavnosti pri upravljanju deleža deviznih rezerv v ECB združili z Bank of Greece oziroma s Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. V zvezi s prenosom deviznih rezerv na ECB je bila centralni banki Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pripisana terjatev do ECB v eurih.

## 4 ZAMENJAVA GOTOVINE NA CIPRU IN MALTI

Šest let po uspešni uvedbi eurobankovcev in eurokovancev v skupno 12 državah euroobmočja in leto potem, ko je v Eurosistem vstopila Slovenija, so bili eurobankovci in eurokovanci 1. januarja 2008 uspešno uvedeni tudi na Cipru in Malti. Po enomesečnem obdobju dvojnega obtoka je euro v celoti nadomestil ciprski funt in malteško liro.

Kot pri prejšnjih zamenjavah gotovine je bila pravočasna in celovita priprava ključnega pomena za nemoteno uvedbo eurobankovcev in eurokovancev. Ciper in Malta sta načrte zamenjave gotovine pripravila na nacionalni ravni že veliko pred €-dnevom. Ti načrti so med drugim temeljili na pravnem okviru, ki ga je julija 2006 Svet ECB sprejel v zvezi z nekaterimi pripravami na prehod na eurogotovino ter preddobavo in posredno preddobavo eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja.

Po odločbi Ekonomsko-finančnega sveta z dne 10. julija 2007 o uvedbi eura na Cipru in Malti s 1. januarjem 2008 sta Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta postali upravičeni do izposoje bankovcev od Eurosistema med pripravami na zamenjavo gotovine in za pokritje potreb po bankovcih v letu 2008.

Za pokritje potreb ob uvedbi je Eurosistem centralni banki Central Bank of Cyprus iz svojih zalog zagotovil skupaj 79,1 milijona eurobankovcev v nominalni vrednosti 1.730,0 milijonov EUR, Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pa je prejela skupaj 72,0 milijonov bankovcev v nominalni vrednosti 1.566,0 milijonov EUR. Iz zemljepisnih in logističnih razlogov so dejansko dobavo bankovcev v imenu Eurosistema izvedle Bank of Greece, Banca d'Italia in Banco de Portugal.

V zvezi z eurokovanci so se pristojni organi v obeh državah za zagotovitev potrebnih količin odločili za postopek javnega razpisa. Za Ciper je 395,0 milijonov eurokovancev v nominalni vrednosti 100,3 milijona EUR izdelala kovnica Mint of Finland, za Malto pa je 200,0 milijonov

eurokovancev v nominalni vrednosti 56,1 milijona EUR skovala kovnica Monnaie de Paris.

Central Bank of Cyprus je začela kreditnim institucijam preddobavljati eurokovance 22. oktobra 2007, preddobava eurobankovcev pa se je začela 19. novembra 2007. Posredna preddobava trgovcem na drobno in sektorju prodajnih avtomatov se je začela hkrati s preddobavo. Obsežna preddistribucija eurokovancev je bila podprta s prodajo 40.000 začetnih paketov kovancev, od katerih je bil vsak vreden 172 EUR, podjetjem in trgovcem na drobno, ki se je začela 3. decembra 2007. Od istega datuma naprej je potekala tudi prodaja 250.000 minipaketov v vrednosti 10 CYP splošni javnosti.

Na Malti se je preddobava eurokovancev začela proti koncu septembra 2007, preddobava eurobankovcev pa proti koncu oktobra. Posredna preddobava eurobankovcev in eurokovancev podjetjem in trgovcem na drobno, vključno z distribucijo začetnih paketov v vrednosti 131 EUR po paketu, se je začela 1. decembra 2007. Splošna javnost je imela možnost kupiti enega od 330.000 minipaketov, vrednih 11,65 EUR, od 10. decembra 2007 naprej.

Preddobava in posredna preddobava sta se v obeh državah končali v načrtovanem roku, kar je prispevalo k širši distribuciji eurogotovine še pred dejansko uvedbo, hkrati pa so vse operacije zagotovile nemoten potek celotnega procesa. Proces zamenjave gotovine na Cipru in Malti je bil še dodatno olajšan zaradi hitre prilagoditve bankomatov, ki so bili prilagojeni bodisi še pred €-dnevom ali na dan 1. januarja 2008. Poleg tega so trgovci na drobno od prvega dne naprej vračali drobiž le še v eurogotovini.

V obeh državah je bil euro dan v obtok po scenariju „velikega poka“, se pravi, da so bili eurobankovci in eurokovanci dejansko uvedeni takrat, ko je euro postal zakonito plačilno sredstvo. Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta bosta svoje nacionalne bankovce odkupovali deset let, svoje nacionalne kovance pa dve leti.

V zvezi z uvedbo eura na Cipru in Malti so nacionalne centralne banke euroobmočja začele menjavati bankovce ciprskega funta in malteške lire za euro po nominalni vrednosti s prvim delovnim dnevom leta 2008, ta brezplačna storitev pa se je nadaljevala do 29. februarja 2008.<sup>18</sup> Znesek zamenjave je bil omejen na 1.000 EUR za vsako stranko/transakcijo na dan.

### INFORMACIJSKA KAMPANJA OB UVEDBI EURA

ECB je v sodelovanju s centralno banko Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta zasnovala in izvajala celovito informacijsko kampanjo, ki je spadala v sklop priprav na uvedbo eura na Cipru in Malti 1. januarja 2008. Cilj skupne informacijske kampanje je bil seznaniti javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovanecv ter z naĉini zamenjave gotovine. Posebna pozornost je bila posveĉena profesionalnim uporabnikom gotovine in slabovidnim osebam, za katere so bila pripravljena posebna usposabljanja in gradiva.

V vseh skupnih komunikacijskih dejavnostih, povezanih z zamenjavo gotovine na Cipru in Malti, je nastopal logotip „€ NAŠ denar“, ki temelji na logotipu, ki je bil uporabljen v informacijski kampanji za uvedbo eurobankovcev in eurokovanecv v letu 2002.

Za skupno informacijsko kampanjo v zvezi z eurom je bil sprejet sklop komunikacijskih dejavnosti, ki je vkljuĉeval kombinacijo raziskovalnih dejavnosti, objav, stikov z mediji in javnostjo ter posebnih spletnih mest. Po izvedbi vseevropske kvalitativne raziskave leta 2006 je bil v celotni informacijski kampanji v zvezi z eurogotovino moĉno poudarjen ĉloveški element. V informativnih gradivih so bile uporabljene fotografije, ki so predstavljale ciprske in malteške drŹavljane med ravnanjem z gotovino, katerih namen je bil ljudem pribliŹati euro. Kampanja je upoštevala tudi spoznanja iz informacijske kampanje ob uvedbi eura v Sloveniji, kjer je bil uporabljen sklop komunikacijskih dejavnosti ocenjen v anketi februarja 2007.

ECB je pripravila skoraj 1,8 milijona publikacij v grškem, malteškem, angleškem in turškem

jeziku, ki sta jih razdeljevali Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Vsako gospodinjstvo na Cipru in Malti je prejelo eno od 560.000 informacijskih zloŹenk za javnost. Skupaj z zloŹenko so gospodinjstva na Cipru prejela tudi eurokalkulator in kartico v obliki eurobankovca, tista na Malti pa kartico s pretvorbo zneskov v euro. Obe kartici sta Źepne velikosti in prikazujeta dve podobi, ki sta izmenično vidni ob nagibanju kartice. Na Malti je kartica na eni strani prikazovala tabelo s pretvorbo standardnih zneskov v euro oziroma malteško liro, na drugi pa bankovec za 20 EUR in njegove zašĉitne elemente. Na Cipru je kartica predstavljala bankovec za 20 EUR in 50 EUR ter zašĉitne elemente.

Posebna pozornost je bila posveĉena slabovidnim drŹavljanom. Tako imenovana „govoreĉa kartica“ (inovativni izdelek, narejen po enakem naĉelu kot rojstnodnevne voŹilnice, ki zaigrajo melodijo) je vsebovala elektronski ĉip z vnaprej posnetim trinitutnim sporoĉilom, ki je opisovalo glavne znaĉilnosti eura in lokalne naĉine zamenjave gotovine.

Mnogi javni dogodki in tiskovne konference so pritegnili veliko medijske pozornosti: euro plakati na stavbah centralne banke Central Bank of Cyprus in Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, konferenca o euru na Malti, katere cilj je bil spodbuditi dialog o gospodarskih in praktiĉnih vidikih eura, akademsko predavanje na Cipru ter praznovanje, povezano z eurom, ki je potekalo 12. januarja 2008 na Malti in 18. januarja 2008 na Cipru. Za zagotovitev verodostojnih informacij o organizaciji, odgovornostih in dejavnostih ECB oziroma Eurosistema je bil za ciprske in malteške novinarje na sedeŹu ECB v Frankfurtu septembra 2007 organiziran dvodnevni seminar.

<sup>18</sup> V skladu s ĉlenom 52 Statuta ESCB mora Svet ECB storiti vse potrebno, da bi nacionalne centralne banke euroobmoĉja menjale bankovce, izraŹene v valutah z nepreklicno doloĉenim menjalnim razmerjem do eura, po njihovi nominalni vrednosti. V skladu s tem je Svet ECB 24. julija 2006 sprejel smernico o zamenjavi takih bankovcev.





## POGLAVJE 4

# FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA

# I FINANČNA STABILNOST

Eurosistem prispeva k nemotenemu vodenju politik pristojnih nacionalnih organov na področju bonitetnega nadzora kreditnih institucij ter stabilnosti finančnega sistema. Eurosistem tem organom oblasti in Evropski komisiji prav tako svetuje glede obsega in izvajanja zakonodaje Skupnosti na teh področjih.

## I.1 SPREMLJANJE FINANČNE STABILNOSTI

ECB si v sodelovanju z Odborom za bančni nadzor ESCB prizadeva za zaščito stabilnosti finančnega sistema.<sup>1</sup> Ključne dejavnosti so spremljanje tveganj za finančno stabilnost in ocenjevanje sposobnosti finančnega sistema za absorpiranje šokov. Pri tem se osredotoča na banke, saj te še naprej ostajajo glavni posredniki sredstev in so tudi glavni možni kanal za širjenje tveganj v finančnem sistemu. Hkrati mora ESCB zaradi vse večjega pomena finančnih trgov in drugih finančnih institucij ter njihovih povezav z bankami spremljati ranljivosti v teh komponentah finančnega sistema.

### CIKLIČNA GIBANJA

V letu 2007 so se zaradi pretresov na mednarodnih finančnih trgih v drugi polovici leta pojavila številna vprašanja glede finančne stabilnosti v euroobmočju. Pomembnejša gibanja, njihova dinamika in nauki, ki jih lahko potegnemo iz teh dogodkov, so obravnavani v drugem delu tega poročila (glej razdelek 2 v poglavju 1) in v številnih publikacijah ECB, zlasti v izdaji *Financial Stability Review*. Kljub pretresom je finančni sistem euroobmočja v letu 2007 na splošno ostal zanesljiv in odporen. Vseeno je bila njegova sposobnost absorpiranja šokov v drugi polovici leta za daljše obdobje postavljena pred hudo preizkušnjo. Čeprav so makroekonomske razmere med letom še naprej v glavnem ugodno vplivale na stabilnost finančnega sistema, je julija in avgusta prišlo do nenadnega preobrata ugodnih razmer na finančnem trgu. To obdobje pretresov na finančnih trgih, ki ga je sprožilo močno povečanje nerednosti odplačil drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, je povzročilo prevrednotenje kreditnega tveganja na številnih

trgih, na koncu pa še motnjo delovanja bistvenih trgov financiranja.

Pred začetkom pretresov na trgu je bilo finančno stanje finančnega sistema euroobmočja trdno, kar je bilo posledica visoke dobičkonosnosti v bančnem sektorju, ki se je nadaljevala v prvi polovici leta 2007. To je bančnemu sistemu omogočalo akumulirati občutne zaloge za absorpcijo motenj. Izboljšanje dobičkonosnosti velikih bank euroobmočja v prvi polovici leta 2007 je bilo predvsem posledica močne rasti neobrestnih prihodkov, medtem ko so bili neto obrestni prihodki kljub močni, čeprav počasnejši rasti posojil zasebnemu sektorju še naprej pod pritiskom zaradi položne krivulje donosnosti. Poleg tega so dobičkonosnost velikih bank euroobmočja spodbujali še naprej nizki stroški oslabitve posojil. Na stopnje dobičkonosnosti v drugi polovici leta pa so negativno vplivali prevrednotenje kreditnega tveganja in težji tržni pogoji za financiranje likvidnosti. Ta negativni učinek so deloma povzročile spremembe vrednotenja drugorazrednih in strukturiranih kreditnih vrednostnih papirjev ter odobrenih finančno vzvodenih posojil. Pretresi na kreditnih trgih so prizadeli predvsem neobrestne vire prihodkov bank, medtem ko so banke, ki se opirajo na vire financiranja velikih vrednosti, imele težave pri povečevanju virov neto obrestnih prihodkov.

Medtem ko je visoka dobičkonosnost v prvi polovici leta 2007 še naprej pozitivno vplivala na kapital bank, so se stopnje solventnosti nekoliko znižale, ker je tehtana tvegana aktiva rasla počasneje od kapitalne osnove bank. Vseeno so stopnje solventnosti v prvi polovici leta 2007 brez težav ostajale nad minimalnimi predpisanimi vrednostmi. Kljub neugodnim gibanjem dobičkonosnosti v drugi polovici leta neposredni učinki pretresov na finančnih trgih verjetno ne bodo občutno vplivali na stopnjo solventnosti velikih bank euroobmočja za leto 2007, kar

<sup>1</sup> Od konca leta 2004 dalje ECB objavlja polletno poročilo o stabilnosti finančnega sistema v euroobmočju z naslovom „*Financial Stability Review*“. Leta 2007 je objavila tudi šesto izdajo poročila „*EU banking sector stability*“ in „*EU banking structures*“. Te publikacije predstavljajo glavne ugotovitve rednega spremljanja strukture in stabilnosti bančnega sektorja, ki ga izvaja Odbor za bančni nadzor. Na voljo so na spletni strani ECB.

kaže, da so te banke ohranile ustrezno sposobnost absorbiranja šokov.

Poleg možnih posledic pretresov na kreditnih trgih so prihodnja tveganja za bančni sistem euroobmočja povezana predvsem z možnostjo neugodnih gibanj v kreditnem ciklu z negativnimi posledicami za kakovost aktive bank in stroške oslabitve posojil. Poleg tega je možnost neovladljivega razpletanja svetovnih neravnovesij še naprej vir srednjeročnega tveganja za finančno stabilnost.

Finančne razmere v zavarovalniškem sektorju euroobmočja so se v prvi polovici leta 2007 še naprej izboljševale, s čimer se je še utrdil napredek na tem področju po letu 2004. Moč sektorja je podpirala nadaljnja rast premij, pa tudi omejevanje stroškov in umirjena gibanja na strani izgub. K boljši dobičkonosnosti je prispevala tudi rast prihodkov od naložb, ki so posledica ugodnih gibanj na delniških trgih v prvi polovici leta 2007. Vseeno nekaj tveganj v zavarovalniškem sektorju še ostaja in morebiti so se tudi povečala. Za zavarovalnice so med glavnimi tveganji še vedno tveganja na finančnih trgih. Čeprav kaže, da je izpostavljenost zavarovalnic euroobmočja drugorazrednim hipotekarnim kreditom in strukturiranim kreditnim proizvodom omejena, so nekoliko zaskrbljujoči sekundarni učinki zahtevnih razmer na kreditnih trgih. Dodatna tveganja se lahko pojavijo zaradi povečanja konkurence, zlasti v sektorju neživiljenjskih zavarovanj, ki bi lahko upočasnila rast premij.

Celotni svetovni sektor hedge skladov je v letu 2007 še naprej rasel, čeprav so se gibanja neto prilivov med letom zelo spreminjala. Neto prilivi v prvi polovici leta so bili kljub krajšemu obdobju pretresov na finančnih trgih konec februarja in začetek marca zelo močni. V drugi polovici leta so na neto prilive vlagateljev v sektor hedge skladov negativno vplivali pretresi na kreditnih trgih in splošne izgube v avgustu, ki so vplivale na vse investicijske strategije hedge skladov. Kljub temu so medletni donosi sektorja hedge skladov kot celote ob koncu tretjega četrtletja 2007 ostali pozitivni.



### STRUKTURNA GIBANJA

Strukturalna gibanja v bančnem sektorju, ki navadno potekajo v daljših časovnih obdobjih, imajo lahko pomembne posledice za stabilnost finančnega sistema. Glavni dolgoročni trendi konsolidacije in posredništva so se v letu 2007 nadaljevali. Ohranile so se tudi velike razlike v strukturi bančnih trgov med državami članicami EU.

Proces konsolidacije, ki se kaže v zmanjševanju števila kreditnih institucij, se je na skupni ravni nadaljeval, čeprav počasneje. Ob koncu leta 2006 je bilo v EU25 za 2 % manj kreditnih institucij kot v letu 2005. Hkrati je bančno posredništvo, merjeno s skupno bilančno vsoto bank, še naprej prehitevalo rast nominalnega BDP. Kombinacija manjšega števila kreditnih institucij in povečanja bilančne vsote bank kaže na vse večji pomen večjih institucij.

Zmanjšanje števila kreditnih institucij je bilo tesno povezano zlasti z dogajanjem na področju domačih združitvev in prevzemov znotraj bančnega sektorja EU. Hkrati se je trend upadanja števila transakcij združitvev in prevzemov, ki ga opažamo že od leta 2000, v letu 2007 nadaljeval. Izjema so čezmejni posli med kreditnimi institucijami v EU in tistimi zunaj EU, ki so se zlasti v preteklih dveh letih povečali. Kljub temu se je vrednost združitvev in prevzemov



v letu 2007 povečala, predvsem zaradi velikih domačih poslov v nekaterih državah članicah. S prevzemom banke ABN Amro s strani konzorcija bank Royal Bank of Scotland, Santander in Fortis so čezmejni posli dosegli nov največji obseg. To kaže, da so od leta 2004 prevladovali razmeroma maloštevilni posli velikih obsegov.

Na področju distribucijskih kanalov v bančnem poslovanju s prebivalstvom je mogoče opaziti številna nova gibanja. Na novo se določajo lokacije in storitve mrež poslovalnic, da bi postale stroškovno učinkovitejše in bolj povezane v nove distribucijske kanale, ki jih uporabljajo kreditne institucije. Poleg tega se hitro razvijajo elektronski kanali, ne le za posredovanje informacij in za transakcijske storitve, temveč tudi za promocijo in prodajo bančnih proizvodov. V prizadevanjih, da bi se banke učinkovito odzvale na izjemno močno konkurenco na področju potrošniških kreditov, se tesneje povezujejo tudi s tretjimi strankami, kot so prodajalci na drobno, finančna podjetja in finančni agenti/storitvene skupine. Ta gibanja in zlasti vse večja uporaba elektronskih kanalov lahko povzročijo različne vrste tveganj, kot so operativno tveganje, tveganje izgube ugleda, likvidnostno tveganje, pravno in strateško tveganje. Vseeno se doslej niso pojavili resnejši razlogi za zaskrbljenost glede finančne stabilnosti, saj so elektronski kanali pri večini bank še vedno manj pomembni.

## 1.2 UKREPI ZA FINANČNO STABILNOST

Glavna dogajanja na področju finančne stabilnosti so bila v letu 2007 povezana predvsem z nadaljnjim ukrepanjem po simulaciji finančne krize, ki je bila po vsej EU opravljena aprila 2006.<sup>2</sup> Priložnostna delovna skupina za finančno stabilnost EU v okviru Ekonomsko-finančnega odbora (v kateri je bila zastopana tudi ECB), ki je dobila nalogo, da preuči nekatera ključna vprašanja v zvezi s simulacijo, je svoje končno poročilo s številnimi priporočili, ki jih je odbor pozneje odobril, predložila septembra 2007. ECB je v razpravi ves čas poudarjala, da je treba pozornost posvetiti predvsem preprečevanju finančnih kriz, ne da bi pri tem zanemarili

pomembna vprašanja obvladovanja kriz, če do njih pride, in njihovega reševanja. V okviru teh prizadevanj je Odbor za bančni nadzor (BSC) v sodelovanju z Odborom evropskih bančnih nadzornikov (CEBS) oblikoval skupni analitični okvir za ocenjevanje sistemskih posledic finančne krize, katerega cilj je zagotoviti skupni jezik za razpravo med organi v državah članicah, ki bi jih prizadela čezmejna finančna kriza. To okvir bo nacionalnim državnim organom omogočal, da učinkoviteje analizirajo posledice krize za domači finančni sistem in realno gospodarstvo.

Na podlagi priporočil Ekonomsko-finančnega odbora je Ekonomsko-finančni svet oktobra 2007 sprejel strateški načrt za okrepitev ukrepov EU za finančno stabilnost na ravni EU in na nacionalni ravni. Kot prvi korak je svet sprejel vrsto splošnih načel za obvladovanje čezmejnih finančnih kriz, ki bodo vključena v memorandum o soglasju med centralnimi bankami, nadzorniki in finančnimi ministrstvi držav članic EU, ki bo kot razširitev Memoranduma EU iz leta 2005 podpisan spomladi 2008. Razširjeni memorandum bo vseboval tudi prej navedeni skupni analitični okvir. Poleg tega bo vključeval praktične smernice za obvladovanje kriz, ki temeljijo na splošnem soglasju o ukrepih, ki jih je treba sprejeti v primeru čezmejne krize. Ekonomsko-finančni svet tudi spodbuja države članice, ki imajo enaka vprašanja glede finančne stabilnosti, da oblikujejo in podpišejo „posebne prostovoljne sporazume o sodelovanju“, ki so skladni z razširjenim memorandumom o soglasju za vso EU, in da okrepijo čezmejne nadzorne ukrepe za preprečevanje kriz. Evropska komisija je bila povabljen, da v tesnem sodelovanju z državami članicami preuči možnost izboljšav in po potrebi predlaga spremembe predpisov, zlasti glede izmenjave podatkov, čezmejnega prenosa sredstev, prenehanja bančnih skupin in sistema zajamčenih vlog. Evropska komisija že pripravlja spremembe Direktive 2001/24/ES o

2 To simulacijo je Ekonomsko-finančni odbor organiziral, da bi preveril ustreznost Memoranduma o soglasju o sodelovanju v primeru finančnih kriz med bančnimi nadzorniki, centralnimi bankami in finančnimi ministrstvi. Več podrobnosti je navedenih v letnem poročilu ECB 2006, str. 138–139.

reorganizaciji in prenehanju kreditnih institucij, pri čemer upošteva strokovni prispevek ECB, in bo predvidoma v letu 2008 predstavila predloge za nadaljnje izboljšanje predpisov za reševanje in obvladovanje kriz bančnih skupin EU.

## 2 FINANČNA REGULACIJA IN NADZOR

### 2.1 SPLOŠNE ZADEVE

Zagotavljanje učinkovitosti in uspešnosti regulativnega in nadzornega okvira EU za finančne storitve je bila v zadnjih letih ključna prednostna naloga. Lamfalussyjev okvir<sup>3</sup> za finančno regulacijo in nadzor, ki je bil leta 2002 vzpostavljen za sektor vrednostnih papirjev, leta 2005 pa razširjen na bančni in zavarovalniški sektor, je bil zasnovan s ciljem, da na tem področju zagotovi ustrezno institucionalno ureditev.

Napredek v smeri konvergence in sodelovanja v skladu z Lamfalussyjevim okvirom se je skrbno spremljal. Prvi celovit pregled Lamfalussyjevega okvira za finančno regulacijo in nadzor finančnih sektorjev je bil opravljen v drugi polovici leta 2007, vrhunec pa je dosegel s sprejetjem sklepov Ekonomsko-finančnega sveta na zasedanju 4. decembra 2007. Pri pregledu je bila koristna ocena različnih institucij in forumov EU, med drugim Evropske komisije, medinstitucionalne skupine za spremljanje, Odbora za finančne storitve (FSC) in Evropskega parlamenta. Eurosistem, ki je Lamfalussyjev pristop dejavno podpiral od vsega začetka in je njegov razvoj pozorno spremljal kot del svojega prispevka k nemotenemu izvajanju politik, ki so povezane z bonitetnim nadzorom kreditnih institucij in stabilnosti finančnega sistema, je svoj prispevek objavil 30. novembra 2007.

V tem prispevku je Eurosistem poudaril, da so gibanja na trgu – predvsem napredek pri bančni integraciji, vse večja vloga bančnih skupin EU z obsežnimi čezmejnimi dejavnostmi in vse močnejša centralizacija poslovnih funkcij – pokazala, da je treba nujno povečati čezmejno povezovanje in sodelovanje pri nadzoru bank v EU. S tem bi zagotovili učinkovito spremljanje čezmejnih finančnih tveganj in odziv nanje, obenem pa vzpostavili poenoten nadzorni vmesnik ter enakopravne pogoje za udeležence na trgu. Da bi to dosegli, je treba izboljšati vse stopnje regulativnega in nadzornega procesa.

Eurosistem poleg tega meni, da je treba okrepiti vlogo Odbora evropskih bančnih nadzornikov (CEBS) v institucionalnem okviru EU in pou-

dariti odgovornosti članov odbora CEBS pri nadaljnjem pospeševanju konvergence in sodelovanja v EU. Hkrati je treba tudi jasneje opredeliti cilje politike EU. Kar zadeva regulativni okvir, je po mnenju Eurosistema treba dodatno povečati konvergenco bančne zakonodaje EU. Medtem ko bo glavna prednostna naloga na področju sodelovanja med domačimi in gostujočimi nadzornimi organi učinkovito vsakodnevno izvajanje okrepljenega regulativnega okvira, ki ga določa direktiva o kapitalski ustreznosti<sup>4</sup>, bo treba pripraviti tudi dodatna pojasnila. V tem okviru je treba posebno pozornost posvetiti ureditvi sodelovanja med domačimi in gostujočimi nadzorniki v primeru tujih podružnic, predvsem zato, da bi pri velikih tujih podružnicah zagotovili ustrezno sodelovanje gostujoče države. Da bi spodbudili konvergenco nadzornih zahtev, Eurosistem poudarja pomembnost okrepljenega procesa odločanja v odboru CEBS, skupaj z izvajanjem na podlagi načela „spoštuj ali pojasni“, ter učinkovitega nadzorniškega razkritja in medsebojnega strokovnega pregleda. Pred kratkim je bilo uvedenih tudi več ukrepov za pospeševanje konvergence nadzornih procesov. Ti ukrepi so zlasti povezani z doslednim vsakodnevno izvajanjem standardov in smernic odbora CEBS, z „operativnim mreženjem“ v nadzornih kolegijih, ki so odgovorni za bančne skupine EU, z delegiranjem nalog in posredovanjem med nadzorniki ter s prizadevanji za spodbujanje enotne nadzorne kulture. Eurosistem meni, da je pomembno, da se ti ukrepi učinkovito izvajajo in v prihodnjem obdobju še dodatno razvijejo.

3 Lamfalussyjev pristop obsega štiri stopnje. Na prvi stopnji so prek običajnega zakonodajnega postopka opredeljena temeljna načela pravnega predpisa: soodločanje Evropskega parlamenta in Sveta EU po predlogu Evropske komisije. Na drugi stopnji so po hitrem postopku sprejeti in dopolnjeni izvedbeni ukrepi. Tretja stopnja je povezana z delom odborov tretje ravni, katere cilj je okrepiti konvergenco in sodelovanje v nadzornih postopkih. Četrta stopnja pa se nanaša na ukrepe Komisije za okrepitev izvrševanja zakonodaje EU. Več podrobnosti je v poročilu z naslovom „Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets“, 15. februar 2001, ki je na spletni strani Evropske komisije. Glej tudi Letno poročilo ECB 2003, str 111.

4 Direktivo sestavljata dve preoblikovani direktivi z dne 14. junija 2006: Direktiva 2006/48/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij ter Direktiva 2006/49/ES o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij.

## 2.2 BANČNIŠTVO

ECB je v sodelovanju z Odborom za bančni nadzor (BSC) izvajala dejavnosti v zvezi z upravljanjem likvidnostnega tveganja bank. Poročilo o upravljanju likvidnostnega tveganja za čezmejne bančne skupine v EU je bilo končano v prvem četrtletju leta 2007 in je ob pravem času prispevalo k oblikovanju predpisov Evropske komisije na področju likvidnostnega tveganja. Poročilo je bilo predloženo tudi baselskemu odboru za bančni nadzor (BCBS) in Odboru evropskih bančnih nadzornikov kot prispevek njihovemu delu na tem področju.

Usklajena različica poročila je bila posebej objavljena v poročilu ECB „EU banking structures“ oktobra 2007. Poročilo se osredotoča na predpise o likvidnosti, dogajanja na področju organizacije upravljanja likvidnostnega tveganja čezmejnih bank ter na morebitne posledice za finančno stabilnost. Glavne ugotovitve poročila je mogoče povzeti v naslednje točke. Prvič, čezmejne banke nimajo občutka, da razdrobljenost ureditve likvidnostnega tveganja v EU predstavlja nepotrebne omejitve za upravljanje čezmejne likvidnosti v skupini. Vseeno so navedle, da bi lahko drugi predpisi v zvezi z urejanjem domačega in gostujočega nadzora ter limiti velike izpostavljenosti predstavljali ovire za učinkovito upravljanje likvidnostnega tveganja. Drugič, čezmejne banke sicer priznavajo, da so pobude centralnih bank za reševanje problemov, povezanih z mednarodnimi tokovi likvidnosti in čezmejno uporabo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, uporabne, vendar poudarjajo, da nekaj ovir glede združevanja likvidnosti in čezmejne uporabe zavarovanja še vedno ostaja. Tretjič, kljub preostalim razlikam v upravljanju likvidnostnega tveganja čezmejnih bank je bil potrjen trend centralizacije politik in postopkov upravljanja tveganj in decentralizacije vsakodnevnega upravljanja likvidnosti. Četrto, uporaba kompleksnih notranjih pristopov upravljanja likvidnostnih tveganj sicer še ni splošno razširjena, vendar večje banke, ki so take pristope oblikovale, te pristope želijo uporabljati tudi za regulativne namene. Po drugi strani manjše banke trenutno uporabljajo predpi-

sane količnike likvidnosti tudi za namene notranjega upravljanja. In zadnja točka, ugotovljeno je bilo, da med najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na upravljanje likvidnostnega tveganja bank, sodijo skrajšana obdobja za plačilne obveznosti bank, uporaba bolj tržnih in potencialno bolj nestanovitnih virov financiranja in večja potreba po zelo kakovostnem finančnem premoženju za zavarovanje terjatev.

ECB bo na tem pomembnem področju v prihodnje še naprej sodelovala z Odborom za bančni nadzor. Pri tem bo odbor analiziral sedanje postopke glede testiranja izjemnih situacij v zvezi z likvidnostnim tveganjem bank EU in načrte kriznega financiranja.

ECB proučuje tudi možnost procikličnih učinkov direktive o kapitalski ustreznosti. V skladu s to direktivo je Evropska komisija v sodelovanju z državami članicami in ob upoštevanju prispevka ECB dobila mandat, da v rednih presledkih preverja, ali minimalne kapitalske zahteve pomembno vplivajo na ekonomski cikel, in da, če to ugotovi, predlaga korektivne ukrepe. Odbor za bančni nadzor in Odbor evropskih bančnih nadzornikov v ta namen skupaj pripravljata analitični okvir za ocenjevanje potencialnega procikličnega učinka novega regulativnega kapitalskega okvira.

## 2.3 VREDNOSTNI PAPIRJI

ECB je s svojim sodelovanjem v evropskem odboru za vrednostne papirje prispevala k regulativnemu delu EU na področju vrednostnih papirjev. ECB je kot opazovalka sodelovala tudi pri delu strokovne skupine za evropske trge vrednostnih papirjev (ESME), ki jo je Evropska komisija ustanovila kot posvetovalni organ za sektor vrednostnih papirjev.

Na splošno so se javni organi v letu 2007 posvečali predvsem vprašanju, ali države članice pravilno izvajajo direktivo o trgih finančnih instrumentov in direktivo o preglednosti, ter ocenjevanju potrebe po dodatnih regulativnih posegih.

Natančneje je ECB v mednarodnih in evropskih forumih dejavno sodelovala v razpravi o mogočih regulativnih ukrepih za hedge sklade glede na njihovo vse večjo vlogo v finančnem sistemu in možne posledice za finančno stabilnost. Po poročilu o institucijah z velikim finančnim vzvodom, ki ga je pripravil Forum za finančno stabilnost (FSF), je bilo potrjeno mednarodno soglasje o prevladujočem posrednem regulativnem pristopu, ki temelji na podrobnem nadzoru hedge skladov, ki ga izvajajo njihove nasprotne stranke – predvsem banke – in vlagatelji. Posredni pristop skupaj s prizadevanji tržnih udeležencev za uporabo najboljših praks uživa polno podporo ECB. Forum za finančno stabilnost pozorno spremlja izvajanje priporočil, ki jih je izdal nadzornim organom, nasprotnim strankam, vlagateljem in sektorju hedge skladov, in je guvernerjem in finančnim ministrom G10 že poročal o dosedanjem napredku na tem področju.

### 3 FINANČNA INTEGRACIJA

Eurosistem je zelo zainteresiran za finančno integracijo v Evropi, ker dobro povezan finančni sistem poveča nemoten in učinkovit prenos impulzov denarne politike po vsem euroobmočju in je pomemben za nalogo Eurosistema, da varuje finančno stabilnost. Finančna integracija je pomembna tudi za učinkovito in nemoteno delovanje plačilnih sistemov in sistemov poravnave vrednostnih papirjev. Poleg tega lahko finančna integracija kot prednostni cilj EU prispeva k razvoju finančnega sistema in izboljšuje možnosti za gospodarsko rast.

Eurosistem razlikuje med štirimi vrstami dejavnosti, s katerimi prispeva h krepitvi evropske finančne integracije: i) povečevanje osveščenosti o finančni integraciji in spremljanje razmer na tem področju, ii) vloga pospeševalca pri dejavnostih zasebnega sektorja s spodbujanjem kolektivnega delovanja, iii) svetovanje pri oblikovanju zakonodajnega in regulativnega okvira finančnega sistema in neposrednega oblikovanja pravil ter iv) izvajanje storitev centralnega bančništva, ki prav tako pospešujejo finančno integracijo. ECB je v letu 2007 nadaljevala svoje dejavnosti na vseh štirih področjih.

#### OSVEŠČANJE IN SPREMLJANJE FINANČNE INTEGRACIJE

Marca 2007 je ECB objavila novo letno publikacijo z naslovom finančna integracija v Evropi („*Financial integration in Europe*“). Glavni namen tega poročila je prispevati k nadaljnji evropski finančni integraciji in povečati osveščenost javnosti o vlogi Eurosistema pri podpiranju procesa finančne integracije. Poročilo je razdeljeno na tri poglavja. Prvo poglavje podaja oceno ECB o stanju finančne integracije v euroobmočju. Ta ocena temelji na vrsti kvantitativnih kazalnikov (z njihovo podrobno obdelavo v statistični prilogi), ki zajemajo mnoge pomembne vidike finančnega sistema (kot so denarni in obvezniški trg, trg lastniških vrednostnih papirjev in bančni trg ter tržne infrastrukture), ki so polletno objavljeni na spletni strani ECB in letno v tem novem poročilu. Drugo poglavje z naslovom posebne značilnosti vsebuje poglobljeno analizo izbranih tem. Te so v glavnem izbrane glede na njihov pomen za

finančno integracijo EU in izpolnjevanje nalog ECB. Drugo poglavje prvega poročila zajema naslednje naslove: denarna politika in finančna integracija, krepitev okvira EU za čezmejne banke ter pobuda za enotno območje plačil v eurih in njegove posledice za finančno integracijo. Tretje poglavje pa predstavlja dejavnosti, s katerimi je Eurosistem v preteklem letu prispeval k oblikovanju bolj integriranih in razvitejših finančnih trgov v Evropi.

ECB je v letu 2007 še naprej sodelovala v raziskovalni mreži za kapitalske trge in finančno integracijo v Evropi, ki jo vodi skupaj s centrom za finančne študije frankfurtske univerze. Raziskovalna mreža je nadaljevala svojo serijo konferenc s profesorji, tržnimi udeleženci in oblikovalci politike, pri čemer so dejavno sodelovale tudi nacionalne centralne banke. Deveta konferenca, ki jo je 8. in 9. oktobra 2007 v Dublinu gostila irska centralna banka, je osrednjo pozornost namenila upravljanju sredstev, podjetjem zasebnega lastniškega kapitala in mednarodnim kapitalskim tokovom: njihova vloga pri finančni integraciji in učinkovitosti. ECB mladim raziskovalcem v okviru raziskovalne mreže vsako leto podeli pet štipendij raziskovalnega programa *Lamfalussy Fellowships*. Ker bo finančna integracija po pričakovanjih vplivala na razvoj finančnega sistema in na gospodarsko rast, je delo ECB na področju finančne integracije tesno povezano z njenimi širšimi analizami dejavnikov, ki podpirajo ustrezno delovanje finančnih sistemov. Delo na tem področju se je v letu 2007 nadaljevalo v smeri vzpostavitve konceptualnega okvira za merjenje razvoja finančnega sistema.

#### VLOGA POSPEŠEVALCA PRI DEJAVNOSTIH ZASEBNEGA SEKTORJA

Napredek evropske finančne integracije je v veliki meri odvisen od pobud zasebnega sektorja, katerih cilj je izraba obstoječih možnosti za čezmejno poslovanje. Javni organi podpirajo takšna zasebna prizadevanja.

Eurosistem je v letu 2007 še naprej podpiral pobudo za enotno območje plačil v eurih (SEPA). Projekt je leta 2007 s pripravami na

uvedbo SEPA v januarju 2008 dosegel najpomembnejšo fazo. Eurosistem je svojo vlogo pospeševalca okrepil z vzdrževanjem stalnega dialoga z bankami in drugimi deležniki ter s tesnejšim usklajevanjem dejavnosti z Evropsko komisijo. Julija 2007 je Eurosistem izrazil svoje stališče o pomembnih temah v petem poročilu o napredku SEPA, v katerem obravnava stanje in priporočila o instrumentih in infrastrukturah SEPA, predstavlja poglede Eurosistema na izvedbene ukrepe in prehod na SEPA ter obravnava pravni okvir SEPA ter način vodenja shem in okvirov. Eurosistem je deloval v tesnem sodelovanju z Evropsko komisijo, zlasti pri podpori za sprejem direktive o plačilnih storitvah<sup>5</sup>, ki jo je Evropski parlament potrdil 24. aprila 2007, Svet EU pa 15. oktobra 2007. ECB in Komisija sta objavili skupno izjavo, s katero sta sprejem direktive pozdravili kot ključni korak k vzpostavitvi območja SEPA. Nacionalne centralne banke so pri izvedbenem procesu projekta SEPA neposredno vključene v delo nacionalnih organov, ki so odgovorni za prehod na SEPA. ECB je na evropski ravni zagotovila analitični okvir, ki je omogočal primerjave med različnimi nacionalnimi izvedbenimi načrti. Eurosistem je gostil več forumov za krepitev odprtega dialoga z bankami, uporabniki in ponudniki infrastrukture ter podpiral podobne pobude bank in Evropske komisije. Vsem deležnikom je posredoval tudi informacije v brošurah in na spletnih straneh ECB oz. nacionalnih centralnih bank ter gostil direktorij povezav, ki združuje informacije, povezane s SEPA.

Eurske kartične sheme, ki delujejo v Evropi, morajo biti skladne s kartičnim okvirom SEPA od začetka leta 2008, kreditna plačila SEPA pa so bila uvedena 28. januarja 2008. Ob tem pomembnem mejniku so ECB, Evropska komisija in Evropski svet za plačila 28. januarja organizirali prireditev na visoki ravni za deležnike sistema SEPA in medije.

ECB od samega začetka v letu 2001 podpira pobudo evropski kratkoročni vrednostni papirji (STEP). Po uspešni uvedbi trga STEP v juliju 2006 je Eurosistem k pobudi še naprej prispeval na dveh glavnih področjih. Prvič, ECB in

devet nacionalnih centralnih bank euroobmočja bodo do junija 2008 sekretariatu STEP še naprej zagotavljale tehnično pomoč pri procesu označevanja z oznako STEP. Kljub temu je za odobritev in odvzem oznake STEP zadnji pristojen sekretariat STEP. Drugič, ECB bo na svoji spletni strani redno objavljala statistične podatke o donosih in obsegih na trgu STEP. Statistični podatki STEP bodo s povečevanjem preglednosti trga predvidoma igrali pomembno vlogo pri pospeševanju integracije tega trga. ECB od septembra 2006 objavlja statistične podatke STEP o mesečnih stanjih, od aprila 2007 pa dnevno objavlja statistične podatke STEP o donosih za izbrane posredovalce podatkov. Dnevni statistični podatki za vse posredovalce podatkov se bodo predvidoma objavljali od leta 2008.

#### **SVETOVANJE GLEDE ZAKONODAJNEGA IN REGULATIVNEGA OKVIRA ZA FINANČNI SISTEM IN NEPOSREDNO OBLIKOVANJE PRAVIL**

Eurosistem k oblikovanju zakonodajnega in regulativnega okvira EU redno prispeva s svetovanjem glede glavnih dogajanj na področju tekočih politik in pobud.

Dejavnosti glede okvira EU za finančni nadzor so bile v letu 2007 usmerjene na široko zasnovano posodobitev Lamfalussyjevega okvira, pri čemer je sodeloval tudi Eurosistem (glej razdelek 2 tega poglavja). V okviru svoje svetovalne vloge na podlagi člena 105(4) Pogodbe ECB poleg tega redno svetuje glede predlogov Komisije za drugostopenjsko zakonodajo (glej tudi razdelek 2).

ECB je nadaljevala delo pri integraciji evropskih hipotekarnih trgov, potem ko je Eurosistem ob koncu leta 2005 o tem vprašanju sodeloval pri pripravi Zelene knjige Evropske komisije. ECB nadaljnjo integracijo in razvoj hipotekarnih trgov pozorno spremlja iz več razlogov. Hipotekarni trgi so pomembni za transmisijo denarne politike v euroobmočju in imajo lahko pomembne posledice za finančno stabilnost.

5 Direktiva 2007/64/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. novembra 2007 o plačilnih storitvah na notranjem trgu, ki spreminja direktive 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES in 2006/48/ES in razveljavlja Direktivo 97/5/ES (UL L 319, 5. 12. 2007, str. 1).



Poleg tega igrajo hipotekarni vrednostni papirji pomembno vlogo pri izvajanju denarne politike prek okvira Eurosistema za primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev. Po javni razpravi o Zeleni knjigi je Evropska komisija 18. decembra 2007 objavila Belo knjigo. ECB prispeva k delu na tem področju s sodelovanjem v različnih strokovnih skupinah Komisije in v skupini pravnikov s področja evropskih finančnih trgov (EFMLG). EFMLG je 7. maja 2007 objavil poročilo o pravnih ovirah za čezmejno listinjenje v EU.<sup>6</sup>

ECB je svetovala na področju integracije sistemov poravnave vrednostnih papirjev in plačilnih sistemov. ECB je sodelovala zlasti v dejavnostih, povezanih s „Kodeksom ravnanja za kliring in poravnavo“. Glavni namen kodeksa je uporabnikom omogočiti, da v vsaki fazi v verigi poslovanja lahko prosto izberejo svojega zaželenega ponudnika storitve. Kodeks v ta namen vsebuje obveznosti na treh področjih: preglednost cen; dostop in interoperabilnost; ločevanje storitev in ločeno računovodstvo. Glede na to, da je kodeks samoregulativno orodje, je bil vzpostavljen strog kontrolni mehanizem, da bi zagotovili pravilno in pravočasno izvajanje vseh ukrepov. Mehanizem načelno temelji na zunanjih revizorjih in na priložnostni nadzorni skupini, ki jo sestavljajo Evropska komisija, Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) in ECB. Ker je namen kodeksa predvsem zagotoviti svobodno izbiro, ga je treba dopolniti s popolno odpravo tako imenovanih „giovanninijevih ovir“ za učinkovit kliring in

poravnavo (imenovanih po skupini, ki jih je v letu 2001 opredelila), ki so posledica razlik v tehničnih standardih in poslovnih praksah, pravne negotovosti ter razlik v davčnih postopkih. Odprava prve skupine ovir poteka v okviru strokovne skupine za svetovanje in spremljanje na področju kliringa in poravnave (CESAME). Fiskalne ovire obravnava strokovna skupina za fiskalno skladnost na področju kliringa in poravnave (FISCO), medtem ko se skupina za pravno varnost ukvarja s pravnimi ovirami. ECB je še naprej sodelovala v strokovni skupini CESAME in v skupini za pravno varnost. ECB pa je še naprej sodelovala tudi pri številnih dejavnostih, ki potekajo na tem področju na globalni ravni (npr. dejavnosti mednarodnega inštituta UNIDROIT) z namenom zagotoviti, da pobude EU na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev dopolnjujejo pristope, ki jih razvijajo mednarodni organi, in so z njimi skladne.

Člen 65(1) direktive o trgih finančnih instrumentov zahteva, da Evropska komisija poroča Evropskemu parlamentu in Svetu EU o možni razširitvi uporabe določb direktive glede preglednosti na finančne instrumente, ki niso delnice, posebej na obveznice. Udeleženci na trgu in regulatorji so obširno razpravljali o posledicah večje preglednosti trgovanja z nelastniškimi finančnimi instrumenti, zlasti s podjetniškimi obveznicami. ECB meni, da ni trdnih dokazov, da bi omejena preglednost obvezniškega trga po opravljenem trgovanju trenutno povzro-

<sup>6</sup> Glej spletno stran EFMLG na naslovu [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org)



čala kakršne koli motnje trga. Hkrati pa tudi ni dokazov, da bi taka omejena preglednost pomenila učinkovito delovanje trga. ECB je na javni obravnavi Komisije dne 11. septembra 2007 in na zasedanjih strokovne skupine za evropske trge vrednostnih papirjev (ESME) v letu 2007 predlagala, da se to pomanjkanje izkušenj v Evropi obravnava s kontroliranim tržnim eksperimentom na drobnem in grosističnem trgu, s čimer bi ocenili učinek postopnega uvajanja preglednosti po trgovanju na trgih za nekatere obveznice.

#### **IZVAJANJE STORITEV CENTRALNEGA BANČNIŠTVA, KI PRISPEVAJO K FINANČNI INTEGRACIJI**

Uspešna uvedba sistema TARGET2 dne 19. novembra 2007 je dodatno spodbudila proces finančne integracije v Evropi. TARGET2 uvaja enotno tehnično infrastrukturo, ki omogoča ponudbo usklajenih storitev in zagotavlja enakopravne pogoje za banke po Evropi. Enotna struktura cen velja za domače in čezmejne transakcije. TARGET2 vsem podsistemom zagotavlja tudi usklajen sklop storitev gotovinske poravnave v centralnobančnem denarju. Nove funkcije sistema TARGET2 bankam omogočajo večnacionalne operacije za konsolidacijo internih procesov, kot so zakladniške funkcije in funkcije zalednih služb, ter nadaljnjo integracijo upravljanja likvidnosti v eurih. Poleg tega imajo uporabniki sistema TARGET2 enoten dostop do celovitih spletnih podatkov in do ukrepov za kontrolo likvidnosti. (glej razdelek 2.2 v poglavju 2).

Poleg tega je Eurosistem z namenom, da bi v celoti izkoristil prednosti sistema TARGET2, v tesnem sodelovanju z udeleženci na trgu še naprej preučeval možnost ponudbe nove storitve z imenom TARGET2-Securities (T2S), ki bo omogočala vzpostavitev enotne tehnične infrastrukture za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v eurih, ki jih bodo centralne depotne družbe poravnale v centralnobančnem denarju, ter poravnavo tako vrednostnih papirjev kot gotovine na enotni platformi. (glej razdelek 2.3 v poglavju 2).

Na področju upravljanja finančnega premoženja za zavarovanje terjatev pa se bo vzporedno in v tesnem sodelovanju s tržnimi udeleženci oblikovala tudi enotna skupna platforma CCBM2 (glej razdelek 2.4 v poglavju 2).

## 4 PREGLED NAD DELOVANJEM TRŽNIH INFRASTRUKTUR

Ena glavnih nalog Eurosistema je pregled nad delovanjem plačilnih sistemov. Eurosistem z izvajanjem pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov, zlasti sistemsko pomembnih<sup>7</sup>, prispeva k varnosti in učinkovitosti finančnih infrastruktur in posledično k učinkovitosti plačilnih tokov na področju blaga, storitev in finančnih sredstev v gospodarstvu. Tesna povezanost med plačilnimi sistemi ter sistemi kliringa in poravnave vrednostnih papirjev pomeni, da so centralne banke na splošno in Eurosistem še posebej zelo zainteresirani tudi za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev. Splošni cilj, ki si ga je postavil Eurosistem, je čim bolj zmanjšati sistemsko tveganje.

Bistveno je, da imajo centralne banke v prizadevanjih za pospeševanje zanesljivosti in učinkovitosti plačilnih sistemov ter sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev na voljo celovite informacije o teh sistemih. Zato ECB vsakih nekaj let objavi celovit opis glavnih plačilnih sistemov ter sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev v državah članicah EU. Četrta izdaja tega poročila, ki se imenuje „Blue Book“, je bila objavljena 14. avgusta 2007.

ECB vsako leto objavlja tudi statistične podatke o plačilih ter o trgovanju, kliringu in poravnavi vrednostnih papirjev. Ti statistični podatki so bili v preteklosti objavljeni v dodatku k poročilu „Blue Book“. Od objave podatkov za leto 2006 z dne 16. novembra 2007 se dodatek k poročilu ne objavlja več v papirni obliki, saj je celotno časovno vrsto teh podatkov zdaj mogoče dobiti na spletni strani ECB prek statistične podatkovne baze (*Statistical Data Warehouse*) na <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

### 4.1 PREGLED NAD DELOVANJEM PLAČILNIH SISTEMOV IN INFRASTRUKTUR ZA PLAČILA VELIKIH VREDNOSTI V EURIH

Eurosistem je preglednik za vse večje plačilne sisteme in infrastrukture, ki obdelujejo in/ali poravnajo transakcije v eurih, vključno s tistimi, ki jih upravlja Eurosistem sam. Eurosistem uporablja iste standarde pregleda za svoje

sisteme in za sisteme, ki jih upravlja zasebni sektor. Ti standardi so Temeljna načela za sistemsko pomembne plačilne sisteme (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*), ki jih je določil Odbor za plačilne in poravnalne sisteme (CPSS) skupine G10 in sprejel Svet ECB leta 2001. Dopolnjujejo jih pričakovanja preglednikov glede neprekinjenega poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems*), ki jih je leta 2006 sprejel Svet ECB.

Na podlagi temeljnih načel in pričakovanj preglednikov glede neprekinjenega poslovanja je Eurosistem v letu 2007 oblikoval enotno metodologijo za ocenjevanje pregleda nad delovanjem sistemsko in vidno pomembnih plačilnih sistemov v eurih. Namen enotne metodologije je preglednikom plačilnih sistemov Eurosistema zagotoviti jasne in celovite smernice za ocenjevanje zadevnih sistemov in pripravo poročil o pregledih. Poleg tega oblikovalcem in upravljavcem plačilnih sistemov zagotavlja boljši vpogled v pripombe preglednikov glede varnosti in učinkovitosti, dodatno spodbuja upravljavce, da si še naprej prizadevajo ublažiti ali omejiti različna tveganja, ki jim je izpostavljen njihov sistem, in končno omogoča tudi lažje zagotavljanje nemotenega delovanja njihovih sistemov. Po javni razpravi o enotni metodologiji za ocenjevanje pregleda sta bili 12. novembra 2007 objavljeni končni različici dokumentov „*Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles*“<sup>8</sup> in „*Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS*“.

Eurosistem mora ohraniti končni nadzor nad eurom. Zato Eurosistem z vidika splošnih usmeritev in z vidika sistemskega tveganja načelno ne more dopustiti, da bi se plačilne infrastruk-

7 Plačilni sistem je sistemsko pomemben, če bi lahko motnja znotraj sistema povzročila nadaljnje motnje in jih prenašala med udeležence ter končno v širši finančni sistem.

8 Plačilni sistem je vidno pomemben, če ima vidno vlogo pri obdelavi in poravnavi plačil malih vrednosti in bi njegovo nedelovanje lahko imelo večje gospodarske učinke in ogrozilo zaupanje javnosti v plačilne sisteme in v valuto na splošno.

ture za transakcije v eurih zunaj euroobmočja razvile v pomembnejše infrastrukture za plačila v eurih, še posebno če bi to ogrozilo nadzor Eurosistema nad eurom. ECB je 19. julija 2007 objavila dokument „Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions“. Ta načela ne predstavljajo nove politike, temveč podrobneje določajo stališče Eurosistema, ki je bilo leta 1998 opiano v izjavi o plačilnih in poravnalnih sistemih v eurih zunaj euroobmočja, leta 2001 pa usmeritvi Eurosistema glede konsolidacije pri kliringu centralnih nasprotnih strank. Ta načela veljajo za vse obstoječe ali potencialne plačilne infrastrukture zunaj euroobmočja, ki opravljajo poravnavo transakcij v eurih.

#### TARGET

V skladu s skupnim okvirom in cilji pregleda nad delovanjem sistema TARGET ECB in nacionalne centralne banke izvajajo redne dejavnosti pregleda in dejavnosti pregleda zaradi nastalih sprememb v zvezi z nacionalnimi sistemi bruto poravnave v realnem času (BPRČ), ki sodelujejo v sistemu TARGET ali so z njim povezani, ter v zvezi s plačilnim mehanizmom ECB. Zaradi uvedbe sistema TARGET2 novembra 2007 so bile spremembe sistema TARGET zelo omejene, pregled nad delovanjem sistema TARGET pa je bil osredotočen na redne dejavnosti, kot sta poročanje o incidentih in nadaljnje ukrepanje.

Preden je 19. novembra 2007 zaživel sistem TARGET2, je bil predmet celovitega pregleda, ki je bil končan v tretjem četrtletju leta 2007. Rezultat pregleda so bile številne ugotovitve v zvezi s posameznimi temeljnimi načeli. Te ugotovitve bodo obravnavane na podlagi akcijskega načrta, ki so ga vzpostavili upravljavci sistema TARGET2 v dogovoru s pregledniki. Nekateri vidiki pa bo mogoče proučiti šele, ko bodo pridobljene začetne izkušnje z delovanjem sistema TARGET2. V skladu z obstoječimi politikami Eurosistema je predvideno, da bo ocena pregleda nad delovanjem sistema TARGET2 objavljena v letu 2008.

#### EURO1

EURO1 je največji plačilni sistem za kreditna plačila v eurih, ki ga upravlja zasebni sektor in deluje v euroobmočju. Upravlja ga družba EBA CLEARING, klirinška družba evropskega bančnega združenja za euro (*Euro Banking Association – EBA*). EURO1 deluje na multilateralni neto osnovi. Stanje ob koncu dneva udeležencev sistema EURO1 se na koncu poravnava v centralnobančnem denarju prek sistema TARGET. Ker v sistemu EURO1 v letu 2007 ni bilo večjih sprememb, je bil pregled ECB osredotočen na spremljanje rednega delovanja sistema. ECB je ugotovila, da v letu 2007 ni bilo nobenih zadev, ki bi neugodno vplivale na nadaljnjo skladnost sistema EURO1 s temeljnimi načeli.

#### MEDNARODNI PORAVNALNI SISTEM ZA PORAVNAVO VALUTNIH POSLOV

Mednarodni poravnalni sistem za poravnavo valutnih poslov (*Continuous Linked Settlement – CLS*) je bil vzpostavljen leta 2002 za zagotavljanje poravnalnih storitev pri deviznih transakcijah v več valutah. Sistem CLS trenutno poravnava v 15 najpomembnejših valutah sveta. Sistem, ki ga upravlja CLS Bank International, skoraj popolnoma odpravlja tveganje pri poravnavi v tujih valutah tako, da istočasno poravnava oba dela v valutni transakciji (po načelu plačilo proti plačilu) in samo kadar so na razpolago zadostna sredstva.

Sistem CLS vodi Federal Reserve System (FED), ki je tudi njegov glavni preglednik, saj ima CLS Bank sedež v ZDA. FED sodeluje s centralnimi bankami vseh valut, ki so primerne za poravnavo v sistemu CLS, med drugim tudi z ECB. V okviru sodelovanja pri pregledu delovanja je ECB (v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja) glavni preglednik za poravnavo transakcij v eurih. V letu 2007 je sistem CLS pripravil samooceno na podlagi temeljnih načel za sistemsko pomembne plačilne sisteme.

V letu 2007 je FED odobrila razširitev storitev CLS Bank, tako da poravnava tudi plačilne naloge v eni valuti (ne po načelu plačilo proti plačilu), povezane z neizročljivimi terminskimi

posli (*non-deliverable forwards* – NDF), in deluje kot osrednji izvajalec poravnave za vse plačilne naloge, povezane s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti na prostem trgu (OTC), ki jih obračuna ali uskladi DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse. Eurosistem se je strinjal, da lahko CLS Bank kot del teh storitev poravnava tudi neizročljive terminske posle in kreditne izvedene finančne instrumente na prostem trgu v eurih, ker je sistem CLS še naprej skladen s temeljnimi načeli in načeli Eurosistema o lokaciji in delovanju infrastruktur za poravnavo plačilnih transakcij v eurih.

Stalna varnost in učinkovitost sistema CLS in njegova skladnost z načeli Eurosistema sta za Eurosistem bistvenega pomena, saj je ta sistem po vrednosti največji plačilni sistem, ki poravnava transakcije v eurih zunaj euroobmočja. Decembra 2007 je bilo prek sistema CLS poravnanih v povprečju 381.436 deviznih transakcij na dan s povprečno dnevno vrednostjo 2,9 bilijona EUR.<sup>9</sup> Euro je bil z 20% deležem vseh transakcij, poravnanih v CLS, še naprej druga najpomembnejša valuta po ameriškem dolarju (45 %). Povprečna dnevna vrednost transakcij, poravnanih prek sistema CLS v eurih, je znašala 564 milijard EUR.

V letu 2007 je BIS objavila posvetovalno poročilo z naslovom „*Progress in reducing foreign exchange settlement risk*“, pri katerem je sodeloval tudi Eurosistem. Poročilo predstavlja rezultate ankete, v kateri so sodelovali največji udeleženci na deviznem trgu, o obsegu, trajanju, koncentraciji in nadzoru izpostavljenosti pri valutnih poravnava, ki so jo v letu 2006 izvedle centralne banke, katerih valute se poravnajo v sistemu CLS. Poročilo kaže, da morajo posamezne institucije, skupine in centralne banke sprejeti nadaljnje ukrepe za obvladovanje tveganj v celotnem sistemu, ki jih za finančno stabilnost predstavlja izpostavljenost pri valutnih poravnava. Končna različica poročila bo objavljena v letu 2008.

## **NEPREKINJENO POSLOVANJE**

Na konferenci ECB o neprekinjenem poslovanju tržnih infrastruktur, ki je potekala sep-

tembra 2006, so tržni udeleženci zahtevali, da Eurosistem/ESCB organizira vaje s področja neprekinjenega poslovanja na čezmejni ravni in v celotnem sistemu. Eurosistem/ESCB je kot nadaljnji ukrep oblikoval okvir in metodologijo za organizacijo vaj na področju neprekinjenega poslovanja in v letu 2007 izvedel prve notranje preizkuse sporočanja v času krize. V letu 2008 so na področju neprekinjenega poslovanja predvidene zapletenejše vaje. Poleg tega je ESCB pripravil predlog, kako bi lahko centralne banke EU izmenjevale javne informacije o neprekinjenem poslovanju s tržnimi udeleženci in kako bi lahko centralne banke med seboj izmenjevale zaupne informacije. Ob tem je ESCB izvedel več postopkov ugotavljanja dejstev, s katerimi je zbral informacije o različnih vprašanjih, kot so mednarodni in nacionalni standardi in pobude ter nacionalne vaje na področju neprekinjenega poslovanja. Informacije, ki niso zaupne narave, bodo javnosti na voljo na spletni strani posameznih centralnih bank o neprekinjenem poslovanju. ECB naj bi to na svoji spletni strani objavila v letu 2008.

## **SWIFT**

Pregled nad delovanjem sistema SWIFT je osredotočen na varnost, zanesljivost obratovanja, neprekinjenost poslovanja in odpornost infrastrukture. Da bi pregledniki ugotovili, ali sistem SWIFT izpolnjuje navedene cilje, redno ocenjujejo, ali je vzpostavil ustrezen režim, strukture in procese vladanja, postopke obvladovanja tveganj in kontrole, ki omogočajo učinkovito obvladovanje potencialnih tveganj, ki bi lahko ogrozila finančno stabilnost in zanesljivost finančnih infrastruktur. Leta 2006 je ECB v okviru sodelovanja pri skupnem pregledu nad delovanjem sistema SWIFT začela sodelovati s centralnimi bankami držav G10 pri vzpostavitvi niza visokih pričakovanj preglednikov, ki bi bila primerna za ocenjevanje sistema SWIFT, ob upoštevanju njegove obstoječe strukture, procesov, kontrol in postopkov. Pet pričakovanih preglednikov je bilo dokončanih junija 2007 in

<sup>9</sup> Denarno poravnavo vsakega deviznega posla sestavljata dve plačilni transakciji, po ena v vsaki zadevni valuti. Tako je bilo decembra 2007 prek sistema CLS poravnanih 190.718 poslov s povprečno dnevno vrednostjo okrog 1,5 bilijona EUR.

vključenih v metodologijo pregleda nad delovanjem, ki temelji na tveganjih in jo uporablja tudi skupina za pregled. Ta pričakovanja so:

1. Ugotavljanje in obvladovanje tveganj: SWIFT naj bi ugotavljal in obvladoval operativna in finančna tveganja za svoje ključne storitve in zagotavljal učinkovite postopke obvladovanja tveganj.
2. Varovanje podatkov: SWIFT naj bi uvedel ustrezne politike in postopke ter namenil zadostne vire za zagotavljanje zaupnosti in neokrnjenosti informacij ter dostopnosti svojih ključnih storitev.
3. Zanesljivost in odpornost: skladno s svojo vlogo v globalnem finančnem sistemu naj bi SWIFT uvedel ustrezne politike in postopke ter namenil zadostne vire za zagotavljanje, da so njegove ključne storitve dostopne, zanesljive in odporne ter da ob izpadu upravljanje neprekinjenega poslovanja in načrti za obnovitev delovanja po katastrofi omogočajo pravočasno vnovično vzpostavitev njegovih ključnih storitev.
4. Tehnološko načrtovanje: SWIFT naj bi imel pripravljene zanesljive metode za načrtovanje celotnega življenjskega cikla uporabe tehnologij in izbire tehnoloških standardov.
5. Obveščanje uporabnikov: SWIFT naj bi bil uporabnikom pregleden in jim zagotavljal zadostne informacije, ki omogočajo ustrezno razumevanje vlog in odgovornosti uporabnikov pri obvladovanju tveganj, povezanih z uporabo sistema SWIFT.

SWIFT končuje samooceno na podlagi visokih pričakovanj in bo poročal centralnim bankam o svoji sposobnosti, da izpolni pričakovanja preglednikov. Teh pet pričakovanj predstavlja okvir, znotraj katerega pregledniki organizirajo svoje dejavnosti in na podlagi katerega se načrtuje pregled nad delovanjem, ki temelji na tveganjih. Visoka pričakovanja in razlogi za okvir so bili podrobno predstavljeni v pregledu finančne stabilnosti, ki ga je junija 2007 objavila

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

## 4.2 STORITVE ZA PLAČILA MALIH VREDNOSTI

Pregled nad delovanjem sistemov, ki ga izvaja Eurosistem, zajema tudi sisteme in instrumente za plačila malih vrednosti. ECB je tudi v letu 2007 spremljala nemoteno delovanje prve vseevropske avtomatizirane klirinške hiše za zbirna plačila v eurih (STEP2), ki ga vodi in upravlja družba EBA CLEARING.

V okviru spremljanja dogajanj v sektorju plačil malih vrednosti je ECB skupaj s Federal Reserve Bank of Kansas City izvedla primerjalno študijo o vlogi nebančnih institucij v plačilnem prometu malih vrednosti v ZDA in nekaterih evropskih državah.

## 4.3 SCHEME KARTIČNIH PLAČIL

Eurosistem je v skladu s svojo zakonsko odgovornostjo, da podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov v euroobmočju, oblikoval pregledniški okvir za sheme kartičnih plačil, ki obdelujejo plačila v eurih. Njegov namen je prispevati k ohranjanju zaupanja javnosti v kartična plačila in spodbuditi enake konkurenčne pogoje za vse kartične sheme, ki poslujejo v euroobmočju.

Na podlagi poročila z naslovom „*Draft oversight framework for card payment schemes – requirements*” je potekala javna razprava. Nato je bila pripravljena revidirana različica poročila, pri čemer so bile upoštevane pripombe med javno razpravo. Poročilo opredeljuje področje pregleda nad delovanjem, ki naj bi ga izvajal Eurosistem v zvezi s shemami kartičnih plačil, in predlaga standarde, ki bi prispevali k zanesljivosti takšnih shem. Ti standardi temeljijo na analizi tveganj, ki jo je izvedel Eurosistem. Okvir bo veljal za vse sheme kartičnih plačil, ki zagotavljajo storitve z debetnimi ali kreditnimi karticami.

Svet ECB je januarja 2008 odobril končno različico standardov pregleda nad delovanjem shem kartičnih plačil v Eurosistemu, uvedeni pa bodo v letu 2008.

#### 4.4 KLIRING IN PORAVNAVA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Eurosistem je zelo zainteresiran za nemoteno delovanje sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, saj lahko napake pri kliringu, poravnavi in skrbništvu finančnega premoženja za zavarovanje terjatev ogrozijo izvajanje denarne politike, nemoteno delovanje plačilnih sistemov in vzdrževanje finančne stabilnosti.

Eurosistem kot uporabnik sistemov poravnave vrednostnih papirjev ocenjuje, ali ti sistemi v euroobmočju in povezave med njimi izpolnjujejo standarde za uporabo sistemov poravnave vrednostnih papirjev EU v kreditnih operacijah ESCB (imenovani tudi „uporabniški standardi Eurosistema”).<sup>10</sup>

Povezave postanejo primerne za kreditne operacije Eurosistema, če izpolnjujejo devet uporabniških standardov Eurosistema. Eurosistem oceni vsako novo povezavo ali posodobitev primerne povezave glede na te standarde. Leta 2007 so bile posodobljene in pozitivno ocenjene tri obstoječe primerne povezave. Poleg tega je bila ocenjena uporaba nekaterih izmenjalnih povezav, tj. povezav, pri katerih sta udeležena več kot dva sistema poravnave vrednostnih papirjev. Med to oceno niso bila ugotovljena nobena posebna tveganja. Svet ECB je zato ocenil, da je vseh pet ocenjenih izmenjalnih povezav primernih za sodelovanje pri zagotavljanju finančnega premoženja za zavarovanje terjatev v kreditnih operacijah Eurosistema.

Ob pripravah na vstop Cipra in Malte v euroobmočje s 1. januarjem 2008 je Svet ECB ocenil sisteme poravnave vrednostnih papirjev teh dveh držav. Podrobna analiza je razkrila, da sta bila oba sistema v glavnem skladna z uporabniškimi standardi in s tem primerna za uporabo

v operacijah denarne politike Eurosistema in posojila čez dan.

Marca 2007 je Odbor za plačilne in poravnalne sisteme (CPSS) objavil poročilo z naslovom „*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*”, pri katerem je sodelovala tudi ECB. Poročilo, za katerega je bila opravljena vrsta razgovorov z bankami, je analiziralo naslednjih šest zadev: tveganja, ki nastanejo zaradi zaostankov pri dokumentiranju in potrjevanju poslov, posledice uporabe zavarovanja za zmanjšanje kreditnega tveganja, uporaba centralnih nasprotnih strank za zmanjšanje tveganja nasprotne stranke, tveganja v primarnem posredništvu, tveganja, ki izhajajo iz neveljavnih obnovitev pogodb, ter možnost motenj na trgu zaradi izpada ene ali več velikih nasprotnih strank.

#### RAZVOJ STANDARDOV ZA KLIRING IN PORAVNAVO VREDNOSTNIH PAPIRJEV V EVROPSKI UNIJI

Leta 2001 je Svet ECB odobril okvir za sodelovanje med ESCB in Odborom evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) na področju sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. Skupna delovna skupina ESCB-CESR je leta 2004 pripravila osnutek poročila o standardih za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v Evropski uniji („*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*”), katerega cilj je prilagoditi priporočila CPSS-IOSCO v zvezi s sistemi poravnave vrednostnih papirjev, tako da bodo skladna z okoljem EU. V naslednjem letu je delovna skupina nadaljevala delo na tem področju s ciljem razviti „metodologijo ocenjevanja”, ki bi zagotavljala smernice za učinkovito izvajanje standardov. V tem obdobju se je delovna skupina vzporedno ukvarjala tudi s prilagoditvijo priporočil CPSS-IOSCO v zvezi s centralnimi nasprotnimi strankami. Po koncu leta 2005 so številna odprta vprašanja zavrila napredek. Evropska komisija pa je septembra 2007 dala nov zagon z razpravo na sejah Ekonomsko-finančnega sveta, Ekonomsko-finančnega odbora

<sup>10</sup> „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januar 1998.

in Odbora za finančne storitve. Po teh razgovorih je Ekonomsko-finančni svet priznal, „da sta zaščita vlagateljev in skrbni nadzor potrovalnega sektorja, vključno z njegovimi vidiki obvladovanja tveganja, pomembni zadevi, o katerih je treba razpravljati; prav tako pa bi bilo treba razmisliti o konkretnih ukrepih, pri katerih bi se bilo npr. treba dogovoriti o standardih ali regulativnih ukrepih kot dopolnilu h kodeksu ravnanja v zvezi s tveganji in finančno stabilnostjo”. Poleg tega je Ekonomsko-finančni svet zahteval, da Odbor za finančne storitve „okrepi delo v zvezi s področjem uporabe, pravno podlago in vsebino standardov ter nameni vso potrebno pozornost pomenu zagotovitve enakih konkurenčnih pogojev in skupaj s Komisijo pripravi predloge za napredek na tem področju, ki bodo zgodaj spomladi 2008 predloženi Svetu”.<sup>11</sup> Pri tem je sodelovala tudi ECB.

<sup>11</sup> Sklepi Ekonomsko-finančnega sveta o obračunu in poravnavi, 2822. seja Sveta za ekonomske in finančne zadeve, Luksenburg, 9. oktober 2007.







## POGLAVJE 5

# EVROPSKI IN MEDNARODNI ODNOSI

# I EVROPSKA VPRAŠANJA

ECB je tudi leta 2007 vzdrževala redne stike z evropskimi institucijami in forumi, zlasti z Evropskim parlamentom, Ekonomsko-finančnim svetom, Euroskupino in Evropsko komisijo (glej poglavje 6). Predsednik ECB se je udeleževal sestankov Ekonomsko-finančnega sveta, kadar so razpravljali o zadevah v zvezi z nalogami in cilji ESCB, in sestankov Euroskupine. Predsednik Euroskupine in evropski komisar za gospodarske in monetarne zadeve sta se udeleževala sestankov Sveta ECB, kadar je bilo to primerno.

## I.1 EKONOMSKO-POLITIČNA VPRAŠANJA

### PAKT ZA STABILNOST IN RAST

Leta 2007 se je zaradi ugodnih makroekonomskih razmer proračunski saldo v večini držav izboljšal in temu je v številnih primerih sledila odprava postopkov v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Število držav članic s čezmernim primanjkljajem se je znižalo z enajst ob koncu leta 2006 na šest ob koncu leta 2007. Januarja 2007 je Ekonomsko-finančni svet ustavil postopek zaradi čezmernega primanjkljaja proti Franciji. Junija 2007 je to storil tudi za Nemčijo, Grčijo in Malto. Za slednjo je to pomenilo odpravo velike ovire za sprejem eura v letu 2008. Ekonomsko-finančni svet je oktobra 2007 odpravil tudi postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Združenemu kraljestvu. Po popravku čezmernih primanjkljajev je zdaj bistveno, da države članice nadaljujejo strukturno fiskalno konsolidacijo v skladu z določbami Pakta za stabilnost in rast ter tako uresničijo svoj srednjeročni cilj. To bo tudi pomagalo preprečiti, da bi se zaradi normalnih cikličnih nihanj v gospodarski aktivnosti ponovila kršitev referenčne vrednosti primanjkljaja, ki znaša 3% BDP. Ob koncu leta 2007 so se postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem še naprej izvajali za dve državi euroobmočja (Italija in Portugalska) in štiri države zunaj euroobmočja (Češka, Madžarska, Poljska in Slovaška).

Skrb vzbujajoča so bila fiskalna gibanja na Češkem. Ekonomsko-finančni svet je julija 2007 na priporočilo Evropske komisije sklenil,

da so ukrepi Češke, s katerimi naj bi svoj primanjkljaj do leta 2008 znižala pod mejno vrednost 3%, neustrezni. Zlasti dopolnjen konvergenčni program, ki ga je Češka sprejela marca, je kazal, da bo mejna vrednost 3% BDP presežena ne le v letu 2008, temveč tudi v letu 2009. Oktobra 2007 je Svet na podlagi člena 104(7) Pogodbe vnovič priporočil, da Češka zniža svoj primanjkljaj pod 3% BDP najpozneje do leta 2008, z 0,75% strukturnim izboljšanjem proračunskega salda med letoma 2007 in 2008. Po napovedih Komisije iz jeseni leta 2007 naj bi se primanjkljaj v letu 2008 dejansko znižal pod 3% BDP.

Nobeni nadaljnji ukrepi glede postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem niso bili sprejeti proti Italiji (ki bi morala svoj čezmerni primanjkljaj v skladu s priporočilom Ekonomsko-finančnega sveta popraviti do leta 2007), Madžarski (2009), Poljski (2007), Portugalski (2008) in Slovaški (2007), saj so novi podatki in projekcije kazali napredek pri odpravljanju čezmernega primanjkljaja v skladu z zadnjimi priporočili Sveta.

Oktobra 2007 je Ekonomsko-finančni svet na podlagi predlogov Evropske komisije iz sporočila, ki je spremljalo poročilo o javnih financah v EMU za leto 2007 (*Public finances in EMU – 2007*), razpravljal o učinkovitosti preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast. Ministri so sklenili, da morajo vse države, ki še niso dosegle svojega srednjeročnega cilja, pospešiti zniževanje primanjkljaja in dolga ter temu nameniti več prihodkov, kot je bilo predvideno. Vnovič so poudarili tudi pomembnost večletnih nacionalnih fiskalnih okvirov na osnovi pravil in ustreznega sodelovanja nacionalnih parlamentov. Poleg tega so od držav članic zahtevali, da v svojih konvergenčnih programih in programih stabilnosti navedejo, kako bodo dosegle svoj srednjeročni cilj, vključno s podatki o obsegu dodatnih ukrepov, ki so potrebni za njihovo uresničitev. Komisija je bila naprošena, da nadaljuje delo na področju merjenja osnovnega javnofinančnega položaja. Kar zadeva dolgoročno vzdržnost javnih financ, je Ekonomsko-finančni svet pozval Komisijo, naj posreduje predloge za razpravo v letu 2008 o tem, kako naj se fiskalno

breme zaradi staranja prebivalstva vključi v opredelitev srednjeročnih ciljev.

### LIZBONSKA STRATEGIJA

Lizbonska strategija – obširni program gospodarskih, socialnih in okoljskih reform EU – je bila še naprej v središču razprav o ekonomski politiki v EU. Svet EU ni spreminjal integriranih smernic, ki so bile sprejete leta 2005 za obdobje treh let, pri tem pa je pozval k večji usmerjenosti na izvajanje strategije, s čimer bi uresničili splošni cilj večje rasti in večjega števila delovnih mest.<sup>1</sup> Hkrati je Svet EU spomladi 2007 te smernice dopolnil s priporočili za vsako državo članico posebej in s horizontalno smernico za države euroobmočja. Države članice so jeseni 2007 predložile svoje drugo poročilo o napredku v zvezi z nacionalnim programom reform v obdobju 2005–08. V teh poročilih so države članice opisale napredek, ki so ga dosegle pri izvajanju svoje strategije strukturnih reform. Te strategije vključujejo zagotavljanje vzdržnosti in kakovosti javnih financ, izboljšanje regulativnega okvira za podjetja, naložbe v raziskave, razvoj in inovacije ter sprejemanje ukrepov za povečanje deleža aktivnega prebivalstva in pržnosti trga dela (glej tudi poglavje 1). Poročila o napredku nacionalnih programov reform sta ocenila Ekonomsko-finančni svet in Evropska komisija, ki je decembra 2007 objavila strateško poročilo. Te ocene so bile osnova za sprejem novega sklopa integriranih smernic v letu 2008 za nov triletni cikel 2008–10. Hkrati je lizbonski program Skupnosti, ki je bil dopolnjen ob koncu leta 2007, določil vrsto ključnih prednostnih nalog za ukrepe na ravni Skupnosti v obdobju 2008–10, in sicer v skladu s štirimi prednostnimi področji reform, ki so bila določena v okviru Evropskega sveta spomladi 2006 (znanje in inovacije, poslovni potencial, trgi dela in energija).

ECB je vztrajno poudarjala pomembnost izvajanja strukturnih reform in pozdravlja odločnost Komisije in držav članic, da izvajajo prenovljeno lizbonsko strategijo na ravni EU in na nacionalni ravni. Zlasti je pomembno, da države euroobmočja izvajajo celovite reformne ukrepe, saj so skupno odgovorne za zagotavljanje nemočenega delovanja EMU.

## 1.2 INSTITUCIONALNA VPRAŠANJA

### LIZBONSKA POGODBA

Voditelji držav ali vlad držav članic EU so 13. decembra 2007 podpisali Lizbonsko pogodbo, ki spreminja Pogodbo o Evropski uniji in Pogodbo ustanovitvi Evropske skupnosti. Nova pogodba je trenutno v procesu ratifikacije, ki naj bi jo potrdilo vseh 27 držav članic. Predvideno je, da bo začela veljati 1. januarja 2009, če bo proces ratifikacije do takrat končan. Sicer bo pogodba začela veljati prvi dan meseca, potem ko jo bo ratificirala zadnja država članica.

Nova pogodba spreminja Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti in Pogodbo o Evropski uniji. Ti dve pogodbi bosta še naprej temelj, na katerem deluje EU. Po novi pogodbi Unija nasledi in nadomesti Skupnost in je pravna oseba. ECB pozdravlja to poenostavitev pravnega in institucionalnega okvira EU.

Po mnenju ECB je bistvenega pomena, da stabilnost cen ne ostane samo glavni cilj ECB in ESCB, temveč mora biti tudi cilj EU. Nova pogodba to predvideva, kot cilj EU pa določa tudi oblikovanju ekonomske in monetarne unije z eurom kot njeno valuto.

ECB, ki je trenutno organ Skupnosti, postane institucija Unije. ECB je menila, da je za uspešno opravljanje njenih nalog nujno, da se posebne institucionalne značilnosti ECB in ESCB ohranijo. Nova pogodba to predvideva ter potrjuje naloge in sestavo ESCB ter neodvisnost ECB in nacionalnih centralnih bank, pravno osebnost, normativna pooblastila in finančno neodvisnost ECB. Po novi pogodbi se člani Izvršilnega odbora ECB imenujejo s kvalificirano večino Evropskega Sveta in ne velja več zdajšnja zahteva po skupnem soglasju vlad držav članic na ravni voditeljev držav ali vlad. Na zahtevo ECB je v pogodbe vključen izraz „Eurosistem“.

Nova pogodba uvaja tudi več inovacij na področju gospodarskega upravljanja. Med temi so

<sup>1</sup> Integrirane smernice so v skladu z vmesnim pregledom lizbonske strategije iz leta 2005 določene za obdobje treh let, potem pa se dopolnijo vsako leto (glej Letno poročilo ECB 2005, str. 140-141).



priznanje Euroskupine, ki ohranja svoj trenutni neformalni status. Njen predsednik ima dveinpolletni mandat. Okrepljena je tudi vloga držav euroobmočja. Čeprav bo o tem, ali država članica lahko uvede euro, še naprej odločal Svet EU na predlog Komisije, bodo države euroobmočja pred takim sklepom posredovale priporočilo. Podobno bodo odločitve o neizpolnjevanju postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem in širših smernic ekonomske politike v kateri od držav članic euroobmočja sprejemale izključno države euroobmočja brez zadevne države članice. Nova je tudi določba, ki državam euroobmočja omogoča, da s kvalificirano večino sprejmejo nove ukrepe za okrepitev koordinacije in nadzora proračunske discipline in da določijo posebne smernice ekonomske politike za države euroobmočja.

ECB meni, da nova pogodba na splošno potrjuje trenutno ureditev EMU. ECB zato z veseljem pričakuje uspešen konec ratifikacijskega postopka.

#### **KONVERGENČNA POROČILA**

Na zahtevo Cipra in Malte sta ECB in Evropska komisija v skladu s členom 122 Pogodbe ES pripravili svoje konvergenčno poročilo o napredku navedenih držav pri izpolnjevanju pogojev za priključitev euroobmočju. Na podlagi teh poročil, ki sta bili objavljena 16. maja 2007, in predloga Komisije je Ekonomsko-finančni svet 10. julija 2007 sprejel sklep, s katerim Cipru in Malti dovoljuje uvedbo eura kot svoje valute s 1. januarjem 2008 (glej poglavje 3).

#### **1.3 DOGAJANJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH IN ODNOSI Z NJIMI**

ECB je še naprej sodelovala s centralnimi bankami držav kandidat pri ustvarjanju pogojev za nemoteno denarno povezovanje v EU, ko bodo izpolnjeni institucionalni in ekonomski pogoji. To sodelova-

nje se je razvijalo vzporedno s splošnim institucionalnim dialogom med EU in temi državami.

Pristopna pogajanja s Hrvaško so se začela oktobra 2005. Pogajanja o posameznih poglavjih pravnega reda Evropskih skupnosti so se začela junija 2006 in nemoteno nadaljevala v letu 2007, pri čemer so do konca leta potekala pogajanja o precejšnjem številu od skupaj 35 poglavij. ECB je še naprej krepila dvostranske odnose s hrvaško narodno banko, aprila 2007 so predstavniki ECB obiskali Zagreb, oktobra 2007 pa je ECB v Frankfurtu gostila guvernerja hrvaške narodne banke na letnem predpristopnem dialogu na visoki ravni.

Po začetku pristopnih pogajanj s Turčijo oktobra 2005 je Komisija junija 2006 začela pogajanja o posameznih poglavjih pravnega reda Evropskih skupnosti. Decembra 2006 je Evropski svet sklenil prekiniti pogovore o 8 od skupno 35 poglavij v pristopnem procesu EU zaradi pomanjkljivega napredka na področju razširitve carinske unije na države članice EU. V letu 2007 je bilo odprtih pet poglavij – o podjetniški in industrijski politiki, statistiki, finančnem nadzoru, vseevropskih omrežjih ter o varstvu potrošnikov in zdravja. Institucije EU nadaljujejo pregled združljivosti turške zakonodaje s pravnim redom Evropskih skupnosti, potekajo pa tudi priprave na morebitno odpiranje drugih poglavij. ECB je nadaljevala svoj dolgoletni dialog na visoki ravni o politikah s turško centralno banko, vključno z obiskom predsednika ECB v Ankari 1. junija 2007 ob 75. obletnici turške centralne banke. Razprave so bile osredotočene na novejša makroekonomska in finančna gibanja v Turčiji, na denarno politiko turške centralne banke ter na gospodarsko in denarno stanje v euroobmočju. Na zahtevo turške centralne banke je bila v letu 2007 zagotovljena tudi tehnična pomoč, med drugim na področju notranjih financ in plačilnih sistemov.

Nekdanja jugoslovanska republika Makedonija je decembra 2005 dobila status države kandidatke. Vendar se je Evropski svet odločil, da se pogajanja ne bodo začela, dokler ne bo izpolnjenih več pogojev, med drugim tudi učinkovito izvajanje stabilizacijsko-pridružitvenega

sporazuma, podpisanega z EU, zato natančen datum začetka pogajanj še ni bil določen. Komisija pozorno spremlja doseženi napredek in priznava, da so bili storjeni koraki v pravo smer, vendar je navedla tudi več področij, na katerih je treba reformna prizadevanja okrepiti. Okrepili so se stiki med strokovnjaki ECB in narodne banke Makedonije.

## 2 MEDNARODNA VPRAŠANJA

### 2.1 GLAVNA DOGAJANJA V MEDNARODNEM DENARNEM IN FINANČNEM SISTEMU

#### SPREMLJANJE MAKROEKONOMSKIH POLITIK V SVETOVNEM GOSPODARSTVU

Glede na hitro gospodarsko in finančno integracijo postaja svetovno gospodarsko okolje vse pomembnejše za vodenje ekonomske politike v euroobmočju. Eurosistem zato pozorno spremlja in analizira makroekonomske politike in osnovna gibanja v državah zunaj euroobmočja. Eurosistem ima tudi pomembno vlogo v mednarodnem večstranskem spremljanju makroekonomskih politik, ki poteka predvsem na sedežnih mednarodnih organizacij, kot so BIS, MDS in OECD, ter v forumih, kot so srečanja finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank skupine G7 in G20. ECB ima v vseh pomembnih institucijah in forumih bodisi status članice (na primer pri G20) ali opazovalke (na primer pri MDS). ECB ocenjuje mednarodna gibanja z namenom, da bi prispevala k stabilnemu makroekonomskemu okolju ter vzdržni makroekonomski in finančni politiki.

V mednarodnem gospodarskem okolju je tudi leta 2007 prevladovalo vztrajno svetovno neravnovesje na tekočem računu, pri čemer je do določene prilagoditve prišlo v ZDA in v državah izvoznicah nafte.<sup>2</sup> V ZDA se je primanjkljaj tekočega računa nekoliko znižal s 6,2% BDP v letu 2006 na 5,7% BDP, predvsem zaradi bolj uravnotežene rasti svetovnega povpraševanja in ugodnih gibanj menjalnih tečajev. Hkrati pa se prilagoditev v ZDA ni neposredno odražala v stanju tekočega računa azijskih gospodarstev, ki so še naprej imela precejšnji presežek (v povprečju 6,1% BDP v primerjavi s 5,3% leta 2006). Presežek tekočega računa se je posebno povečal na Kitajskem (na 11,7%) in na Japonskem (na 4,5%). Vendar pa so države izvoznice nafte – tudi ena od glavnih protipostavk primanjkljaja tekočega računa ZDA – znižale svoj presežek tekočega računa s 16,1% BDP v letu 2006 na 11,9%. Nekatere azijske države in nekatere države izvoznice nafte so še naprej akumulirale velike količine deviznih rezerv. Akumulacija rezerv je bila posebno velika na Kitajskem, kjer so devizne rezerve krepko pre-

segle 1 bilijon USD. Povečanje deviznih rezerv v državah s presežkom je privedlo do večjega pomena državnih premoženjskih skladov na svetovnih finančnih trgih.

Eurosistem je ob različnih priložnostih še naprej izpostavljajal tveganja in izkrivljanja, povezana z vztrajnostjo takšnih neravnovesij. Potrdil je tudi svojo polno podporo reševanju teh vprašanj na podlagi sodelovanja, kjer naj vse prizadete države izvajajo potrebne politike za zagotovitev obvladljive prilagoditve svetovnih neravnovesij. Postopna in obvladljiva prilagoditev neravnovesij bi ohranila in okrepila možnosti za svetovno rast in stabilnost. Program mednarodne ekonomske politike vključuje politike za povečanje zasebnega in javnega varčevanja v državah s primanjkljajem tekočega računa, poziva k izvajanju nadaljnjih strukturnih reform v razvitih gospodarstvih z razmeroma nizko potencialno rastjo ter poudarja potrebo po povečanju domačega povpraševanja in boljši razporeditvi kapitala v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Ker naj bi bili menjalni tečaji odraz gospodarskih temeljev, ostaja prožnost tečajev prednostna naloga v pomembnejših državah in regijah, kjer te prožnosti ni. Premik k večji prožnosti je zaželen na Kitajskem, ob rasti njenega presežka tekočega računa in domače inflacije pa je še naprej potrebna hitrejša apreciacija učinkovitega tečaja. Na splošno so se dogajanja in ukrepi politike leta 2007 gibali v pravo smer, vendar so za občutno zmanjšanje svetovnih neravnovesij potrebne nadaljnje prilagoditve.

Razmere na svetovnih kreditnih trgih so se v drugi polovici leta 2007 poslabšale, saj je predvidenjen kreditnega tveganja, povezano s trgov drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, povzročile vzpon donosov in motnje likvidnosti v segmentih medbančnega trga. Čeprav so ta gibanja vplivala tudi na nastajajoča gospodarstva, je bil vpliv nanje precej manjši kot v preteklih svetovnih finančnih pretresih. Takšna odpornost je delno posledica izboljšanega okvira politike v teh državah, po drugi

<sup>2</sup> Ocene za leto 2007 v tem razdelku temeljijo na napovedih iz publikacija MDS „World Economic Outlook“ september 2007.

strani pa so se finančni pretresi pojavljali na trgih z inovativnimi kreditnimi instrumenti, ki so v nastajajočih gospodarstvih manj razširjeni kot v razvitih gospodarstvih z razvitim finančnim sistemom.

V okviru dejavnosti spremljanja mednarodne politike je v pregled vključeno tudi euroobmočje. Tako sta MDS in Odbor za analizo gospodarstva in razvoja pri OECD v letu 2007 poleg pregleda posameznih držav euroobmočja izvajala tudi redni pregled denarne, finančne in ekonomske politike euroobmočja. Posvetovanja MDS po IV. členu Statuta MDS in pregled, ki ga je opravil Odbor za analizo gospodarstva in razvoja v okviru OECD, so omogočili plodno izmenjavo stališč med tema mednarodnima organizacijama ter ECB, predsedstvom Euroskupine in Evropsko komisijo. Po opravljenih razpravah sta MDS in OECD oblikovala posamezna poročila o oceni politik euroobmočja.<sup>3</sup> Euroobmočje je sodelovalo tudi pri prvem večstranskem posvetovanju MDS, ki je bilo osredotočeno na svetovna neravnovesja (več podrobnosti je navedenih v naslednjem razdelku).

### **MEDNARODNA FINANČNA ARHITEKTURA**

Prizadevanja za reformo MDS v skladu z njegovo srednjeročno strategijo so se leta 2007 nadaljevala. Napredek na področju posameznih pobud je potekal različno, največji dosežek pa je bila uvedba novega sklepa o dvostranskem spremljanju.<sup>4</sup> Druga ključna reformna področja so obsegala upravljanje MDS (kvote in glasovanje), okvir prihodkov in odhodkov sklada ter vloga sklada v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Dogovor o teh vprašanih poteka prek razprav v MDS in v drugih forumih, kot sta G7 in G20, ESCB pa po potrebi prispeva svoj delež s spremljanjem in razpravami o teh vprašanih.

Eden glavnih dosežkov MDS v zadnjem času je bilo izboljšanje spremljanja. Novi sklep o dvostranskem spremljanju politik članic je bil uveden sredi leta 2007 in je nadomestil obstoječi trideset let star sklep in izboljšal jasnost, nepristranskost, enakopravnost in odgovornost. Novi sklep naj bi z uporabo zunanje stabilnosti kot organizacijskega načela spremljanja omogočal

večjo pozornost čezmejnemu učinkom. Zunanja stabilnost je opredeljena z menjalnim tečajem, zato je analiza tečaja ključna sestavina procesa spremljanja. Zaradi skupne valute euroobmočja je treba zunanjo stabilnost euroobmočja ocenjevati na ravni celotnega euroobmočja, medtem ko ostaja dvostransko spremljanje držav, ki se osredotoča na nacionalne politike posameznih držav članic, pomembno tudi v tem okviru. Trenutno potekajo prizadevanja za zagotovitev učinkovitega izvajanja novega sklepa ob upoštevanju tehničnih in konceptualnih težav.

Poleg tega je prvo večstransko posvetovanje napredovalo do faze spremljanja. Večstranska posvetovanja predstavljajo nov pristop k spremljanju, katerih cilj je pritegniti ključne strani k dialogu v zaupnem okolju z namenom, da bi pospešili ustrezne ukrepe politike v zvezi s sistemsko ali regionalno pomembnimi problemi. Prvo večstransko posvetovanje je obravnavalo svetovna neravnovesja, pri njem pa so sodelovali Kitajska, euroobmočje, Japonska, Savdska Arabija in ZDA. Forum je bil koristna platforma za izmenjavo idej in pogledov o vzrokih in rešitvah za neravnovesja. Poudarek se je tako preusmeril z dialoga na izvajanje politik, strokovnjaki MDS pa spremljajo napredek in sporočajo svoje ugotovitve v dvostranskih in večstranskih poročilih.

Napredek je bil dosežen tudi pri drugih elementih srednjeročne strategije. Na področju reforme kvot in glasovanja je bila razprava osredotočena na novo formulo za porazdelitev kvot, drugi krog začasnega povečanja kvot za širši krog držav ter na povečanje števila osnovnih glasov. Dva ključna cilja reforme sta doseči občuten napredek pri prerazporeditvi kvot sorazmerno z relativno težo in položajem držav v svetovnem gospodarstvu ter povečati glas in udeležbo držav z nižjim dohodkom v MDS. Dogovor o glavnih elementih tega sklopa naj bi bil po pričakovanjih dosežen do spomladanskega zase-

3 „Euro area policies: 2007 Article IV consultation – staff report“ MDS, julij 2007, in „Economic survey of the euro area“ OECD, januar 2007.

4 Sklep izvršilnega odbora o dvostranskem spremljanju politik članic (bilateral surveillance over members' policies), ki je bil sprejet 15. junija 2007, nadomešča sklep iz leta 1977 o spremljanju tečajne politike (surveillance over exchange rate policies).





danja leta 2008. Potekajo tudi prizadevanja, da bi institucija dobila trdnejšo finančno podlago. Na strani prihodkov predstavljajo priporočila iz poročila Odbora uglednih osebnosti (organ, ki je bil imenovan, da preuči vzdržno dolgoročno financiranje MDS) osnovo za konkretnije predloge. Na strani odhodkov pa sta upoštevanje temeljnega mandata sklada in skrbno določanje prednostnih nalog vodilni priporočili za nov okvir odhodkov, ki predvideva občutno znižanje proračuna. Nadaljujejo se tudi prizadevanja sklada na področju sodelovanja z nastajajočimi tržnimi gospodarstvi. Sklad je izboljšal svojo pomoč pri odkrivanju ranljivosti in pri upravljanju dolga ter še naprej preučeval možnost novega likvidnostnega instrumenta kot ukrepa za preprečevanje kriz.

Poleg reform MDS si je mednarodna finančna skupnost še naprej prizadevala spodbujati mehanizme za preprečevanje in obvladljivo reševanje kriz. V tem okviru je bil dosežen napredek pri izvajanju načel za stabilne kapitalske tokove in pošteno prestrukturiranje dolga na nastajajočih trgih, ki jih je leta 2004 potrdila skupina G20. Namen navedenih načel, ki so tržno pogojena in prostovoljna, je zagotoviti smernice za ravnanje državnih izdajateljev in njihovih zasebnih upnikov v zvezi z izmenjavo informacij, dialogom in tesnim sodelovanjem. Ta načela je podprlo veliko finančnih institucij in držav izdajateljic ter pri tem izrazilo poseben interes za pospešitev njihovega izvajanja. Za vodenje izvajanja in razvoja načel je bila leta 2006 oblikovana skupina skrbnikov (Group of Trustees), ki jo sestavljajo vodilni strokovnjaki za svetovne finance. Skupina skrbnikov je na svojem zadnjem zasedanju oktobra 2007 v Washingtonu pregledala napredek pri izvajanju načel v okviru mednarodne finančne arhitekture.

Leta 2007 so bile v zvezi s finančnimi trgi sprejete številne druge pobude. Po zgledu zasebnega sektorja pri prej omenjenih načelih je skupina vodilnih hedge skladov s sedežem v Londonu sprejela kodeks ravnanja za hedge sklade. Ta prostovoljni kodeks je namenjen izboljšanju preglednosti in upravljanja tveganj. Poleg tega je skupina G8 sprejela akcijski načrt za razvoj lokalnih obvezniških trgov v nastajajočih tržnih gospodarstvih in v državah v razvoju. V akcijskem načrtu so bila določena številna ključna vprašanja politik, ki jih je treba podrobneje preučiti, med drugim okrepitev tržnih infrastruktur in politike upravljanja javnega dolga, razširitev in razpršitev kroga vlagateljev, razvijanje trgov z izvedenimi finančnimi instrumenti in trgov zamenjav, izboljšanje podatkovnih baz ter spodbujanje regionalnih pobud. Cilj je povečati globino in učinkovitost lokalnih obvezniških trgov, da bi lahko v celoti odigrali svojo vlogo pri finančnem posredništvu, finančni stabilnosti in vzdržni gospodarski rasti. Mednarodni denarni in finančni odbor pa je ob povečanju zanimanja za vlogo in dejavnosti državnih premoženjskih skladov tudi zahteval, da MDS začne dialog z upravljavci državnega premoženja in rezerv. Prva okrogla miza je bila sklicana novembra 2007.

## 2.2 SODELOVANJE Z DRŽAVAMI ZUNAJ EU

Eurosistem je v okviru svojih mednarodnih dejavnosti še naprej razvijal stike s centralnimi bankami zunaj EU, predvsem z organiziranjem seminarjev in delavnic. Poleg tega je tehnično sodelovanje postalo pomembno orodje pri vzpostavljanju institucij in pospeševanju učinkovitosti izpolnjevanja evropskih in mednarodnih standardov v institucijah zunaj EU.

Eurosistem je oktobra 2007 v Moskvi organiziral svoj četrti dvostranski seminar na visoki ravni z Bank of Russia. Udeleženci so si izmenjali poglede na aktualne izzive za denarno politiko in politiko deviznega tečaja v Rusiji ter o procesu finančnega poglobljanja in njegovih posledicah za transmisijski mehanizem denarne politike v Rusiji in tudi v drugih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih. Po pregledu izzivov in obetov za širitev EU in euroobmo-

čja se je razprava osredotočila na posledice za Rusijo. Podobni dogodki bodo še naprej redno organizirani, naslednji seminar pa bo potekal spomladi 2009 na Dunaju.

Po razpravah na seminarju Eurosistema in ruske centralne banke na visoki ravni oktobra 2006 v Dresdnu je ruska centralna banka 14. junija 2007 v Tuli gostila strokovno delavnico o dolgoročnih možnostih za rast ruskega gospodarstva. Strokovnjaki ruske centralne banke in drugi strokovnjaki ruske vlade in finančne skupnosti so z ekonomisti Eurosistema izmenjali poglede na dejavnike rasti v ruskem gospodarstvu in na možnosti za nadaljnjo rast. V delavnici sta bili med drugim predstavljeni temi „dolgoročni izzivi za rusko gospodarstvo: odvisnost od cen nafte in holandska bolezen” ter „napovedovanje rasti BDP v Rusiji in vloga politik”.

Tehnično sodelovanje z rusko centralno banko se nadaljuje. Tako je ECB oktobra 2007 gostila dva študijska obiska na visoki ravni na področju tržnih operacij in notranjih financ. Ruska centralna banka, ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja so tesno sodelovale tudi pri nadaljevanju obsežnega programa usposabljanja za bančni nadzor, ki je bil izveden med letoma 2003 in 2005. Novi program sodelovanja centralnih bank, ki ga financira Evropska komisija, naj bi se predvidoma začel 1. aprila 2008 in končal decembra 2010. Eden od ciljev programa je okrepiti zmogljivosti ruske centralne banke za notranjo revizijo prek prenosa znanja in izkušenj EU na področju notranje revizije na osnovi ocene tveganj. Naslednji cilj je vzpostaviti postopno izvajanje načel sporazuma Basel II za bančni nadzor v Rusiji prek posvetovanj in izmenjave izkušenj EU pri izvajanju direktive EU o kapitalski ustreznosti. Nasveti na področju plačilnih sistemov so bili s seminarjem, ki ga je septembra 2007 gostila National Bank of Kazakhstan, razširjeni na Skupnost neodvisnih držav.

Četrty seminar Eurosistema na visoki ravni z guvernerji centralnih bank partneric EU iz evropsko-sredozemske regije je potekal 28. marca 2007 v Valencii, peti pa bo 26. novembra 2008

v Kairu. Razprave v Valencii so bile med drugim osredotočene na fiskalno politiko v sredozemskih državah in na evropsko-sredozemsko trgovinsko menjavo. Strokovnjaki ECB so obiskali več centralnih bank držav Magreba, npr. Bank of Algeria (februarja 2007), Bank Al-Maghrib (novembra 2007) in Central Bank of Tunisia (novembra 2007).

ECB je še naprej poglobljala svoje odnose s centralnimi bankami in denarnimi organi držav članic Sveta za sodelovanje v Zalivu.<sup>5</sup> ECB je svetu svetovala tudi na področju plačilnih sistemov in bankovcev. Skupaj z Deutsche Bundesbank bo ECB 11. in 12. marca 2008 v Mainzu organizirala seminar Eurosistema na visoki ravni s centralnimi bankami in denarnimi oblastmi Sveta GCC.

ECB je 25. novembra 2007 skupaj s štirimi nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France in Banca d'Italia) končala dveletni program sodelovanja s Central Bank of Egypt, ki ga je financirala Evropska komisija. Program je pomagal centralni banki pri njenih daljnosežnih reformnih načrtih in se pri tem osredotočal na uvajanje bančnega nadzora na osnovi ocene tveganj in izboljšanje njenih nadzornih zmogljivosti. Za to je bilo ustanovljenih šest projektov na področju rednega nadzora, pregledov in kontrol, makrobonitetnega nadzora, pravnih zadev in določanja standardov, usposabljanja ter informacijske tehnologije, pri katerih je vsaka od štirih nacionalnih centralnih bank prevzela mentorstvo in tesno sodelovanje z vodjo skupine iz Central Bank of Egypt.

ECB in številne nacionalne centralne banke so še naprej poglobljale svoje odnose z državami zahodnega Balkana. ECB je v Frankfurtu 1. in 2. oktobra 2007 organizirala drugo ekonomsko konferenco o regiji in svojo pozornost razširila na vse države srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope. Višji strokovnjaki iz centralnih bank držav članic EU in držav jugovzhodne Evrope

5 Gulf Cooperation Council (GCC): Bahrajn, Kuvajt, Oman, Katar, Savdska Arabija in Združeni arabski emirati.

ter predstavniki Evropske komisije, mednarodnih organizacij in akademskih krogov so razpravljali o izbranih vidikih in ključnih izzivih za realno konvergenco v regiji.

ECB je skupaj z osmimi nacionalnimi centralnimi bankami (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank in Banka Slovenije) posredovala Central Bank of Bosnia and Herzegovina poročilo z analizo potreb o napredku, ki ga je treba pri pripravah na vstop v EU doseči na izbranih centralnobančnih področjih. Eurosistem je poročilo, s katerim se je končala misija, ki se je začela 1. marca 2007, uradno posredoval 12. septembra 2007. Poročilo vsebuje priporočila na področjih, kjer mora Central Bank of Bosnia and Herzegovina v naslednjih letih doseči napredek, da bi svoje standarde uskladila s standardi, ki jih je sprejel ESCB. Program je financirala Evropska komisija prek programa pomoči Skupnosti za obnovo, razvoj in stabilizacijo (CARDS), usklajevala pa ga je ECB.





## **POGLAVJE 6**

# **ODGOVORNOST**

## I ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN EVROPSKEGA PARLAMENTA

Neodvisnost centralne banke se je v zadnjih desetletjih pokazala kot temeljna sestavina okvira denarne politike v industrijsko razvitih in nastajajočih gospodarstvih. Odločitev, da se centralnim bankam podeli neodvisnost, ima trdno podlago v ekonomski teoriji in empiričnih ugotovitvah, ki kažejo, da taka ureditev spodbuja vzdrževanje stabilnosti cen. Hkrati sodobne demokracije temeljijo na načelu, da morajo biti javni organi za svoja dejanja odgovorni širši javnosti, iz katere dejansko izhaja njihov mandat. Pri neodvisni centralni banki lahko odgovornost razumemo kot obveznost, da banka državljanom in njihovim izvoljenim predstavnikom pojasni, kako uporablja svoja pooblastila, in utemelji svoje odločitve.

ECB se vseskozi zaveda, kako pomembno je biti odgovoren za svoje odločitve o politikah, zato z državljani EU in Evropskim parlamentom vzdržuje redni dialog. Pri tem presega zakonske zahteve glede poročanja, določene v Pogodbi ES, tako da na primer namesto zahtevanih četrtletnih poročil objavlja mesečni bilten. Poleg tega po vsakem prvem zasedanju Sveta ECB v mesecu skliče tiskovno konferenco. Zavezanost ECB načelu odgovornosti se kaže tudi v številnih publikacijah in govorih, ki so jih imeli člani Sveta ECB v letu 2007 ter z njimi pojasnjevali odločitve ECB.

Na institucionalni ravni ima Evropski parlament kot organ, katerega legitimnost neposredno izhaja iz državljanov EU, ključno vlogo pri pozivanju ECB k odgovornosti za svoja dejanja. Predsednik je leta 2007 skladno z določbami Pogodbe ES predstavil letno poročilo ECB za leto 2006 na plenarnem zasedanju Evropskega parlamenta. Poleg tega je o denarni politiki ECB in drugih nalogah banke vsako četrletje še naprej redno poročal pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve. Povabljen je bil tudi na dodatno zaslišanje pred navedenim odborom, da bi pojasnil operacije na denarnem trgu, ki jih je ECB izvajala kot odziv na pretrese na finančnih trgih v drugi polovici leta 2007, ter da bi razpravljal o morebitnih posledicah za okvir finančne ureditve, nadzora in stabilnosti. Predsednik je prav tako nastopil na skupnem zase-

danju Evropskega parlamenta in nacionalnih parlamentov ter predstavil stališča o ekonomski konvergenci v euroobmočju.

Tudi drugi člani Izvršilnega odbora so bili ob številnih priložnostih povabljeni, da nastopijo pred Evropskim parlamentom. Podpredsednik je pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve predstavil letno poročilo ECB za leto 2006. Gertrude Tumpel-Gugerell pa je pred navedenim odborom nastopila dvakrat, da bi predstavila informacije o novejših gibanjih na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev ter o projektu Eurosistema TARGET2-Securities.

Kakor v preteklih letih je delegacija članov Odbora za ekonomske in monetarne zadeve obiskala ECB in si izmenjala stališča s člani Izvršilnega odbora. Poleg tega je ECB še naprej na prostovoljni podlagi odgovarjala na pisna vprašanja poslancev Evropskega parlamenta o zadevah, povezanih s področji njene pristojnosti.

## 2 IZBRANE TEME, KI SO BILE IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJIH Z EVROPSKIM PARLAMENTOM

V okviru izmenjav mnenj med Evropskim parlamentom in ECB je bilo obravnavanih veliko različnih tem. V nadaljevanju sledi pregled ključnih zadev, ki jih je na teh zasedanjih izpostavil Evropski parlament.

### OKVIR EU ZA FINANČNO UREDITEV, NADZOR IN STABILNOST

Evropski parlament in ECB sta nadaljevala tesno sodelovanje na področju finančne integracije in stabilnosti. Evropski parlament v svoji resoluciji o politiki finančnih storitev (2005–2010) sicer priznava, da lahko hedge skladi zagotovijo dodaten vir likvidnosti in diverzifikacije na trgu ter ustvarijo priložnosti za izboljšanje učinkovitosti gospodarskih družb, vendar pa je podobno kot nekatere centralne banke in nadzorniki zaskrbljen, da bi bili lahko taki skladi vir sistemskega tveganja. Skladno s tem je pozval k okrepljenemu sodelovanju med nadzorniki pri uresničevanju priporočil Foruma za finančno stabilnost ter od vlagateljev, glavnih posrednikov in javnih organov zahteval, da ocenijo potencialna tveganja izpostavljenosti do nasprotne stranke, ki jih predstavljajo hedge skladi. Evropski parlament je opozoril tudi na visoko stopnjo koncentracije v sektorju bonitetnih agencij in priporočil večjo preglednost v zvezi z načini dela teh subjektov. V zvezi s finančnim nadzorom je parlament izrazil zaskrbljenost, da v trenutnem okviru ne bi bilo mogoče slediti dinamiki finančnega trga, in poudaril, da so za to potrebna zadostna sredstva ter ustrezna koordinacija in zakonska pooblastila, da bi se lahko ob večjih čezmejnih sistemskih krizah ustrezno in hitro odzival. Zato je menil, da je treba za uveljavitev razmeroma novih ukrepov na stopnji 2 in 3 Lamfalussyjevega okvira<sup>1</sup> predvideti dovolj časa in istočasno preučiti primernost in izvedljivost izvajanja bonitetnega nadzora na ravni EU, kjer bo to v prihodnosti potrebno.

Predsednik ECB je poudaril, da je bilo prevrednotenje tveganj, ki je potekalo v drugi polovici leta 2007, odraz uresničitve nekaterih ranljivosti, ki so jih pred tem ugotovile ECB in druge centralne banke. Izpostavil je potrebo, da bi morali povečati preglednost in izboljšati obvladovanje tveganj v zvezi z visoko razvitimi finančnimi produkti. Predsednik je priznal, da je dejanski problem za

delovanje svetovnega finančnega trga majhno število globalnih bonitetnih agencij. Hkrati je poudaril, da vlagatelji mnenja bonitetnih agencij ne smejo obravnavati kot nadomestek za lastno kreditno analizo in skrbno preverjanje strank. V zvezi s hedge skladi je poudaril njihovo pozitivno vlogo pri povečevanju učinkovitosti in likvidnosti finančnih trgov, obenem pa priznal, da so lahko tudi vir tveganja za stabilnost finančnega sistema. Zato se je zavzel za hitro uresničitev priporočil Foruma za finančno stabilnost in podprl predlog, da naj si sektor hedge skladov prizadeva za vzpostavitev najboljših praks in da bi bili referenčni standardi pod okriljem panoge ustrezno orodje za uresničitev tega cilja. Opozoril je tudi na potrebo po občutno boljšem razumevanju nereguliranih subjektov, kot so prehodne družbe in družbe za posebne namene, ter pozval k nadaljevanju temeljitega preverjanja vseh nereguliranih subjektov. Nazadnje je poudaril, da bi bilo treba pred kakršnimi koli daljnosežnimi institucionalnimi spremembami čim bolj izkoristiti potencial Lamfalussyjevega okvira (glej poglavje 4).

### JAVNE FINANCE

V razpravah med Evropskim parlamentom in ECB je bilo v ospredju vodenje fiskalne politike. Evropski parlament je v svoji resoluciji o poročilu Evropske komisije „Javne finance v EMU v letu 2006“ podprl dosledno uporabo Pakta za stabilnost in rast ter države članice pozval, naj si ponovno prizadevajo, da bi gospodarsko konjunkturo izkoristile za pripravo svojih javnih financ na prihodnje izzive, zlasti staranje prebivalstva. Evropski parlament je zato v svoji resoluciji o letnem poročilu Komisije o euroobmočju pozdravil usmeritve fiskalne politike, ki jih je aprila 2007 sprejela Euroskupina, ki je opozorila na obvezo, da je treba „dobre gospo-

1 Lamfalussyjev pristop obsega štiri stopnje. Na prvi stopnji so prek običajnega zakonodajnega postopka opredeljena temeljna načela pravnega predpisa: soodločanje Evropskega parlamenta in Sveta EU po predlogu Evropske komisije. Na drugi stopnji so po hitrem postopku sprejeti in dopolnjeni izvedbeni ukrepi. Tretja stopnja je povezana z delom odborov tretje ravni, katere cilj je okrepiti konvergenco in sodelovanje v nadzornih postopkih. Četrta stopnja pa se nanaša na ukrepe Komisije za okrepitev izvrševanja zakonodaje EU. Več podrobnosti je v poročilu z naslovom „Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets“, 15. februar 2001, ki je na spletni strani Evropske komisije. Glej tudi Letno poročilo ECB 2003, str. 111.





darske čase” izkoristiti za aktivno konsolidacijo javnih financ in dodatne prihodke uporabiti za znižanje primanjkljaja in dolga.

Predsednik ECB je poudaril, da bi bilo treba dobre gospodarske čase izkoristiti za hitro reševanje preostalih proračunskih neravnotežij v državah euroobmočja ter za pospešitev prilagajanja v smeri doseganja srednjeročnih proračunskih ciljev. Glede na to je pozval vse države euroobmočja, naj izpolnijo obveznost, sprejeto v Euroskupini, da bodo svoje srednjeročne proračunske cilje uresničile čim prej, najpozneje pa do leta 2010 (glej razdelek 1.1 v poglavju 5).

#### **PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

ECB je Evropski parlament še naprej obveščala o tekočih dejavnostih na področju plačilnih sistemov ter sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. Gertrude Tumpel-Gugerell je dvakrat nastopila pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve ter poročala o napredku pri vzpostavljanju infrastrukture Eurosistema za zagotavljanje storitev poravnave poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju (TARGET2-Securities). ECB je prav tako pozdravila dejstvo, da sta Evropski parlament in Svet EU leta 2007 sprejela direktivo o plačilnih storitvah, saj ta zagotavlja zakonsko podlago za oblikovanje enotnega območja plačil v eurih (SEPA) (glej razdelek 3 v poglavju 4).

Evropski parlament je v svoji resoluciji o letnem poročilu ECB za leto 2006, ki jo je sprejel na

lastno pobudo, v celoti podprl prizadevanja ECB, da v vlogi katalizatorja za pobude zasebnega sektorja spodbuja finančno integracijo (npr. SEPA). Parlament je bil ravno tako mnenja, da bi lahko projekt TARGET2-Securities povečal integracijo, učinkovitost in varnost evropske infrastrukture za poravnavo vrednostnih papirjev. Hkrati je menil, da je ključnega pomena vzpostaviti ustrezen okvir upravljanja. V svoji resoluciji o politiki finančnih storitev (2005–2010) je zahteval nadaljnji napredek pri odstranjevanju ovir, ki so bile ugotovljene v poročilu skupine Giovannini o čezmejni ureditvi kliringa in poravnave (glej razdelek 2 v poglavju 2).





**POGLAVJE 7**

**ZUNANJE  
KOMUNICIRANJE**

## I POLITIKA KOMUNICIRANJA

Namen komuniciranja v ECB je zagotoviti, da javnost bolje razume njene odločitve. Komuniciranje je sestavni del denarne politike ECB in izvajanja drugih nalog. Komunikacijske dejavnosti ECB vodita dve ključni načeli – odprtost in preglednost. Obe prispevata k učinkovitosti, uspešnosti in verodostojnosti denarne politike ECB. Uporabljata se tudi kot podpora njenim prizadevanjem, da javnosti in trgom celovito predstavlja svoje dejavnosti, kot je podrobneje razloženo v poglavju 6.

Leta 1999 uvedena praksa, po kateri ECB redno, sproti in podrobno pojasnjuje svoje sklepe in ocene denarne politike, predstavlja odprt in pregleden pristop h komuniciranju centralne banke. Sklepi o denarni politiki so pojasnjeni na tiskovni konferenci neposredno potem, ko jih sprejme Svet ECB. Predsednik na tiskovni konferenci poda podrobno uvodno izjavo, s katero pojasni sklepe Sveta ECB. Po uvodni izjavi predsednik in podpredsednik ECB odgovarjata na vprašanje medijev. Od decembra 2004 se sklepi Sveta ECB, ki se ne nanašajo na določanje obrestnih mer, vsak mesec objavljajo tudi na spletnih straneh centralnih bank Eurosistema.

Pravni akti ECB in konsolidirani računovodski izkazi Evrosistema so na voljo v vseh uradnih jezikih EU.<sup>1</sup> Letno poročilo ECB in četrletne izdaje mesečnega biltena so prav tako v celoti na voljo v uradnih jezikih EU.<sup>2</sup> Konvergenčno poročilo je v celoti ali v obliki povzetka na voljo v vseh uradnih jezikih EU.<sup>3</sup> Za potrebe zagotavljanja odgovornosti in preglednosti ECB poleg zakonsko določenih objavlja tudi druge dokumente v nekaterih ali vseh uradnih jezikih, zlasti sporočila za javnost o sklepih denarne politike, makroekonomske projekcije,<sup>4</sup> stališča o usmeritvah politike in informacijska gradiva, ki so zanimiva za širšo javnost. Priprava, objava in distribucija različic glavnih publikacij ECB v nacionalnih jezikih potekajo v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami.

1 Razen irskega jezika, za katerega velja odstopanje na ravni EU.

2 Razen v irskem jeziku (z odstopanjem EU) in malteškem jeziku (po dogovoru z Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta po odpravi začasnega odstopanja EU maja 2007).

3 Glej opombo št. 2.

4 Projekcije strokovnjakov ECB od septembra 2004 in projekcije strokovnjakov Eurosistema od decembra 2000.

## 2 KOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI

ECB komunicira z različnimi ciljnim skupinami, kot so finančni strokovnjaki, mediji, vlade, parlamenti in širša javnost, vsaka od njih pa je s financami in ekonomijo seznanjena v različnem obsegu. Zato ECB svoj mandat in sklepe o politiki pojasnjuje z različnimi komunikacijskimi orodji in dejavnostmi, ki jih zaradi večje učinkovitosti nenehno izpopolnjuje, pri čemer upošteva različne javnosti.

ECB objavlja številne študije in poročila, kot npr. letno poročilo, ki predstavi pregled dejavnosti ECB v preteklem letu in tako prispeva k temu, da lahko javnost poziva ECB k odgovornosti za svoja dejanja. Mesečni bilten redno ponuja najnovejšo oceno gospodarskih in denarnih gibanj, ki jo pripravi ECB, ter podrobne informacije, ki so podlaga za njene odločitve, medtem ko pregled finančne stabilnosti („*Financial Stability Review*“) ocenjuje stabilnost finančnega sistema euroobmočja z vidika njegove sposobnosti absorbiranja neugodnih šokov.

Vsi člani Sveta ECB neposredno prispevajo k boljšemu splošnemu poznavanju in razumevanju nalog in politik Eurosistema, in sicer z zaslišanji pred Evropskim parlamentom in nacionalnimi parlamenti, javnimi govori in intervjuji za medije. V letu 2007 je predsednik ECB sedemkrat nastopil pred Evropskim parlamentom, ta zaslišanja pa so se začela tudi v živo prenašati na spletni strani ECB.

Istega leta so člani Izvršilnega odbora opravili okrog 220 govorov pred različnim občinstvom in številne intervjuje za medije, njihovi članki pa so bili objavljeni v zbornikih, revijah in časopisih.

ECB je v letu 2007 organizirala 15 seminarjev za mednarodne in nacionalne medije. Trije od teh seminarjev so bili organizirani v sodelovanju z Evropsko komisijo, štiri pa v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami EU.

ECB je z objavo delovnih zvezkov (*Working Papers*) in občasnih zvezkov (*Occasional Papers*) ter organiziranjem znanstvenih konferenc, seminarjev in delavnic še naprej prispevala k razširjanju rezultatov raziskav.



Nacionalne centralne banke euroobmočja imajo pomembno vlogo pri posredovanju informacij in obvestil Eurosistema širši javnosti in zainteresiranim strankam na nacionalni ravni. Pri tem komunicirajo z različnimi nacionalnimi in regionalnimi ciljnim skupinami v njihovem jeziku in okolju.

ECB je v letu 2007 skupaj s centralnima bankama Central Bank of Cyprus in Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta organizirala informacijsko kampanjo v okviru priprav na uvedbo eura na Cipru in na Malti 1. januarja 2008. Logotip „€ naš denar“, ki temelji na logotipu, uporabljenem za informacijsko kampanjo ob uvedbi eurobankovcev in eurokovancev leta 2002, je bil uporabljen pri vseh skupnih komunikacijskih dejavnostih ob prehodu na euro na Cipru in Malti. Kampanja je sledila vzorcu strategije komuniciranja, ki je bila oblikovana za vstop Slovenije v euroobmočje 1. januarja 2007. Njen namen je bil seznaniti poklicne uporabnike gotovine in širšo javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovancev ter načini zamenjave gotovine (glej razdelek 4 v poglavju 3).

Leta 2007 je ECB v svojih prostorih v Frankfurtu sprejela okrog 13.500 obiskovalcev, katerim je posredovala informacije iz prve roke v obliki predavanj in predstavitev, ki so jih pripravili strokovnjaki ECB. Obiskovalci so bili večinoma študenti in strokovnjaki na finančnem področju.

Vsi dokumenti, ki jih objavi ECB, ter njene različne dejavnosti so predstavljeni na spletni strani ECB, ki je v letu 2007 zabeležila 15 milijonov obiskov (prenesenih je bilo 15 milijonov dokumentov). Zlasti informacijsko gradivo z naslovom „Cenovna stabilnost: *zakaj je zame pomembna?*“<sup>5</sup> za najstnike in učitelje,

5 Informacijsko gradivo je na voljo na spletni strani ECB <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.sl.html>

ki ga je ECB v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja oblikovala v vseh uradnih jezikih EU, je naletelo na veliko pozornost uporabnikov. Informacijsko gradivo sestavlja osemminutni animirani film in priročnik za učence in za učitelje. V filmu nastopata dva srednješolca, ki se seznanjata s cenovno stabilnostjo. Priročnik za učence predstavlja preprosto razumljiv pregled teme, priročnik za učitelje pa vsebuje več podrobnejših podatkov.

Leta 2007 je bilo obravnavanih okrog 60.000 vprašanj javnosti, ki so vključevala zahteve po informacijah o različnih vidikih dejavnosti ECB.

ECB vsako leto priredi program kulturnih dni, ki poskuša zaposlenim v ECB in ESCB, mednarodni finančni skupnosti v Frankfurtu ter prebivalcem Frankfurta in regije približati kulturno raznolikost držav članic EU. V okviru tega programa se s svojim kulturnim bogastvom vsako leto predstavi druga država, kar spodbuja boljše razumevanje različnih kultur v EU. Po Avstriji, Madžarski, Poljski in Portugalski, ki so bile predstavljene v preteklih letih, se je na kulturnih dnevih v letu 2007 predstavila Grčija. Program dogodkov, ki so potekali od 24. oktobra do 13. novembra 2007, je bil pripravljen v tesnem sodelovanju z Bank of Greece.





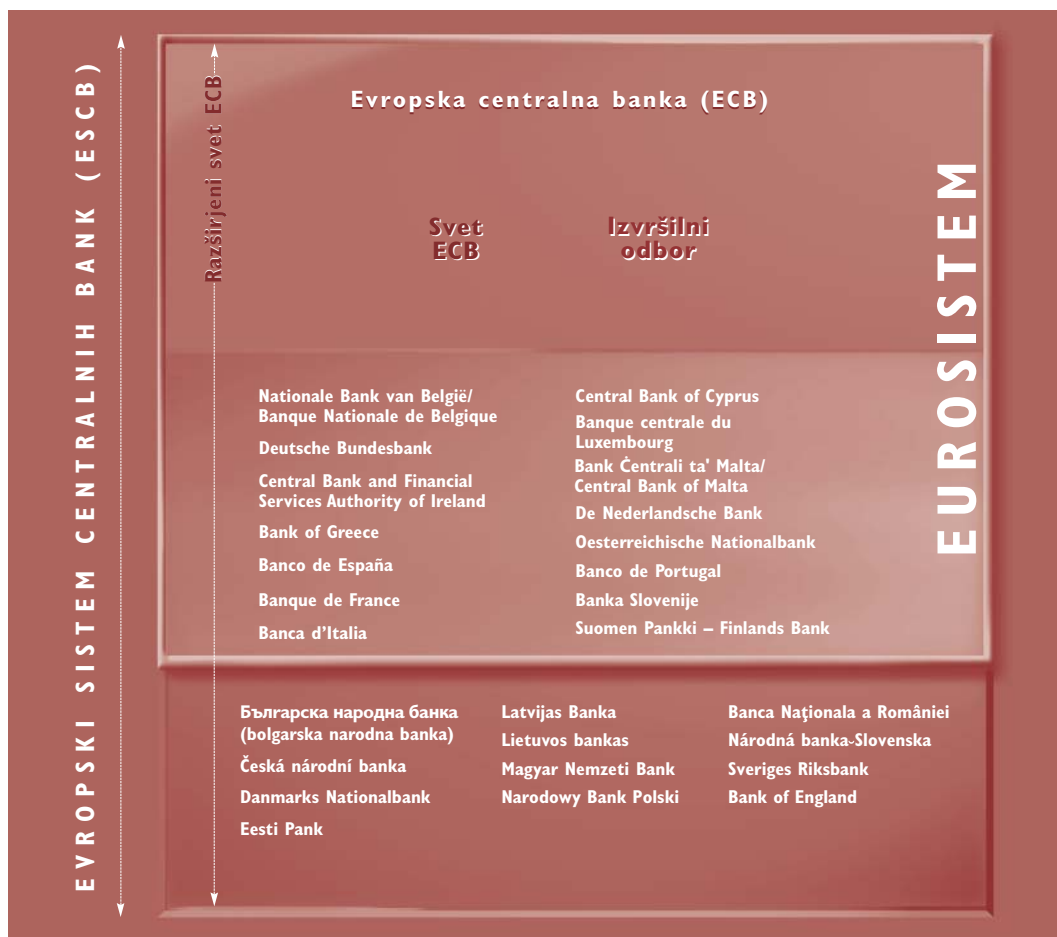


**INSTITUCIONALNI  
OKVIR, ORGANIZACIJA  
IN LETNI  
RAČUNOVODSKI IZKAZI**



# I ORGANI ODLOČANJA IN UPRAVLJANJE ECB

## I.1 EUROSISTEM IN EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK



Eurosistem je centralnobančni sistem euroobmočja. Sestavljajo ga ECB in nacionalne centralne banke (NCB) držav članic EU, katerih valuta je euro (15 od 1. januarja 2008). Svet ECB je sprejel izraz „Eurosistem“, da bi omogočil lažje razumevanje strukture centralnega bančništva v euroobmočju. Izraz poudarja skupno identiteto, timsko delo in sodelovanje vseh njegovih članic. Izraz „Eurosistem“ je vključen v Lizbonsko pogodbo (glej razdelek 1.2 v poglavju 5).

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU (od 1. januarja 2007 jih je 27), tj. vključuje tudi centralne banke držav članic, ki še niso sprejele eura.

ECB je jedro Eurosistema in ESCB ter zagotavlja, da se njune naloge izvajajo bodisi prek

lastnih dejavnosti ali prek nacionalnih centralnih bank. ECB deluje kot pravna oseba v mednarodnem javnem pravu.

Vsaka nacionalna centralna banka je pravna oseba po zakonodaji svoje države. Nacionalne centralne banke euroobmočja, ki so sestavni del Eurosistema, izvajajo naloge Eurosistema v skladu s pravili, ki so jih določili organi odločanja ECB. Nacionalne centralne banke prav tako sodelujejo pri delu Eurosistema in ESCB s svojo udeležbo v odborih Eurosistema/ESCB (glej razdelek 1.5 v tem poglavju). Na lastno odgovornost lahko opravljajo tudi naloge, ki niso v pristojnosti Eurosistema, razen če Svet ECB ugotovi, da take naloge posegajo v cilje in naloge Eurosistema.

Eurosistem in ESCB upravljata organa odločanja ECB: Svet ECB in Izvršilni odbor. Kot tretji

organ odločanja ECB je bil ustanovljen Razširjeni svet, ki bo obstajal, dokler bodo obstajale države članice EU, ki še niso uvedle eura. Delovanje organov odločanja urejajo Pogodba ES, Statut ESCB in zadevni poslovnik<sup>1</sup>. Odločanje v Eurosistemu in ESCB je centralizirano, vendar ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja strateško in operativno skupaj prispevajo k doseganju skupnih ciljev Eurosistema, pri tem pa skladno s Statutom ESCB ustrezno upoštevajo načelo decentralizacije.

## I.2 SVET ECB

Svet ECB sestavljajo člani Izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav članic, ki so sprejele euro. V skladu s Pogodbo ES so njegove glavne naloge naslednje:

- sprejemanje smernic in sklepov, potrebnih za izvajanje nalog, zaupanih Eurosistemu,
- oblikovanje denarne politike euroobmočja, kar po potrebi vključuje sklepe glede vmesnih denarnih ciljev, ključnih obrestnih mer in zagotavljanja rezerv v Eurosistemu ter oblikovanje smernic za izvajanje navedenih sklepov.

Svet ECB se praviloma sestaja dvakrat mesečno v prostorih ECB v Frankfurtu na Majni v Nemčiji. Zlasti na svoji prvi seji v mesecu med drugim podrobno oceni denarna in gospodarska gibanja ter sprejme ustrezne sklepe, medtem ko na drugi seji obravnava predvsem vprašanja, povezana z drugimi nalogami in odgovornostmi ECB in Eurosistema. Leta 2007 sta bili dve seji sklicani zunaj Frankfurta: eno je v Dublinu gostila Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, drugo pa na Dunaju Oesterreichische Nationalbank.

Pri sprejemanju sklepov o denarni politiki in drugih nalogah ECB in Eurosistema člani Sveta ECB ne delujejo kot predstavniki svojih držav, temveč popolnoma neodvisno kot posamezniki. To se odraža v načelu „en član, en glas”, ki se uporablja v Svetu ECB.

<sup>1</sup> V zvezi s Poslovnikom ECB glej Sklep ECB/2004/2 z dne 19. februarja 2004 o sprejetju Poslovnika Evropske centralne banke, UL L 80, 18. 3. 2004, str. 33; Sklep ECB/2004/12 z dne 17. junija 2004 o sprejetju Poslovnika Razširjenega sveta ECB, UL L 230, 30. 6. 2004, str. 61; in Sklep ECB/1999/7 z dne 12. oktobra 1999 o Poslovniku Izvršilnega odbora ECB, UL L 314, 8. 12. 1999, str. 34. Vsi navedeni dokumenti so na razpolago na spletnem mestu ECB.

## SVET ECB



### **Jean-Claude Trichet**

predsednik ECB

### **Lucas D. Papademos**

podpredsednik ECB

### **Lorenzo Bini Smaghi**

član Izvršilnega odbora ECB

### **Michael C. Bonello<sup>2</sup>**

guverner, Bank Ćentrali ta'  
Malta/Central Bank of Malta (od 1. januarja 2008)

### **Vítor Constâncio**

guverner, Banco de Portugal

### **Mario Draghi**

guverner, Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

guverner, Banco de España

### **Nicholas C. Garganas**

guverner, Bank of Greece

### **Mitja Gaspari**

guverner, Banka Slovenije

(od 1. januarja do 31. marca 2007)

### **José Manuel González-Páramo**

član Izvršilnega odbora ECB

### **John Hurley**

guverner, Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

### **Marko Kranjec**

guverner, Banka Slovenije (od 16. julija 2007)

### **Klaus Liebscher**

guverner, Oesterreichische Nationalbank

### **Erkki Liikanen**

guverner, Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

guverner, Banque centrale du Luxembourg

### **Christian Noyer**

guverner, Banque de France

### **Athanasios Orphanides<sup>2</sup>**

guverner, Central Bank of Cyprus  
(od 1. januarja 2008)

### **Guy Quaden**

guverner, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Andrej Rant**

v. d. guvernerja, Banka Slovenije  
(od 1. aprila do 15. julija 2007)

### **Jürgen Stark**

član Izvršilnega odbora ECB

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

članica Izvršilnega odbora ECB

### **Axel A. Weber**

predsednik, Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

predsednik, De Nederlandsche Bank

### **Zadnja vrsta (z leve proti desni):**

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

### **Srednja vrsta (z leve proti desni):**

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

### **Sprednja vrsta (z leve proti desni):**

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

<sup>2</sup> Guverner Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta in guverner Central Bank of Cyprus sta leta 2007 sodelovala na sejah Sveta ECB kot posebna povabljenca po sklepu, ki ga je Ekonomsko-finančni svet sprejel 10. julija 2007, da bi s 1. januarjem 2008 odpravil odstopanje za Malto.

### 1.3 IZVRŠILNI ODBOR

Izvršilni odbor sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB ter štirje drugi člani, ki jih v medsebojnem soglasju imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so uvedle euro. Glavne naloge Izvršilnega odbora, ki se praviloma sestaja enkrat tedensko, so:

- priprava sej Sveta ECB,
- izvajanje denarne politike euroobmočja v skladu s smernicami in sklepi Sveta ECB ter dajanje potrebnih navodil nacionalnim centralnim bankam euroobmočja,

- vodenje tekočih poslov ECB,
- izvajanje nekaterih pooblastil, ki jih nanj prenese Svet ECB, vključno z nekaterimi normativnimi pooblastili.

Izvršilnemu odboru v zvezi z upravljanjem ECB, poslovnim načrtovanjem in letnim proračunskim postopkom pomaga Upravni odbor. Upravni odbor sestavljajo en član Izvršilnega odbora v funkciji predsednika in več višjih vodstvenih delavcev.

**Zadnja vrsta**  
(z leve proti desni):  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Sprednja vrsta**  
(z leve proti desni):  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
predsednik ECB  
**Lucas D. Papademos**  
podpredsednik ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
član Izvršilnega odbora ECB

**José Manuel González-Páramo**  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Jürgen Stark**  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
članica Izvršilnega odbora ECB





#### I.4 RAZŠIRJENI SVET

Razširjeni svet sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU. Izvaja predvsem naloge, ki jih je prevzel od EMI in

jih mora ECB še vedno opravljati glede na to, da vse države članice še niso sprejele eura. Leta 2007 se je Razširjeni svet sestal petkrat. Od januarja 2007 sta člana Razširjenega sveta tudi guvernerja Българска народна банка (bolgarska narodna banka) in Banca Națională a României.



##### Zadnja vrsta (z leve proti desni):

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

##### Srednja vrsta (z leve proti desni):

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

##### Sprednja vrsta (z leve proti desni):

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

##### **Jean-Claude Trichet**

predsednik ECB

##### **Lucas D. Papademos**

podpredsednik ECB

##### **Leszek Balcerowicz**

predsednik, Narodowy Bank Polski

(do 10. januarja 2007)

##### **Nils Bernstein**

guverner, Danmarks Nationalbank

##### **Michael C. Bonello**

guverner, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

##### **Christodoulos Christodoulou**

guverner, Central Bank of Cyprus

(do 2. maja 2007)

##### **Vítor Constâncio**

guverner, Banco de Portugal

##### **Mario Draghi**

guverner, Banca d'Italia

##### **Miguel Fernández Ordóñez**

guverner, Banco de España

##### **Nicholas C. Garganas**

guverner, Bank of Greece

##### **Mitja Gaspari**

guverner, Banka Slovenije (do 31. marca 2007)

##### **John Hurley**

guverner, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

##### **Stefan Ingves**

guverner, Sveriges Riksbank

##### **Mugur Constantin Isărescu**

guverner, Banca Națională a României

##### **Ivan Iskrov**

guverner, Българска народна банка

(bolgarska narodna banka)

##### **Zsigmond Jári**

guverner, Magyar Nemzeti Bank

(do 2. marca 2007)

##### **Mervyn King**

guverner, Bank of England

##### **Marko Kranjec**

guverner, Banka Slovenije (od 16. julija 2007)

##### **Klaus Liebscher**

guverner, Oesterreichische

Nationalbank

##### **Erkki Liikanen**

guverner, Suomen Pankki – Finlands Bank

##### **Andres Lipstok**

guverner, Eesti Pank

##### **Yves Mersch**

guverner, Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

guverner, Banque de France

**Athanasios Orphanides**guverner, Central Bank of Cyprus  
(od 3. maja 2007)**Guy Quaden**guverner, Nationale Bank van  
België/Banque Nationale de Belgique**Andrej Rant**v. d. guvernerja, Banka Slovenije  
(od 1. aprila do 15. julija 2007)**Ilmārs Rimševičs**

guverner, Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

predsednik sveta, Lietuvos

bankas

**Sławomir Skrzypek**predsednik, Narodowy Bank Polski  
(od 11. januarja 2007)**András Simor**guverner, Magyar Nemzeti Bank  
(od 3. marca 2007)**Ivan Šramko**

guverner, Národná banka Slovenska

**Zdeněk Tůma**

guverner, Česká národní banka

**Axel A. Weber**

predsednik, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

predsednik, De Nederlandsche Bank

**1.5 ODBORI EUROSISTEMA/ESCB, ODBOR ZA PRORAČUN, KADROVSKA KONFERENCA IN ODBOR EUROSISTEMA ZA KOORDINACIJO IT PROJEKTOV**

Odbori Eurosistema/ESCB so tudi v letu 2007 veliko prispevali k izpolnjevanju nalog organov odločanja ECB. Na zahtevo Sveta ECB in Izvršilnega odbora so prispevali strokovno znanje s svojega področja pristojnosti ter olajšali proces odločanja. Članstvo v odborih je navadno omejeno na uslužbenke centralnih bank Eurosistema. Vendar nacionalne centralne banke držav članic, ki še niso uvedle eura, sodelujejo na zasedanjih odbora, kadar ta obravnava zadeve s področja pristojnosti Razširjenega sveta. Po potrebi so lahko povabljeni tudi drugi pristojni organi, npr. nacionalni nadzorni organi v primeru Odbora za bančni nadzor. Julija 2007 je bil na podlagi člena 9.1 Poslovnika ECB kot odbor Eurosistema/ESCB ustanovljen Odbor za metodologijo stroškov, tako da se je število odborov Eurosistema/ESCB, ki so bili ustanovljeni na podlagi tega člena, povečalo na 13.

Odbor za proračun, ki je bil ustanovljen v skladu s členom 15 Poslovnika ECB, pomaga Svetu ECB pri obravnavi vprašanj v zvezi s proračunom ECB. Kadrovska konferenca je bila ustanovljena leta 2005 na podlagi člena 5 Poslovnika ECB kot forum za izmenjavo izkušenj, strokovnega znanja in informacij med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB na področju kadrovskega upravljanja.

Svet ECB je avgusta 2007 ustanovil Odbor Eurosistema za koordinacijo IT projektov (EISC), katerega mandat je usmerjati stalno izboljševanje uporabe informacijskih sistemov v Eurosistemu. Odgovornosti odbora EISC so zlasti povezane z upravljanjem informacijske tehnologije Eurosistema, ki zajema naslednja področja: razvoj in vzdrževanje politik v zvezi z arhitekturo in varnostjo IT, ugotavljanje potreb po IT, upravljanje portfelja IT projektov in določanje prioritet, načrtovanje, izvedba in nadzor IT projektov ter spremljanje sistemov in operacij IT. Odbor EISC bo obravnaval predloge odborov ESCB ali centralnih bank Eurosistema, preden bo o njih razpravljala Svet ECB, in bo Svetu ECB predložil poročila o teh predlogih, s čimer naj bi izboljšal učinkovitost in uspešnost odločanja Sveta ECB o projektih in operacijah informacijske tehnologije Eurosistema/

ESCB. Odbor EISC Svetu ECB poroča prek Izvršilnega odbora.

## 1.6 UPRAVLJANJE ECB

Poleg organov odločanja upravljanje ECB vključuje tudi več plasti zunanjskega in notranjskega nadzora, tri kodekse ravnanja ter pravila glede dostopa javnosti do dokumentov ECB.

### PLASTI ZUNANJEGA NADZORA

Statut ESCB predvideva dve plasti: zunanjskega revizorja, ki je imenovan za revidiranje letnih računovodskih izkazov ECB (člen 27.1 Statuta ESCB), in Evropsko računsko sodišče, ki preverja učinkovitost upravljanja ECB (člen 27.2). Letno poročilo Evropskega računskega sodišča je skupaj z odgovorom ECB objavljeno na spletnem mestu ECB in v Uradnem listu Evropske unije. Da bi okrepili zagotovilo javnosti, da so zunanji revizorji ECB neodvisni, se uporablja načelo rotacije revizijskih družb<sup>3</sup>.

### PLASTI NOTRANJEGA NADZORA

Struktura notranjega nadzora v ECB je urejena funkcionalno, tako da je vsaka organizacijska enota (odsek, oddelek, direktorat ali generalni direktorat) sama odgovorna za upravljanje lastnih tveganj, notranji nadzor ter učinkovitost in uspešnost upravljanja. Vsaka organizacijska enota izvaja postopke operativnega nadzora v okviru svojih pristojnosti v skladu s sprejemljivo ravni tveganja, ki jo pred tem določi Izvršilni odbor. Sklop pravil in postopkov, ki se imenuje „kitajski zid“, na primer preprečuje širjenje notranjih informacij iz oddelkov, odgovornih za izvajanje denarne politike, v oddelke, odgovorne za upravljanje deviznih rezerv in portfelja lastnih sredstev ECB. ECB je v letu 2007 izboljšala svoj pristop k upravljanju operativnih tveganj z oblikovanjem krovnega okvira, ki z združevanjem številnih politik tveganja in nadzora, postopkov in instrumentov omogoča

3 KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft je bil zunanji revizor ECB v poslovnih letih 2003–07. Na podlagi razpisnega postopka in v skladu z dogovorjeno prakso o rotaciji revizijskih družb bo za zunanjskega revizorja ECB v poslovnih letih 2008–12 imenovan nov zunanji revizor.

dosledno, strukturirano in integrirano upravljanje operativnih tveganj. Poleg tega Generalni direktorat kadrovska služba, proračun in organizacija spremlja tveganja in strukturo notranjega nadzora ter oblikuje predloge za izboljšanje učinkovitosti pri ugotavljanju, ocenjevanju in obravnavanju tveganj v ECB.

Neodvisno od notranje nadzorne strukture in spremljanja tveganj v ECB revizije izvaja tudi Direktor za notranjo revizijo, ki je neposredno odgovoren Izvršilnemu odboru. V skladu z mandatom v Pravilniku ECB o revidiranju<sup>4</sup> notranji revizorji ECB dajejo neodvisna in objektivna zagotovila in nasvete, s tem da sistematično ocenjujejo in izboljšujejo učinkovitost upravljanja tveganj, nadzora in upravljanja. Direktor za notranjo revizijo deluje v skladu z mednarodnimi standardi strokovnega ravnanja pri notranjem revidiranju (*International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*), ki jih je določil Inštitut notranjih revizorjev (*Institute of Internal Auditors*).

Odbor notranjih revizorjev (odbor Eurosistema/ESCB), sestavljen iz predstojnikov oddelkov za notranjo revizijo v ECB in nacionalnih centralnih bankah, je odgovoren za usklajevanje revidiranja skupnih projektov in operativnih sistemov Eurosistema/ECB.

Svet ECB je za izboljšanje upravljanja sklenil, da aprila 2007 ustanovi Revizijski odbor ECB, ki ga sestavljajo trije člani, predseduje pa mu John Hurley (guverner Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

### KODEKSI RAVNANJA

V ECB veljajo trije kodeksi ravnanja. Prvi kodeks velja za člane Sveta ECB, ki so pri svojem delu dolžni varovati poštenost in ugled Eurosistema ter skrbeti za njegovo učinkovito delovanje.<sup>5</sup> Kodeks zagotavlja smernice in etična merila za člane Sveta ECB in njihove namestnike, kadar opravljajo funkcije članov Sveta ECB. Svet ECB je imenoval tudi svetovalca, ki je zadolžen, da njegovim članom daje smernice glede nekaterih vidikov poklicnega ravnanja. Drugi kodeks je Kodeks ravnanja Evropske centralne banke, ki ga uporabljajo

zaposleni v ECB in člani Izvršilnega odbora kot vodilo in merilo pri svojem poklicnem ravnanju, pri čemer se od njih pričakuje, da pri opravljanju svojih nalog upoštevajo najvišje standarde poklicne etike<sup>6</sup>. V skladu s pravili trgovanja na podlagi notranjih informacij zaposleni v ECB in člani Izvršilnega odbora ne smejo izkoriščati notranjih informacij pri opravljanju zasebnih finančnih dejavnosti, bodisi na lastno odgovornost in v svojem imenu bodisi na odgovornost in v imenu tretje stranke.<sup>7</sup> Tretji kodeks je Dopolnilni kodeks etičnih meril za člane Izvršilnega odbora Evropske centralne banke. Ta dopolnjuje prej omenjena kodeksa in določa podrobnejša etična merila, ki veljajo za člane Izvršilnega odbora.<sup>8</sup> Izvršilni odbor je imenoval svetovalca za poklicno etiko, ki zagotavlja dosledno razlago teh pravil.

### UKREPI ZA PREPREČEVANJE GOLJUFIJ

Evropski parlament in Svet EU sta leta 1999 sprejela uredbo<sup>9</sup> o preiskavah, da bi okrepila boj proti goljufigam, korupciji in drugim nezakonitim dejanjem, ki škodujejo finančnim interesom Evropskih skupnosti. Navedena uredba med drugim predvideva, da Evropski urad za boj proti goljufigam (OLAF) izvaja notranje preiskave sumov goljufig v institucijah, organih, uradih in agencijah Skupnosti.

Uredba OLAF predvideva, da vsaka institucija, organ, urad in agencija sprejme sklepe, s katerimi uradu OLAF omogoči izvajanje preiskav v vsaki od njih. Junija 2004 je Svet ECB sprejel

4 Pravilnik je objavljen na spletnem mestu ECB, zato da bi izboljšali preglednost revizijskih predpisov, ki veljajo za ECB.

5 Glej Kodeks ravnanja za člane Sveta ECB, UL C 123, 24. 5. 2002, str. 9, njegovo spremembo, UL C 10, 16. 1. 2007, str. 6, in spletno mesto ECB.

6 Glej Kodeks ravnanja Evropske centralne banke v skladu s členom 11.3 Poslovnika Evropske centralne banke, UL C 76, 8. 3. 2001, str. 12, in spletno mesto ECB.

7 Glej del 1.2 Pravil za zaposlene ECB, kjer so pravila o poklicnem ravnanju in poslovni skrivnosti (ECB Staff Rules), UL C 92, 16. 4. 2004, str 31, in spletno mesto ECB.

8 Glej Dopolnilni kodeks etičnih meril za člane Izvršilnega odbora Evropske centralne banke, UL C 230, 23. 9. 2006, str. 46, in spletno mesto ECB.

9 Uredba (ES) št. 1073/1999 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. maja 1999 o preiskavah, ki jih izvaja Evropski urad za boj proti goljufigam (OLAF), UL L 136, 31. 5. 1999, str. 1.

Sklep<sup>10</sup> o pogojih za izvajanje notranjih preiskav urada OLAF v ECB, ki je stopil v veljavo 1. julija 2004.

#### **DOSTOP JAVNOSTI DO DOKUMENTOV ECB**

Sklep ECB o javnem dostopu do dokumentov ECB,<sup>11</sup> ki je bil sprejet marca 2004, je v skladu s cilji in merili drugih institucij in organov Skupnosti glede javnega dostopa do njihovih dokumentov. Izboljšuje preglednost, hkrati pa upošteva neodvisnost ECB in nacionalnih centralnih bank ter zagotavlja zaupnost nekaterih zadev, specifičnih za izvajanje nalog ECB. Leta 2007 je število zahtevkov za javni dostop ostalo majhno.<sup>12</sup>

10 Sklep ECB/2004/11 o pogojih za preiskave Evropskega urada za boj proti goljufijam v Evropski centralni banki v zvezi s preprečevanjem goljufij, korupcije in drugih nezakonitih dejanj, ki škodujejo finančnim interesom Evropskih skupnosti, in o spremembah Pogojev za zaposlitev v Evropski centralni banki, UL L 230, 30. 6. 2004, str. 56. Ta sklep je bil sprejet kot odgovor na razsodbo Sodišča Evropskih skupnosti z dne 10. julija 2003 v zadevi 11/00 Komisija proti Evropski centralni banki ECR, I-7147.

11 UL L 80, 18. 03. 2004, str. 42.

12 V skladu z zavezanostjo ECB odprtosti in preglednosti; razdelek z naslovom „Arhiv“ na spletnem mestu ECB omogoča dostop do arhivske dokumentacije.

## 2 ORGANIZACIJSKI RAZVOJ

### 2.1 ČLOVEŠKI VIRI

V letu 2007 je ECB okrepila svoj okvir kadrovske politike, da bi poudarila pomembnost svojih vrednot in temeljnih kadrovskih načel.<sup>13</sup> S tem okvirom tudi pojasnjuje, zakaj so bile izbrane posamezne kadrovske politike in kako so med seboj povezane. Znotraj okvira so politike v zvezi s kadrovskim upravljanjem razdeljene na štiri glavna področja.

#### ORGANIZACIJSKA KULTURA

ECB zaposluje ljudi iz 27 držav članic EU, zato je v svoje kadrovske postopke vključila upravljanje raznolikosti, da bi tako zaposlenim priznala njihove individualne sposobnosti in to v celoti izkoristila pri doseganju ciljev ECB. Upravljanje raznolikosti v ECB temelji na strategiji raznolikosti, ki je bila uvedena leta 2006. Njen cilj je zagotoviti, da so vsi zaposleni obravnavani spoštljivo in da se njihova uspešnost ocenjuje na podlagi njihovih zaslug.

V kadrovske politike je bilo vključenih tudi šest skupnih vrednot ECB (strokovnost, uspešnost in učinkovitost, poštenost, skupinski duh, preglednost in odgovornost ter delo za Evropo) kot vodilo pri vsakdanjem ravnanju in v spodbudo za večjo delovno uspešnost.

#### RAZVOJ ZAPOSLENIH

Po uvedbi splošnih načel mobilnosti v letu 2006, ki zaposlene spodbujajo, da vsakih 5 let zamenjajo delovno mesto, notranja mobilnost zdaj uživa precejšnjo podporo. Zaposleni jo razumejo kot priložnost, da razširijo strokovno znanje in pridobijo nove spretnosti, za ECB pa predstavlja način, da zaposleni bolje spoznajo delovanje organizacije in da je mogoče bolje izkoristi sinergije med poslovnimi področji. Notranjo mobilnost zaposlenih dodatno pospešuje politika notranjega zaposlovanja, ki poudarja predvsem splošnejše sposobnosti. V letu 2007 je bilo uvedeno „okno mobilnosti“, ki spodbuja izmenjave zaposlenih in začasne notranje premeščitve, na primer za nadomeščanje odsotnih sodelavcev. Leta 2007 je bilo na drugo delovno mesto bodisi začasno ali za daljše obdobje notranje premeščenih več kot 152 zaposlenih, med njimi 31 vodstvenih delavcev in svetovalcev.

Program zunanjega pridobivanja delovnih izkušenj, ki ga izvaja ECB, omogoča napotitve zaposlenih v 27 nacionalnih centralnih bank v EU ali v ustrezne mednarodne organizacije (npr. MDS in BIS) za obdobje od dveh do dvanajstih mesecev. V letu 2007 je bilo po tem programu napotenih 23 zaposlenih. ECB je poleg tega 36 zaposlenim odobrila neplačani dopust do 3 let. Mnogi od njih (19) so se zaposlili pri nacionalni centralni banki, mednarodnih organizacijah ali zasebnih podjetjih. Drugi so neplačani dopust izkoristili za študij.

Poleg spodbujanja mobilnosti, vključno z rotacijo vodstvenih delavcev, je kadrovska strategija veliko pozornosti še naprej posvečala razvoju vodstvenih kadrov ECB in zlasti krepitvi vodstvenih spretnosti s pomočjo usposabljanja in individualnimi treningi. Pri usposabljanju vodstvenih kadrov je bil osrednji poudarek namenjen krepitvi spretnosti vodenja, delovni uspešnosti, upravljanju organizacijskih sprememb, pa tudi „dostojanstvu na delovnem mestu“ kot bistvenim stebrom strategije raznolikosti ECB.

Poleg tega so vodstveni delavci sodelovali v obveznem letnem pridobivanju povratnih informacij iz različnih virov, v okviru katerega neposredno podrejeni, sodelavci na isti ravni in zunanji stiki navedejo področja, na katerih je možen nadaljnji osebni razvoj ocenjevanega. Na temelju rezultatov povratnih informacij iz različnih virov je mogoče zagotoviti individualni trening.

Stalno pridobivanje in razvoj znanj in sposobnosti vseh zaposlenih ostaja eden temeljnih kamnov kadrovske strategije ECB. Osnovno načelo je, da sta učenje in razvoj skupna odgovornost zaposlenih in organizacije. Na eni strani ECB zagotavlja proračunska sredstva in okvir usposabljanja, medtem ko vodstveni delavci opredelijo potrebe po usposabljanju zaposlenih na njihovem trenutnem delovnem mestu. Na drugi strani morajo zaposleni za izobraževanje in razvoj ustrezno ukrepati ter

<sup>13</sup> Temeljna načela kadrovske politike so: organizacijske potrebe, decentralizirano vodenje zaposlenih, zasluge, raznolikost, privlačni pogoji zaposlitve in vzajemna zavezanost.

skrbeti za svojo trajno visoko strokovno znanje. Poleg številnih možnosti za usposabljanje v okviru ECB so zaposleni pri bolj tehničnih področjih še naprej uporabljali tudi možnosti zunanega usposabljanja. Mnogi so se udeležili tudi usposabljanj, ki so potekala v okviru programov ESCB ali so jih organizirale nacionalne centralne banke.

ECB je v skladu s svojo politiko sekundarnega usposabljanja 22 zaposlenim omogočila pridobitev kvalifikacije, s katero bo njihova strokovna usposobljenost višja od zahtevane za njihovo trenutno delovno mesto.

### ZAPOSLOVANJE

Zunanje zaposlovanje za zapolnitev stalnih delovnih mest je potekalo na podlagi 5-letnih pogodb za določen čas za vodstvene položaje in 3-letnih pogodb za določen čas za vsa druga delovna mesta. Pogodbe za določen čas za stalna delovna mesta je mogoče spremeniti v pogodbe za nedoločen čas na podlagi pregleda, ki upošteva organizacijske vidike in individualno delovno uspešnost. V letu 2007 je ECB zunanjim proslilcem ponudila 27 pogodb za določen čas, ki jih je mogoče spremeniti v pogodbe za nedoločen čas. Izdala je tudi 56 nespremenljivih pogodb za določen čas za nadomeščanje delavcev, odsotnih več kot eno leto, in 114 kratkoročnih pogodb za nadomeščanje delavcev, odsotnih do enega leta, na primer zaradi neplačanega dopusta ali starševskega dopusta. V naslednji tabeli so povzeta gibanja zaposlovanja ECB v letu 2007.

Gibanje števila zaposlenih		
	2007	2006
Zaposleni s pogodbo ECB, ekvivalent polnega delovnega časa <sup>1)</sup>	1.375	1.342
Kratkoročne pogodbe za strokovnjake iz nacionalnih centralnih bank in/ali mednarodnih organizacij	106	93
Novi udeleženci programa za diplomante	10	6
Pripravnštva	145	173

Vir: ECB.  
 1) Odobreno število zaposlenih v proračunu je 31. decembra 2007 znašalo 1.343. To razhajanje je predvsem posledica tega, da so bile sklenjene pogodbe za določen čas za nadomeščanje delavcev, ki so bili odsotni več kot 12 mesecev.

Kratkoročne pogodbe za uslužbence nacionalnih centralnih bank in mednarodnih organizacij ECB in tem organizacijam omogoča medsebojno izmenjavo izkušenj. Kratkoročno zaposlovanje uslužbencev nacionalnih centralnih bank prispeva tudi h krepitvi skupinskega duha v ESCB.

Septembra 2007 se je ECB na podlagi 2-letnih nespremenljivih pogodb pridružila druga skupina udeležencev programa ECB za diplomante, ki je namenjen novim diplomantom s širokega področja izobrazbe.

ECB je opravljanje pripravništva omogočila predvsem študentom in diplomantom ekonomije, statistike, poslovne administracije, prava in prevajalstva.

ECB je podelila tudi pet štipendij v okviru programa „Wim Duisenberg Research Fellowship Programme“, ki je na voljo vodilnim ekonomistom, in pet štipendij mladim raziskovalcem v okviru raziskovalnega programa „Lamfalussy Fellowship Programme“.

### POGOJI ZAPOSLOTITVE

ECB je začela ambiciozen projekt, s katerim namerava uvesti sistem načrtovanja virov organizacije. Ko bo integrirani informacijski sistem „ISIS“ (Integrated data, Streamlined processes, Information, Sharing), ki temelji na sistemu SAP, začel delovati, bo pomembno vplival na številne naloge, ki so povezane s kadrovskim upravljanjem. Sistem bo poenostavil različne administrativne postopke, zaposlenim in vodstvenim delavcem pa bo omogočal tudi „samopostrežni“ model izvajanja številnih dejavnosti, kar bo prispevalo k večji učinkovitosti v organizaciji.

ECB je ob upoštevanju najnovejših gibanj pričakovane življenjske dobe začela revidirati pokojninski načrt, ki ga ponuja svojim zaposlenim. Rezultat te revizije naj bi se po pričakovanjih začel izvajati na začetku leta 2009.

Da bi izboljšali ravnotežje med poklicnim in zasebnim življenjem in še bolj razvili odpornost

ECB, je Izvršilni odbor sklenil uvesti pilotni projekt, s katerim naj bi se postopoma uvedlo teledelo. Ko bo projekt končan, bo opravljena temeljita ocena prednosti in slabosti, šele potem pa bo sprejeta odločitev o razširitvi načrta.

### **KADROVSKA KONFERENCA IN NADALJNJE UKREPANJE V ZVEZI Z IZJAVO O POSLANSTVU EUROSISTEMA**

Kadrovska konferenca je bila ustanovljena leta 2005 s ciljem, da še naprej spodbuja sodelovanje in skupinski duh med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB na področju kadrovskega upravljanja. Dejavnosti kadrovske konference v letu 2007 so zajemale različne vidike usposabljanja in razvoja zaposlenih, vključno s priložnostmi za usposabljanje v okviru ESCB in oblikovanjem ukrepov za povečanje mobilnosti v ESCB.

Da bi izmenjali izkušnje in se približali najboljšim praksam, so bile organizirane delavnice in predstavitve o zaposlovanju in izbirnih postopkih, ocenjevalnih centrih, notranji mobilnosti in politikah na področju poklicnih poti. Pripravljena je bila tudi konferenca o vodenju organizacijskih sprememb,

uvedena pa je bila tudi nova projektna skupina za informacije o kadrovskem upravljanju ESCB.

### **2.2 NOVI PROSTORI ECB**

Dela v zvezi z novimi prostori ECB so v letu 2007 potekala po načrtu. Faza podrobnega načrtovanja se je začela 20. februarja 2007, rezultati te faze pa so bili javnosti predstavljeni 8. oktobra 2007. Načrt je bil 22. oktobra 2007 predložen ustreznim organom mesta Frankfurt za pridobitev potrebnih gradbenih dovoljenj.

Celovita podoba stavbe je po fazi podrobnega načrtovanja ostala nespremenjena, načrt novih prostorov pa se je še naprej dopolnjeval. Opravljene so bile analize originalnih gradbenih elementov in materialov v Grossmarkthalle, da bi pripravili ustrezne metode za obnovo stavbe. Značilnosti konstrukcije, predvidene v notranjosti Grossmarkthalle, so bile podrobneje dodelane, zlasti glede protipožarnih in varnostnih zahtev, enako tudi gradbeni elementi funkcionalnih predelov v hali.





Opređeljena je bila celovita zasnova notranjosti novih prostorov, vključno z materiali in površinami. Zgrajene so bile vzorčne instalacije, da bi preizkusili funkcionalnost in kakovost materialov, ki so bili izbrani za glavne stavbne elemente. Na bodoči lokaciji ECB je bil zgrajen model 2-nadstropne stavbe v naravni velikosti, ki prikazuje fasado srednjega dela južne poslovne stolpnice in sosednji atrij, da bi preverili tehnične, funkcionalne in arhitekturne podrobnosti.

Oddelek za prostorsko načrtovanje mesta Frankfurt je v letu 2007 v sodelovanju z ECB dodatno oblikoval prostorski načrt. Namen prostorskega načrta je zagotoviti trajnostni urbani razvoj. Pri oblikovanju prostorskega načrta sodelujejo tudi javnost in različni organi, s čimer sta zagotovljeni demokratičnost in legitimnost postopkov. Prostorski načrt je bil 13. novembra 2007 objavljen v uradnem listu mesta Frankfurt „Amtsblatt“ in tako je postal zakonsko zavezujoč.

Avgusta 2007 je ECB objavila mednarodni natečaj za glavnega izvajalca gradnje novih prostorov ECB. Javni razpis je bil objavljen v Uradnem listu Evropske unije in na spletni strani ECB. Predvideno je, da bo naročilo oddano oktobra 2008, glavna gradbena dela pa naj bi se začela v četrtem četrtletju leta 2008. Pripravljalna dela na bodoči lokaciji ECB se bodo začela v prvem četrtletju leta 2008. Novi prostori naj bi bili končani do konca leta 2011.

Mesto Frankfurt bo v letu 2008 razpisalo natečaj za oblikovanje spominskega in informacijskega centra v spomin na deportacijo židovskih državljanov iz Grossmarkthalle.

### **2.3 URAD EUROSISTEMA ZA USKLAJEVANJE JAVNIH NAROČIL**

Svet ECB je julija 2007 sklenil ustanoviti urad Eurosistema za usklajevanje javnih naročil (Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO), da bi okrepil sodelovanje znotraj Eurosistema na področju javnih naročil. Glavne naloge urada so spodbujanje uvajanja in izmenjave najboljših praks v Eurosistemu, razvoj

infrastrukture (znanj, funkcionalnih orodij in IT procesov), ki bi omogočala združevanje kupne moči, in usklajevanje načrtov za javna naročila Eurosistema. Centralne banke Eurosistema sodelujejo prostovoljno. Decembra 2007 je bila kot gostiteljica urada za obdobje od 1. januarja 2008 do 31. decembra 2012 določena Banque centrale du Luxembourg.

### 3 SOCIALNI DIALOG V ESCB

Socialni dialog v ESCB je posvetovalni forum, ki vključuje ECB in predstavnike zaposlenih iz centralnih bank ESCB in evropskih sindikalnih združenj.<sup>14</sup> Njegov namen je posredovati informacije in spodbujati izmenjavo mnenj o vprašanjih, ki lahko pomembno vplivajo na pogoje zaposlitve v centralnih bankah ESCB.

Leta 2007 sta v okviru socialnega dialoga v ESCB potekala dva sestanka, in sicer julija in decembra. Poleg vprašanj v zvezi s proizvodnjo in obtokom bankovcev, plačilnimi sistemi (TARGET2, TARGET2-Securities in CCBM2) in finančnim nadzorom je razprava potekala tudi o izvajanju ukrepov, povezanih z izjavo o poslanstvu Eurosistema, strateškimi namerami in organizacijskimi načeli ter njihovem vplivu na vsakodnevno delo zaposlenih v Eurosistemu. Predstavniki zaposlenih so bili prav tako seznanjeni z delom Kadrovske konference.

ECB je tudi leta 2007 dvakrat na leto izdala glasilo, s katerim je predstavnike zaposlenih seznanila z najnovejšim dogajanjem na zgoraj navedenih področjih.

V letu 2007 se je začelo izvajanje ukrepov, o katerih so se leta 2006 dogovorili ECB in evropska sindikalna združenja z namenom nadaljnje krepitve socialnega dialoga v ESCB, v letu 2008 pa se bo to delo nadaljevalo.

<sup>14</sup> Stalni odbor sindikatov evropskih centralnih bank (Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU), mednarodno združenje sindikatov UNI-Europa (Union Network International – Europa) in Evropska federacija sindikatov javnih uslužbencev (European Federation of Public Service Unions – EPSU).

## 4 LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB

# POROČILO POSLOVODSTVA ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2007

## 1 NARAVA POSLOVANJA

Dejavnosti ECB v letu 2007 so podrobno opisane v ustreznih poglavjih Letnega poročila.

## 2 CILJI IN NALOGE

Cilji in naloge ECB so opisani v Statutu ESCB (člena 2 in 3). Na kratko so ti cilji predstavljeni tudi v predgovoru predsednika ECB k Letnemu poročilu.

## 3 KLJUČNI VIRI, TVEGANJA IN POSTOPKI

### UPRAVLJANJE ECB

Upravljanje ECB je obravnavano v osmem poglavju Letnega poročila.

### ČLANI IZVRŠILNEGA ODBORA

Za člane Izvršilnega odbora so imenovani ljudje z ugledom in poklicnimi izkušnjami na denarnem ali bančnem področju, in sicer na priporočilo Sveta EU, ki se o tem predhodno posvetuje z Evropskim parlamentom in Svetom ECB, ter s soglasjem držav euroobmočja na ravni predsednikov držav ali vlad.

Pogoje zaposlitve za člane Izvršilnega odbora določi Svet ECB na predlog odbora, v katerem so trije člani, ki jih imenuje Svet ECB, in trije člani, ki jih imenuje Svet EU.

Denarna nadomestila članom Izvršilnega odbora so opisana v pojasnilu št. 29 „Stroški dela“ v Letnih računovodskih izkazih.

### ZAPOSLENI

Povprečno število zaposlenih v ECB (v ekvivalentu polnega delovnega časa) po pogodbi za nedoločen ali določen čas se je s 1.337 v letu 2006 povečalo na 1.366 v letu 2007. Ob koncu tega leta je bilo v ECB zaposlenih 1.375 oseb. To področje je podrobneje predstavljeno v pojasnilu št. 29 „Stroški dela“ v Letnih računovodskih izkazih.

vodskih izkazih in v poglavju 8, razdelek 2, ki opisuje tudi kadrovske strategije ECB.

### NALOŽBENE DEJAVNOSTI IN OBVLADOVANJE TVEGANJ

Portfelj deviznih rezerv ECB sestavljajo devizne rezerve, ki so jih na ECB prenesle nacionalne centralne banke euroobmočja v skladu z določbami člena 30 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, ter prihodki iz tega naslova. Portfelj zagotavlja sredstva za operacije ECB na deviznem trgu za namene, ki so opredeljeni v Pogodbi.

Portfelj lastnih sredstev ECB odraža naložbe vplačanega kapitala, protipostavko rezervacij za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu, sklad splošnih rezerv ter prihodke od portfelja, nabrane v prejšnjih obdobjih. Njegov namen je Evropski centralni banki zagotoviti prihodke, ki se lahko uporabijo za pokritje njenih stroškov poslovanja.

Naložbene dejavnosti ECB in obvladovanje s tem povezanih tveganj so podrobneje opisani v drugem poglavju Letnega poročila.

### POSTOPEK PRIPRAVE PRORAČUNA

Odbor za proračun (BUCOM), ki ga sestavljajo strokovnjaki ECB in nacionalnih centralnih bank euroobmočja, ključno prispeva k finančnemu upravljanju ECB. Odbor za proračun v skladu s členom 15 Poslovnika podpira delo Sveta ECB s tem, da pripravi natančno oceno predloga letnega proračuna ECB in zahtevkov Izvršilnega odbora po dodatnih proračunskih sredstvih, preden se ti pošljejo v sprejetje Svetu ECB. Porabo v skladu s sprejetim proračunom redno spremljata Izvršilni odbor, ki upošteva nasvete notranjega nadzora ECB, in Svet ECB ob pomoči odbora za proračun.

## 4 POSLOVNI IZID

### RAČUNOVODSKI IZKAZI

Kot določa člen 26.2 Statuta ESCB, letne računovodske izkaze ECB pripravi Izvršilni odbor v

skladu z načeli, ki jih je določil Svet ECB. Izrazi so objavljeni potem, ko jih je odobril Svet ECB.

### **REZERVACIJE ZA TEČAJNA TVEGANJA, OBRESTNA TVEGANJA IN CENOVNA TVEGANJA PRI ZLATU**

Ker se večina sredstev in obveznosti ECB redno prevrednoti po tekočih tržnih deviznih tečajih in cenah vrednostnih papirjev, je dobičkonosnost ECB močno izpostavljena tečajnemu in v manjši meri obrestnemu tveganju. Ta izpostavljenost izhaja predvsem iz njenih imetij deviznih rezerv v ameriških dolarjih, japonskih jenih in zlatu, ki se večinoma nalagajo v obrestonosne instrumente.

Zaradi velike izpostavljenosti ECB tem tveganjem in velikosti računov prevrednotenja je Svet ECB leta 2005 sklenil, da oblikuje rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu. Na dan 31. decembra 2006 so te rezervacije znašale 2.371.395.162 EUR. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB je svoj prispevek k rezervacijam v višini 10.947.042 EUR vplačala tudi Banka Slovenije, z začetkom veljavnosti 1. januarja 2007. Na osnovi rezultatov svoje ocene je Svet ECB sklenil, da 31. decembra 2007 v rezervacije prenese dodatnih 286.416.109 EUR. Tako so se rezervacije povečale na 2.668.758.313 EUR, čisti dobiček za leto 2006 pa zmanjšal na natanko nič.

Iz teh rezervacij se bodo financirali prihodnji realizirani in nerealizirani odhodki, predvsem odhodki vrednotenja, ki jih ne pokrijejo računi prevrednotenja. Velikost in nadaljnja potrebnost teh rezervacij se ocenita letno glede na vrsto dejavnikov, predvsem raven imetij tveganih finančnih sredstev, obseg realizirane izpostavljenosti tveganju v tekočem finančnem letu, pričakovani poslovni izid za prihodnje leto in oceno tveganja z izračunom tvegane vrednosti (VaR) za tvegana finančna sredstva, ki se dosledno uporablja daljše časovno obdobje. Svet ECB je sklenil, da rezervacije skupaj z morebitnimi sredstvi v splošnem rezervnem skladu ECB ne smejo presegati vrednosti kapitalskih deležev, ki so jih vplačale nacionalne centralne banke euroobmočja.

### **POSLOVNI IZID ZA LETO 2007**

Če se rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu leta 2007 ne bi povečale, bi čisti dobiček ECB znašal 286 milijonov EUR.

Zaradi apreciacije eura do ameriškega dolarja in v manjši meri do japonskega jena se je v letu 2007 znižala eurska knjigovodska vrednost imetij ECB, izraženih v teh dveh valutah. Znižanje knjigovodske vrednosti je znašalo 2,5 milijarde EUR in je bilo prikazano kot odhodek v izkazu poslovnega izida.

V letu 2007 so se neto obrestni prihodki v primerjavi z letom 2006 povečali s 1.972 milijonov EUR na 2.421 milijonov EUR, predvsem zaradi povečanja obsega eurobankovcev v obtoku in dviga mejne obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema, ki določa prihodek ECB iz naslova obrestovanja njenega deleža eurobankovcev v Eurosistemu.

Neto realizirani prihodki iz naslova finančnih operacij so se povečali s 475 milijonov EUR v letu 2006 na 779 milijonov EUR v letu 2007, predvsem zaradi (a) znižanja obrestnih mer v ZDA v letu 2007, zaradi česar so se povečali neto realizirani prihodki od prodaje vrednostnih papirjev tekom leta, in (b) zaradi višje cene zlata, zaradi česar so se povečali realizirani prihodki od prodaje zlata v letu 2007. Prodaja zlata je potekala v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu z dne 27. septembra 2004, ki ga je podpisala tudi ECB.

Skupni upravni stroški ECB, vključno z amortizacijo, so se povečali s 361 milijonov EUR v letu 2006 na 385 milijonov EUR v letu 2007.

### **SPREMEMBE V KAPITALU ECB**

V skladu s členom 49.3 Statuta ESCB, ki je bil Statutu dodan s Pristopno pogodbo, se vpisani kapital ECB samodejno poveča vsakič, ko v EU vstopi nova država članica, njena nacionalna centralna banka pa se pridruži ESCB. Zaradi tega povečanja je potreben izračun uteži v kapi-

talskem ključu za vsako nacionalno centralno banko, ki je del ESCB, po analogiji s členom 29.1 in ob upoštevanju člena 29.2 Statuta ESCB. Tako so bili ob vstopu Bolgarije in Romunije kot novih držav članic 1. januarja 2007 (a) prilagojeni deleži ključa za vpis kapitala v skladu s Sklepom Sveta 2003/517/ES z dne 15. julija 2003 o statističnih podatkih, ki bodo uporabljeni za prilagoditev ključa za vpis kapitala Evropske centralne banke, in (b) vpisani kapital ECB se je povečal na 5.761 milijonov EUR.

Poleg tega je v skladu s členom 49.1 Statuta ESCB Banka Slovenije vplačala preostanek svojega vpisanega kapitala ECB ob slovenskem sprejemu enotne evropske valute 1. januarja 2007, centralni banki Bolgarije in Romunije pa sta tako kot ostale nacionalne centralne banke držav nečlanice euroobmočja vplačali 7% vpisanega kapitala kot svoj prispevek k stroškom poslovanja ECB.

Skupni učinek teh dogodkov je bil, da se je vpisani kapital ECB povečal s 4.089 milijonov EUR na dan 31. decembra 2006 na 4.127 milijonov EUR na dan 1. januarja 2007. Podrobnosti o teh spremembah so opisane v opombi k letnim računovodskim izkazom št. 15 „Kapital in rezerve”.

## BILANCA STANJA NA DAN 31. DECEMBRA 2007

AKTIVA	ŠT. POJASNILA	2007 EUR	2006 EUR
<b>Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>1</b>	<b>10.280.374.109</b>	<b>9.929.865.976</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>		
Terjatve do MDS		449.565.998	414.768.308
Računi pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, tuja posojila in druge terjatve do tujine		28.572.614.853	29.313.377.277
		<b>29.022.180.851</b>	<b>29.728.145.585</b>
<b>Terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>	<b>3.868.163.459</b>	<b>2.773.828.417</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>3</b>		
Računi pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila		25.128.295	4.193.677
<b>Druge terjatve do kreditnih institucij euroobmočja v eurih</b>	<b>4</b>	<b>100.038.774</b>	<b>33.914</b>
<b>Terjatve znotraj Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema		54.130.517.580	50.259.459.435
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)		17.241.183.222	3.545.868.495
		<b>71.371.700.802</b>	<b>53.805.327.930</b>
<b>Druga sredstva</b>	<b>6</b>		
Opredmetena osnovna sredstva		188.209.963	175.180.989
Druga finančna sredstva		9.526.196.135	8.220.270.389
Razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov		34.986.651	29.518.315
Aktivne časovne razmejitve		1.557.414.330	1.094.509.354
Razno		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
<b>Skupaj aktiva</b>		<b>126.043.458.303</b>	<b>105.766.455.243</b>

PASIVA	ŠT. POJASNILA	2007 EUR	2006 EUR
<b>Bankovci v obtoku</b>	<b>7</b>	<b>54.130.517.580</b>	<b>50.259.459.435</b>
<b>Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>9</b>	<b>14.571.253.753</b>	<b>105.121.522</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>10</b>		
Vloge, stanja in druge obveznosti		<b>667.076.397</b>	<b>330.955.249</b>
<b>Obveznosti znotraj Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Obveznosti, ustrezne prenosu deviznih rezerv		<b>40.041.833.998</b>	<b>39.782.265.622</b>
<b>Druge obveznosti</b>	<b>12</b>		
Razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov		<b>69.589.536</b>	<b>0</b>
Pasivne časovne razmejitev		<b>1.863.461.316</b>	<b>1.262.820.884</b>
Razno		<b>659.763.920</b>	<b>899.170.800</b>
		<b>2.592.814.772</b>	<b>2.161.991.684</b>
<b>Rezervacije</b>	<b>13</b>	<b>2.693.816.002</b>	<b>2.393.938.510</b>
<b>Računi prevrednotenja</b>	<b>14</b>	<b>6.169.009.571</b>	<b>5.578.445.671</b>
<b>Kapital in rezerve</b>	<b>15</b>		
Kapital		<b>4.127.136.230</b>	<b>4.089.277.550</b>
<b>Presežek prihodkov nad odhodki tekočega leta</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Skupaj pasiva</b>		<b>126.043.458.303</b>	<b>105.766.455.243</b>



## IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2007

	ŠT. POJASNILA	2007 EUR	2006 EUR
Obrestni prihodki od deviznih rezerv		1.354.887.368	1.318.243.236
Obrestni prihodki iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema		2.004.355.782	1.318.852.000
Drugi obrestni prihodki		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Obrestni prihodki</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Obrestovanje terjatev NCB v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami		(1.356.536.045)	(965.331.593)
Drugi obrestni odhodki		(3.962.006.944)	(2.461.625.254)
<i>Obrestni odhodki</i>		<i>(5.318.542.989)</i>	<i>(3.426.956.847)</i>
<b>Neto obrestni prihodki</b>	<b>23</b>	<b>2.420.766.640</b>	<b>1.971.835.449</b>
Realizirani prihodki/odhodki iz finančnih sredstev	24	778.547.213	475.380.708
Zmanjšanje knjigovodske vrednosti finančnih sredstev in pozicij	25	(2.534.252.814)	(718.467.508)
Prenos v/črpanje rezervacij za tečajna in cenovna tveganja		(286.416.109)	(1.379.351.719)
<b>Neto rezultat finančnih sredstev, zmanjšanja knjigovodske vrednosti in rezervacij za tveganja</b>		<b>(2.042.121.710)</b>	<b>(1.622.438.519)</b>
<b>Neto odhodki iz provizij</b>	<b>26</b>	<b>(621.691)</b>	<b>(546.480)</b>
<b>Prihodek iz lastniških vrednostnih papirjev in udeležb v drugih družbah</b>	<b>27</b>	<b>920.730</b>	<b>911.866</b>
<b>Drugi prihodki</b>	<b>28</b>	<b>6.345.668</b>	<b>11.407.583</b>
<b>Skupaj neto prihodki</b>		<b>385.289.637</b>	<b>361.169.899</b>
Stroški dela	29	(168.870.244)	(160.847.043)
Upravni stroški	30	(184.589.229)	(166.426.595)
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev		(26.478.405)	(29.162.141)
Storitve tiskanja bankovcev	31	(5.351.759)	(4.734.120)
<b>Presežek prihodkov nad odhodki tekočega leta</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Frankfurt na Majni, 26. februar 2008

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Jean-Claude Trichet  
Predsednik

# RAČUNOVODSKE USMERITVE<sup>1</sup>

## OBLIKA IN PREDSTAVITEV RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

Namen računovodskih izkazov Evropske centralne banke (ECB) je, da pošteno prikažejo finančno stanje ECB in rezultate njenega poslovanja. Pripravljeni so bili v skladu s spodnjimi računovodskimi usmeritvami<sup>2</sup>, za katere Svet ECB meni, da so primerne za naravo dejavnosti centralne banke.

## RAČUNOVODSKA NAČELA

Uporabljena so bila naslednja računovodska načela: realnost in preglednost, previdnost, priznavanje dogodkov po datumu bilance stanja, pomembnost, načelo upoštevanja nastanka poslovnega dogodka, načelo časovne neomejenosti delovanja, skladnost in primerljivost.

## PRIZNAVANJE SREDSTEV IN OBVEZNOSTI

Sredstva ali obveznosti se priznajo v bilanci stanja samo, če je verjetno, da bo katera koli prihodnja ekonomska korist v zvezi s postavko sredstev ali obveznosti pritekala k ECB ali od nje odtekala, če so vsa tveganja in nagrade v zvezi s sredstvom ali obveznostjo v največji meri prenesene na ECB ter če je mogoče nabavno ceno ali vrednost sredstev ali znesek obveznosti zanesljivo izmeriti.

## RAČUNOVODSKA IZHODIŠČA

Ti računovodski izkazi so bili pripravljeni na podlagi načela izvirne vrednosti z upoštevanjem tržne vrednosti tržnih vrednostnih papirjev, zlata ter vseh drugih bilančnih in zabilančnih sredstev in obveznosti v tuji valuti. Transakcije s finančnimi sredstvi in obveznostmi se v računovodskih izkazih evidentirajo glede na datum poravnave.

Z začetkom veljavnosti od 1. januarja 2007 se je podlaga za evidentiranje deviznih transakcij, finančnih instrumentov v tuji valuti in pripadajočih časovnih razmejitev v knjigah centralnih bank Eurosistema spremenila. Ker je bila dovoljena predčasna uporaba, je ECB spremembo uvedla na dan 1. oktobra 2006 z naslednjimi

posledicami. Z izjemo vrednostnih papirjev se transakcije sedaj evidentirajo na zabilančnih računih na datum sklenitve posla. Na datum poravnave se zabilančne knjižbe stornirajo, transakcije pa se knjižijo v bilanco stanja. Nakupi in prodaje tujih valut tako spremenijo neto valutno pozicijo na datum sklenitve posla in ne na datum promptne poravnave kot doslej, realizirani rezultati, ki izhajajo iz prodaj, pa se ravno tako izračunajo na datum sklenitve posla. Natečene obresti, premije in diskonti v zvezi s finančnimi instrumenti v tuji valuti se izračunajo in evidentirajo dnevno, tako da pride do spremembe valutne pozicije zaradi teh časovnih razmejitev dnevno in ne šele ob dejanskem nastanku denarnih tokov v zvezi z obrestmi kot prej.

## ZLATO TER SREDSTVA IN OBVEZNOSTI V TUJI VALUTI

Sredstva in obveznosti v tuji valuti se preračunajo v eure po deviznem tečaju, ki je veljal na datum bilance stanja. Prihodki in odhodki se preračunajo v eure po deviznem tečaju, ki je veljal na datum evidentiranja. Prevrednotenje sredstev in obveznosti v tuji valuti, vključno z bilančnimi in zabilančnimi instrumenti, se izvaja po posameznih valutah.

Pri sredstvih in obveznostih v tuji valuti se prevrednotenje zaradi spremembe tržne cene izvaja ločeno od prevrednotenja zaradi spremembe deviznega tečaja.

Zlato se vrednoti po tržni ceni ob koncu leta. Pri zlatu se razlike zaradi spremembe cene in razlike zaradi spremembe tečaja ne obravnavajo ločeno, temveč se upošteva eno samo vrednotenje zlata, ki temelji na ceni za unčo zlata v eurih. Za leto, ki se je končalo 31. decembra 2007, je bila ta cena dolo-

- 1 Računovodske usmeritve ECB so podrobno opredeljene v Sklepu ECB/2002/11, UL L 58, 3. 3. 2003, str. 38, z vsemi spremembami. Z začetkom veljavnosti od 1. januarja 2007 se ta sklep razveljavi in nadomesti s Sklepom ECB/2006/17, UL L 348, 11. 12. 2006, str. 38, z vsemi spremembami.
- 2 Te usmeritve so skladne z določbami člena 26.4 Statuta ESCB, ki zahtevajo usklajen pristop k pravilom, ki urejajo računovodstvo in finančno poročanje operacij Eurosistema.

čena na podlagi tečaja EUR/USD na dan 31. decembra 2007.

### VREDNOSTNI PAPIRJI

Vsi tržni vrednostni papirji in podobna sredstva se vrednotijo bodisi po srednjih tržnih cenah bodisi na podlagi ustrezne krivulje donosnosti na datum bilance stanja, in sicer vsak vrednostni papir posebej. Za leto, ki se je končalo 31. decembra 2007, so bile uporabljene srednje tržne cene, ki so veljale na dan 28. decembra 2007. Neutržni vrednostni papirji se vrednotijo po nabavni vrednosti, nelikvidni lastniški vrednostni papirji pa se vrednotijo po nabavni vrednosti ob upoštevanju oslabitve.

### PRIZNAVANJE PRIHODKOV

Prihodki in odhodki se priznajo v obdobju, v katerem so nastali. Realizirani prihodki in odhodki iz prodaje tuje valute, zlata in vrednostnih papirjev se prenašajo v izkaz poslovnega izida. Takšni realizirani prihodki in odhodki se izračunajo na podlagi povprečne nabavne vrednosti posameznega sredstva.

Nerealizirani prihodki se ne priznajo kot prihodek, ampak se evidentirajo neposredno na računu prevrednotenja.

Nerealizirani odhodki se prenesejo v izkaz poslovnega izida, kadar presegajo predhodne prihodke vrednotenja, evidentirane na ustreznem računu prevrednotenja. Pri nerealiziranih odhodkih iz katerega koli vrednostnega papirja, valute ali imetja v zlatu ni neto izravnave v breme nerealiziranih prihodkov iz drugih vrednostnih papirjev, valut ali zlata. V primeru nerealiziranih odhodkov ob koncu leta iz katere koli postavke se povprečna nabavna vrednost te postavke zmanjša na devizni tečaj in/ali tržno ceno ob koncu leta.

Premije ali diskonti za kupljene vrednostne papirje se izračunajo in prikažejo kot del obrestnih prihodkov ter se amortizirajo preko preostalega obdobja do dospelosti vrednostnih papirjev.

### POVRATNE TRANSAKCIJE

Povratne transakcije so operacije, s katerimi ECB kupi ali proda sredstva v skladu s pogodbo o povratnem nakupu ali izvede kreditne posle z zavarovanjem.

Po pogodbi o povratnem nakupu se vrednostni papirji prodajo za gotovino ob sočasnem dogovoru o njihovem povratnem nakupu od nasprotnne stranke za dogovorjeno ceno na datum v prihodnosti. Pogodbe o povratnem nakupu se prikažejo kot prejete zavarovane vloge na strani obveznosti v bilanci stanja, v izkazu poslovnega izida pa nastanejo obrestni odhodki. Vrednostni papirji, prodani v okviru takšnih pogodb, ostanejo v bilanci stanja ECB.

Po pogodbi o povratni prodaji se vrednostni papirji kupijo za gotovino ob sočasnem dogovoru o njihovi ponovni prodaji nasprotni stranki za dogovorjeno ceno na datum v prihodnosti. Pogodbe o povratni prodaji se v bilanci stanja prikažejo kot dana zavarovana posojila na strani sredstev, vendar se ne vključijo v imetja vrednostnih papirjev ECB, v izkazu poslovnega izida pa nastanejo obrestni prihodki.

Povratne transakcije (vključno s transakcijami posojanja vrednostnih papirjev), izvedene v okviru programa avtomatiziranega posojanja vrednostnih papirjev, se evidentirajo v bilanci stanja le v primeru, ko ECB prejme zavarovanje v obliki gotovine za obdobje trajanja transakcije. V letu 2007 ECB ni prejela nobenega zavarovanja v obliki gotovine za obdobje trajanja takšnih transakcij.

### ZABILANČNI INSTRUMENTI

Instrumenti v tuji valuti, tj. terminske transakcije v tuji valuti, terminski deli valutnih zamenjav in drugi valutni instrumenti, ki vključujejo prihodnjo zamenjavo ene valute za drugo, se vključijo v neto valutno pozicijo zaradi izračuna pozitivnih in negativnih tečajnih razlik.

Obrestni instrumenti se prevrednotijo za vsako postavko posebej. Dnevne spremembe gibljivih

kritij nedospelih terminskih pogodb na obrestno mero se evidentirajo v izkazu poslovnega izida. Vrednotenje terminskih transakcij z vrednostnimi papirji in obrestnih zamenjav temelji na splošno sprejeti metodi vrednotenja z uporabo tržnih cen in diskontnih faktorjev od datuma poravnave do datuma vrednotenja.

### DOGODKI PO DATUMU BILANCE STANJA

Sredstva in obveznosti se prilagodijo dogodkom, ki se zgodijo med datumom letne bilance stanja in datumom, ko Svet ECB potrdi računovodske izkaze, če ti dogodki pomembno vplivajo na stanje sredstev in obveznosti na datum bilance stanja.

### STANJA ZNOTRAJ ESCB/EUROSISTEMA

Transakcije znotraj ESCB so čezmejne transakcije, ki potekajo med dvema centralnima bankama EU. Zaradi teh transakcij, ki se obdelajo predvsem prek sistema TARGET/TARGET2 – transevropskega sistema bruto poravnave v realnem času (glej poglavje 2) –, nastanejo dvostranski saldi na računih med tistimi centralnimi bankami EU, ki so povezane v TARGET/TARGET2. Ti dvostranski saldi se dnevno dodelijo ECB, posamezni nacionalni centralni banki pa ostane samo ena neto dvostranska pozicija do ECB. Ta pozicija v knjigah ECB predstavlja neto terjatev ali obveznost vsake nacionalne centralne banke do ostalega ESCB.

Stanja znotraj ESCB, ki jih imajo nacionalne centralne banke euroobmočja pri ECB (razen kapitala ECB in stanj, ki so posledica prenosa deviznih rezerv na ECB), so terjatve ali obveznosti znotraj Eurosistema in se v bilanci stanja ECB prikažejo kot ena neto pozicija sredstev ali obveznosti.

Stanja znotraj Eurosistema, ki izhajajo iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema, se vključijo kot eno neto sredstvo v postavko „terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema” (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

Stanja znotraj ESCB, ki jih imajo nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pri ECB in izhajajo iz njihovega sodelovanja v sistemu TARGET/TARGET2<sup>3</sup>, se razkrijejo pod „obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”.

### OBRAVNAVA OSNOVNIH SREDSTEV

Osnovna sredstva, razen zemljišč, se vrednotijo po amortizirani nabavni vrednosti. Zemljišča se vrednotijo po nabavni vrednosti. Amortizacija se obračunava linearno od četrtega leta po nabavi do konca pričakovane dobe koristnosti sredstva, kakor sledi:

Računalniki in strojna/programska oprema ter motorna vozila	4 leta
Oprema, pohištvo in tehnična infrastruktura	10 let
Osnovna sredstva, ki stanejo manj kot 10.000 EUR	Odpis v letu nabave

Amortizacijska doba kapitaliziranih izdatkov za zgradbe in obnovo, povezanih z obstoječimi prostori ECB, se je skrajšala, da bi bil zagotovljen popoln odpis teh sredstev pred selitvijo ECB v novo stavbo.

### POKOJNINSKI NAČRT IN DRUGI POZAPISITVENI PREJEMKI ECB

ECB za svoje zaposlene upravlja pokojninski načrt z določenimi prejemki. Ta se financira s sredstvi iz dolgoročnega sklada za prejemke zaposlenih.

### BILANCA STANJA

Obveznost, ki se v zvezi z načrtom z določenimi prejemki prizna v bilanci stanja, je sedanja vrednost obveze za določene prejemke na datum bilance stanja, minus poštena vrednost sredstev načrta, s katerimi se ta obveza financira, prilagljena za nepriznane aktuarske dobičke ali izgube.

3 Na dan 31. decembra 2007 so naslednje centralne banke zunaj euroobmočja sodelovale v sistemu TARGET/TARGET2: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta in Bank of England.

Obvezo za določene prejemke letno izračunajo neodvisni aktuarji z uporabo metode predvidene pomembnosti enot. Sedanja vrednost obveze za določene prejemke se določi tako, da se ocenjeni prihodnji denarni tokovi diskontirajo z uporabo obrestnih mer visoko kakovostnih podjetniških obveznic, ki so denominirane v eurih in imajo podobno dospelost kot zadevna pokojninska obveznost.

Aktuarski dobički in izgube lahko nastanejo zaradi izkustvenih prilagoditev (če se dejanski rezultati razlikujejo od predhodnih aktuarskih predpostavk) in sprememb v aktuarskih predpostavkah.

#### **IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA**

Neto znesek, ki bremeni izkaz poslovnega izida, obsega:

- (a) stroške sprotnega službovanja, ki izhajajo iz pripisanih prejemkov tekočemu poslovnemu letu;
- (b) obresti od obveze za določene prejemke po diskontni stopnji;
- (c) pričakovani donos sredstev načrta;
- (d) aktuarske dobičke in izgube, ki se priznajo v izkazu poslovnega izida, pri čemer se uporablja pristop z „10% pasom“.

#### **PRISTOP Z „10% PASOM“**

Neto kumulativni nepriznani aktuarski dobički in izgube, ki presegajo večjo od naslednjih velikosti, (a) 10% sedanje vrednosti obveze za določene prejemke in (b) 10% pošteno vrednosti sredstev načrta, se amortizirajo preko pričakovane povprečne preostale delovne dobe sodelujočih zaposlenih.

#### **POKOJNINE ČLANOV IZVRŠILNEGA ODBORA IN DRUGE OBVEZE PO UPOKOJITVI**

Za pokojnine članov Izvršilnega odbora ECB in rezervacije za invalidnine zaposlenih je vzpostavljen sistem financiranja brez skladov. Pri-

čakovani stroški teh prejemkov se izračunajo na podlagi trajanja mandata/zaposlitve člana Izvršilnega odbora/zaposlenega z uporabo računovodskega pristopa, ki je podoben tistemu za pokojninske načrte z določenimi prejemki. Aktuarski dobički in izgube se priznajo na enak način, kot je opisano zgoraj.

Te obveze letno vrednotijo neodvisni aktuarji z namenom, da bi se v računovodskih izkazih ustvarila ustrezna obveznost.

#### **BANKOVCI V OBTOKU**

ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja, ki skupaj tvorijo Eurosistem, izdajajo eurobankovce<sup>4</sup>. Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku se centralnim bankam Eurosistema razdeli zadnji delovni dan v mesecu v skladu s ključem za razdelitev bankovcev<sup>5</sup>.

ECB je bil dodeljen 8% delež skupne vrednosti eurobankovcev v obtoku, ki se razkrije v pasivni postavki bilance stanja „bankovci v obtoku“. Delež ECB v skupni vrednosti izdaje bankovcev je krit s terjatvami do nacionalnih centralnih bank. Te terjatve, ki se obrestujejo<sup>6</sup>, se razkrijejo v podpostavki „terjatve znotraj Eurosistema: terjatve v povezavi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema“ (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam). Obrestni prihodki od teh terjatev se vključijo v postavko „neto obrestni prihodki“. Ti prihodki pripadajo nacionalnim centralnim bankam v poslovnem letu, v katerem nastanejo, vendar se razdelijo drugi delovni dan naslednjega leta<sup>7</sup>. Razdelijo se

4 Sklep ECB/2001/15 z dne 6. decembra 2001 o izdajanju eurobankovcev, UL L 337, 20. 12. 2001, str. 52, z vsemi spremembami.

5 „Ključ za razdelitev bankovcev“ pomeni odstotke, ki jih dobimo, če upoštevamo delež ECB v skupni izdaji eurobankovcev in uporabimo ključ za vpis kapitala pri določitvi deleža nacionalnih centralnih bank v skupni količini.

6 Sklep ECB/2001/16 z dne 6. decembra 2001 o razdelitvi denarnih prihodkov nacionalnih centralnih bank sodelujočih držav članic za poslovno leto 2002, UL L 337, 20. 12. 2001, str. 55, z vsemi spremembami.

7 Sklep ECB/2005/11 z dne 17. novembra 2005 o razdelitvi prihodka Evropske centralne banke iz naslova eurobankovcev v obtoku med nacionalne centralne banke sodelujočih držav članic, UL L 311, 26. 11. 2005, str. 41. S tem sklepom je bil razveljavljen Sklep ECB/2002/9.

v celoti, razen če je čisti dobiček ECB tekočega leta manjši od njenega prihodka iz eurobankovcev v obtoku, pa tudi ob upoštevanju morebitnih sklepov Sveta ECB o prenosu tega prihodka med rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu oziroma sklepov o pokritju stroškov, ki jih je ECB imela v zvezi z izdajo in obdelavo eurobankovcev.

## **DRUGO**

Glede na vlogo, ki jo ima ECB kot centralna banka, se je Izvršilni odbor odločil, da ne objavi izkaza denarnih tokov, saj meni, da uporabniki računovodskih izkazov z njim ne bi pridobili pomembnejših dodatnih informacij.

V skladu s členom 27 Statuta ESCB in na podlagi priporočila Sveta ECB je Svet EU odobril, da se KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschafts-prüfungsgesellschaft imenuje za zunanjega revizorja ECB za obdobje petih let do konca poslovnega leta 2007.

# POJASNILA K BILANCI STANJA

## I ZLATO IN TERJATVE V ZLATU

Na dan 31. decembra 2007 je imela ECB 18.091.733 unč čistega zlata (2006: 20.572.017 unč). Zmanjšanje je bilo posledica (a) prodaje zlata v višini 2.539.839 unč v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu, ki je začel veljati 27. septembra 2004 in katerega podpisnica je tudi ECB, ter (b) prenosa zlata Banke Slovenije na ECB v višini 59.555 unč<sup>8</sup> v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB, ko je Slovenija uvedla enotno valuto. Zmanjšanje vrednosti tega imetja v eurski protivrednosti, ki je posledica teh transakcij, je več kot odtehtalo precejšnje povečanje cene zlata v letu 2007 (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## 2 TERJATVE DO REZIDENTOV IN NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

### TERJATVE DO MDS

Ta postavka predstavlja imetja ECB v obliki posebnih pravic črpanja (SDR) na dan 31. decembra 2007. Izhaja iz dogovora z Mednarodnim denarnim skladom (MDS), po katerem je ta pooblaščen, da v imenu ECB prodaja ali kupuje SDR za eure v okviru najnižje in najvišje ravni imetij. SDR je opredeljen kot košarica valut. Njegova vrednost je določena kot ponderirana vsota deviznih tečajev štirih glavnih valut (eura, japonskega jena, britanskega funta in ameriškega dolarja). SDR se v računovodske namene obravnava kot tuja valuta (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

### RAČUNI PRI BANKAH TER NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE, TUJA POSOJILA IN DRUGE TERJATVE DO TUJINE TERJATVE DO REZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

Ti dve postavki obsegata račune pri bankah in posojila v tuji valuti ter naložbe v vrednostne papirje, denominirane v ameriških dolarjih in japonskih jeni, kakor sledi:

<i>Terjatve do nerezidentov euroobmočja</i>	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	761.073.851	1.388.630.590	(627.556.739)
Vloge na denarnem trgu	688.783.688	1.352.326.756	(663.543.068)
Pogodbe o povratni prodaji	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Naložbe v vrednostne papirje	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
Skupaj	28.572.614.853	29.313.377.277	(740.762.424)

<i>Terjatve do rezidentov euroobmočja</i>	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	574.945	18.535	556.410
Vloge na denarnem trgu	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Pogodbe o povratni prodaji	0	151.860.288	(151.860.288)
Skupaj	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Kljub deprecijaciji ameriškega dolarja in japonskega jena do eura v letu 2007 se je neto eurska vrednost teh postavk povečala predvsem zaradi (a) naložb kupnine od prodaje zlata v japonske jene in deloma v portfelj ameriških dolarjev (glej opombo št. 1 Zlato in terjatve v zlatu) ter zaradi (b) dohodka zlasti iz portfelja ameriških dolarjev.

Poleg tega je Banka Slovenije ob uvedbi enotne valute v Sloveniji 1. januarja 2007 na ECB prenesla ameriške dolarje v vrednosti 162,9 milijona EUR, kar je v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB.

<sup>8</sup> Prenos v protivrednosti 28,7 milijona EUR je bil izveden z začetkom veljavnosti 1. januarja 2007.

Neto devizna imetja ECB<sup>9</sup> v ameriških dolarjih in japonskih jenih na dan 31. decembra 2007 so bila naslednja:

	(v milijonih denarnih enot)
Ameriški dolar	37.149
Japonski jen	1.076.245

### 3 TERJATVE DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

Na dan 31. decembra 2007 so te terjatve vključevale vloge na denarnem trgu v vrednosti 20,0 milijonov EUR in tekoče račune pri nerezidentih euroobmočja.

### 4 DRUGE TERJATVE DO KREDITNIH INSTITUCIJ EUROOBMOČJA V EURIH

Na dan 31. decembra 2007 so te terjatve vključevale vloge na denarnem trgu v vrednosti 100,0 milijonov EUR in tekoče račune pri rezidentih euroobmočja.

### 5 TERJATVE ZNOTRAJ EUROSISTEMA

Terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema

Ta postavka vključuje terjatve ECB do nacionalnih centralnih bank euroobmočja v povezavi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

#### DRUGE TERJATVE ZNOTRAJ EUROSISTEMA (NETO)

Ta postavka vključuje stanja računov v sistemu TARGET/TARGET2, ki jih imajo nacionalne centralne banke euroobmočja do ECB (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam). Povečanje te postavke je bilo predvsem posledica poravnave eurskega dela verižnih transakcij zamenjave, ki so jih izvedle nacionalne centralne banke v povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (Term Auction Facility)

(glej opombo št. 9 „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”).

	2007 EUR	2006 EUR
Terjatve do NCB euroobmočja iz naslova TARGET/TARGET2	145.320.642.526	83.764.470.700
Obveznosti do NCB euroobmočja iz naslova TARGET/TARGET2	(128.079.459.304)	(80.218.602.205)
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)	17.241.183.222	3.545.868.495

### 6 DRUGA SREDSTVA

#### OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA

Na dan 31. decembra 2007 so ta sredstva obsegala naslednje glavne postavke:

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
<b>Nabavna vrednost</b>			
Zemljišča in zgradbe	156.964.236	160.272.602	(3.308.366)
Računalniška strojna in programska oprema	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	27.105.564	26.670.476	435.088
Sredstva v gradnji in izdelavi	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Druge osnovna sredstva	1.195.290	1.232.143	(36.853)
<b>Skupaj nabavna vrednost</b>	<b>413.787.579</b>	<b>374.538.759</b>	<b>39.248.820</b>

9 Sredstva minus obveznosti v zadevni tuji valuti se prevrednotijo zaradi spremembe deviznega tečaja. Vključena so pod postavke „terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „aktivne časovne razmejitev”, „obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov” (na strani obveznosti) in „pasivne časovne razmejitev”, tudi ob upoštevanju valutnih terminskih transakcij in zamenjav v zabilančnih postavkah. Prihodki prevrednotenja zaradi spremembe cen finančnih instrumentov v tuji valuti niso vključeni.



Nabrana amortizacija	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Zemljišča in zgradbe	(49.672.589)	(39.696.727)	(9.975.862)
Računalniška strojna in programska oprema	(150.195.777)	(135.057.096)	(15.138.681)
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	(25.562.068)	(24.471.251)	(1.090.817)
Druga osnovna sredstva	(147.182)	(132.696)	(14.486)
<b>Skupaj nabrana amortizacija</b>	<b>(225.577.616)</b>	<b>(199.357.770)</b>	<b>(26.219.846)</b>
<b>Neto knjigovodska vrednost</b>	<b>188.209.963</b>	<b>175.180.989</b>	<b>13.028.974</b>

Zmanjšanje nabavne vrednosti postavke „zemljišča in zgradbe” se pretežno nanaša na prodajo uradne rezidence predsednika ECB januarja 2007, ki je bila kupljena leta 2001. Nova uradna rezidenca je bila kupljena decembra 2006.

Povečanje postavke „sredstva v gradnji in izdelavi” se pretežno nanaša na začetna dela v zvezi z novo stavbo ECB. Prenosi iz te kategorije v ustrezne postavke osnovnih sredstev se bodo izvršili ob predaji sredstev v uporabo.

## DRUGA FINANČNA SREDSTVA

Ta postavka je sestavljena iz naslednjih glavnih komponent:

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Vrednostni papirji v eurih	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Pogodbe o povratni prodaji v eurih	668.392.837	874.669.464	(206.276.627)
Druga finančna sredstva	42.190.576	42.187.167	3.409
<b>Skupaj</b>	<b>9.526.196.135</b>	<b>8.220.270.389</b>	<b>1.305.925.746</b>

(a) Vrednostni papirji, denominirani v eurih, in pogodbe o povratni prodaji v eurih predstavljajo naložbe lastnih sredstev ECB (glej

pojasnilo št. 12 „Druge obveznosti”). Povečanje imetij vrednostnih papirjev se pretežno nanaša na naložbe portfelja lastnih sredstev, ki obsega protipostavko zneska, prenesenega v rezervacije ECB za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu v letu 2006.

(b) ECB ima 3.211 delnic Banke za mednarodne poravnave (BIS), ki so v bilanco stanja vključene po nabavni vrednosti 41,8 milijona EUR.

Ta postavka vključuje predvsem vrednostne spremembe valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti, ki so bile nedospele na dan 31. decembra 2007 (glej pojasnilo št. 21 Valutne zamenjave in terminske transakcije v tuji valuti). Te vrednostne spremembe so posledica pretvorbe takšnih transakcij v eursko protivrednost po tečajih, ki so veljali na datum bilance stanja, v primerjavi z vrednostjo v eurih, ki je posledica pretvorbe teh transakcij po povprečni nabavni vrednosti zadevne valute (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam). Ta postavka vključuje tudi prihodke iz vrednotenja terminskih transakcij z vrednostnimi papirji.

## AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE

V letu 2007 je ta postavka vključevala natečene obresti od terjatev ECB v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema za prvo četrtletje (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam) v višini 545,8 milijona EUR ter natečene obresti od terjatev do nacionalnih centralnih bank v sistemu TARGET/TARGET2 za zadnji mesec v letu 2007 v višini 481,6 milijona EUR.

Ta postavka vključuje tudi natečene obresti, vključno z amortizacijo diskontov, od vrednostnih papirjev in drugih finančnih sredstev.

## RAZNO

Ta postavka obsega predvsem stanja v zvezi z valutnimi zamenjavami in terminskimi transakcijami v tuji valuti, ki so bile nedospele na dan 31. decembra 2007 (glej pojasnilo št. 21 Valutne zamenjave in termske transakcije v tuji valuti). Ta stanja izhajajo iz pretvorbe takšnih transakcij v eursko protivrednost po povprečni nabavni vrednosti zadevne valute, ki je veljala na datum bilance stanja, v primerjavi z vrednostjo v eurih, v kateri so bile te transakcije prvotno evidentirane (glej „Zabilančni instrumenti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

V to postavko je vključena tudi terjatev do ministrstva za finance Nemčije v zvezi z vračilom plačanega davka na dodano vrednost in drugih posrednih davkov. Ti davki so vračljivi v skladu z določbami člena 3 Protokola o privilegijih in imunitetah Evropskih skupnosti, ki velja za ECB v skladu s členom 40 Statuta ESCB.

## 7 BANKOVCI V OBTOKU

Ta postavka obsega delež ECB (8%) v skupni količini eurobankovcev v obtoku (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## 8 OBVEZNOSTI DO DRUGIH REZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

V tej postavki so vloge članov EBA (*Euro Banking Association* – Bančno združenje za euro), ki jih ECB uporablja za zavarovanje plačil EBA, poravnanih prek sistema TARGET/TARGET2.

## 9 OBVEZNOSTI DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

V tej postavki so predvsem obveznosti do ameriške centralne banke (*Federal Reserve*) v višini 13,9 milijarde EUR v zvezi z zača-

sno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*). V okviru tega programa je ECB od ameriške centralne banke prejela 20 milijard USD prek začasne povratne valutne zamenjave (*reciprocal currency swap arrangement*), katere cilj je ponuditi kratkoročna sredstva v ameriških dolarjih nasprotnim strankam Eurosistema. Hkrati je ECB izvedla verižne transakcije zamenjave z nacionalnimi centralnimi bankami, ki so uvedle euro, te pa so pridobljena sredstva uporabile za izvedbo operacij povečevanja likvidnosti z nasprotnimi strankami Eurosistema. Zaradi verižnih transakcij zamenjave so med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami nastala neobrestovana stanja znotraj Eurosistema, ki so evidentirana v postavki „druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)”. Preostali del te postavke so stanja, ki jih imajo nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pri ECB in izhajajo iz transakcij prek sistema TARGET/TARGET2 (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## 10 OBVEZNOSTI DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

Ta postavka vključuje pogodbe o povratnem nakupu, sklenjene z nerezidenti euroobmočja v povezavi z upravljanjem deviznih rezerv ECB.

## 11 OBVEZNOSTI ZNOTRAJ EUROSISTEMA

To so obveznosti do nacionalnih centralnih bank euroobmočja, ki so nastale s prenosom deviznih rezerv na ECB, ko so se banke pridružile Eurosistemu. Obrestovane so po zadnji razpoložljivi mejni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema, ki je prilagojena tako, da odraža ničelno stopnjo donosa zlata (glej pojasnilo št. 23 „Neto obrestni prihodki”).

Zaradi širitve EU s pristopom Bolgarije in Romunije ter sočasne prilagoditve skupnega limita terjatev nacionalnih centralnih

bank in ponderjev v kapitalskem ključu ECB (glej opombo št. 15 „Kapital in rezerve”) ter zaradi prenosa deviznih rezerv s strani Banke Slovenije po uvedbi enotne valute v Sloveniji so se te obveznosti povečale za 259.568.376 EUR.

	Do 31. decembra 2006 EUR	Od 1. januarja 2007 <sup>1</sup> EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Bank of Greece	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Slovenije	-	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
Skupaj	39.782.265.622	40.041.833.998

1) Posamezni zneski so zaokroženi na najbližji euro. Seštevki se zaradi zaokroževanja vedno ne ujemajo.

Terjatev Banke Slovenije je bila določena v višini 183.995.238 EUR, s čimer je bilo zagotovljeno, da je razmerje med to terjatvijo in skupno terjatvijo nacionalnih centralnih bank, ki so uvedle euro, enako razmerju med ponderjem Banke Slovenije v kapitalskem ključu ECB in skupnim ponderjem drugih sodelujočih nacionalnih centralnih bank v tem ključu. Razlika med terjatvijo in vrednostjo prenesenih sredstev (glej opombo št. 1 „Zlato in terjatve v zlatu” in št. 2 „Terjatve do rezidentov in nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”) je bila v skladu s členom 49.2 Statuta ESCB obravnavana kot del prispevka Banke Slovenije k rezervam in rezervacijam, ki so enakovredne rezervam ECB na dan 31. decembra 2006 (glej opombo št. 13 „Rezervacije” in št. 14 „Računi prevrednotenja”).

## 12 DRUGE OBVEZNOSTI

### RAZLIKE ZARADI PREVREDNOTENJA ZABILANČNIH INSTRUMENTOV

Ta postavka vključuje predvsem vrednostne spremembe valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti, ki so bile nedospele na dan 31. decembra 2007 (glej pojasnilo št. 21 „Valutne zamenjave in terminske transakcije v tuji valuti”). Te vrednostne spremembe so posledica pretvorbe takšnih transakcij v eursko protivrednost po tečajih, ki so veljali na datum bilance stanja, v primerjavi z vrednostjo v eurih, ki je posledica pretvorbe teh transakcij po povprečni nabavni vrednosti zadevne valute (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam in opombo št. 6 „Druga sredstva”). Ta postavka vključuje tudi odhodke iz vrednotenja terminskih transakcij z vrednostnimi papirji in obrestnih zamenjav.

### PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE

Ta postavka pretežno vključuje obresti, plačljive nacionalnim centralnim bankam iz naslova njihovih terjatev v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami (glej pojasnilo št. 11 „Obveznosti znotraj Eurosistema”), ki znašajo 1,4 milijarde EUR. Obsega tudi časovne razmejitve za obveznosti do nacionalnih centralnih bank v zvezi s sistemom TARGET/TARGET2, časovne razmejitve za finančne instrumente, vključno z amortizacijo premij kuponskih obveznic, in druge časovne razmejitve.

### RAZNO

Ta postavka obsega predvsem nedospele pogodbe o povratni prodaji v višini 517 milijonov EUR, ki so bile izvedene v povezavi z upravljanjem lastnih sredstev ECB (glej pojasnilo št. 6 „Druga sredstva”), in neto obveznost v zvezi s pokojninsko obvezo ECB, kot je opisano v nadaljevanju.

## POKOJNINSKI NAČRT IN DRUGI POZAPOSLITVENI PREJEMKI ECB

Zneski, ki se v zvezi s pokojninsko obvezo ECB priznajo v bilanci stanja (glej „Pokojninski načrt in drugi pozaposlitveni prejemki ECB” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam), so naslednji:

	2007 v milijonih EUR	2006 v milijonih EUR
Sedanja vrednost obveze	285,8	258,5
Poštena vrednost sredstev načrta	(229,8)	(195,3)
Nepriznani aktuarski dobički/(izgube)	35,4	17,3
Obveznost, priznana v bilanci stanja	91,4	80,5

Sedanja vrednost obveze vključuje tudi obvezo v višini 36,8 milijona EUR (2006: 32,6 milijona EUR) iz naslova pokojnin članov Izvršilnega odbora in rezervacij za invalidnine zaposlenih, ki se financirajo brez skladov.

Zneski, priznani v izkazu poslovnega izida za leti 2007 in 2006 v zvezi s „stroški sprotnega službovanja”, „obrestmi od obveze za določene prejemke” in „pričakovanim donosom sredstev načrta”, so naslednji:

	2007 v milijonih EUR	2006 v milijonih EUR
Stroški sprotnega službovanja	26,5	27,3
Obresti od obveze	8,6	6,8
Pričakovani donos sredstev načrta	(7,9)	(6,7)
Neto aktuarski (dobički)/ izgube, priznani v letu	0	0
Skupaj stroški zaposlenih	27,2	27,4

V skladu s pristopom z 10% pasom (glej „Pokojninski načrt in drugi pozaposlitveni prejemki ECB” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam) se v izkazu poslovnega izida za leto 2007 niso priznali nikakršni aktuarski dobički.

Spremembe v sedanji vrednosti obveze za določene prejemke so naslednje:

	2007 v milijonih EUR	2006 v milijonih EUR
Začetna obveza za določene prejemke	258,5	223,5
Stroški službovanja	26,5	27,3
Stroški obresti	8,6	6,8
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	14,2	10,4
Druge neto spremembe v obveznostih, povezane s prispevki udeležencev načrta	2,5	3,7
Plačani prejemki	(2,5)	(2,6)
Aktuarski (dobički)/izgube	(22,0)	(10,6)
Končna obveza za določene prejemke	285,8	258,5

Spremembe v pošteni vrednosti sredstev načrta so naslednje:

	2007 v milijonih EUR	2006 v milijonih EUR
Začetna poštena vrednost sredstev načrta	195,3	161,2
Pričakovani donos	7,9	6,7
Aktuarski dobički/(izgube)	(4,0)	0,2
Prispevki, ki jih plača delodajalec	16,2	15,4
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	14,1	10,3
Plačani prejemki	(2,2)	(2,2)
Druge neto spremembe v sredstvih, povezane s prispevki udeležencev načrta	2,5	3,7
Končna poštena vrednost sredstev načrta	229,8	195,3

Pri vrednotenju postavk iz tega pojasnila so aktuarji uporabili predpostavke, ki jih je za namen računovodstva in razkritja sprejel Izvršilni odbor.

Glavne predpostavke, ki so jih aktuarji uporabili pri izračunu obveznosti iz pokojninskega načrta zaposlenih, so naslednje. Aktuarji za izračun letne bremenitve izkaza poslovnega izida uporabijo pričakovano stopnjo donosa sredstev načrta.

	2007	2006
	%	%
Diskontna stopnja	5,30	4,60
Pričakovani donos sredstev načrta	6,50	6,00
Prihodnja rast plač	2,00	2,00
Prihodnja rast pokojnin	2,00	2,00

### 13 REZERVACIJE

Ob upoštevanju velike izpostavljenosti ECB tečajnim tveganjem, obrestnim tveganjem in cenovnim tveganjem pri zlatu ter velikosti računov prevrednotenja je Svet ECB 31. decembra 2005 sklenil, da je primerno oblikovati rezervacije za zaščito pred temi tveganji. Iz teh rezervacij se bodo financirali prihodnji realizirani in nerealizirani odhodki, predvsem odhodki vrednotenja, ki jih ne pokrijejo računi prevrednotenja. Velikost in nadaljnja potrebnost teh rezervacij bosta ugotovljeni letno na podlagi ocene ECB o svoji izpostavljenosti prej omenjenim tveganjem. V tej oceni je upoštevana vrsta dejavnikov, predvsem raven imetij tveganih finančnih sredstev, obseg realizirane izpostavljenosti tveganju v tekočem finančnem letu, pričakovani rezultati za prihodnje leto in ocena tveganja z izračunom tvegane vrednosti (VaR) za tvegana finančna sredstva, ki se dosledno uporablja daljše časovno obdobje.<sup>10</sup> Rezervacije skupaj z zneskom v skladu splošnih rezerv ne smejo preseči vrednosti kapitala ECB, ki so ga vplačale nacionalne centralne banke euroobmočja.

Na dan 31. decembra 2006 so rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu znašale 2.371.395.162 EUR. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB je svoj prispevek k rezervacijam v višini 10.947.042 EUR vplačala tudi Banka Slovenije, z začetkom veljavnosti 1. januarja 2007. Ob upoštevanju rezultatov ocene je Svet ECB sklenil, da na dan 31. decembra 2007 v rezervacije prenese dodatni znesek v višini 286.416.109 EUR, zaradi česar se je velikost rezervacij povečala na 2.668.758.313 EUR, čisti dobiček pa se je tako kot leta 2006 zmanjšal na natanko nič.

Ta postavka zajema tudi ustrezne rezervacije za pogodbene obveznosti, ki ECB nalagajo, da sedanje prostore ob selitvi na novo lokacijo vrne v prvotno stanje, ter druge rezervacije.

### 14 RAČUNI PREVREDNOTENJA

Ti računi predstavljajo stanje prevrednotenja, ki izhaja iz nerealiziranih prihodkov od sredstev in obveznosti. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB je Banka Slovenije k temu stanju prispevala znesek v višini 26 milijonov EUR, z začetkom veljavnosti 1. januarja 2007.

	2007	2006	Sprememba
	EUR	EUR	EUR
Zlato	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Tuja valuta	0	701.959.896	(701.959.896)
Vrednostni papirji	338.524.183	14.909.786	323.614.397
Skupaj	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

Pri prevrednotenju ob koncu leta so bili uporabljeni naslednji devizni tečaji:

Devizni tečaji	2007	2006
USD za EUR	1,4721	1,3170
JPY za EUR	164,93	156,93
EUR za SDR	1,0740	1,1416
EUR za unčo čistega zlata	568,236	482,688

### 15 KAPITAL IN REZERVE

#### KAPITAL

#### (A) SPREMEMBE V KLJUČU ZA VPIS KAPITALA ECB

Na podlagi člena 29 Statuta ESCB se deleži nacionalnih centralnih bank v ključu za vpis kapitala ECB ponderirajo glede na delež posamezne države članice v celotnem prebivalstvu in v bruto domačem proizvodu Evropske unije, pri čemer sta si deleža enakovredna, Evropski centralni banki pa podatke sporoči Evropska komisija. Ti ponderji se prilagodijo vsakih pet let ali ob pridružitvi nove

<sup>10</sup> Glej tudi drugo poglavje Letnega poročila ECB.

države članice EU. Na podlagi Sklepa Sveta 2003/517/ES z dne 15. julija 2003 o statističnih podatkih, ki bodo uporabljeni za prilagoditev ključa za vpis kapitala ECB<sup>11</sup>, so se deleži nacionalnih centralnih bank v ključu za vpis kapitala 1. januarja 2007 ob pristopu Bolgarije in Romunije kot novih držav članic prilagodili, kakor sledi:

	Od 1. maja 2004 do 31. decembra 2006 %	Od 1. januarja 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke euroobmočja</b>	<b>71,4908</b>	<b>69,5092</b>
Bolgarska narodna banka	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja</b>	<b>28,5092</b>	<b>30,4908</b>
<b>Skupaj</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## (B) KAPITAL ECB

V skladu s členom 49.3 Statuta ESCB, ki je bil Statutu dodan s pristopno pogodbo, se vpisani

kapital ECB samodejno poveča vsakič, ko v EU vstopi nova država članica, njena nacionalna centralna banka pa se pridruži ESCB. Povečanje se določi z množenjem takrat veljavnega zneska vpisanega kapitala (tj. 5.565 milijonov EUR na dan 31. decembra 2006) z razmerjem – znotraj razširjenega ključa za vpis kapitala – med ponderjem vstopajočih nacionalnih centralnih bank in ponderjem nacionalnih centralnih bank, ki so že članice ESCB. Tako se je 1. januarja 2007 vpisani kapital ECB povečal na 5.761 milijonov EUR.

V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB in pravnega akta, ki ga je Svet ECB sprejel 30. decembra 2006<sup>12</sup>, je Banka Slovenije s 1. januarjem 2007 vplačala znesek v višini 17.096.556 EUR, ki je predstavljal preostanek njenega vpisanega kapitala ECB.

Nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja morajo kot svoj prispevek k stroškom poslovanja ECB vplačati 7% svojega deleža vpisanega kapitala. Tako sta 1. januarja 2007 Bolgarska narodna banka in Banca Națională a României vplačali znesek v višini 3.561.869 EUR oziroma 10.156.952 EUR. Skupaj s tema zneskoma je ta prispevek ob koncu leta 2007 v celoti znašal 122.952.830 EUR. Centralne banke zunaj euroobmočja niso upravičene do udeležbe v razdeljivem dobičku ECB, vključno s prihodki od razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema, niti niso dolžne pokrivati morebitne izgube ECB.

Po skupnem učinku teh treh dogodkov se je vplačani kapital ECB povečal s 4.089.277.550 EUR na dan 31. decembra 2006 na 4.127.136.230 EUR na dan 1. januarja 2007, ko je prikazano v spodnji tabeli:<sup>13</sup>

11 UL L 181, 19. 7. 2003, str. 43.

12 Sklep ECB/2006/30 z dne 30. decembra 2006 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv in prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke s strani Banke Slovenije, UL L 24, 31. 1. 2007, str. 17.

13 Posamezni zneski so zaokroženi na najbližji euro. Seštevki v tabelah v tem razdelku se zaradi zaokroževanja vedno ne ujemajo.

	Vpisani kapital do 31. decembra 2006 EUR	Vplačani kapital do 31. decembra 2006 EUR	Vpisani kapital od 1. januarja 2007 EUR	Vplačani kapital od 1. januarja 2007 EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Bank of Greece	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke euroobmočja</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>4.004.183.400</b>	<b>4.004.183.400</b>
Bolgarska narodna banka	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Central Bank of Cyprus	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>	<b>1.756.469.003</b>	<b>122.952.830</b>
<b>Skupaj</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>	<b>5.760.652.403</b>	<b>4.127.136.230</b>

## 16 DOGODKI PO DATUMU BILANCE STANJA

### VSTOP CIPRA IN MALTE V EUROOBMOČJE

Na podlagi Odločbe Sveta 2007/503/ES z dne 10. julija 2007, sprejete v skladu s členom 122(2) Pogodbe, sta Ciper in Malta 1. januarja 2008 uvedla enotno valuto. V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB in pravnih aktov, ki jih je Svet ECB sprejel 31. decembra 2007<sup>14</sup>, sta Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta s 1. januarjem 2008 vplačali znesek v višini 6.691.401 EUR oziroma 3.332.307 EUR, ki je predstavljal preostanek njenega vpisanega kapitala ECB. V skladu s členom 30.1 Statuta

ESCB sta Bank Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta na ECB prenesli devizne rezerve v skupni protivrednosti

14 Sklep ECB z dne 31. decembra 2007 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv ter prispevku v rezerve in rezervacije ECB s strani centralnih bank Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (ECB/2007/22) UL L 28, 1. 2. 2008, str. 36; Sporazum z dne 31. decembra 2007 med Evropsko centralno banko in centralno banko Central Bank of Cyprus v zvezi s terjatvijo, priznana centralni banki Central Bank of Cyprus s strani ECB po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in ECB, UL C 29, 1. 2. 2008, str. 4; Sporazum z dne 31. decembra 2007 med Evropsko centralno banko in centralno banko Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta v zvezi s terjatvijo, priznana centralni banki Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta s strani ECB po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in ECB, UL C 29, 1. 2. 2008, str. 6.

109.953.752 EUR, z začetkom veljavnosti 1. januarja 2008. Skupni preneseni znesek je bil določen tako, da se je eurska vrednost deviznih rezerv (po tečajih na dan 31. decembra 2007), ki so že bile prenesene na ECB, pomnožila z razmerjem med številom delnic, ki sta jih vpisali ti dve centralni banki, in številom delnic, ki so jih že vplačale druge nacionalne centralne banke brez odstopanja. Te devizne rezerve so obsegale znesek v ameriških dolarjih v obliki gotovine in zlato v razmerju 85 proti 15.

Centralnima bankama Cipra in Malte je bila priznana terjatev v višini vplačanega kapitala in prenesenih deviznih rezerv. Slednje je treba obravnavati povsem enako kot obstoječe terjatve drugih sodelujočih nacionalnih centralnih bank (glej pojasnilo št. 11 „Obveznosti znotraj Eurosistema“).

## ZABILANČNI INSTRUMENTI

### 17 PROGRAM AVTOMATIZIRANEGA POSOJANJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

ECB je v okviru upravljanja lastnih sredstev sklenila sporazum o programu avtomatiziranega posojanja vrednostnih papirjev, pri čemer pooblaščen zastopnik v imenu ECB sklepa posojanja vrednostnih papirjev z večjim številom nasprotnih strank, ki jih je ECB določila kot primerne. V okviru tega sporazuma je stanje povratnih transakcij na dan 31. decembra 2007 znašalo 3,0 milijarde EUR (2006: 2,2 milijarde EUR) (glej „Povratne transakcije“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

### 18 TERMINSKE POGODBE NA OBRESTNO MERO

V letu 2007 so se terminske pogodbe na obrestno mero uporabljale v okviru upravljanja deviznih rezerv in lastnih sredstev ECB. Na dan 31. decembra 2007 je bilo stanje transakcij naslednje:

Terminske pogodbe na obrestno mero v tuji valuti	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	5.932.333.678
Prodaje	2.105.780.978

Terminske pogodbe na obrestno mero v eurih	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	25.000.000
Prodaje	190.600.000

## 19 OBRESTNE ZAMENJAVE

Na dan 31. decembra 2007 je stanje obrestnih zamenjav po pogodbeni vrednosti znašalo 13 milijonov EUR. Te transakcije so bile opravljene v okviru upravljanja deviznih rezerv ECB.

## 20. TERMINSKE TRANSAKCIJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Na dan 31. decembra 2007 je stanje terminskih nakupov vrednostnih papirjev znašalo 113 milijonov EUR, stanje terminskih prodaj vrednostnih papirjev pa 9 milijonov EUR. Te transakcije so bile opravljene v okviru upravljanja deviznih rezerv ECB.

## 21 VALUTNE ZAMENJAVE IN TERMINSKE TRANSAKCIJE V TUJI VALUTI

Na dan 31. decembra 2007 je stanje terjatev in obveznosti iz naslova valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti znašalo 794 milijonov EUR oziroma 797 milijonov EUR. Te transakcije so bile opravljene v okviru upravljanja deviznih rezerv ECB.

Poleg tega so na dan 31. decembra 2007 obstajale tudi terjatve do nacionalnih centralnih bank in obveznosti do ameriške centralne banke, ki so nastale v zvezi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*), ki jo je uvedla ameriška centralna banka (glej opombo št. 9 „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih“).

## 22 NEREŠENI PRAVNI SPORI

Na Sodišču prve stopnje Evropskih skupnosti je podjetje Document Security Systems Inc.



(DSSI) proti ECB sprožilo odškodninsko tožbo, ker naj bi ECB pri izdelavi eurobankovcev domnevno kršila njegov patent<sup>15</sup>. Sodišče prve stopnje je odškodninsko tožbo podjetja DSSI proti ECB zavrglo<sup>16</sup>. ECB je na več pristojnih nacionalnih sodiščih sprožila postopek za preklic patenta. Poleg tega je trdno prepričana, da patenta nikakor ni kršila, ter bo zato odgovorila na kakršno koli tožbo zaradi kršitve, ki bi jo lahko pred pristojnim nacionalnim sodiščem sprožilo podjetje DSSI.

15 Evropski patent podjetja DSSI št. 0455 750 B1.

16 Sklep Sodišča prve stopnje z dne 5. septembra 2007, zadeva T-295/05. Na voljo na spletni strani [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## POJASNILA K IZKAZU POSLOVNEGA IZIDA

### 23 NETO OBRESTNI PRIHODKI

#### OBRESTNI PRIHODKI OD DEVIZNIH REZERV

Ta postavka vključuje obrestne prihodke, neto brez obrestnih odhodkov, in sicer od sredstev in obveznosti v tuji valuti, kot sledi:

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Obrestni prihodki od tekočih računov	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Obrestni prihodki od vlog na denarnem trgu	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Pogodbe o povratni prodaji	138.079.630	201.042.718	(62.963.088)
Neto obrestni prihodki od vrednostnih papirjev	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Neto obrestni prihodki od valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti	19.766.033	3.853.216	15.912.817
<b>Skupaj obrestni prihodki od deviznih rezerv</b>	<b>1.415.519.297</b>	<b>1.350.067.201</b>	<b>65.452.096</b>
Obrestni odhodki od tekočih računov	(154.041)	(225.549)	71.508
Pogodbe o povratnem nakupu	(60.476.997)	(31.598.416)	(28.878.581)
Neto obrestni odhodki od obrestnih zamenjav	(891)	0	(891)
<b>Obrestni prihodki od deviznih rezerv (neto)</b>	<b>1.354.887.368</b>	<b>1.318.243.236</b>	<b>36.644.132</b>

#### OBRESTNI PRIHODKI IZ RAZDELITVE EUROBANKOVCEV ZNOTRAJ EUROSISTEMA

Ta postavka vključuje obrestne prihodke v zvezi z deležem ECB v skupni izdaji eurobankovcev. Obresti od terjatev ECB iz naslova njenega deleža eurobankovcev se obračunajo po zadnji razpoložljivi mejni obrestni meri Eurosistema za operacije glavnega refinanciranja. Povečanje prihodka leta 2007 odraža tako splošno povečanje eurobankovcev v obtoku kot povečanje obrestne

mere ECB za operacije glavnega refinanciranja. Ta prihodek se razdeli nacionalnim centralnim bankam, kot je opisano v „Bankovcih v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam.

Svet ECB je na podlagi ocenjenega poslovnega izida za leto 2007 sklenil, da zadrži razdelitev tega celotnega prihodka.

#### OBRESTOVANJE TERJATEV NCB V ZVEZI S PRENESENIMI DEVIZNIMI REZERVAMI

V tej postavki so prikazane obresti, plačane nacionalnim centralnim bankam euroobmočja za njihove terjatve do ECB iz naslova deviznih rezerv, prenesenih v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB.

#### DRUGI OBRESTNI PRIHODKI IN DRUGI OBRESTNI ODHODKI

Ti dve postavki vključujeta obrestne prihodke v višini 3,9 milijarde EUR (2006: 2,5 milijarde EUR) in obrestne odhodke v višini 3,8 milijarde EUR (2006: 2,4 milijarde EUR) v zvezi s stanji na računih v sistemu TARGET/TARGET2. Obrestni prihodki in odhodki od drugih sredstev in obveznosti v eurih so tudi prikazani tukaj.

### 24 REALIZIRANI PRIHODKI/ODHODKI IZ FINANČNIH SREDSTEV

Neto realizirani prihodki/odhodki iz finančnih sredstev v letu 2007 so bili naslednji:

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Neto realizirani prihodki/ (odhodki) v zvezi s cenami vrednostnih papirjev in terminskih pogodb na obrestno mero	69.252.941	(103.679.801)	172.932.742
Neto realizirane pozitivne tečajne razlike in prihodki v zvezi s ceno zlata	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Realizirani prihodki v zvezi s finančnimi operacijami	778.547.213	475.380.708	303.166.505

## 25 ZMANJŠANJE KNJIGOVODSKE VREDNOSTI FINANČNIH SREDSTEV IN POZICIJ

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Nerealizirani odhodki vrednotenja vrednostnih papirjev	(15.864.181)	(73.609.623)	57.745.442
Nerealizirani odhodki vrednotenja obrestnih zamenjav	(18.899)	0	(18.899)
Nerealizirane negativne tečajne razlike	(2.518.369.734)	(644.857.885)	(1.873.511.849)
Skupaj zmanjšanje knjigovodske vrednosti	(2.534.252.814)	(718.467.508)	(1.815.785.306)

Negativne tečajne razlike so predvsem posledica zmanjšanja povprečne nabavne vrednosti imetja ECB v ameriških dolarjih in japonskih jeni v skladu z deviznim tečajem, ki je veljal ob koncu leta, potem ko se je vrednost teh valut do eura med letom zmanjšala.

## 26 NETO ODHODKI IZ PROVIZIJ

	2007 EUR	2006 EUR	Sprememba EUR
Prihodki iz provizij	263.440	338.198	(74.758)
Odhodki iz provizij	(885.131)	(884.678)	(453)
Neto odhodki iz provizij	(621.691)	(546.480)	(75.211)

Prihodki v tej postavki vključujejo kazni, naložene kreditnim institucijam zaradi neizpolnjevanja zahteve po obveznih rezervah. Odhodki pa so povezani s provizijami za tekoče račune in izvajanjem terminskih pogodb na obrestno mero v tuji valuti (glej pojasnilo št. 18 „Terminske pogodbe na obrestno mero“).

## 27 PRIHODEK IZ LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN UDELEŽB V DRUGIH DRUŽBAH

Pod to postavko so prikazane prejete dividende na delnice BIS (glej pojasnilo št. 6 „Druga sredstva“).

## 28 DRUGI PRIHODKI

Drugi prihodki med letom so nastali predvsem iz prispevkov ostalih centralnih bank k stroškom pogodbe za izvajanje storitev, ki jo ima ECB centralno z zunanjim ponudnikom IT omrežja.

## 29 STROŠKI DELA

V to postavko so vključeni plače, nadomestila, stroški zavarovanja zaposlenih in drugi stroški v višini 141,7 milijona EUR (2006: 133,4 milijona EUR). Stroški dela v višini 1,1 milijona EUR (2006: 1,0 milijon EUR), nastali v povezavi z gradnjo nove stavbe ECB, so bili kapitalizirani in so izključeni iz te postavke. Plače in nadomestila, vključno z denarnimi nadomestili nosilcem visokih vodstvenih funkcij, so v osnovi oblikovane na temelju plačnega sistema Evropskih skupnosti in so z njim primerljive.

Člani Izvršilnega odbora prejemajo osnovno plačo ter dodatek za bivanje in zastopanje. Predsedniku je namesto dodatka za bivanje zagotovljena uradna rezidenca v lasti ECB. V skladu s Pogoji za zaposlitev v Evropski centralni banki so člani Izvršilnega odbora upravičeni do dodatka za vzdrževane družinske člane, otroškega dodatka in dodatka za šolanje, odvisno od okoliščin posameznika. Osnovne plače so obdavčene z davkom v korist Evropskih skupnosti, od njih pa se obračuna tudi odbitek v zvezi s prispevki za pokojnino ter zdravstveno in nezgodno zavarovanje. Nadomestila niso obdavčena in se ne prištejejo k obračunu pokojnine. Pokojninska ureditev za člane Izvršilnega odbora je opisana v pojasnilu k računovodskim usmeritvam „Pokojninski načrt in drugi pozaposlitveni prejemki ECB“.

Osnovna plača članov Izvršilnega odbora v letu je bila naslednja:

Nadomestila članom Izvršilnega odbora in njihovi prejemki iz naslova prispevkov ECB za zdravstveno in nezgodno zavarovanje so skupaj znašali 579.842 EUR (2006: 557.421 EUR), tako da so celotna denarna nadomestila znašala 2.207.366 EUR (2006: 2.153.013 EUR).

	2007 EUR	2006 EUR
Jean-Claude Trichet (predsednik)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (podpredsednik)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (članica odbora)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (član odbora)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (član odbora)	246.588	241.752
Otmar Issing (član odbora do maja 2006)	-	100.730
Jürgen Stark (član odbora od junija 2006)	246.588	141.022
Skupaj	1.627.524	1.595.592

Bivši člani Izvršilnega odbora prejemajo prehodna plačila še določeno obdobje po koncu svojega mandata. V letu 2007 so ta plačila in prispevki ECB za zdravstveno in nezgodno zavarovanje bivših članov znašala 52.020 EUR (2006: 292.280). Plačila pokojnin in s tem povezana nadomestila bivšim članom Izvršilnega odbora ali njihovim vzdrževanim članom ter prispevki za zdravstveno in nezgodno zavarovanje so znašali 249.902 EUR (2006: 121.953 EUR).

Ta postavka vključuje tudi znesek v višini 27,2 milijona EUR (2006: 27,4 milijona EUR), ki se prizna v zvezi s pokojninskim načrtom in drugimi pozaposlitvenimi prejemki ECB (glej pojasnilo št. 12 „Druge obveznosti“).

Ob koncu leta 2007 je dejansko število zaposlenih s pogodbo za nedoločen ali določen čas, izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa, znašalo 1.375<sup>17</sup>, od katerih je 149 zasedalo vodstveni položaj. Spremembe v številu zaposlenih so bile v letu 2007 naslednje:

	2007	2006
Na dan 1. januarja	1.342	1.338
Novi zaposleni <sup>1)</sup>	82	54
Odpovedi/izteki pogodb <sup>2)</sup>	49	50
Na dan 31. decembra	1.375	1.342
Povprečno število zaposlenih	1.366	1.337

1) Ta postavka vključuje tudi posledice sprememb zaposlitev s krajšim delovnim časom v zaposlitve s polnim delovnim časom.  
2) Ta postavka vključuje tudi posledice sprememb zaposlitev s polnim delovnim časom v zaposlitve s krajšim delovnim časom.

Število zaposlenih na dan 31. decembra 2007 vključuje tudi 79 oseb (2006: 63 oseb) na neplačanem/starševskem dopustu in 21 oseb na

porodniškem dopustu (2006: 10), izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa. Poleg tega število zaposlenih na dan 31. decembra 2007 vključuje tudi 71 oseb (2006: 70 oseb), zaposlenih po kratkoročnih pogodbah za nadomeščanje zaposlenih na neplačanem/starševskem ali porodniškem dopustu.

ECB nudi tudi možnost zaposlenim v drugih centralnih bankah ESCB, da prevzamejo začasne zadolžitve v ECB, s tem povezani stroški pa so tudi vključeni v to postavko. Na dan 31. decembra 2007 je v tem programu sodelovalo 76 zaposlenih v ESCB (2006: 61), njihovi stroški pa so vključeni v to postavko.

### 30 UPRAVNI STROŠKI

Ti stroški pokrivajo vse druge tekoče izdatke za najem in vzdrževanje prostorov in opreme, ki niso investicijske narave, honorarje strokovnjakom ter druge storitve in dobavljeno blago, vključno z izdatki za zaposlene, povezanimi z njihovim zaposlovanjem, selitvijo, namestitvijo, usposabljanjem in odselitvijo.

### 31 STORITVE TISKANJA BANKOVCEV

Ti izdatki obsegajo stroške za čezmejni prevoz eurobankovcev med nacionalnimi centralnimi bankami, ki je namenjen zadovoljitvi nepričakovanih nihanj v povpraševanju po bankovcih. Te stroške centralno pokriva ECB.

17 Do leta 2006 so bile v tem pojasnilu predstavljene vse pogodbene obveznosti za nedoločen ali določen čas, izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa. Z letom 2007 je bilo sklenjeno, da predstavimo dejansko število zaposlenih s pogodbo za nedoločen ali določen čas v ekvivalentu polnega delovnega časa, ker naj bi bilo to za uporabnike računovodskih izkazov primernejše. Podatki za leto 2006 so bili ustrezno prilagojeni.

# POJASNILO K RAZDELITVI DOBIČKA/RAZPOREDITVI IZGUBE

*To pojasnilo ni del računovodskih izkazov ECB za leto 2007.*

## PRIHODKI OD DELEŽA ECB V SKUPNI VREDNOSTI BANKOVCEV V OBTOKU

Po sklepu Sveta ECB je v letu 2006 ECB zadržala 1.319 milijonov EUR prihodkov od svojega deleža bankovcev v obtoku, s čimer je zagotovila, da celotna razdelitev dobička za poslovno leto ni presegla njenega čistega dobička za poslovno leto. Podobno je v letu 2007 zadržala 2.004 milijone EUR. Oba zneska predstavljata celoten prihodek od deleža ECB v skupni vrednosti eurobankovcev v obtoku v posameznem letu.

## RAZDELITEV DOBIČKA/POKRITJE IZGUBE

V skladu s členom 33 Statuta ESCB se čisti dobiček ECB prenese v naslednjem zaporedju:

- (a) znesek, ki ga določi Svet ECB in ki ne sme presegati 20% čistega dobička, se prenese v sklad splošnih rezerv največ do višine, ki je enaka 100% kapitala;
- (b) preostali čisti dobiček se razdeli med delničarje ECB sorazmerno z njihovimi vplačanimi deleži.

Če ima ECB izgubo, se primanjkljaj pokrije iz sklada splošnih rezerv ECB in po potrebi na podlagi sklepa Sveta ECB iz denarnih prihodkov v določenem poslovnem letu sorazmerno z višino in do višine zneskov, razporejenih nacionalnim centralnim bankam v skladu s členom 32.5 Statuta.<sup>18</sup>

Zaradi prenosa v rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu v višini 286 milijonov EUR se je čisti dobiček v letu 2007 zmanjšal na natanko nič. Zaradi tega tako kot leta 2005 in 2006 ni bilo prenosa v sklad splošnih rezerv ali razdelitve dobička med delničarje ECB. Ravno tako ni bilo potrebe po pokritju izgube.

<sup>18</sup> V skladu s členom 32.5 Statuta ESCB se vsota denarnih prihodkov nacionalnih centralnih bank razdeli nacionalnim centralnim bankam sorazmerno z njihovimi vplačanimi deleži v kapitalu ECB.



## Independent auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**To stran je pripravila ECB kot informativni prevod poročila zunanjega revizorja ECB.  
V primeru odstopanj je veljavna angleška različica, ki jo je podpisala KPMG.**

## **Poročilo neodvisnega revizorja**

Predsedniku in Svetu  
Evropske centralne banke  
Frankfurt na Majni

Revidirali smo priložene računovodske izkaze Evropske centralne banke, ki vključujejo bilanco stanja na dan 31. decembra 2007, izkaz poslovnega izida za takrat končano leto, povzetek bistvenih računovodskih usmeritev in druge pojasnjevalne opombe.

### *Odgovornost Izvršilnega odbora Evropske centralne banke za letne računovodske izkaze*

Izvršilni odbor je odgovoren za pripravo in pošteno predstavitev teh letnih računovodskih izkazov v skladu z načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v Sklepu ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke, z vsemi spremembami. Ta odgovornost vključuje: vzpostavitev, izvajanje in vzdrževanje notranjega kontroliranja, povezanega s pripravo in pošteno predstavitvijo računovodskih izkazov, v katerih ni pomembno napačnih navedb bodisi zaradi prevare ali napake, izbiro in uporabo ustreznih računovodskih usmeritev ter pripravo računovodskih ocen, ki so v danih okoliščinah smiselne.

### *Revizorjeva odgovornost*

Naša odgovornost je, da na podlagi opravljene revizije izrazimo mnenje o teh letnih računovodskih izkazih. Revizijo smo opravili v skladu z mednarodnimi standardi revidiranja. Ti standardi od nas zahtevajo spoštovanje etičnih zahtev ter načrtovanje in izvedbo revizije za pridobitev sprejemljivega zagotovila, da letni računovodski izkazi ne vsebujejo pomembno napačne navedbe.

Revizija vključuje izvedbo postopkov za pridobitev revizijskih dokazov o zneskih in razkritjih v letnih računovodskih izkazih. Izbrani postopki so odvisni od revizorjeve presoje in vključujejo tudi oceno tveganj napačne navedbe v računovodskih izkazih zaradi prevare ali napake. Pri ocenjevanju teh tveganj revizor prouči notranje kontroliranje, povezano s pripravo in pošteno predstavitvijo letnih računovodskih izkazov, z namenom, da bi določil revizijske postopke, ki so v danih okoliščinah smiselne, in ne z namenom, da bi izrazil mnenje o uspešnosti notranjega kontroliranja družbe. Revizija vključuje tudi ovrednotenje ustreznosti uporabljenih računovodskih usmeritev in utemeljenosti računovodskih ocen posloводства kot tudi ovrednotenje celotne predstavitve letnih računovodskih izkazov.

Menimo, da so revizijski dokazi, ki smo jih pridobili, zadostna in ustrezna podlaga za naše revizijsko mnenje.

### *Mnenje*

Po našem mnenju so letni računovodski izkazi resničen in pošten prikaz finančnega stanja Evropske centralne banke na dan 31. decembra 2007 ter njenega poslovnega izida za takrat končano leto v skladu načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v Sklepu ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke, z vsemi spremembami.

Frankfurt na Majni, 26. februar 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer



## 5 KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31. DECEMBER 2007

(V MILIJONIH EUR)

AKTIVA	31. DECEMBER 2007 <sup>1</sup>	31. DECEMBER 2006
<b>1 Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>201.545</b>	<b>176.768</b>
<b>2 Terjatve v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>135.133</b>	<b>142.288</b>
2.1 Terjatve do IMF	9.058	10.658
2.2 Računi pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, zunanja posojila in druga zunanja sredstva	126.075	131.630
<b>3 Terjatve v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>41.973</b>	<b>23.404</b>
<b>4 Terjatve v eurih do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>13.835</b>	<b>12.292</b>
4.1 Računi pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila	13.835	12.292
4.2 Terjatve iz posojil v okviru ERM II	0	0
<b>5 Posojila v eurih, povezana z operacijami denarne politike, kreditnim ustanovam euroobmočja</b>	<b>637.175</b>	<b>450.541</b>
5.1 Operacije glavnega refinanciranja	368.606	330.453
5.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	268.476	120.000
5.3 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
5.4 Povratne strukturne operacije	0	0
5.5 Odprta ponudba mejnega posojanja	91	88
5.6 Krediti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	2	0
<b>6 Druge terjatve v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>23.898</b>	<b>11.036</b>
<b>7 Vrednostni papirji rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>96.044</b>	<b>77.614</b>
<b>8 Dolg širše opredeljene države v eurih</b>	<b>37.063</b>	<b>39.359</b>
<b>9 Druga sredstva</b>	<b>321.315</b>	<b>216.728</b>
<b>Skupaj aktiva</b>	<b>1.507.981</b>	<b>1.150.030</b>

Zaradi zaokrožanja vsote vmesni seštevki morda niso skladni.

<sup>1</sup> Konsolidirani podatki na dan 31. 12. 2007 vključujejo tudi Banko Slovenije, ki je članica Eurosistema od 1. 1. 2007.

PASIVA	31. DECEMBER 2007	31. DECEMBER 2006
<b>1 Bankovci v obtoku</b>	<b>676.678</b>	<b>628.238</b>
<b>2 Obveznosti v eurih, povezane z operacijami denarne politike, kreditnim ustanovam euroobmočja</b>	<b>379.181</b>	<b>174.051</b>
2.1 Tekoči računi (ki zajemajo sistem obveznih rezerv)	267.335	173.482
2.2 Odprta ponudba mejnega deponiranja likvidnosti čez noč	8.831	567
2.3 Vezani depoziti	101.580	0
2.4 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
2.5 Depoziti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	1.435	2
<b>3 Druge obveznosti v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>126</b>	<b>65</b>
<b>4 Izdani dolžniški certifikati</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>46.183</b>	<b>53.374</b>
5.1 Sektor država	38.116	45.166
5.2 Druge obveznosti	8.067	8.208
<b>6 Obveznosti do rezidentov zunaj euroobmočja v eurih</b>	<b>45.095</b>	<b>16.614</b>
<b>7 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>2.490</b>	<b>89</b>
<b>8 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>15.552</b>	<b>12.621</b>
8.1 Depoziti, računi in druge obveznosti	15.552	12.621
8.2 Obveznosti iz posojil v okviru ERM II	0	0
<b>9 Protipostavka posebnih pravic črpanja, ki jih dodeli IMF</b>	<b>5.278</b>	<b>5.582</b>
<b>10 Ostale obveznosti</b>	<b>123.174</b>	<b>71.352</b>
<b>11 Računi revalorizacije</b>	<b>147.122</b>	<b>121.887</b>
<b>12 Kapital in rezerve</b>	<b>67.102</b>	<b>66.157</b>
<b>Skupna pasiva</b>	<b>1.507.981</b>	<b>1.150.030</b>



# PRILOGE

## PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli je seznam pravnih instrumentov, ki jih je ECB sprejela v letu 2007 in začetku leta 2008 in ki so bili objavljeni v Uradnem listu Evropske unije. Izvode Uradnega lista je mogoče dobiti pri Uradu za uradne publika-

cije Evropskih skupnosti. Seznam vseh pravnih instrumentov, ki jih je od svoje ustanovitve sprejela ECB in ki so bili objavljeni v Uradnem listu, je objavljen v razdelku „Pravni okvir“ na spletni strani ECB.

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2007/1	Sklep Evropske centralne banke z dne 17. aprila 2007 o sprejetju izvedbenih pravil v zvezi z varstvom podatkov v Evropski centralni banki	UL L 116, 4. 5. 2007, str. 64
ECB/2007/2	Smernica Evropske centralne banke z dne 26. aprila 2007 o transevropskem sistemu bruto poravnave v realnem času (TARGET2)	UL L 237, 8. 9. 2007, str. 1
ECB/2007/3	Smernica Evropske centralne banke z dne 31. maja 2007 o spremembi Smernice ECB/2004/15 o zahtevah Evropske centralne banke za statistično poročanje na področju statistike plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb ter predloge za dajanje podatkov o mednarodnih rezervah in devizni likvidnosti	OJ L 159, 20. 6. 2007, str. 48
ECB/2007/4	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 31. maja 2007 o spremembi Priporočila ECB/2004/16 o zahtevah Evropske centralne banke za statistično poročanje na področju statistike plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb ter predloge za dajanje podatkov o mednarodnih rezervah in devizni likvidnosti	UL C 136, 20. 6. 2007, str. 6
ECB/2007/5	Sklep Evropske centralne banke z dne 3. julija 2007 o določitvi pravil za oddajo naročil	UL L 184, 14. 7. 2007, str. 34
ECB/2007/6	Smernica Evropske centralne banke z dne 20. julija 2007 o spremembi Smernice ECB/2009/28 o upravljanju deviznih rezerv Evropske centralne banke s strani nacionalnih centralnih bank in o pravni dokumentaciji za posle, ki vključujejo te rezerve	UL L 196, 28. 7. 2007, str. 46
ECB/2007/7	Sklep Evropske centralne banke z dne 24. julija 2007 o pogojih za sistem TARGET2-ECB	UL L 237, 8. 9. 2007, str. 71
ECB/2007/8	Uredba Evropske centralne banke (ES) z dne 27. julija 2007 o statistiki sredstev in obveznosti investicijskih skladov	UL L 211, 11. 8. 2007, str. 8

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2007/9	Smernica Evropske centralne banke z dne 1. avgusta 2007 o statističnih podatkih o denarni statistiki, statistiki finančnih institucij in statistiki finančnih trgov (preoblikovano)	UL L 341, 27. 12. 2007, str. 1
ECB/2007/10	Smernica Evropske centralne banke z dne 20. septembra 2007 o spremembah prilog I in II k Smernici ECB/2000/7 o instrumentih monetarne politike in postopkih Eurosistema	UL L 284, 30. 10. 2007, str. 34
ECB/2007/11	Uredba Evropske centralne banke (ES) z dne 9. novembra 2007 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura na Cipru in Malti	UL L 300, 17. 11. 2007, str. 44
ECB/2007/12	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 15. novembra 2007 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Central Bank of Cyprus	UL C 277, 20. 11. 2007, str. 1
ECB/2007/13	Smernica Evropske centralne banke z dne 15. novembra 2007 o spremembah Smernice ECB/2002/7 o zahtevah Evropske centralne banke glede statističnega poročanja na področju četrletnih finančnih računov	UL L 311, 29. 11. 2007, str. 47
ECB/2007/14	Smernica Evropske centralne banke z dne 15. novembra 2007 o spremembah Smernice ECB/2005/5 o zahtevah Evropske centralne banke za statistično poročanje in o postopkih za izmenjavo statističnih informacij znotraj Evropskega sistema centralnih bank na področju statistike državnih financ	UL L 311, 29. 11. 2007, str. 49
ECB/2007/15	Sklep Evropske centralne banke z dne 22. novembra 2007 o spremembah Sklepa ECB/2001/16 o razporeditvi denarnega prihodka nacionalnih centralnih bank sodelujočih držav članic za poslovno leto 2002	UL L 333, 19. 12. 2007, str. 86
ECB/2007/16	Odločba Evropske centralne banke z dne 23. novembra 2007 o odobritvi obsega izdaje kovancev v letu 2008	UL L 317, 5. 12. 2007, str. 81
ECB/2007/17	Priporočilo ECB z dne 29. novembra 2007 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih centralne banke Central Bank of Malta	UL C 304, 15. 12. 2007, str. 1
ECB/2007/18	Uredba Evropske centralne banke z dne 29. novembra 2007 o spremembah Uredbe ECB/2001/13 o konsolidirani bilanci stanja v sektorju monetarnih finančnih institucij	UL L 330, 15. 12. 2007, str. 20
ECB/2007/19	Sklep Evropske centralne banke z dne 7. decembra 2007 o spremembah Sklepa ECB/2001/15 z dne 6. decembra 2001 o izdajanju euro bankovcev	UL L 1, 4. 1. 2008, str. 7

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2007/20	Smernica Evropske centralne banke z dne 17. decembra 2007 o spremembah Smernice ECB/2006/16 o pravnem okviru za računovodstvo in finančno poročanje v Evropskem sistemu centralnih bank	UL L 42, 16. 2. 2008, str. 85
ECB/2007/21	Sklep Evropske centralne banke z dne 17. decembra 2007 o spremembah Sklepa ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke	UL L 42, 16. 2. 2008, str. 83
ECB/2007/22	Sklep Evropske centralne banke z dne 31. decembra 2007 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv ter prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke s strani centralnih bank Central Bank of Cyprus in Central Bank of Malta	UL L 28, 1. 2. 2008, str. 36
ECB/2008/1	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 28. januarja 2008 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Suomen Pankki	UL C 29, 1. 2. 2008, str. 1

## MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli so navedena mnenja, ki jih je ECB sprejela leta 2007 in na začetku leta 2008 na podlagi člena 105(4) Pogodbe ES in člena 4 Statuta ESCB, člena 112(2)(b) Pogodbe ES in člena 11.2 Statuta. Seznam vseh mnenj, ki jih je sprejela ECB od svoje ustanovitve, je objavljen na spletnem mestu ECB.

### (a) Mnenja ECB po posvetovanju z državo članico<sup>1</sup>

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2007/1	Ciper	Pravni okvir za sprejetje eura in nemoten prehod
CON/2007/2	Madžarska	Vzpostavitev sistema neposrednega poročanja za statistiko plačilne bilance
CON/2007/3	Irska	Premoženjsko kriti vrednostni papirji
CON/2007/5	Slovenija	Izdajanje spominskih in zbirateljskih eurokovancev
CON/2007/6	Nemčija	Sprememba statuta centralne banke Deutsche Bundesbank v zvezi s številom in predlaganjem članov njenega Izvršilnega odbora
CON/2007/7	Nizozemska	Nadzor nad storitvami obračuna in poravnave
CON/2007/8	Češka	Nekatere naloge centralne banke Česká národní banka na področju varstva potrošnikov
CON/2007/10	Madžarska	Spremembe zakona o preprečevanju pranja denarja in boju proti njemu v zvezi s sistemom sankcij in nadzora ter področjem njihove uporabe za nacionalno centralno banko
CON/2007/12	Latvija	Instrumenti denarne politike in sistem poravnave vrednostnih papirjev centralne banke Latvijas Banka
CON/2007/13	Grčija	Spremembe statuta centralne banke Bank of Greece z namenom prilagoditve razvoju sistema zavarovanj v Eusrositemu in z namenom varovanja nemotenega delovanja plačilnih sistemov
CON/2007/14	Madžarska	Spremembe statuta centralne banke Magyar Nemzeti Bank v zvezi s strukturo in upravljanjem Magyar Nemzeti Bank
CON/2007/15	Grčija	Nadzor kreditnih in finančnih institucij in primerno zavarovanje za operacije denarne politike
CON/2007/16	Malta	Izračun zahtev glede obveznih rezerv in povezani postopki
CON/2007/17	Italija	Ureditve in nadzor trgov ter delovanje pristojnih neodvisnih organov

<sup>1</sup> Decembra 2004 je Svet ECB odločil, da se bodo mnenja ECB, ki se izdajo na zahtevo nacionalnih organov oblasti, navadno objavila takoj po njihovem sprejetju in posredovanju posvetovalnemu organu.

<sup>2</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.



Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2007/18	Slovenija	Dopolnitve zakona o plačilnem prometu v zvezi z dostopom do podatkov iz registra transakcijskih računov
CON/2007/21	Nemčija	Uvedba novega regulativnega in nadzornega okolja za izboljšanje mednarodne konkurenčnosti panoge investicijskih skladov, ki usklajuje zakon z Direktivo Sveta 85/611/EGS z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP)
CON/2007/22	Romunija	Sistem obveznih rezerv
CON/2007/23	Romunija	Ureditev nebančnih finančnih institucij s strani centralne banke
CON/2007/24	Romunija	Statistično poročanje o sredstvih in obveznostih, vključenih v bilanci stanja nebančnih finančnih institucij
CON/2007/25	Španija	Spremembe zakonodaje o plačilnih sistemih in sistemih poravnave poslov z vrednostnimi papirji v pripravah na sistem TARGET2
CON/2007/26	Poljska	Spremembe v zvezi z upravljanjem, nadzorom in načinom financiranja sistema zajamčenih vlog, zlasti glede udeležbe centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2007/27	Romunija	Pregled centralne banke Banca Națională României nad plačilnimi sistemi, nad sistemi za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji in nad plačilnimi instrumenti
CON/2007/28	Poljska	Pravila za razvrščanje in pakiranje bankovcev in kovancev
CON/2007/29	Portugalska	Vzpostavitev sistema varstva potrošnikov v okviru vloge centralne banke Banco de Portugal pri nadzoru skrbnega in varnega poslovanja
CON/2007/31	Poljska	Reforma finančnega nadzora, zlasti glede centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Nemčija	Posodobitev nadzorne strukture zveznega organa za finančni nadzor (BaFin)
CON/2007/33	Avstrija	Reforma finančnega nadzora
CON/2007/34	Poljska	Spremembe sistema obveznih rezerv v zvezi z delitvijo bank
CON/2007/36	Slovenija	Nove naloge Banke Slovenije v zvezi s preprečevanjem pranja denarja
CON/2007/37	Belgija	Izvedba odprave prinosniških vrednostnih papirjev v zvezi z delnicami, ki jih je izdala centralna banka Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2007/39	Ciper	Obseg zaščite zakonitega plačilnega sredstva pred ponarejanjem in drugimi nedovoljenimi dejavnostmi
CON/2007/40	Bolgarija	Nove naloge centralne banke Българска народна банка/ Bolgarska narodna banka v zvezi z nadzorom storitev denarnih nakazil
CON/2007/41	Nemčija	Pravila poročanja za plačila in direktne investicije na domačih in tujih ekonomskih ozemljih v zvezi z nastankom enotnega območja plačil v eurih
CON/2007/43	Slovaška	Pravni okvir v pripravah na sprejetje eura
CON/2008/1	Ciper	Nadzor nad reprodukcijo eurobankovcev in eurokovancev na Cipru
CON/2008/2	Češka	Delitev pristojnosti za pripravo in vložitev nekaterih predlogov zakonov na vlado med centralno banko Česká národní banka in ministrstvom za finance
CON/2008/3	Nemčija	Nemška zakonodaja o kovancih
CON/2008/4	Švedska	Spremembe statuta centralne banke Sveriges Riksbank glede trajanja mandata članov Izvršilnega odbora
CON/2008/5	Poljska	Spremembe v zvezi z upravljanjem, nadzorom in načinom financiranja sistema zajamčenih vlog, zlasti glede udeležbe centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugalska	Načela, pravila in struktura nacionalnega statističnega sistema ter vloga centralne banke Banco de Portugal
CON/2008/7	Romunija	Spremembe zakonov o čekih, menicah in zadolžnicah
CON/2008/8	Francija	Posledice spremembe statusa Saint-Martin in Saint-Barthélemy po francoskem pravu za njun denarni režim

**(b) Mnenja ECB po posvetovanju z evropsko institucijo<sup>3</sup>**

<b>Številka<sup>4</sup></b>	<b>Izvor</b>	<b>Zadeva</b>	<b>Referenca UL</b>
CON/2007/4	Svet EU	Uvedba novega postopka komitologije v osmih direktivah iz Akcijskega načrta za finančne storitve	UL C 39, 23. 2. 2007, str. 1
CON/2007/9	Svet EU	Uredba o statističnih podatkih glede prostih delovnih mestih v Skupnosti	UL C 86, 20. 4. 2007, str. 1
CON/2007/11	Svet EU	Ugotavljanje in določanje evropske ključne infrastrukture	UL C 116, 26. 5. 2007, str. 1
CON/2007/19	Svet EU	Uvedba eura na Cipru in Malti ter menjalna razmerja za euro, ciprski funt in malteško liro	UL C 160, 13. 7. 2007, str. 1
CON/2007/20	Svet EU	Mandat medvladne konference za pripravo Pogodbe o spremembi obstoječih pogodb	UL C 160, 13. 7. 2007, str. 2
CON/2007/30	Svet EU	Vzorčenje, zamenjava in prilagoditev kakovosti v zvezi s harmoniziranimi indeksi cen življenjskih potrebščin	UL C 248, 23. 10. 2007, str. 1
CON/2007/35	Svet EU	Revizija pravnega okvira za pripravo evropske statistike in vloga evropskega statističnega sistema	UL C 291, 5. 12. 2007, str. 1
CON/2007/42	Svet EU	Odobritev transporta ponarejenih bankovcev in kovancev med pristojnimi nacionalnimi organi, kot tudi med institucijami in organi EU, kot ukrepom za odkrivanje ponaredkov	UL C 27, 31. 1. 2008, str. 1

<sup>3</sup> Objavljeno tudi na spletni strani ECB.

<sup>4</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.

# KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA<sup>1)</sup>

## 12. JANUAR IN 2. FEBRUAR 2006

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 2,25%, 3,25% oziroma 1,25%.

## 6. JULIJ 2006

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 2,75%, 3,75% oziroma 1,75%.

## 2. MAREC 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 2,50%, z začetkom z operacijo, ki bo poravnana 8. marca 2006. Poleg tega je sklenil zvišati obrestne mere za odprte ponudbe mejnega posojila in odprte ponudbe mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 3,50% oziroma na 1,50% z veljavnostjo od 8. marca 2006.

## 3. AVGUST 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 3,0%, z začetkom z operacijo, ki bo poravnana 9. avgusta 2006. Poleg tega je sklenil zvišati obrestne mere za odprte ponudbe mejnega posojila in odprte ponudbe mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 4,0% oziroma na 2,0% z veljavnostjo od 9. avgusta 2006.

## 6. APRIL IN 4. MAJ 2006

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 2,50%, 3,50% oziroma 1,50%.

## 31. AVGUST 2006

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 3,0%, 4,0% oziroma 2,0%.

## 8. JUNIJ 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 2,75%, z začetkom z operacijo, ki bo poravnana 15. junija 2006. Poleg tega je sklenil zvišati obrestne mere za odprte ponudbe mejnega posojila in odprte ponudbe mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 3,75% oziroma na 1,75% z veljavnostjo od 15. junija 2006.

## 5. OKTOBER 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 3,25%, kar začne veljati z operacijo, ki bo poravnana 11. oktobra 2006. Poleg tega sklene zvišati obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 4,25% oziroma na 2,25%, kar začne veljati 11. oktobra 2006.

<sup>1</sup> Kronološki pregled ukrepov denarne politike Eurosistema, sprejetih v letih od 1999 do 2005, se nahaja v Letnem poročilu ECB za vsako posamezno leto.

## **2. NOVEMBER 2006**

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 3,25%, 4,25% oziroma 2,25%.

## **7. DECEMBER 2006**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 3,50%, kar začne veljati z operacijo, ki bo poravnana 13. decembra 2006. Poleg tega sklene zvišati obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 4,50% oziroma na 2,50%, kar začne veljati 13. decembra 2006.

## **21. DECEMBER 2006**

Svet ECB se je odločil povečati znesek dodelitve za vse operacije dolgoročnejšega refinanciranja v letu 2007 s 40 milijard EUR na 50 milijard EUR. Ta višji znesek upošteva naslednje vidike: likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja so se močno povečale v zadnjih letih in pričakuje se, da se bodo leta 2007 še povečale. Zato se je Eurosistem odločil, da rahlo zviša delež likvidnostnih potreb, kar zadovoljuje dolgoročneje operacije refinanciranja. Eurosistem pa bo še naprej zagotavljal glavnino likvidnosti prek svojih operacij glavnega refinanciranja. Svet ECB se lahko odloči, da ponovno spremeni dodeljeni znesek v začetku leta 2008.

## **11. JANUAR IN 8. FEBRUAR 2007**

Svet ECB je sklenil, da ostajajo izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita nespremenjene na stopnji 3,50%, 4,50% oziroma 2,50%.

## **8. MAREC 2007**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 3,75%, z začetkom z operacijo, ki bo poravnana 14. marca 2007. Poleg tega je sklenil zvišati obrestne mere za odprte ponudbe mejnega posojila in odprte ponudbe mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 4,75% oziroma na 2,75% z veljavnostjo od 14. marca 2007.

## **12. APRIL IN 10. MAJ 2007**

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 3,75%, 4,75% oziroma 2,75%.

## **6. JUNIJ 2007**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 4%, začnši z operacijo, ki bo poravnana 13. junija 2007. Poleg tega je sklenil zvišati obrestne mere za odprte ponudbe mejnega posojila in odprte ponudbe mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 5% oziroma na 3% z veljavnostjo od 13. junija 2007.

## **5. JULIJ, 2. AVGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER IN 6. DECEMBER 2007 TER 10. JANUAR, 7. FEBRUAR IN 6. MAREC 2008**

Svet ECB sklene, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojila ter za odprto ponudbo mejnega depozita ostane nespremenjena na stopnji 4,00%, 5,00% oziroma 3,00%.

# DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA EVROPSKA CENTRALNA BANKA OD LETA 2007

Ta seznam je sestavljen zato, da bi bralca seznanil z izbranimi dokumenti, ki jih je objavila Evropska centralna banka od januarja 2007. Seznam delovnih zvezkov se nanaša samo na dokumente, objavljene od novembra 2007 do februarja 2008. Objavljeni dokumenti so zainteresiranim strankam brezplačno na voljo v Oddelku za tisk in informiranje. Prosim, da pisna naročila naslovite na poštni naslov, naveden na drugi strani te publikacije.

Celoten seznam dokumentov, ki sta jih objavila Evropska centralna banka in Evropski monetarni inštitut je na voljo na spletni strani ECB (<http://www.ecb.int>).

## LETNO POROČILO

„Letno poročilo 2006“, april 2007.

## KONVERGENČNO POROČILO

„Konvergenčno poročilo maj 2007“.

## ČLANKI IZ MESEČNIH BILTENOV

- „The enlarged EU and euro area economies“, januar 2007.
- „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade“, januar 2007.
- „Putting China’s economic expansion in perspective“, januar 2007.
- „Challenges to fiscal sustainability in the euro area“, februar 2007.
- „The EU arrangements for financial crisis management“, februar 2007.
- „Migrant remittances to regions neighbouring the EU“, februar 2007.
- „Communicating monetary policy to financial markets“, april 2007.
- „Output growth differentials in the euro area: sources and implications“, april 2007.
- „From government deficit to debt: bridging the gap“, april 2007.
- „Measured inflation and inflation perceptions in the euro area“, maj 2007.
- „Competition in and economic performance of the euro area services sector“, maj 2007.
- „Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe“, maj 2007.
- „Share buybacks in the euro area“, maj 2007.
- „Interpreting monetary developments since mid-2004“, julij 2007.
- „Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling“, julij 2007.
- „Adjustment of global imbalances in a financially integrating world“, avgust 2007.
- „The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area“, avgust 2007.
- „Leveraged buyouts and financial stability“, avgust 2007.
- „Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants“, oktober 2007.
- „The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem“, oktober 2007.
- „Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes“, oktober 2007.
- „The stock market’s changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy“, november 2007.
- „The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area“, november 2007.
- „Globalisation, trade and the euro area macroeconomy“, januar 2008.

- „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, januar 2008.
- „The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, februar 2008.
- „Securitisation in the euro area”, februar 2008.
- „The new euro area yield curves”, februar 2008.
- „Productivity developments and monetary policy”, januar 2008.

#### **STATISTIKA NA KRATKO (STATISTICS POCKET BOOK)**

Na razpolago vsak mesec od avgusta 2003.

#### **SERIJA PRAVNIH DELOVNIH ZVEZKOV**

- 4 „Privileges and immunities of the European Central Bank”, G. Gruber in M. Benisch, junij 2007.
- 5 „Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States”, K. Drėviņa, K. Laurinavičius in A. Tupits, julij 2007.

#### **SERIJA OBČASNI DOKUMENTI**

- 69 „Fiscal policy in Mediterranean countries – Developments, structures and implications for monetary policy”, M. Sturm in F. Gurtner, avgust 2007.
- 70 „The search for Columbus’ egg: Finding a new formula to determine quotas at the IMF”, M. Skala, C. Thimann in R. Wölfinger, avgust 2007.
- 71 „The economic impact of the Single Euro Payments Area”, H. Schmiedel, avgust 2007.
- 72 „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe”, P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou in M. Lo Duca, september 2007.
- 73 „Reserve accumulation: objective or by-product?”, J. O. de Beaufort Wijnholds in L. Søndergaard, september 2007.
- 74 „Analysis of revisions to general economic statistics”, H. C. Dieden in A. Kanutin, oktober 2007.
- 75 „The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area”, uredil P. Moutot, koordinirali D. Gerdesmeier, A. Lojschová in J. von Landesberger, oktober 2007.
- 76 „Prudential and oversight requirements for securities settlement”, D. Russo, G. Caviglia, C. Papanthassiou in S. Rosati, november 2007.
- 77 „Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing”, E. Mileva in N. Siegfried, november 2007.
- 78 „A framework for assessing global imbalances”, T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora in R. Straub, januar 2008.
- 79 „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues”, P. Moutot, A. Jung in F. P. Mongelli, januar 2008.
- 80 „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?”, M. Bussière in A. Mehl, januar 2008.

#### **RAZISKOVALNI BILTENI**

Research Bulletin, št. 6, junij 2007.

## SERIJA DELOVNIH ZVEZKOV

- 836 „Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters”, J. A. García in A. Manzanares, december 2007.
- 837 „Monetary policy and core inflation”, M. Lenza, december 2007.
- 838 „Securitisation and the bank lending channel”, Y. Altunbas, L. Gambacorta in D. Marqués, december 2007.
- 839 „Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries”, M. M. Habib in M. Manolova Kalamova, december 2007.
- 840 „Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFPP procedure”, P. Du Caju, C. Fuss in L. Wintr, december 2007.
- 841 „Should we take inside money seriously?”, L. Stracca, december 2007.
- 842 „Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies”, G. Ferrucci in C. Miralles, december 2007.
- 843 „Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges”, T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula in J.-P. Vidal, december 2007.
- 844 „Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU”, A. Afonso in D. Furceri, december 2007.
- 845 „Run-prone banking and asset markets”, M. Hoerova, december 2007.
- 846 „Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data”, C. Altavilla in M. Ciccarelli, december 2007.
- 847 „Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union”, G. Ottaviano, D. Taglioni in F. di Mauro, december 2007.
- 848 „Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU”, A. Afonso in J. González Alegre, januar 2008.
- 849 „Government size, composition, volatility and economic growth”, A. Afonso in D. Furceri, januar 2008.
- 850 „Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling”, G. Camba-Méndez in G. Kapetanios, januar 2008.
- 851 „Investigating inflation persistence across monetary regimes”, L. Benati, januar 2008.
- 852 „Determinants of economic growth: will data tell?”, A. Ciccone in M. Jarocinski, januar 2008.
- 853 „The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited”, M. Hagedorn in I. Manovskii, januar 2008.
- 854 „How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins”, C. Fuss, januar 2008.
- 855 „Assessing the factors behind oil price changes”, S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann in M. Mann, januar 2008.
- 856 „Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors”, R. Christopoulou in P. Vermeulen, januar 2008.
- 857 „Housing and equity wealth effects of Italian households”, C. Grant in T. Peltonen, januar 2008.
- 858 „International transmission and monetary policy cooperation”, G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets in R. Straub, januar 2008.
- 859 „Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives”, F. Fornari, januar 2008.
- 860 „Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model”, M. Sánchez, januar 2008.



- 861 „Income distribution determinants and public spending efficiency”, A. Afonso, L. Schuknecht in V. Tanzi, januar 2008.
- 862 „Stock market volatility and learning”, K. Adam, A. Marcet in J. P. Nicolini, februar 2008.
- 863 „Population ageing and public pension reforms in a small open economy”, C. Nickel, P. Rother in A. Theophilopoulou, februar 2008.
- 864 „Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects”, A. Afonso in M. St. Aubyn, februar 2008.
- 865 „Explaining the Great Moderation: it is not the shocks”, D. Giannone, M. Lenza in L. Reichlin, februar 2008.
- 866 „VAR analysis and the Great Moderation”, L. Benati in P. Surico, februar 2008.
- 867 „Do monetary indicators lead euro area inflation?”, B. Hofmann, februar 2008.
- 868 „Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings”, M. Ehrmann in M. Fratzscher, februar 2008.
- 869 „The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data”, N. Cassola, februar 2008.
- 870 „Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty”, P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman in R. Pierse, februar 2008.
- 871 „The impact of capital flows on domestic investment in transition economies”, E. Mileva, februar 2008.
- 872 „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis”, H. Buddelmeyer, G. Mourre in M. Ward, februar 2008.
- 873 „The Feldstein-Horioka fact”, D. Giannone in M. Lenza, februar 2008.
- 874 „How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?”, L. Coroneo, K. Nyholm in R. Vidova-Koleva, februar 2008.
- 875 „Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area”, O. Castrén, S. Déés in F. Zaher, februar 2008.
- 876 „Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?”, M. Andersson in A. D’Agostino, februar 2008.

#### DRUGE PUBLIKACIJE

- „Government finance statistics guide”, januar 2007.
- „Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, januar 2007.
- „Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”, januar 2007.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report”, februar 2007.
- „List of Monetary Financial Institutions (MFI) and Institutions subject to minimum reserves”, februar 2007 (samo spletna izdaja).
- „Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, februar 2007.
- „Euro Money Market Study 2006”, februar 2007 (samo spletna izdaja); Indexed data for the euro money market survey 2006.
- „Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament,” februar 2007.
- „Monetary financial institutions and markets statistics sector manual”, marec 2007.
- „Financial integration in Europe”, marec 2007.
- „TARGET2-Securities - The blueprint”, marec 2007 (samo spletna izdaja).

„TARGET2-Securities - Technical feasibility”, marec 2007 (samo spletna izdaja).

„TARGET2-Securities - Operational feasibility”, marec 2007 (samo spletna izdaja).

„TARGET2-Securities - Legal feasibility”, marec 2007 (samo spletna izdaja).

„TARGET2-Securities - Economic feasibility”, marec 2007 (samo spletna izdaja).

„Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8.-9. November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System”, april 2007.

„How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins”, april 2007.

„Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU”, april 2007.

„TARGET Annual Report”, maj 2007 (samo spletna izdaja).

„European Union balance of payments: International investment position statistical methods”, maj 2007.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: Statistical tables”, maj 2007 (samo spletna izdaja).

„The euro bonds and derivatives markets”, junij 2007 (samo spletna izdaja).

„Review of the international role of the euro”, junij 2007.

„Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, junij 2007.

„Financial Stability Review”, junij 2007.

„Monetary policy: a journey from theory to practice”, junij 2007.

„The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, julij 2007 (samo spletna izdaja).

„Peto poročilo o napredku SEPA”, julij 2007 (samo spletna izdaja).

„Potential impact of Solvency II on financial stability”, julij 2007.

„The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing”, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julij 2007.

„European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, julij 2007.

„Payment and securities settlement systems in the European Union, vol. 1: euro area countries, vol. 2: non-euro area countries”, (Modra knjiga), avgust 2007.

„EU banking structures”, oktober 2007 (samo spletna izdaja).

„TARGET2-Securities progress report”, oktober 2007 (samo spletna izdaja).

„Fifth progress report on TARGET2” with Annex 1 „Information guide for TARGET2 users” (version 1.0), Annex 2 „User information guide to TARGET2 pricing” and Annex 3 „TARGET2 compensation scheme, claim form”, oktober 2007 (samo spletna izdaja).

„EU banking sector stability”, november 2007 (samo spletna izdaja).

„Euro money market survey”, november 2007 (samo spletna izdaja).

„Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, november 2007 (samo spletna izdaja).

„Korespondenčni centralnobančni model (CCBM): postopki za nasprotne stranke v Eurosystemu”, december 2007.

„Financial Stability Review”, december 2007.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, januar 2008 (samo spletna izdaja).

„Oversight framework for card payment schemes – standards”, januar 2008 (samo spletna izdaja).

„The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, februar 2008.

## INFORMATIVNE BROŠURE

„A single currency: an integrated market infrastructure”, september 2007.



## GLOSAR

*V tem glosarju so izbrani izrazi, uporabljeni v letnem poročilu. Obsežnejši in podrobnejši glosar je na voljo na spletnem mestu ECB.*

**Avtomatizirana obdelava plačil (STP):** avtomatizirana obdelava poslov/plačilnih prenosov od začetka do konca, vključno (kjer je ustrezno) z avtomatizirano potrditvijo, uskladitvijo, ustvaritvijo, obračunom in poravnavo nalogov.

**Bonitetni okvir Eurosistema (ECAF):** okvir, ki opredeljuje postopke, pravila in metode, ki zagotavljajo, da vse primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev izpolnjuje visoke kreditne standarde **Eurosistema**.

**Bruto poslovni presežek:** presežek (ali primanjkljaj) v rezultatu poslovne dejavnosti po odbitju stroškov vmesne potrošnje, sredstev za zaposlene in davkov brez subvencij na proizvodnjo, vendar pred upoštevanjem plačil in prejemkov dohodka, povezanega s posojanjem ali izposojanjem ali lastništvom finančnih in neproizvedenih sredstev.

**Centralna depotna družba:** pravna oseba, ki i) omogoča obdelavo poslov z vrednostnimi papirji v nematerializirani obliki in ii) dejavno zagotavlja celovitost izdaj vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji so lahko v fizični (vendar imobilizirani) ali nematerializirani obliki (obstajajo le v obliki elektronskih zapisov).

**Centralna država:** država, kakor je opredeljena v **Evropskem sistemu računov 1995**, vendar brez regionalne in lokalne ravni države (glej tudi **širše opredeljena država**).

**Centralna nasprotna stranka:** pravna oseba, ki posreduje med **nasprotnimi strankami** v pogodbah, s katerimi se trguje na enem ali več finančnih trgih, in postane kupec za vsakega prodajalca in prodajalec za vsakega kupca.

**Denarna analiza:** eden od stebrov okvira **Evropske centralne banke** za izvajanje izčrpane analize tveganj za **stabilnost cen**, ki je podlaga za odločitve **Sveta ECB** glede denarne politike. Denarna analiza prispeva k oceni srednjeročnih in dolgoročnih trendov inflacije glede na tesno povezanost denarja in cen v daljšem obdobju. Denarna analiza upošteva gibanja širokega spektra denarnih kazalnikov, vključno z agregatom **M3**, njegovimi sestavinami in protipostavkami, zlasti krediti, ter različnimi merili presežne likvidnosti (glej tudi **ekonomska analiza**).

**Denarni prihodki:** prihodki, ki jih ustvarijo nacionalne centralne banke pri izvajanju nalog denarne politike **Eurosistema**. Ti prihodki izhajajo iz sredstev, namensko razporejenih v skladu s smernicami **Sveta ECB**, in se hranijo kot protipostavke bankovcem v obtoku in obveznostim iz naslova vlog **kreditnih institucij**.

**Denarni trg:** trg, na katerem udeleženci zbirajo in vlagajo kratkoročna sredstva ter z njimi trgujejo prek instrumentov, ki so navadno vezani do 1 leta.

**Dobičkonosnost podjetja:** merilo uspešnosti poslovanja podjetja, predvsem glede na obseg prodaje, finančno premoženje in kapital. Obstaja več meril dobičkonosnosti podjetja, ki temeljijo na računovodskih izkazih, na primer razmerje med prihodki iz poslovanja (prihodki od prodaje, zmanjšani za

stroške poslovanja) in prihodki od prodaje, razmerje med čistim dobičkom (prihodki iz poslovanja in prihodki iz finančnih transakcij ali naložb po obdavčitvi, amortizaciji in izrednih postavkah) in prihodki od prodaje, donosnost celotnih sredstev (razmerje med čistim dobičkom in vrednostjo vseh sredstev) in donosnost lastnega kapitala (razmerje med čistim dobičkom in delniškim kapitalom). Na makroekonomski ravni se kot merilo donosnosti pogosto uporablja **bruto poslovni presežek**, ki temelji na nacionalnih računih, na primer v razmerju do BDP ali dodane vrednosti.

**Dolgoročnejshe finančne obveznosti MFI:** vezane vloge nad 2 leti, vloge na odpoklic z odpoklicem nad 3 mesece, **dolžniški vrednostni papirji**, ki jih izdajo monetarne finančne institucije **euroobmočja** s prvotno zapadlostjo nad 2 leti, ter kapital in rezerve sektorja **MFI** euroobmočja.

**Dolžniški vrednostni papir:** obljuba izdajatelja (tj. dolžnika), da bo izvršil eno ali več plačil v dobro imetnika (posojilodajalca) na določen datum oziroma datume. Običajno se obrestuje s posebno obrestno mero (kupon) in/ali se proda s popustom do zneska, ki bo vrnjen ob zapadlosti. Dolžniški vrednostni papirji, ki so izdani s prvotno zapadlostjo, daljšo od 1 leta, se uvrščajo med dolgoročne.

**Drug finančni posrednik:** družba ali neprava družba (razen zavarovalnice ali pokojninskega sklada), ki se ukvarja s finančnim posredništvom predvsem tako, da prevzema obveznosti v oblikah, ki niso gotovina, vloge in/ali vlogam podobni instrumenti od institucionalnih subjektov, ki niso monetarne finančne institucije. Med druge finančne posrednike spadajo zlasti družbe, ki se ukvarjajo predvsem z dolgoročnim financiranjem, npr. v obliki finančnega najema, imetja listinjenih sredstev, drugih finančnih imetij, trgovanja (za svoj račun) z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti, tveganega kapitala in razvojnega kapitala.

**Države kandidatke:** države, pri katerih je EU sprejela prošnjo za članstvo v EU. Pristopna pogajanja s Hrvaško in Turčijo so se začela 3. oktobra 2005, medtem ko se z Nekdanjo jugoslovansko republiko Makedonijo še niso začela.

**Efektivni devizni tečaj (EDT) eura (nominalni/realni):** tehtano povprečje dvostranskih deviznih tečajev eura proti valutam najpomembnejših trgovinskih partneric **euroobmočja**. **Evropska centralna banka** objavlja nominalne indekse EDT za euro v primerjavi z valutami dveh skupin trgovinskih partneric: EDT-22 (obsega 12 držav članic EU zunaj euroobmočja in 10 glavnih trgovinskih partneric zunaj EU) ter EDT-42 (obsega EDT-22 in 20 drugih držav). Uporabljene uteži odražajo delež vsake države partnerice v trgovini euroobmočja in upoštevajo konkurenčnost na trgih tretjih držav. Realni EDT je nominalni EDT, zmanjšan za tehtano povprečje tujih cen ali stroškov glede na domače. Tako predstavljajo merilo cenovne in stroškovne konkurenčnosti.

**Ekonomska analiza:** eden od stebrov okvira **Evropske centralne banke** za izvajanje izčrpane analize tveganj za **stabilnost cen**, ki je podlaga za odločitve **Sveta ECB** glede denarne politike. Ekonomska analiza obravnava predvsem tekoča gospodarska in finančna gibanja ter z njimi povezana kratkoročna in srednjeročna tveganja za stabilnost cen s stališča razmerij med ponudbo in povpraševanjem na trgih blaga, storitev in proizvodnih dejavnikov. Eden od ciljev ekonomske analize je tudi ugotoviti izvor in naravo šokov, ki povzročajo težave v gospodarstvu, oceniti njihov vpliv na stroške in oblikovanje cen ter predvideti kratkoročne in dolgoročne možnosti za njihovo širitev v gospodarstvu (glej tudi **denarna analiza**).

**Ekonomska in monetarna unija (EMU):** proces, ki je pripeljal do enotne valute – eura – in enotne denarne politike v **euroobmočju** ter do usklajevanja gospodarskih politik držav članic EU. V

skladu s Pogodbo ES je ta proces potekal v treh fazah. Tretja, zadnja, faza se je začela 1. januarja 1999 s prenosom denarne pristojnosti na **Evropsko centralno banko** in z uvedbo eura. Z zamenjavo gotovine 1. januarja 2002 se je proces oblikovanja EMU končal.

**Ekonomsko-finančni odbor (EFC):** posvetovalni organ Skupnosti, ki sodeluje pri pripravi dela **Ekonomsko-finančnega sveta** in Evropske komisije. Med njegove naloge spada spremljanje gospodarskih in finančnih razmer v državah članicah in Skupnosti ter nadzor proračuna.

**Ekonomsko-finančni svet (ECOFIN):** Svet EU v sestavi ministrov, pristojnih za gospodarstvo in finance.

**EONIA (uteženo povprečje obrestnih mer v eurih za medbančna posojila čez noč):** merilo učinkovite obrestne mere, ki prevladuje na medbančnem trgu v eurih čez noč. Izračuna se kot tehtano povprečje obrestnih mer za nezavarovana v eurih nominirana posojila čez noč, kot poroča odbor bank prispevnic.

**ERM II (mehanizem deviznih tečajev II):** režim deviznih tečajev, ki določa okvir za sodelovanje na področju tečajne politike med državami v **euroobmočju** in državami članicami EU, ki niso del euroobmočja. ERM II je večstranski sistem fiksnih, a prilagodljivih deviznih tečajev s centralnim tečajem in standardnim razponom nihanja  $\pm 15\%$ . Centralni tečaj in po možnosti ožje razpone nihanja z medsebojnim dogovorom določijo zadevne države članice EU, države euroobmočja, **Evropska centralna banka (ECB)** in druge države članice EU, ki sodelujejo v mehanizmu. Vsi udeleženci v ERM II, vključno z ECB, imajo pravico do pobude za uvedbo zaupnega postopka, katerega namen je sprememba centralnega tečaja.

**EURIBOR (obrestna mera za dane medbančne depozite v eurih z ročnostjo do enega leta):** obrestna mera, po kateri je prvorazredna banka pripravljena posoditi finančna sredstva v eurih drugi prvorazredni banki in ki se izračunava vsak dan za medbančne vloge z različno strukturo ročnosti do 12 mesecev.

**Euroobmočje:** območje, ki zajema države članice EU, ki so sprejele euro kot svojo enotno valuto v skladu s **Pogodbo ES** in v katerih se izvaja enotna denarna politika, za katero je odgovoren **Svet Evropske centralne banke**. Euroobmočje sestavljajo Belgija, Nemčija, Irska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Ciper, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Avstrija, Portugalska, Slovenija in Finska.

**Eurosistem:** centralnobančni sistem **euroobmočja**. Izraz Eurosistem označuje **Evropsko centralno banko** in nacionalne centralne banke držav članic, ki so uvedle euro.

**Evropska centralna banka (ECB):** ECB je osrednji del **Eurosistema** in **Evropskega sistema centralnih bank (ESCB)** in je po **Pogodbi ES** (člen 107(2)) pravna oseba. Zagotavlja, da se z njenimi dejavnostmi ali z dejavnostmi nacionalnih centralnih bank izvajajo naloge Eurosistema in ESCB v skladu s statutom ESCB. ECB upravljajo **Svet ECB** in **Izvršilni odbor** ter kot tretji organ odločanja, **Razširjeni svet**.

**Evropski monetarni inštitut (EMI):** začasna institucija, ustanovljena na začetku druge faze **ekonomske in monetarne unije** 1. januarja 1994. Inštitut je bil razpuščen z ustanovitvijo **Evropske centralne banke** 1. junija 1998.

**Evropski sistem centralnih bank (ESCB):** sestavljajo ga **Evropska centralna banka (ECB)** in nacionalne centralne banke vseh 27 držav članic EU, se pravi, da poleg članic **Eurosistema** vključuje tudi nacionalne centralne banke držav članic, ki še niso prevzele eura. ESCB upravljajo **Svet ECB** in **Izvršilni odbor** ter kot tretji organ odločanja ECB **Razširjeni svet**.

**Evropski sistem računov 1995 (ESR 95):** celovit in notranje povezan sistem makroekonomskih računov, ki temelji na sklopu mednarodno sprejetih statističnih konceptov, definicij, razvrstitev in računovodskih pravil in katerega namen je zagotoviti usklajen kvantitativen opis gospodarskih razmer v državah članicah EU. ESR 95 je različica svetovnega sistema nacionalnih računov 1993 (SNR 93) za Evropsko skupnost.

**Finančna stabilnost:** stanje, v katerem je finančni sistem (ki zajema finančne posrednike, trge in tržne infrastrukture) sposoben prenašati šoke in izravnovati finančna neravnotežja ter tako zmanjšati verjetnost motenj v procesu finančnega posredovanja, ki so dovolj hude, da lahko občutno škodujejo razporejanju prihrankov v donosne naložbene oblike.

**Finančna vrzel nefinančnih družb:** finančno vrzel lahko opredelimo kot razliko med varčevanjem družbe (preneseni čisti dobiček in olajšave zaradi amortizacije) in nefinančnimi investicijami nefinančnih družb. Finančno vrzel lahko opredelimo tudi na podlagi finančnih računov, in sicer kot razliko med neto pridobitvami finančnih sredstev in neto prevzemi obveznosti nefinančnih družb. Med obema meriloma zaradi razlik v izvornih statističnih podatkih obstajajo statistična razhajanja.

**Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP):** merilo cen življenjskih potrebščin, ki ga pripravlja **Eurostat** in se usklajuje za vse države članice EU.

**Implicitna volatilitnost:** pričakovana volatilitnost (tj. standardni odklon) v gibanju cene finančnega sredstva (npr. delnice ali obveznice). Izpeljati jo je mogoče iz cene sredstva, roka dospelosti in izvršilne cene opcij ter iz netvegane stopnje donosa z uporabo modelov, kot je npr. Black-Scholesov model.

**Izklicna obrestna mera:** najnižja obrestna mera, po kateri lahko **nasprotne stranke** predložijo ponudbe v okviru **operacij glavnega refinanciranja**, ki se izvajajo kot avkcije z variabilno mero. Ena od **ključnih obrestnih mer ECB**, ki odraža naravnost denarne politike.

**Izvršilni odbor:** eden od organov odločanja **Evropske centralne banke (ECB)**. Sestavljajo ga predsednik in podpredsednik ECB ter štirje drugi člani, ki jih v medsebojnem soglasju imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so uvedle euro.

**Ključne obrestne mere ECB:** obrestne mere, ki jih določi **Svet ECB** in ki odražajo naravnost denarne politike **Evropske centralne banke**. Vključujejo **izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja**, obrestno mero za **odprto ponudbo mejnega posojila** in obrestno mero za **odprto ponudbo mejnega depozita**.

**Konsolidirana bilanca stanja sektorja monetarnih finančnih institucij (MFI):** bilanca stanja, nastala s pobotom pozicij med **MFI** (tj. posojila in depoziti med MFI) na zbirni bilanci stanja MFI. Obsega statistične podatke o sredstvih in obveznostih sektorja MFI do rezidentov **euroobmočja**, ki ne spadajo v ta sektor (tj. **širše opredeljena država** in drugi rezidenti euroobmočja) in do nerezidentov euroobmočja. Je glavni statistični vir za izračun denarnih agregatov in osnova za redno analizo protipostavk **M3**.

**Korespondenčni centralnobančni model (CCBM):** mehanizem, ki ga je vzpostavil **Eurosistem**, da bi **nasprotnim strankam** omogočil uporabo primernega finančnega premoženja na čezmejni ravni. V CCBM nacionalne centralne banke druga za drugo nastopajo kot skrbnice. Vsaka NCB v okviru upravljanja z vrednostnimi papirji vodi račun vrednostnih papirjev za vsako od ostalih NCB (in za **Evropsko centralno banko**).

**Kreditna institucija:** i) družba, ki se ukvarja s sprejemanjem vlog ali drugih odplačljivih sredstev in z odobravanjem posojil za svoj lastni račun; ali ii) družba ali katera koli druga pravna oseba, razen tistih pod i), ki izdaja plačilna sredstva v obliki elektronskega denarja.

**Kreditni izvedeni finančni instrument:** finančni instrument, ki ločuje kreditno tveganje od transakcije z osnovnim instrumentom in tako omogoča ločeno ocenjevanje in prenos kreditnega tveganja.

**Kreditno tveganje:** tveganje, da **nasprotna stranka** ne bo poravnala svojih obveznosti v celotni vrednosti bodisi ob zapadlosti ali kadar koli pozneje. Kreditno tveganje vključuje tveganje nadomestitvenih stroškov in tveganje izgube glavnice. Vključuje tudi tveganje neizpolnitve poravnalne banke.

**Lastniški kapital:** vrednostni papirji, ki predstavljajo lastništvo deleža neke družbe. Mednje spadajo delnice, s katerimi se trguje na borzi (delnice, ki kotirajo na borzi), delnice, ki ne kotirajo na borzi, in druge oblike lastniškega kapitala. Lastniški kapital običajno ustvarja dohodek v obliki dividend.

**Likvidnostno tveganje:** tveganje, da **nasprotna stranka** ne bo poravnala svojih obveznosti v celotni vrednosti do zapadlosti. Likvidnostno tveganje ne pomeni, da je nasprotna ali sodelujoča stranka plačilno nesposobna, ker bo obveznost mogoče poravnala na poznejši datum.

**Lizbonska strategija:** celovit program strukturnih reform, katerih namen je zagotoviti, da EU postane „najbolj dinamično in konkurenčno, na znanju temelječe gospodarstvo na svetu“. Sprejeta je bila na Evropskem svetu v Lizboni leta 2000.

**M1:** ožji denarni agregat, ki obsega gotovino v obtoku in vloge čez noč pri **monetarnih finančnih institucijah** in institucionalnih enotah **centralne države** (na primer pri pošti ali zakladnici).

**M2:** vmesni denarni agregat, ki obsega **M1** in vloge na odpoklic z odpoklicem do in vključno 3 mesecev (tj. kratkoročne hranilne vloge) in vezane vloge do vključno 2 let (tj. kratkoročne vloge) pri **MFI** in institucionalnih enotah **centralne države**.

**M3:** širši denarni agregat, ki obsega **M2** in tržne instrumente, zlasti **pogodbe o povratnem nakupu**, delnice/točke skladov **denarnega trga** in **dolžniške vrednostne papirje** z dospelostjo do vključno 2 let, ki so jih izdale **monetarne finančne institucije**.

**MFI (monetarne finančne institucije):** finančne institucije, ki skupaj tvorijo denarni sektor v **euroobmočju**. Vključuje **Eurosistem**, rezidenčne **kreditne institucije** (kakor so opredeljene v pravu Skupnosti) in vse druge rezidenčne finančne institucije, ki se ukvarjajo s sprejemanjem vlog in/ali bližnjih substitutov za vloge od subjektov, ki niso MFI, in z odobravanjem kreditov in/ali naložbami v vrednostne papirje za svoj račun (vsaj v ekonomskem pomenu). V zadnji skupini so pretežno skladi **denarnega trga**.



**Nasprotna stranka:** nasprotna stranka v finančni transakciji (npr. vsaka stranka, ki opravlja transakcijo s centralno banko).

**Neposredna naložba:** čezmejna naložba za pridobivanje trajnega deleža v podjetju s sedežem v drugem gospodarstvu (v praksi predvidena za lastništvo, ki ustreza najmanj 10% navadnih delnic ali glasovalnih pravic).

**Neto tuja aktiva MFI:** tuja sredstva sektorja **MFI euroobmočja** (npr. zlato, bankovci in kovanci v tuji valuti, vrednostni papirji, ki so jih izdali nerezidenti euroobmočja, in posojila, odobrena nerezidentom euroobmočja), zmanjšana za zunanje obveznosti sektorja MFI euroobmočja (npr. depozite in **pogodbe o povratnem nakupu** nerezidentov euroobmočja ter njihova imetja delnic/točk skladov **denarnega trga** in **dolžniških vrednostnih papirjev**, ki so jih izdale monetarne finančne institucije, z dospelostjo do vključno dveh let).

**Obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv:** obdobje, za katerega se izračunava izpolnjevanje **obveznih rezerv kreditnih institucij**. Začne se na dan poravnave prve **operacije glavnega refinanciranja** po zasedanju **Sveta ECB**, za katerega je na dnevnem redu predvidena mesečna ocena naravnosti denarne politike. **Evropska centralna banka** koledar obdobj izpolnjevanja obveznih rezerv objavi vsaj 3 mesece pred začetkom vsakega leta.

**Obrestne mere MFI:** obrestne mere, ki jih uporabljajo rezidenčne **kreditne institucije** in druge **monetarne finančne institucije**, razen centralnih bank in skladov **denarnega trga**, za vloge v eurih, in posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam, ki so rezidenti **euroobmočja**.

**Obvezne rezerve:** minimalna višina rezerv, ki jih morajo imeti **kreditne institucije** pri **Eurosistemu**. Izpolnjevanje te obveznosti se ugotavlja na osnovi povprečja dnevnih stanj med približno enomesečnim **obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv**.

**Odprta ponudba:** ponudba centralne banke, ki je na razpolago **nasprotnim strankam** na njihovo lastno pobudo. **Eurosistem** ponuja dve odprti ponudbi čez noč: **odprto ponudbo mejnega posojila** in **odprto ponudbo mejnega depozita**.

**Odprta ponudba mejnega depozita:** **odprta ponudba Eurosistema**, ki jo **nasprotne stranke** lahko uporabijo za deponiranje likvidnosti čez noč pri NCB po vnaprej določeni obrestni meri (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).

**Odprta ponudba mejnega posojila:** **odprta ponudba Eurosistema**, ki jo **nasprotne stranke** lahko uporabijo za pridobitev posojila čez noč od NCB po vnaprej določeni obrestni meri ob zastavi primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).

**Opcija:** finančni instrument, ki imetniku daje pravico, ne pa tudi obveznosti, da kupi ali proda določeno finančno premoženje (npr. obveznico ali delnico) po vnaprej določeni ceni (izvršilna cena) na določen datum ali do določenega datuma (datum izvršitve ali datum dospelosti).

**Operacija dolgoročnejšega refinanciranja:** redna operacija **odprtega trga**, ki jo **Eurosistem** izvaja v obliki **povratne transakcije**. Take operacije se izvajajo kot mesečne standardne avkcije in imajo navadno rok dospelosti 3 mesece.

**Operacija finega uravnavanja: operacija odprtega trga**, ki jo **Eurosistem** izvaja za izravnavanje nepričakovanih likvidnostnih nihanj na trgu. Pogostost in trajanje teh operacij nista standardizirana.

**Operacija glavnega refinanciranja: redna operacija odprtega trga**, ki jo izvaja **Eurosistem** v obliki **povratne transakcije**. Take operacije se izvajajo kot tedenske standardne avkcije in imajo navadno rok dospelosti 1 teden.

**Operacija odprtega trga**: operacija, ki se izvaja na finančnem trgu na pobudo centralne banke. Glede na njihove cilje, rednost in postopke je operacije odprtega trga **Eurosistema** mogoče razdeliti v štiri skupine: **operacije glavnega refinanciranja**, **operacije dolgoročnejšega refinanciranja**, **operacije finega upravljanja** in strukturne operacije. Z vidika uporabljenih instrumentov so **povratne transakcije** glavni instrument odprtega trga Eurosistema in se lahko uporabijo za vse štiri skupine operacij. Poleg tega sta za strukturne operacije na voljo še izdaja dolžniških certifikatov in dokončne transakcije, medtem ko so za izvajanje operacij finega uravnavanja na voljo dokončne transakcije, **valutne zamenjave** in zbiranje vezanih vlog.

**Osnova za obvezne rezerve**: seštevek določenih bilančnih postavk (zlasti obveznosti), ki predstavljajo osnovo za izračun **obveznih rezerv kreditne institucije**.

**Pakt za stabilnost in rast**: namen Pakta za stabilnost in rast je zagotoviti zdrave javne finance v tretji fazi **ekonomske in monetarne unije** in tako s strožjimi pogoji za **stabilnost cen** prispevati k visoki in vzdržni rasti ter ustvarjanju novih delovnih mest. Zato Pakt za stabilnost in rast državam članicam predpisuje srednjeročne proračunske cilje. Vsebuje tudi konkretna določila glede **postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem**. Pakt sestavljajo Resolucija Evropskega sveta o paktu o stabilnosti in rasti, sprejeta 17. junija 1997 na vrhu v Amsterdamu, in dve uredbi Sveta, in sicer (i) Uredba (ES) št. 1466/97 z dne 7. julija 1997 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik, kakor je bila spremenjena z Uredbo (ES) št. 1055/2005 z dne 27. junija 2005, in (ii) Uredba (ES) št. 1467/97 z dne 7. julija 1997 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, kakor je bila spremenjena z Uredbo (ES) št. 1056/2005 z dne 27. junija 2005. Pakt za stabilnost in rast dopolnjuje poročilo **Ekonomsko-finančnega sveta** z naslovom „Izboljšanje izvajanja pakta za stabilnost in rast“, ki ga je sprejel Evropski svet v Bruslju 22. in 23. marca 2005. Dopolnjuje ga tudi novi kodeks ravnanja „Specifikacije izvajanja pakta za stabilnost in rast in smernice o obliki in vsebini stabilnostnih in konvergenčnih programov“, ki ga je sprejel Ekonomsko-finančni svet 11. oktobra 2005.

**Plačilna bilanca**: statistični izkaz, ki za določeno časovno obdobje zajema ekonomske transakcije določenega gospodarstva s tujino. Zajete so transakcije, ki se nanašajo na blago, storitve in dohodke, transakcije, ki se nanašajo na finančne terjatve in obveznosti do tujine, in transakcije (npr. odpis dolga), ki so razvrščene kot transferji.

**Pogodba ES**: izraz se nanaša na Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti („Rimska pogodba“). Pogodba je bila večkrat spremenjena, zlasti s Pogodbo o Evropski uniji („Maastrichtska pogodba“), ki je postavila temelje za **ekonomsko in monetarno unijo** in je vsebovala Statut **ESCB**.

**Pogodba o povratnem nakupu**: dogovor o prodaji in ponovnem nakupu vrednostnih papirjev na določen datum in po določeni ceni. Imenuje se tudi „repo pogodba“.

**Poravalno tveganje:** tveganje, da poravnava v plačilnem sistemu ne bo potekala po pričakovanih, običajno zaradi tega, ker stranka ne izpolni obveznosti iz ene ali več poravnav. Poravalno tveganje obsega predvsem operativno tveganje, **kreditno tveganje** in **likvidnostno tveganje**.

**Portfeljske naložbe:** neto transakcije in/ali stanja rezidentov **euroobmočja** z vrednostnimi papirji, ki so jih izdali nerezidenti euroobmočja („sredstva“) in neto transakcije in/ali stanja nerezidentov euroobmočja z vrednostnimi papirji, ki so jih izdali rezidenti euroobmočja („obveznosti“). Vključujejo lastniške in **dolžniške vrednostne papirje** (obveznice, menice in instrumente **denarnega trga**), ne pa zneskov, ki so evidentirani kot **neposredne naložbe** ali rezerve.

**Posojila MFI rezidentom euroobmočja:** Posojila MFI rezidentom **euroobmočja**, ki niso MFI (vključno s **širše opredeljeno državo** in zasebnim sektorjem), in vrednostni papirji, s katerimi razpolagajo MFI (delnice, drugi lastniški in **dolžniški vrednostni papirji**), ki jih izdajo rezidenti euroobmočja, ki niso MFI.

**Postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem:** določba iz člena 104 **Pogodbe ES** in iz protokola št. 20 o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem od držav članic EU zahteva ohranjanje proračunske discipline, določa merila, po katerih proračunsko stanje velja za čezmerni primanjkljaj, ter določa ukrepe, ki jih je treba sprejeti po ugotovitvi, da zahteve v zvezi s proračunsko bilanco ali javnim dolgom niso izpolnjene. Navedeni člen 104 dopolnjuje Uredba Sveta (ES) št. 1467/97 z dne 7. julija 1997 o pospežitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (kakor je bila spremenjena z Uredbo Sveta (ES) št. 1056/2005 z dne 27. junija 2005), ki je del **Pakta za stabilnost in rast**.

**Povratna transakcija:** operacija, s katero centralna banka kupi ali proda finančno premoženje s **pogodbo o povratnem nakupu** ali sklepa **zavarovane** posojilne posle.

**Primarna bilanca:** neto izposojanje ali neto posojanje države brez plačil obresti za konsolidirane obveznosti države.

**Primerjalni portfelj:** v zvezi z naložbami, referenčni portfelj ali indeks, ustvarjen na podlagi ciljev glede likvidnosti, tveganja in donosa naložb. Primerjalni portfelj se uporablja kot podlaga za primerjavo uspešnosti dejanskega portfelja.

**Projekcije:** rezultati analiz, ki se izvajajo štirikrat letno za napovedovanje mogočih prihodnjih makroekonomskih gibanj v **euroobmočju**. Projekcije strokovnjakov **Eurosistema** so objavljene junija in decembra, projekcije strokovnjakov **Evropske centralne banke (ECB)** pa marca in septembra. Projekcije so sestavni del stebra **ekonomske analize** strategije denarne politike ECB in s tem eden od mnogih prispevkov za oceno tveganj **stabilnosti cen**, ki jo opravi **Svet ECB**.

**Razširjeni svet:** eden od organov odločanja **Evropske centralne banke (ECB)**. Sestavljajo ga predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji vseh nacionalnih centralnih bank **Evropskega sistema centralnih bank**.

**Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb:** stroški, ki jih mora nefinančna družba poravnati za pridobitev novih zunanjih sredstev. Za nefinančne družbe **euroobmočja** so realni stroški zunanjega financiranja enaki tehtanemu povprečju stroškov bančnih posojil, stroškov **dolžniških vrednostnih papirjev** in stroškov lastniških vrednostnih papirjev, ki je izračunano na podlagi stanj (popravljenih za učinke vrednotenja) in prilagojeno glede na inflacijska pričakovanja.

**Referenčna vrednost za rast M3:** medletna stopnja rasti **M3** v srednjeročnem obdobju, ki je skladna z ohranjanjem **stabilnosti cen**. Sedanja referenčna vrednost za letno rast M3 znaša 4,5%.

**Sistem BPRČ (bruto poravnava v realnem času):** poravalni sistem, v katerem se obdelava in poravnava izvedeta na osnovi posameznih naročil (brez pobota) v realnem času (nepretrgoma) (glej tudi **TARGET**).

**Sistem poravnave poslov z vrednostnimi papirji:** sistem prenosov, ki omogoča poravnavo poslov z vrednostnimi papirji. Obsega vse institucionalne in tehnične rešitve, potrebne za kliring in poravnavo prometa z vrednostnimi papirji ter za zagotavljanje skrbniških storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

**Sistemsko tveganje:** tveganje, da zaradi nesposobnosti ene institucije, da bi poravnala svoje obveznosti v sistemu, tudi druge institucije do datuma zapadlosti ne bodo mogle poravnati svojih obveznosti. To lahko povzroči hude likvidnostne ali kreditne težave, ki lahko ogrozijo stabilnost finančnega sistema. Takšno nesposobnost lahko povzročijo operativne ali finančne težave.

**Stabilnost cen:** ohranjanje stabilnosti cen je osnovni cilj **Eurosistema**. **Svet ECB** opredeljuje stabilnost cen kot medletno povečanje **harmoniziranega indeksa življenjskih potrebščin (HICP)** za **euroobmočje**, ki je manjše od 2%. Svet ECB si je poleg tega v prizadevanjih za stabilnost cen zastavil cilj ohranjati srednjeročno stopnjo inflacije pod 2%, toda blizu te meje.

**Stanje mednarodnih naložb:** vrednost in sestava stanja neto finančnih imetij (ali finančnih obveznosti) gospodarstva do tujine.

**Stopnja obveznih rezerv:** količnik, ki ga določi centralna banka za vsako kategorijo bilančnih postavk, ki je vključena v **osnovo za obvezne rezerve**. Količnik se uporablja za izračun **obveznih rezerv**.

**Svet ECB:** najvišji organ odločanja **Evropske centralne banke (ECB)**. Sestavljajo ga člani **Izvršilnega odbora** in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav, ki so uvedle euro.

**Širše opredeljena država:** sektor, ki po definiciji **Evropskega sistema računov 1995** obsega rezidenčne enote, ki se ukvarjajo predvsem s proizvodnjo netrznega blaga in storitev za individualno in kolektivno potrošnjo in/ali s prerazporeditvijo nacionalnega dohodka in premoženja. Obsega centralne, regionalne in lokalne državne organe ter sklade socialne varnosti, ne zajema pa enot v javni lasti, ki opravljajo poslovno dejavnost, kot so javna podjetja.

**TARGET (transevropski sistem bruto poravnave v realnem času): sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ)** za euro: Decentraliziran sistem, ki ga sestavlja 15 nacionalnih sistemov BPRČ, plačilni mehanizem ECB in povezovalni mehanizem.

**TARGET2:** nova generacija sistema **TARGET**, v kateri nekdanjo decentralizirano tehnično strukturo nadomesti enotna skupna platforma, ki zagotavlja usklajeno storitev z enotnim cenikom.

**Trg lastniških vrednostnih papirjev:** trg, na katerem se izdaja **lastniški kapital** in se z njim trguje.

**Trg obveznic:** trg, na katerem se izdajajo dolgoročnejši **dolžniški vrednostni papirji** in se z njimi trguje.

**Tržno tveganje:** tveganje izgube (v bilančnih in zunajbilančnih postavkah), ki nastane zaradi gibanj v tržnih cenah.

**Upravljanje družbe:** postopki in procesi, po katerih je organizacija vodena in nadzirana. Struktura upravljanja družbe določa razdelitev pravic in odgovornosti različnim udeležencem v organizaciji – kot so upravni odbor, vodilni delavci, delničarji in drugi zainteresirani – ter postavlja pravila in postopke za sprejemanje odločitev.

**Valutna zamenjava:** promptni nakup (ali prodaja) neke valute in njena sočasna terminska prodaja (ali nakup).

**Zavarovanje:** finančno premoženje, zastavljeno (zastavijo ga na primer **kreditne institucije** pri centralni banki) kot garancija za poplačilo posojil, in finančno premoženje, prodano (prodajo ga na primer kreditne institucije centralni banki) na podlagi **pogodbe o povratnem nakupu**.

ISSN 1830-2939



9 771830 293009