



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

LETNO POROČILO 2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

LETNO POROČILO  
2006

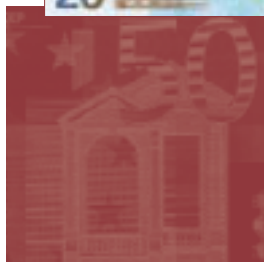
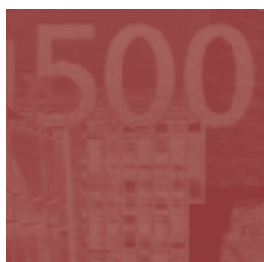
EVROPSKA CENTRALNA BANKA





EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM



## LETNO POROČILO 2006

V letu 2007 bo na vseh publikacijah ECB motiv z bankovca za 20 eurov.

© Evropska centralna banka, 2007

**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.int>

**Faks:**

+49 69 1344 6000

**Teleks:**

411 144 ecb d

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

*Fotografije:  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Marcus Thelen*

*Presečni dan za podatke v tem  
poročilu je 2. marec 2007.*

ISSN 1830-2939 (tiskana izdaja)  
ISSN 1830-3013 (elektronska izdaja)

# KAZALO

<b>PREGOVOR</b>		4.2 Druga statistična gibanja	111
		4.3 Priprava na širitev euroobmočja	112
<b>POGLAVJE 1</b>			
<b>GOSPODARSKA GIBANJA IN DENARNA POLITIKA</b>	<b>5</b>	<b>EKONOMSKE RAZISKAVE</b>	<b>113</b>
<b>1 SKLEPI O DENARNI POLITIKI</b>	<b>16</b>	5.1 Raziskovalne prednostne naloge	113
		5.2 Publikacije in konference	115
<b>2 DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA GIBANJA</b>	<b>22</b>	<b>6 DRUGE NALOGE IN AKTIVNOSTI</b>	<b>117</b>
2.1 Svetovno makroekonomsko okolje	22	6.1 Upoštevanje prepovedi denarnega financiranja in privilegiranega dostopa	117
2.2 Denarna in finančna gibanja	25	6.2 Svetovalne funkcije	117
2.3 Cenovna gibanja	49	6.3 Upravljanje operacij najemanja in dajanja posojil Evropske skupnosti	120
2.4 Gibanja proizvodnje in povpraševanja ter gibanja na trgu dela	57	6.4 Storitve Eurosistema za upravljanje rezerv	120
2.5 Fiskalna gibanja	65		
2.6 Gibanja deviznih tečajev in plačilne bilance	70		
<b>3 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA V DRŽAVAH ČLANICAH EU ZUNAJ EUROOBMOČJA</b>	<b>79</b>	<b>POGLAVJE 3</b>	
		<b>VSTOP SLOVENIJE V EUROOBMOČJE</b>	
<b>POGLAVJE 2</b>		<b>1 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA V SLOVENIJI</b>	<b>124</b>
<b>CENTRALNOBANČNE OPERACIJE IN AKTIVNOSTI</b>		<b>2 PRAVNI VIDIKI INTEGRACIJE BANKE SLOVENIJE V EUROSISTEM</b>	<b>128</b>
<b>1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE, OPERACIJE NA DEVIZNIH TRGIH IN INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI</b>	<b>90</b>	<b>3 OPERATIVNI VIDIKI INTEGRACIJE BANKE SLOVENIJE V EUROSISTEM</b>	<b>130</b>
1.1 Operacije denarne politike	90	3.1 Operacije denarne politike	130
1.2 Devizne operacije	96	3.2 Prispevki v kapital, rezerve in devizne rezerve ECB	130
1.3 Investicijske dejavnosti	96	<b>4 ZAMENJAVA GOTOVINE V SLOVENIJI</b>	<b>132</b>
<b>2 PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI</b>	<b>99</b>	<b>POGLAVJE 4</b>	
2.1 Sistem TARGET	99	<b>FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA</b>	
2.2 TARGET2	101	<b>1 FINANČNA STABILNOST</b>	<b>136</b>
2.3 TARGET2-Securities	102	1.1 Spremljanje finančne stabilnosti	136
2.4 Postopki poravnave za zavarovanja	103	1.2 Sodelovanje v primerih finančnih kriz	138
<b>3 BANKOVCI IN KOVANCI</b>	<b>105</b>	<b>2 FINANČNA REGULATIVA IN NADZOR</b>	<b>140</b>
3.1 Obtok bankovcev in kovancev ter ravnanje z gotovino	105	2.1 Splošne zadeve	140
3.2 Ponarejanje bankovcev in preprečevanje ponarejanja	106	2.2 Bančništvo	140
3.3 Izdajanje in proizvodnja bankovcev	107	2.3 Vrednostni papirji	141
<b>4 STATISTIKA</b>	<b>110</b>	2.4 Računovodstvo	142
4.1 Nova oziroma izboljšana statistika euroobmočja	110		

<b>3</b>	<b>FINANČNA INTEGRACIJA</b>	<b>143</b>	<b>POGLAVJE 8</b>		
<b>4</b>	<b>PREGLED NAD DELOVANJEM TRŽNIH INFRASTRUKTUR</b>	<b>148</b>	<b>INSTITUCIONALNI OKVIR, ORGANIZACIJA IN LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI</b>		
4.1	Pregled nad delovanjem plačilnih sistemov in infrastruktur za plačila velikih vrednosti v eurih	148	<b>1</b>	<b>ORGANI ODLOČANJA IN UPRAVLJANJE ECB</b>	<b>179</b>
4.2	Storitve plačilnega prometa na drobno	150	1.1	Eurosistem in Evropski sistem centralnih bank	179
4.3	Kliring in poravnava vrednostnih papirjev	150	1.2	Svet ECB	180
			1.3	Izvršilni odbor	182
			1.4	Razširjeni svet ECB	184
			1.5	Odbori Eurosistema/ESCB, proračunski odbor in konferenca o človeških virih	185
			1.6	Upravljanje ECB	185
	<b>POGLAVJE 5</b>		<b>2</b>	<b>ORGANIZACIJSKI RAZVOJ</b>	<b>188</b>
	<b>EVROPSKI IN MEDNARODNI ODNOSI</b>		2.1	Človeški viri	188
<b>1</b>	<b>EVROPSKA VPRAŠANJA</b>	<b>156</b>	2.2	Novi prostori ECB	190
1.1	Ekonomsko-politična vprašanja	156	<b>3</b>	<b>SOCIALNI DIALOG V ESCB</b>	<b>192</b>
1.2	Institucionalna vprašanja	158	<b>4</b>	<b>LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB</b>	<b>193</b>
1.3	Gibanja v državah pristopnicah in državah kandidatkah ter odnosi s temi državami	159		Poročilo posloводства za leto, ki se je končalo 31. decembra 2006	194
<b>2</b>	<b>MEDNARODNA VPRAŠANJA</b>	<b>160</b>		Bilanca stanja na dan 31. decembra 2006	196
2.1	Ključna gibanja v mednarodnih denarnih in finančnih sistemih	160		Izkaz poslovnega izida za leto, ki se je končalo 31. decembra 2006	198
2.2	Sodelovanje z državami zunaj EU	162		Računovodske usmeritve	199
				Pojasnila k bilanci stanja	204
				Pojasnila k izkazu poslovnega izida	213
				Pojasnilo k razdelitvi dobička/ razporeditvi izgube	217
				Revizijsko poročilo	218
	<b>POGLAVJE 6</b>		<b>5</b>	<b>KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31. DECEMBER 2006</b>	<b>220</b>
	<b>ODGOVORNOST</b>				
<b>1</b>	<b>ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN EVROPSKEGA PARLAMENTA</b>	<b>166</b>		<b>PRILOGE</b>	
<b>2</b>	<b>IZBRANE TEME, KI SO BILE IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJH Z EVROPSKIM PARLAMENTOM</b>	<b>167</b>		<b>PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJEL A ECB</b>	<b>224</b>
				<b>MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB</b>	<b>228</b>
	<b>POGLAVJE 7</b>			<b>KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA</b>	<b>235</b>
	<b>ZUNANJE KOMUNICIRANJE</b>				
<b>1</b>	<b>POLITIKA KOMUNICIRANJA</b>	<b>172</b>			
<b>2</b>	<b>KOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI</b>	<b>173</b>			

<b>DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA ECB OD LETA 2006</b>	<b>237</b>	Graf	Razpršenost rasti realnega BDP med državami euroobmočja	<b>60</b>		
<b>GLOSAR</b>	<b>243</b>	5	Gibanja produktivnosti euroobmočja in nujnost strukturnih reform	<b>62</b>		
<b>SEZNAM OKVIROV</b>		Graf A	Rast produktivnosti dela na opravljeno delovno uro	<b>63</b>		
1	Vloga drugih finančnih posrednikov v denarni dinamiki	<b>29</b>	Graf B	Rast produktivnosti dela na zaposlenega	<b>63</b>	
	Graf A	Kratkoročne vloge in repo pogodbe MFI, ki se nanašajo na nedenarne finančne posrednike	<b>30</b>	Tabela A	Izbrani strukturni kazalci	<b>63</b>
	Graf B	Sektorska razčlenitev dolgoročnih vlog MFI	<b>30</b>	Tabela B	Rast produktivnosti dela na opravljeno delovno uro po dejavnostih	<b>64</b>
	Graf C	Posojila MFI drugim nedenarnim finančnim posrednikom	<b>31</b>	6	Izdajanje državnih dolžniških vrednostnih papirjev in razponi donosov obveznic v euroobmočju	<b>66</b>
2	Razpršenost obrestnih mer po državah euroobmočja	<b>43</b>	Tabela A	Dolžniški vrednostni papirji, ki so jih izdale države euroobmočja	<b>67</b>	
	Tabela	Razlike med državami v obrestnih merah MFI za nove posle	<b>44</b>	Tabela B	Struktura nedospelih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja	<b>67</b>
	Graf A	Obrestne mere MFI za vloge gospodinjstev	<b>45</b>	Graf A	Kumulativne spremembe v razponih razponov donosov izbranih državnih obveznic glede na Nemčijo	<b>68</b>
	Graf B	Obrestne mere MFI za posojila gospodinjstvom	<b>45</b>	Tabela C	Bonitetne ocene državnega dolga za države	<b>68</b>
	Graf C	Obrestne mere MFI za posojila nefinančnim družbam	<b>46</b>	7	Globalizacija in konkurenčnost euroobmočja	<b>73</b>
3	Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju	<b>51</b>	Tabela	Izkazana primerjalna prednost po faktorski intenzivnosti	<b>73</b>	
	Graf A	Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v euroobmočju	<b>52</b>	Graf A	Gibanja izkazane primerjalne prednosti	<b>74</b>
	Graf B	Frekvenčna porazdelitev inflacijskih pričakovanj za pet let vnaprej med anketiranci SPF	<b>53</b>	1	Pretežno raziskovalno intenziven izvoz	<b>74</b>
	Graf C	Razmerje med popravki kratkoročnih in dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v anketi SPF (2001-2006)	<b>53</b>	2	Pretežno delovno intenziven izvoz	<b>74</b>
	Graf D	Izvedena inflacijska stopnja in verjetnost 2% ali višje inflacije po HICP čez 5 let	<b>54</b>	Graf B	Spremembe v deležih uvoza industrijskih proizvodov euroobmočja po državi porekla	<b>76</b>
4	Razlika v gospodarski rasti med državami euroobmočja	<b>59</b>	8	Pomen širitve euroobmočja na Slovenijo za statistiko	<b>126</b>	

**SEZNAM TABEL**

1	Gibanja cen	51	11	Obrestne mere terminskih pogodb na 3 mesečni EURIBOR in implicitna nestanovitnost, ki jo izražajo opcije na terminske pogodbe	35
2	Kazalniki stroškov dela	56	12	Donosi dolgoročnih državnih obveznic	36
3	Sestava rasti realnega BDP	59	13	Promptne in terminske izvedene stopnje inflacije v euroobmočju	37
4	Gibanja na trgu dela	61	14	Najpomembnejši delniški indeksi	38
5	Fiskalni položaj v euroobmočju	66	15	Implicitna volatilitost delniških trgov	39
6	Rast realnega BDP	79	16	Posojila MFI gospodinjstvom	40
7	Inflacija, merjena z indeksom HICP	80	17	Obrestne mere za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam	41
8	Fiskalni položaj	81	18	Zadolženost in breme servisiranja dolga gospodinjstev	41
9	Plačilna bilanca – izbrane postavke	83	19	Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb v euroobmočju	42
10	Gibanja v ERM II	84	20	Stopnja dobička nefinančnih družb euroobmočja, ki kotirajo	48
11	Uradne strategije denarne politike držav članic EU zunaj euroobmočja v letu 2006	87	21	Razčlenitev realne letne stopnje rasti zunanjega financiranja nefinančnih družb	48
12	Plačilni promet v sistemu TARGET	100	22	Zadolženost in neto plačila obresti nefinančnega podjetniškega sektorja	49
13	Porazdelitev ponaredkov po apoenih	106	23	Razčlenitev inflacije po HICP: glavne komponente	50
14	Dodelitev proizvodnje eurobankovcev leta 2006	109	24	Prispevki glavnih komponent k inflaciji po HICP	50
15	Glavni gospodarski kazalci Slovenije	125	25	Razčlenitev cen industrijskih proizvodov po proizvajalcih	55
			26	Sredstva za zaposlene po dejavnostih	56
			27	Gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju	57
			28	Prispevki k četrtletni rasti realnega BDP	58
			29	Kazalniki zaupanja	58
			30	Brezposelnost	61
			31	Produktivnost dela	62
			32	Nominalni in realni efektivni menjalni tečajji eura	71
			33	Saldo tekočega računa in njegove komponente	72

**SEZNAM GRAFOV**

1	Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga	16
2	Glavna gibanja v večjih industrijsko razvitih državah	22
3	Glavna gibanja na trgih primarnih surovin	24
4	M3 in posojila zasebnemu sektorju	26
5	Glavne sestavine M3	27
6	Obrestne mere MFI za kratkoročne vloge in tržne instrumente	27
7	Kratkoročne vloge in repo pogodbe MFI, ki se nanašajo na zasebni sektor	28
8	Protipostavke M3	33
9	Ocene denarne vrzeli	34
10	Obrestne mere in naklon krivulje donosnosti denarnega trga v euroobmočju	35

34	Uvoz blaga v euroobmočje in cene surove nafte Brent	<b>72</b>
35	Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja	<b>77</b>
36	Finančni odlivi euroobmočja v nove države članice EU	<b>77</b>
37	Neto stanje mednarodnih naložb	<b>77</b>
38	Spremembe tečaja eura do valut EU izven ERM II	<b>84</b>
39	Kreditni zasebnemu sektorju v letu 2006	<b>85</b>
40	Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2006	<b>90</b>
41	Ustrezno tržno finančno premoženje	<b>93</b>
42	Ustrezno tržno finančno premoženje, uporabljeno za zavarovanje terjatev	<b>93</b>
43	Razlika med deležem ustreznega tržnega finančnega premoženja in deležem finančnega premoženja, uporabljenega za zavarovanje terjatev v letu 2006	<b>94</b>
44	Skupno število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006	<b>105</b>
45	Skupna vrednost bankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006	<b>105</b>
46	Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006 po apoenih	<b>106</b>
47	Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2006	<b>107</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**



Dne 1. januarja 2007 je Slovenija postala trinajsta država članica, ki je sprejela euro, Banka Slovenije pa trinajsta nacionalna centralna banka, ki se je pridružila Eurosistemu. Slovenskim državljanom bi rad izrekel pristrčno dobrodošlico, Slovenijo pa pohvalil za dobre gospodarske rezultate, ki jih je dosegla z izvajanjem stabilnostno usmerjenih makro-ekonomskih politik v zadnjih letih. Zamenjava iz tolarске v eursko gotovino je potekala zelo gladko in učinkovito: od faze preddobave, ki se je začela konec novembra 2006, je bilo uvedenih 94,5 milijona bankovcev, sledilo je dvotedensko obdobje dvojnega obtoka eurov in tolarjev, nato pa je enotna valuta popolnoma zamenjala slovensko. Glede na vse je bil euro med slovenskim prebivalstvom sprejet z velikim navdušenjem.

\*\*\*

Denarna politika ECB je še naprej sidrala srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja na ravni, ki je na splošno skladna s cenovno stabilnostjo. To je bil zlasti odraz verodostojnosti ECB, ki pri vodenju denarne politike dosledno spoštuje svoj primarni cilj

ohranjanja cenovne stabilnosti na srednji rok. Trdno zasidranje dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je temeljni pogoj, da lahko denarna politika še naprej prispeva k spodbujanju vzdržne gospodarske rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju. Leta 2006 je bila povprečna letna inflacija po HICP 2,2%, kar je enako kot predhodno leto. To je nad definicijo cenovne stabilnosti ECB, ki določa inflacijo pod 2%, vendar blizu te meje. Čeprav to odraža šoke, ki so jih povzročile cene nafte in primarnih surovin, ni razloga za zadovoljstvo.

Tveganja za cenovno stabilnost so vse leto 2006 nedvomno ostala usmerjena navzgor. Še posebno so se nanašala na močnejši prenos pretekle rasti cen nafte od pričakovanega, na nenapovedana zvišanja nadzorovanih cen in posrednih davkov ter na ponoven dvig cen nafte. Predvsem možnost močnejšega gibanja plač od pričakovanega je glede na zelo ugodno gospodarsko okolje v letu 2006 z vse manjšo brezposelnostjo in vse boljšim delovanjem trga dela predstavljala znatno navzgor usmerjeno tveganje za cenovno stabilnost. Svet ECB je v teh razmerah, in zlasti glede na skorajšnja pogajanja o plačah v letu 2007, poudaril, da bo treba v plačnih dogovorih upoštevati še vedno nesprejemljivo raven brezposelnosti v številnih državah, pa tudi njihovo trenutno cenovno konkurenčnost in letna gibanja produktivnosti dela.

Oceno Sveta ECB, da prevladujejo tveganja pritiskov na cenovno stabilnost, je potrdila tudi navzkrižna primerjava z denarno analizo. Izrazita rast denarja in kreditov v letu 2006 je odražala nadaljevanje vztrajnega naraščajočega trenda temeljne stopnje denarne ekspanzije v euroobmočju, ki se je začel sredi leta 2004, in dodatno prispevala k akumulaciji likvidnosti. Ta je po več letih trdne rasti denarja ostala obsežna po vseh zanesljivih merilih. V razmerah še naprej močne rasti denarja in kreditov je to kazalo na tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju.

Za obvladovanje tveganj navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost, na katera so opozarjale ekonomske in denarne analize ECB, je Svet ECB leta 2006 prilagodil naravnost denarne politike tako, da je petkrat zvišal ključne obrestne mere ECB, skupaj za 125 bazičnih točk. Posledično je izklicna obrestna mera operacij glavnega refinanciranja Eurosistema zrasla z 2,25% januarja 2006 na 3,50% decembra 2006.

V letu 2006 se je gospodarstvo euroobmočja močno krepilo. Ne glede na učinek visokih in spremenljivih cen nafte je realni BDP v letu 2006 zrasel za 2,8%, medtem ko je v letu 2005 rast znašala 1,5%. Tekom leta se je gospodarsko okrevanje postopoma širilo, narava gospodarske ekspanzije pa je postajala vse bolj samozadostna, pri čemer je bilo njeno glavno gonilo domače povpraševanje. V letu 2006 je bila rast realnega BDP v povprečju precej nad potencialno. Gospodarstvo euroobmočja je še naprej spodbujala močna rast svetovnega gospodarstva, medtem ko sta rast naložb in zaposlenosti spodbujala znatna rast podjetniških dobičkov in podaljšano obdobje zelo ugodnih pogojev financiranja.

Glede na vse je bil Svet ECB mnenja, da denarna politika ECB tudi po prilagoditvah obrestnih mer v letu 2006 ostaja akomodativno naravnana, ter da je potrebno odločno in pravočasno ukrepanje za zagotovitev cenovne stabilnosti na srednji rok.

\*\*\*

Fiskalna gibanja v euroobmočju so bila v letu 2006 relativno ugodna. Sodeč po dopolnjenih programih stabilnosti je povprečni fiskalni primanjkljaj euroobmočja predstavljal okrog 2,0% BDP, medtem ko je leto prej predstavljal 2,4%. Proračunsko izboljšanje pa je bilo v veliki meri posledica gospodarske rasti in dodatnih prihodkov ter le v majhni meri učinkovitih ukrepov fiskalne konsolidacije. Glede na trenutno dobre čase za gospodarstvo ostaja nujno ohraniti dinamiko izboljševanja javnih financ in pospešiti tempo proračunske

konsolidacije, tako da bi vse države euroobmočja čimprej dosegle svoj srednjeročni cilj zdravega fiskalnega položaja. S tega vidika je treba nujno določiti dodatne konkretne in verodostojne ukrepe fiskalne konsolidacije ter poskrbeti za njihovo hitro izvajanje. Taki ukrepi imajo najboljše možnosti za uspeh, če temeljijo na verodostojni in celoviti srednjeročni strategiji, ki bolj kot povečevanje prihodkov poudarja zmanjševanje odhodkov. To pomaga krepiti zaupanje v fiskalno politiko, ki ni samo vzdržna, ampak tudi v podporo rasti in zaposlenosti.

\*\*\*

Na področju strukturnih reform se države članice euroobmočja v zadnjih letih vse bolj zavedajo, da se morajo prilagoditi izzivom večje svetovne konkurence, staranju prebivalstva in vse hitrejšim tehnološkim spremembam. Kako pomembna je prilagoditev tem izzivom kaže relativno nizka rast produktivnosti dela v euroobmočju, če jo primerjamo s tisto v ZDA: povprečna letna rast produktivnosti dela v obdobju 1999–2006 je bila v euroobmočju 1,1%, v ZDA pa 2,2%. Ta situacija še zlasti zahteva zelo aktivno izvajanje strukturnih reform na področjih raziskav in razvoja ter izobraževanja in usposabljanja, ter dokončno vzpostavitev enotnega trga. Prav tako je treba omeniti, da se reforme, ki so jih sprejele številne države članice na področju trga dela, že odražajo v boljših zaposlitvenih možnostih. Zaradi teh reform kot tudi zaradi umirjanja plač je euroobmočje v zadnjem obdobju doživelo precejšnjo rast zaposlenosti. Ta se je v osmih letih od začetka tretje faze EMU povečala za 12 milijonov oseb. V primerjavi s povečanjem za dobrih dva milijona oseb, ki ga je ista skupina držav zabeležila v osmih letih pred letom 1999, je to dober rezultat. Močnejša rast zaposlenosti je prispevala tudi k zmanjšanju brezposelnosti v zadnjih par letih. Čeprav je 7,5% standardizirana stopnja brezposelnosti še vedno visoka, je proti koncu leta 2006 dosegla najnižjo raven od začetka serije leta 1993. Vendar pa v euroobmočju še vedno obstajajo strukturne ovire, s katerimi lahko

delno pojasnimo še vedno nesprejemljivo visoke stopnje brezposelnosti in po mednarodnih standardih nizko vključevanje v trg dela. Zaradi tega je za vsako državo euroobmočja nujno, da čimbolj zmanjša izkrivljenja trga, ki jih povzročajo nacionalni predpisi, za euroobmočje kot celoto pa, da odpravi preostale ovire za integracijo trga. To še zlasti zahteva zadostno plačno razlikovanje, večjo mobilnost delovne sile ter bolj prilagodljive trge proizvodov, trge dela in finančne trge. Nadaljnje reforme bodo okrepile prilagodljivost euroobmočja, spodbudile gospodarsko rast in ustvarile dodatne zaposlitvene možnosti.

\*\*\*

Poleg fiskalne discipline in strukturnih reform je nemoteno delovanje EMU odvisno tudi od evropske finančne integracije. Ta namreč spodbuja razvoj evropskih finančnih sistemov, s tem pa prispeva k boljšim možnostim za gospodarsko rast. Prav tako krepi nemoteno in učinkovito transmisijo denarne politike, podpira učinkovito upravljanje in nemoteno delovanje klirinških in plačilnih sistemov ter prispeva k finančni stabilnosti. Nenazadnje lahko integriran finančni sistem igra tudi odločilno vlogo pri blaženju morebitnih asimetričnih šokov v euroobmočju. Poročilo o kazalnikih finančne integracije, ki ga je ECB objavila septembra 2006, podrobno analizira napredek v različnih segmentih finančnega sistema. ECB in Eurosistem delujeta tudi kot katalizatorja pobud zasebnega sektorja na področju finančne integracije. Tako bodo na primer ECB in devet nacionalnih centralnih bank prispevale k označevanju kratkoročnih dolžniških instrumentov v okviru pobude STEP (Short-Term European Paper), ECB pa bo redno objavljala statistiko donosov in obsega transakcij na trgu STEP. Eurosistem tudi zelo podpira projekt enotnega območja plačil v eurih (SEPA) in spodbuja vse zadevne stranke, naj SEPA uvedejo do začetka leta 2008, do konca leta 2010 pa dosežejo kritično maso transakcij. Eurosistem bančnemu sektorju pomaga pri oblikovanju in pripravi novih instrumentov in okvirov SEPA, trg pa poziva k pravočasni

prilagoditvi plačilnih sistemov malih vrednosti, tako da bodo sposobni obdelave instrumentov SEPA.

Eurosistem k finančni integraciji prispeva tudi z zagotavljanjem plačilnih in obračunskih infrastruktur. Projekt TARGET2 dobro napreduje in bo zaživel pred koncem leta 2007, tako kot je bilo načrtovano. Leto 2006 je bilo leto tehničnih priprav, ECB pa je objavila podrobne podatke o ceniku in različnih možnih načinih sodelovanja v TARGET2. Julija 2006 se je Eurosistem odločil, da oceni možnosti za zagotavljanje storitev poravnave v primeru transakcij z vrednostnimi papirji. Cilj tega projekta z imenom TARGET2-Vrednostni papirji, za katerega bo treba poiskati sinergije s TARGET2, je omogočiti usklajeno poravnavo vrednostnih papirjev v eurih s centralnobančnim denarjem.

Eurosistem je še naprej prispeval k stabilnosti finančnega sistema v euroobmočju in EU s spremljanjem in ocenjevanjem glavnih virov tveganj in ranljivosti, s sodelovanjem v razpravah na evropski in mednarodni ravni v zvezi z glavnimi vprašanji ureditve in nadzora ter s krepitvijo svojega okvira in operacij za upravljanje možnih finančnih kriz.

\*\*\*

Za leto 2006 je bilo skupno načrtovanih 1.343 delovnih mest v ekvivalentu polnega delovnega časa. Leta 2005 je bilo takih delovnih mest 1.369. Septembra 2006 se je banki na podlagi dvoletnih nespremenljivih pogodb pridružilo prvih šest udeležencev podiplomskega programa ECB, ki je namenjen svežim diplomantom s širokim predznanjem.

Leta 2006 je ECB uvedla tudi splošna načela mobilnosti, ki zaposlene spodbujajo k spremembi delovnega mesta vsakih pet let službovanja. Notranja mobilnost zaposlenim omogoča razširiti strokovno znanje in povečuje sinergije med poslovnimi področji. Leta 2006 je več kot 80 zaposlenih zamenjalo delovno mesto v okviru banke. Glede na to, da njeni

zaposleni prihajajo iz 27 držav članic EU, je ECB v svoje upravljanje s človeškimi viri uvedla upravljanje raznolikosti tako, da je leta 2006 uvedla politiko raznolikosti.

Poleg spodbujanja mobilnosti se strategija človeških virov še naprej osredotoča na razvoj zaposlenih in vodilnih ECB. Ti svoje večine upravljanja in vodenja krepijo z usposabljanjem in individualnim mentorstvom. Po uvedbi strategije raznolikosti je bilo uvedeno tudi posebno usposabljanje za vodilne o „dostojanstvu na delovnem mestu“.

Kadrovska konferenca, ki deluje na ravni Eurosistema in je bila ustanovljena leta 2005 z namenom nadaljnje krepitve sodelovanja in skupinskega duha med centralnimi bankami Eurosistema na področju upravljanja s človeškimi viri, je tekom leta 2006 še razširila svoje delovanje, še zlasti na področju različnih vidikov usposabljanja in razvoja zaposlenih.

\*\*\*

Napredovalo je tudi načrtovanje novih prostorov ECB. Potem ko so arhitekti optimizirali svoje načrte, se je leta 2006 začela načrtovalna faza projekta. Mesto Frankfurt je v sodelovanju z ECB še naprej pripravljalo zakonsko zavezujoč prostorski načrt za nove prostore. Postopek vložitve zahtevka za izdajo gradbenega dovoljenja naj bi se zaključil do konca oktobra 2007, tako kot načrtovano. Gradnja sama naj bi se začela na začetku leta 2008, zaključila pa naj bi se enkrat do konca leta 2011. Zgrajen bo tudi spominski in informacijski prostor v spomin na vlogo

Grossmarkthalle pri deportaciji židovskih prebivalcev.

\*\*\*

ECB je imela v letu 2006 presežek v višini 1.379 milijonov EUR v primerjavi z letom 2005, ko je znašal 992 milijonov EUR. Tako kot v letu 2005 se je celoten znesek prenesel v rezervacije za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata, tako da je ostal izkazani čisti dobiček enak nič. Te rezervacije se bodo uporabile za pokrivanje izgub, ki nastanejo zaradi izpostavljenosti tem tveganjem, predvsem za odhodke vrednotenja, ki jih ne zajemajo računi prevrednotenja. Njihova velikost se bo ugotavljala letno.

Frankfurt na Majni, marec 2007



Jean-Claude Trichet



**POGLAVJE 1**

**GOSPODARSKA  
GIBANJA IN  
DENARNA POLITIKA**



# 1 SKLEPI O DENARNI POLITIKI

## KLJUČNE OBRETNOSTNE MERE ECB SO SE V LETU 2006 ŠE POVEČALE

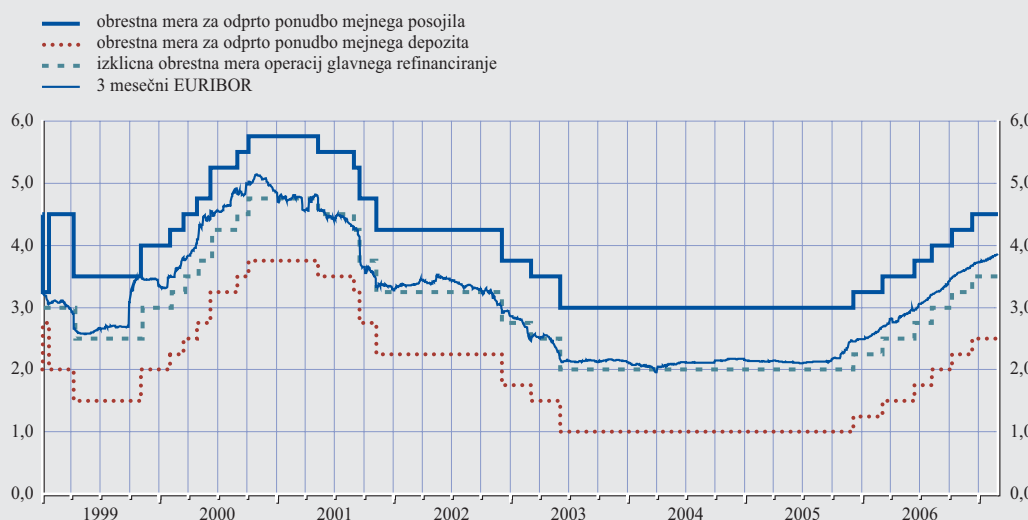
Svet ECB je tekom leta 2006 povečeval ključne obrestne mere ECB zaradi tveganj navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost, ki jih je ugotovil v svojih ekonomskih in denarnih analizah. Do takšnega omejevanja akomodativnosti denarne politike je prišlo v razmerah robustne gospodarske rasti, močne ekspanzije denarja in kreditov ter obsežne likvidnosti v euroobmočju. Svet ECB je z nizom povečanj po 25 bazičnih točk zvišal izključno obrestno mero operacij glavnega refinanciranja Eurosistema za skupaj 125 bazičnih točk oziroma z 2,25% januarja 2006 na 3,50% konec leta (glej graf 1).

Glede gibanja cen je povprečna letna inflacija, merjena z indeksom HICP, leta 2006 znašala 2,2%, enako kot v letu 2005. Stopnja skupne inflacije je med letom nihala in bila pod močnim vplivom gibanja cen nafte. Do avgusta je sledila naraščajočemu trendu in ostajala precej nad definicijo cenovne stabilnosti ECB, po kateri naj bi bila pod 2%, vendar blizu te meje. To je

bilo pretežno na račun znatnih povečanj cen energentov, delno tudi na račun povečanj nadzorovanih cen in posrednih davkov. V preostalih mesecih do konca leta 2006 pa je letna stopnja inflacije padla pod 2%, v glavnem zaradi precejšnjega padca cen nafte in baznih učinkov. Ne glede na zagon, ki ga je dajala rast realnega BDP, pa tudi pozitivni znaki s trga dela, je gibanje stroškov dela v euroobmočju ostalo zmerno vse leto 2006, delno tudi zaradi močne globalne konkurence, še zlasti v predelovalnih dejavnostih. To je pomagalo ublažiti inflacijske pritiske. Tudi dolgoročnejša inflacijska pričakovanja so ostala trdno zasidrana na ravni, ki je bila bolj ali manj skladna s cenovno stabilnostjo. Ne glede na vse so tveganja za cenovno stabilnost nedvomno ostala usmerjena navzgor, še zlasti tveganja močnejšega prenosa preteklih porastov cen nafte od pričakovanega, večjih povečanj nadzorovanih cen in posrednih davkov od napovedanih ter ponovne rasti cen nafte. Predvsem možnost močnejšega gibanja plač od pričakovanega, pa tudi sekundarnih učinkov pretekle rasti cen nafte na oblikovanje plač in cen, je še naprej predstavljala znatno tveganje

Graf 1 Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Vir: ECB.

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

navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost, še zlasti glede na zelo ugodne gospodarske razmere in boljše delovanje trga dela.

Glede gospodarske aktivnosti je bila rast gospodarstva euroobmočja leta 2006 robustna. Po postopnem in še vedno zmernem okrevanju v drugi polovici leta 2005 je gospodarska aktivnost v euroobmočju v prvi polovici leta 2006 dobila zagon. Postopoma je postajala vse bolj široko zasnovana in samozadostna, njeno glavno gonilo pa je bilo domače povpraševanje – še zlasti naložbe v osnovna sredstva. V povprečju je bila rast realnega BDP leta 2006 nad potencialno. Tudi zunanje razmere so vse leto podpirale vzdržno gospodarsko rast. Na izvoz euroobmočja je ugodno vplivala še naprej močna rast svetovnega gospodarstva, še zlasti držav, ki so glavne trgovinske partnerice euroobmočja. Rast naložb je tekom leta postajala vse bolj dinamična na račun podaljšanega obdobja zelo ugodnih pogojev financiranja, prestrukturiranja podjetniških bilanc stanja in precejšnje rasti dobičkov. Tudi rast potrošnje v euroobmočju se je med letom 2006 okrepila, skladno z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka, ki je odražal okrevanje rasti zaposlenosti in nižjo stopnjo brezposelnosti. Ne glede na vpliv visokih in spremenljivih cen nafte se je realni BDP leta 2006 povečal za 2,8%, potem ko se je leta 2005 povečal za 1,5%, leta 2004 pa za 1,8%. Kratkoročna tveganja glede prihodnjih možnosti gospodarske rasti so ostala večino leta na splošno uravnotežena, srednjeročna do dolgoročnejša tveganja pa so ostala vse leto usmerjena navzdol, pretežno zaradi možnih porastov cen nafte, svetovnih neravnovesij in možnih protekcionističnih pritiskov.

Rast denarja in kreditov je ostala vse leto 2006 zelo robustna, pretežno zaradi spodbudnih učinkov nizkih obrestnih mer v euroobmočju in močne gospodarske aktivnosti. Gledano s srednjeročne perspektive je izrazita rast denarja in kreditov v letu 2006 odražala nadaljevanje vztrajnega naraščajočega trenda temeljne stopnje denarne ekspanzije, ki se je

začel sredi leta 2004, in dodatno prispevala k akumulaciji likvidnosti. Dejansko je likvidnost v euroobmočju po letih robustne rasti denarja ostala obsežna po vseh merilih, kar je v razmerah stalne močne rasti denarja in kreditov kazalo na tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju.

Za obvladovanje navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost, na katera so opozarjale ekonomske in denarne analize ECB, je Svet ECB leta 2006 prilagodil naravnost denarne politike tako, da je petkrat zvišal ključne obrestne mere ECB. Pri tem je poudaril, da naravnost denarne politike ECB tudi po teh zvišanjih ostaja akomodativna, ker obrestne mere ostajajo nizke, rast denarja in kreditov močna, likvidnost pa po vseh merilih obsežna. Svet ECB je izrazil mnenje, da je odločno in pravočasno ukrepanje nujno za zagotavljanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Zasidranje srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je predpogoj, da lahko denarna politika stalno prispeva k vzdržni gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest.

Tekom leta 2006 so objave sklepov Sveta ECB in njegove širše ocene gospodarske situacije vplivale na tržna pričakovanja glede kratkoročnih obrestnih mer. Sporočila Sveta ECB vse leto so bila jasna, da namreč prihodnji ukrepi denarne politike ostajajo odvisni od njegovih rednih ocen tveganj za cenovno stabilnost in potrditve njegovega glavnega scenarija. Zdi se, da so finančni trgi popolnoma razumeli to sporočilo. Tako so se tržna pričakovanja glede kratkoročnih obrestnih mer, skladno z objavljenimi makroekonomskimi podatki, ki so v bistvu potrdili scenarij Sveta ECB, med letom postopoma prilagajala navzgor, ko je postajalo vse bolj jasno, da bo začetnemu zvišanju obresti decembra 2005 sledilo postopno omejevanje akomodativnosti denarne politike. Tržna negotovost se je leta 2006 še zmanjšala, volatilitnost pa padla na dokaj nizko raven, navkljub prehodnemu povečanju poleti v razmerah globalnega spreminjanja ocen tveganja. Na splošno je tržna negotovost glede

prihodnjih sklepov o denarni politiki, če jo primerjamo z dolgoročnejsimi povprečji, dosegla relativno nizko raven.

### PODROBNEJE O SKLEPIH DENARNE POLITIKE

Gospodarske razmere na začetku leta 2006 so bile relativno ugodne. Rast realnega BDP se je začela krepiti in širiti že v drugi polovici leta 2005. Čeprav je bila medčetrletna stopnja rasti realnega BDP v zadnjem četrletju leta 2005 občutno pod tisto v tretjem četrletju, je bil temeljni trend gospodarske rasti glede na kazalnike klime relativno robusten. Dejansko so podatki, razpoložljivi na začetku leta 2006, še zlasti tisti iz anket, potrdili oceno Sveta ECB, da se ekspanzija gospodarske aktivnosti postopoma krepi in širi ter da bo taka ostala tudi v prvih mesecih leta, oprta še zlasti na močnejše domače povpraševanje.

Izgledi gospodarske rasti so ostali relativno ugodni, pretežno na račun zelo močnega okrevanja rasti naložb in postopnega izboljševanja pogojev na trgu dela. Posledično je ECB marca 2006 svoje makroekonomske projekcije gospodarske rasti popravila navzgor v primerjavi s tistimi, ki so jih decembra 2005 pripravili strokovnjaki Eurosistema, v glavnem zaradi nekoliko boljših izgledov za zasebne naložbe v obdobju projekcij. Po teh projekcijah naj bi bila povprečna letna rast realnega BDP med 1,7% in 2,5% leta 2006 ter med 1,5% in 2,5% leta 2007. Te projekcije se niso veliko razlikovale od napovedi mednarodnih organizacij in institucij zasebnega sektorja.

Glede gibanja cen je bila letna inflacija, merjena z indeksom HICP, na začetku leta 2006 nad 2% in naj bi po pričakovanih kratkoročno tudi ostala na tej ravni, odvisno v veliki meri od prihodnjega gibanja cen energentov. V daljšem časovnem obdobju pa naj bi na rast inflacije precej vplivale napovedane spremembe posrednih davkov in posredni učinki preteklih porastov cen nafte, ne glede na domnevno nadaljnje umirjanje rasti plač. ECB je marca 2006 svoje makroekonomske projekcije

inflacije nekoliko popravila navzgor v primerjavi z tistimi, ki so jih decembra 2005 pripravili strokovnjaki Eurosistema. Tako naj bi povprečna letna inflacija po HICP leta 2006 znašala med 1,9% in 2,5%, leta 2007 pa med 1,6% in 2,8%. Tveganja so ostala usmerjena navzgor, še zlasti zaradi možnih sekundarnih učinkov preteklih porastov cen nafte.

Glede na močno rast denarja v razmerah obsežne likvidnosti v euroobmočju je denarna analiza potrdila ugotovitve ekonomske analize, da namreč prevladujejo tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost. Ne glede na znamenja, da prihaja do ponovne inverzije preteklih prerazporeditev portfeljev v denarna sredstva, je letna stopnja rasti denarnega agregata M3 ostala robustna, temeljni trend denarne ekspanzije pa – ne glede na kratkoročne učinke takšnega portfeljskega vedenja – močan zaradi spodbudnega učinka nizke ravni obrestnih mer. Kar se tiče protipostavk M3, se je kreditna ekspanzija še okrepila, pri čemer je zadolževanje gospodinjstev (stanovanjska posojila) in nefinančnih družb raslo z izrazitim tempom.

Glede na vse to in na tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na srednjeročno cenovno stabilnost, na katera so opozarjale ekonomske in denarne analize ECB, je Svet ECB 2. marca 2006 ponovno prilagodil akomodativno naravnano denarno politiko z zvišanjem ključnih obrestnih mer ECB za 25 bazičnih točk. Pri tem je zavzel stališče, da s pravočasnim ukrepanjem pomaga zadrževati srednjeročno do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja trdno zasidrana na ravni, skladni s cenovno stabilnostjo, s tem pa še naprej prispeva k vzdržni gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest. Še zlasti je poudaril, da obrestne mere v celotnem razponu ročnosti ostajajo tako nominalno kot realno na zelo nizkih ravneh, in da denarna politika ECB ostaja akomodativna.

Ne glede na začasno povečanje volatilnosti trgov, do katerega je prišlo maja v okviru globalnega spreminjanja ocen tveganja, se je v naslednjih mesecih potrdilo stališče Sveta

ECB o nujnosti v marcu opravljene prilagoditve akomodativno naravnane denarne politike ECB, ki je bila potrebna zaradi tveganj navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost. Kasnejši podatki, tudi 0,6% medčetrletna rast realnega BDP v prvem četrletju (ki je bila kasneje popravljena navzgor na 0,8%), so potrdili mnenje, da se rast širi in postaja trajnejša. Hkrati se je inflacija po HICP maja povzpela na 2,5%, pretežno zaradi gibanja cen energentov. Po projekcijah naj bi inflacija ostala nad 2% tudi v letih 2006 in 2007. Strokovnjaki Eurosistema so v svojih junijskih makroekonomskih projekcijah razpon inflacije po HICP v letu 2006 nekoliko popravili navzgor (na 2,1% do 2,5%) v primerjavi s tistim iz marčnih projekcij ECB, ki je bil med 1,9% do 2,5%, pri čemer so tveganja za gibanje cen ostala usmerjena navzgor.

Tudi denarna analiza je še naprej opozarjala na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju. V razmerah pospeševanja rasti denarja in kreditov je letna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju dosegla dvomestne vrednosti. Še posebej močno je raslo zadolževanje gospodinjstev – zlasti v obliki hipotekarnih posojil – in nefinančnih družb. Ta gibanja so še potrdila mnenje, da spodbudni učinek nizkih obrestnih mer ostaja glavni dejavnik visoke stopnje rasti temeljne denarne ekspanzije.

Na splošno je navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrdila, da v srednjeročnem obdobju prevladujejo tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost. Tako je Svet ECB 8. junija sklenil zvišati ključne obrestne mere ECB za nadaljnjih 25 bazičnih točk. Pri tem je poudaril nujnost nadaljnjega omejevanja akomodativnosti denarne politike v primeru, da bi se njegove predpostavke in osnovni scenarij izkazali za pravilne.

Junija in julija 2006 se je še potrdila ocena Sveta ECB, da je gospodarska rast v prvi polovici leta ne samo ponovno dobila zagon, pač pa tudi postala širše utemeljena. Kazalniki

gospodarske klime so ostali zelo močni, rast zaposlenosti pa robustna. Poleg tega so razmere v euroobmočju ostale ugodne tudi za rast realnega BDP na ravni okrog potencialne. Hkrati je stopnja inflacije junija in julija ostala precej nad 2% in naj bi nad to ravno v povprečju ostala tako leta 2006 kot leta 2007, pri čemer so bila tveganja še naprej usmerjena navzgor. Ugotovitve ekonomske analize, da namreč srednjeročno prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost, je – glede na nadaljnjo močno rast denarja v razmerah že tako obsežne likvidnosti – potrdila tudi denarna analiza. Da bi obvladal ta tveganja in obdržal dolgoročnejša inflacijska pričakovanja trdno zasidrana, je Svet ECB 3. avgusta 2006 sklenil zvišati ključne obrestne mere ECB za nadaljnjih 25 bazičnih točk. Pri tem je poudaril potrebo po nadaljnjem zelo natančnem spremljanju vseh gibanj, če naj se prepreči uresničitev tveganj za cenovno stabilnost.

Kasneje, tekom tretjega četrletja, so podatki o gospodarski aktivnosti v euroobmočju potrdili, da je gospodarska ekspanzija v predhodnih četrletjih dejansko dobila precejšen pospešek. Sodeč po popravljanih podatkih je namreč gospodarstvo od tretjega četrletja 2005 do drugega četrletja 2006 v povprečju raslo z medčetrletno stopnjo 0,7%, kar je bilo precej nad večino ocen potencialne stopnje rasti. Poleg tega je stopnja brezposelnosti sledila padajočemu trendu, rast zaposlenosti se je okrepila, zaposlitvena pričakovanja iz anket o poslovni klimi pa so ostala ugodna. Kazalniki za tretje četrletje 2006 so še potrdili oceno, da bo gospodarska aktivnost še naprej rasla z robustnim tempom, pa čeprav morda nekoliko počasneje kot v prvi polovici leta. Na splošno so razmere ostale ugodne za solidno rast gospodarstva v euroobmočju na ravni okrog potencialne. Skladno s tem je ECB v svojih septembrskih makroekonomskih projekcijah razpon rasti realnega BDP ponovno popravila navzgor (v primerjavi s prejšnjimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema), in sicer na 2,2% do 2,8% za leto 2006 in na 1,6% do 2,6% za leto

2007, pretežno zaradi močnejše rasti v prvi polovici leta od pričakovane.

Inflacija po HICP je julija in avgusta ostala na ravni nad 2%, glede na septembrske makroekonomske projekcije ECB pa naj bi se na letni ravni v povprečju gibala med 2,3% do 2,5% leta 2006 in med 1,9% do 2,9% leta 2007. ECB je tako navzgor popravila razpona iz junijskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema: razpon za leto 2006 je pomaknila v zgornji del prej objavljenega razpona, tistega za leto 2007 pa tudi nekoliko navzgor, pretežno zaradi navzgor popravljenih cen nafte, ki so ena od predpostavk projekcij. Slika se je septembra nekoliko spremenila zaradi precejšnjega padca cen nafte avgusta in septembra ter ugodnih baznih učinkov. To je pripeljalo do znatnega padca stopenj skupne inflacije, ki so se od septembra dalje gibale pod 2%. Vendar je kljub temu še naprej prevladovalo mnenje, da se bo inflacija proti koncu leta 2006 in na začetku leta 2007 verjetno spet povzpela na raven nad 2%, pretežno zaradi učinka višjih posrednih davkov in v manjši meri neugodnih baznih učinkov. Svet ECB je tako zavzel stališče, da je sicer verjetna precejšnja stopnja kratkoročne volatilnosti letne stopnje inflacije po HICP, da pa bo ta v letih 2006 in 2007 v povprečju ostala na ravni nad 2%. Tveganja za cenovno stabilnost je ocenil kot očitno navzgor usmerjena, kar je potrdila tudi navzkrižna primerjava z denarno analizo.

Končno je Svet ECB zaradi vseh teh gibanj 5. oktobra 2006 sklenil ponovno zvišati ključne obrestne mere ECB za 25 bazičnih točk. Pri tem je poudaril nujnost nadaljnjega omejevanja akomodativnosti denarne politike v primeru dodatnih potrditev njegovega osnovnega scenarija.

Kasnejši podatki, še zlasti močni kazalniki iz anket za četrto četrtletje 2006, so potrdili argumente za odločitev Sveta ECB, da oktobra dvigne obrestne mere. Potrdila se je tudi ocena, da bo gospodarska aktivnost še naprej robustno rasla, z domačim povpraševanjem kot glavnim gonilom tudi v tretjem četrtletju. S tem se je

potrdilo predvideno širjenje gospodarskega okrevanja, pa tudi bolj samozadostna narava gospodarske ekspanzije v euroobmočju. Glede leta 2007 je kazalo, da razmere v euroobmočju ostajajo ugodne za rast gospodarstva po solidnih stopnjah okrog potencialne. Ne glede na določeno volatilnost medčetrletnih stopenj rasti, do katere bi lahko prišlo ob prelomu leta zaradi sprememb posrednih davkov, so srednjeročni izgledi za gospodarsko aktivnost ostali ugodni. Na tej podlagi so strokovnjaki Eurosistema v svojih decembrskih makroekonomskih projekcijah navzgor popravili septembrske makroekonomske projekcije ECB, pretežno zaradi domnevno nižjih cen energentov in njihovega učinka na realni razpoložljivi dohodek. Povprečna letna rast realnega BDP naj bi se tako gibala med 1,7% in 2,7% v letu 2007 ter med 1,8% in 2,8% v letu 2008.

Glede gibanja cen je letna inflacija, merjena z indeksom HICP, v zadnjem četrtletju leta 2006 ostala pod 2%. Glede na navzdol popravljene predpostavke v zvezi s cenami energentov je bil razpon inflacije po HICP, kot so ga za leto 2007 predvideli strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah, nekoliko nižji od tistega, kot so ga v septembrskih projekcijah predvideli strokovnjaki ECB. Tako naj bi se povprečna letna inflacija po HICP gibala med 1,5% in 2,5% v letu 2007 ter med 1,3% in 2,5% v letu 2008. Gibanja cen so ostala izpostavljena tveganjem navzgor usmerjenih pritiskov. Tudi navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize je še naprej potrjevala oceno, da v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost.

Na tej podlagi je Svet ECB 7. decembra 2006 sklenil, da ključne obrestne mere zviša še za 25 bazičnih točk. Pri tem je poudaril, da naravnost denarne politike ECB tudi po teh zvišanjih ostaja akomodativna, ker ključne obrestne mere ECB ostajajo nizke, rast denarja in kreditov močna, likvidnost v euroobmočju pa po vseh merilih obsežna. Svet ECB je zato

izrazil mnenje, da je odločno in pravočasno ukrepanje nujno za zagotavljanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Izjavil je še, da bo zelo natančno spremljal vsa gibanja, tako da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne bi uresničila.

## 2 DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA GIBANJA

### 2.1 SVETOVNO MAKROEKONOMSKO OKOLJE

#### RAST SVETOVNEGA GOSPODARSTVA SE JE UPOČASNILA, Vendar OSTALA ROBUSTNA

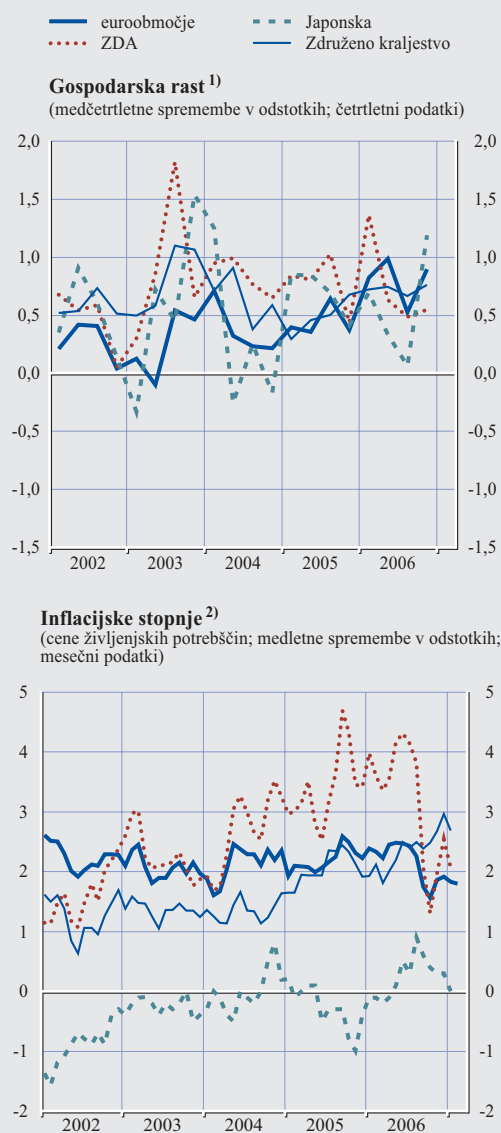
Leta 2006 je bil tempo rasti svetovnega gospodarstva robusten, pa čeprav se je postopoma nekoliko umirjal. Močni rasti v vseh večjih regijah v prvi polovici leta je sledila nekoliko počasnejša rast v drugi polovici leta, še zlasti v ZDA (glej graf 2). Na splošno pa je svetovna rast ostala na ravni, ki je bila zelo blizu tisti iz leta 2004 in 2005, še zlasti na račun še vedno ugodnih pogojev financiranja, zdravih dobičkov in precej izboljšanih podjetniških bilanc stanja v večini svetovnih gospodarstev. Poleg tega je k robustnemu tempu svetovne rasti prispevala tudi robustna rast nekaterih velikih rastočih gospodarstev, ki jo je spremljala močna trgovinska aktivnost. Čeprav je rast postala bolj uravnotežena po najpomembnejših industrijsko razvitih gospodarstvih, pa so se mednarodna zunanja neravnovesja večala, pretežno zaradi energetskih trgovinskih presežkov držav izvoznic nafte.

Cene nafte so leta 2006 ostale na visoki ravni. Od avgusta, ko je dosegla zgodovinskih 78 USD na sodček, se je cena surove nafte Brent do decembra spustila na okrog 60 USD, na raven, ki je prevladovala konec leta 2005. Leta 2006 je skupna inflacija cen življenjskih potrebščin, ki je večinoma odražala gibanja cen energentov, višek dosegla poleti, kasneje pa padla. V večini držav so osnovni inflacijski pritiski na splošno ostali relativno obvladani. Na splošno so svetovne inflacijske stopnje ostale zelo blizu ravni iz leta 2004 in 2005. V državah OECD je bila skupna letna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), na ravni 2,6%, letna inflacija brez hrane in energentov pa na ravni 2,0%.

V ZDA je letna stopnja rasti realnega BDP za leto 2006 znašala 3,3%. Tekom leta pa se je gospodarska aktivnost upočasnila in stopnja rasti BDP padla pod potencialno. Ta upočasnitev je večinoma izhajala iz padca stanovanjskih naložb, medtem ko je rast zasebnega trošenja ostala trdna. Na trošenje

gospodinjstev je sicer negativno vplivala upočasnitev na stanovanjskem trgu in visoke cene energentov, vendar ga je po drugi strani spodbujala robustna rast dohodkov od dela in

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; ICP za ZDA in Japonsko.

ugodni pogoji financiranja. Rast nestanovanjskih poslovnih naložb je bila robustna, podprta z ugodnimi pogoji financiranja in veliko donosnostjo podjetij. Prispevek neto izvoza k rasti pa je bil leta 2006 enak nič.

Saldo menjave s tujino se je tekom leta 2006 poslabšal v primerjavi z letom 2005. Glavni vzrok za to poslabšanje je bilo večanje primanjkljaja trgovinske bilance zaradi solidne rasti trošenja gospodinjstev. Ne glede na vse je izvozna dejavnost pokazala nekatere znake izboljšanja na račun močne gospodarske rasti drugod po svetu pa tudi depreciacije realnega efektivnega tečaja ameriškega dolarja.

V ZDA je letna stopnja spremembe indeksa cen življenjskih potrebščin v letu 2006 znašala 3,2%. Inflacija cen življenjskih potrebščin je porasla v prvi polovici leta na račun velike izkoriščenosti zmogljivosti, precejšnjih porastov cen energentov in pospeška, ki ga je dobila komponenta najemnin. Inflacijski pritiski so se po višku, ki so ga dosegli poleti, zmanjšali, tako da je letna inflacija po CPI decembra znašala 2,5%. Letna inflacijska stopnja brez energentov in hrane je na splošno sledila podobnemu vzorcu in septembra z 2,9% dosegla desetletni višek, nakar se je postopoma umirjala. Nižje inflacijske stopnje proti koncu leta so bile verjetno odraz popuščenja osnovnih cenovnih pritiskov, do katerega je prišlo zaradi manj izrazite rasti agregatnega povpraševanja pa tudi nižjih cen energentov.

Zvezni odbor za odprti trg (FOMC) pri ameriškem sistemu centralnih bank (FRS) je v prvi polovici leta 2006 v štirih zaporednih korakih po 25 bazičnih točk zvišal svojo ciljno obrestno mero za skupaj 100 bazičnih točk. Ciljna medbančna obrestna mera je 29. junija tako znašala 5,25%. Čeprav FOMC v preostalih mesecih do konca leta ni spreminjal svoje ciljne ključne obrestne mere, je v svojih izjavah vedno znova poudarjal, da nekatera inflacijska tveganja sicer ostajajo, da pa bo ne glede na to vsako dodatno zaostrovanje naravnosti denarne politike odvisno od makroekonomskih izgledov. Glede proračunske politike ZDA se je

primanjkljaj zveznega proračuna v fiskalnem letu 2006 zmanjšal v primerjavi s predhodnim letom, predvsem na račun večjih prihodkov iz naslova davkov pravnih in fizičnih oseb. Po ocenah kongresnega urada za proračun (CBO) je primanjkljaj zveznega proračuna v fiskalnem letu 2006 znašal 1,9% BDP.

Na Japonskem se je gospodarsko okrevanje nadaljevalo tudi v letu 2006, pri čemer je rast realnega BDP znašala 2,2% (v primerjavi z 1,9% leta 2005). Rast BDP je ostala nad potencialno že tretje leto zapored. Gospodarsko aktivnost je podpirala hitra ekspanzija zasebnih nestanovanjskih naložb in vztrajno močan izvoz. Robustnost nestanovanjskih naložb je bila pretežno posledica ugodnih pogojev financiranja, rastočih podjetniških dobičkov in močnega podjetniškega zaupanja. Na splošno je bilo okrevanje domačega povpraševanja trdno, navkljub precejšnji upočasnitvi rasti zasebnega trošenja v letu 2006 v primerjavi s predhodnim letom. Izvozna aktivnost je bila deležna spodbudnih učinkov s strani šibkejšega jena ter močnejšega povpraševanja po strojih in opremi. Leta 2006 so se prvič v desetih letih povečala bančna posojila in sicer zaradi izboljšanja bilanc japonskih bank in njihove ponovno pridobljene sposobnosti za sprejemanje tveganj, pa tudi učinkov tekočega okrevanja.

Zaskrbljenost zaradi deflacije se je leta 2006 na Japonskem še zmanjšala. Letna stopnja spremembe cen življenjskih potrebščin je tekom leta ponovno postala pozitivna. Inflacija je kljub temu ostala neizrazita zaradi vztrajnih navzdol usmerjenih pritiskov, še zlasti na plače. Za leto kot celoto je bila letna stopnja spremembe cen življenjskih potrebščin 0,3%, medtem ko je znašala -0,3% leta 2005. Marca 2006 je Bank of Japan opustila svojo kvantitativno ohlapno politiko, ki jo je vodila od marca 2001 dalje, in julija zvišala svojo ciljno izklicno obrestno mero za nezavarovane vloge čez noč z nič na 0,25%. Poleg tega je v letu 2006 tudi črpala presežno likvidnost iz bančnega sektorja, tako da se je raven saldo v tekočih računov zasebnih bank pri Bank of Japan precej znižala, z 31 bilijonov japonskih



jenov marca na okrog 10 bilijonov japonskih jenov konec leta.

V rastočih azijskih gospodarstvih je rast v letu 2006 ostala močna na račun trdnega domačega povpraševanja, še zlasti v največjih gospodarstvih regije, navkljub padajočemu zunanjemu povpraševanju v drugi polovici leta. Cenovne pritiske so zadrževali omejevalni ukrepi denarne politike v skoraj vsej regiji in po poletju tudi padajoče cene nafte. Gibanja tečajev so bila različna: realno učinkovito so korejska, tajska in indonezijska valuta med letom 2006 pridobile na vrednosti, medtem ko so valute drugih rastočih azijskih gospodarstev izgubile na vrednosti (npr. valuti posebnega upravnega območja Hong Konga in Tajvana, province Kitajske) ali ostale bolj ali manj nespremenjene (valute Kitajske, Indije in Malezije). Istočasno so devizne rezerve še naprej rasle v več gospodarstvih regije.

Če se osredotočimo na Kitajsko, je njeno gospodarstvo še naprej močno raslo tudi v letu 2006. Gospodarsko aktivnost je v prvi polovici leta pospeševala oživitev proizvodnje, nepremičninskih trgov in naložb lokalne države, ki jo je spremljal močan izvoz. Rast naložb v osnovna sredstva in dodane vrednosti v industrijskem sektorju se je nekoliko upočasnila v drugi polovici leta 2006 zaradi omejevanja denarne politike, vključno z administrativnimi ukrepi, kar pa skoraj ni vplivalo na skupno rast BDP. Inflacijski pritiski so ostali majhni, vendar so se proti koncu leta okrepili. Po uvedbi bolj prilagodljivega režima deviznega tečaja leta 2005 je kitajski renminbi tudi v letu 2006 še naprej postopoma a vztrajno pridobival vrednost v primerjavi z ameriškim dolarjem, medtem ko jo je v primerjavi z eurom izgubljal. Presežek tekočega računa plačilne bilance je posekal prejšnji rekordni presežek, ki ga je Kitajska zabeležila leta 2005, kar je prispevalo k povečanju kitajskih deviznih rezerv, ki so se tako kumulativno povzpele nad 1 bilijon USD.

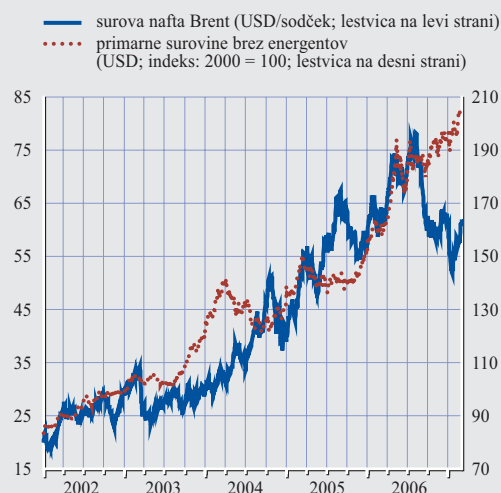
V Latinski Ameriki je gospodarska rast ostala dinamična, podprta s še naprej ugodnimi

zunanji razmerami (vključno z visokimi cenami izvoznih primarnih surovin) in robustnim domačim povpraševanjem. Med večjimi gospodarstvi Latinske Amerike je Argentina še naprej beležila visoke stopnje realne gospodarske rasti, čeprav so se oblasti morale boriti z vztrajno visoko inflacijo. Vodilni gospodarstvi regije, Brazilija in Mehika, sta zabeležila bolj umirjen, čeprav še vedno robusten tempo gospodarske ekspanzije, še zlasti slednja, in uspešno obvladovali inflacijo. Veliko gospodarstev Latinske Amerike je še naprej izkoriščalo še vedno prijazne mednarodne pogoje financiranja za aktivno upravljanje s svojimi dolgovi v obliki dokončnih odkupov in zamenjav, s katerimi so želela zmanjšati stroške servisiranja in izboljšati profile zapadlosti. Skupaj z izboljšanimi temeljnimi ekonomskimi dejavniki je to pripomoglo k nadaljnjemu zmanjšanju ranljivosti po vsej regiji.

### GIBANJA CEN PRIMARNIH SUROVIN V LETU 2006

Cene nafte so večino leta 2006 strmo naraščale (glej graf 3), pri čemer je cena surove nafte Brent z 78 USD za sodček na začetku avgusta dosegla nov rekord vseh časov (in približno

Graf 3 Glavna gibanja na trgih primarnih surovin



Vira: Bloomberg in Hamburg Institute of International Economics.

35% višjo raven kot na začetku leta). Vendar pa so kasneje znatno padle in ob občutni volatilnosti konec leta znašale 61 USD. Povprečna cena surove nafte Brent je tako leta 2006 znašala 65 USD, približno 20% nad povprečjem predhodnega leta.

Rast svetovnega povpraševanja po nafti, ki vse od srede leta 2003 povzroča omejene zmogljivosti v vsej oskrbni verigi naftne industrije, se je tekom leta 2006 v primerjavi s predhodnimi leti nekoliko umirila. To se je zgodilo predvsem na račun šibkejšega povpraševanja po nafti s strani držav članic OECD, kar je delno ublažilo posledice večjega povpraševanja s strani držav nečlanic OECB, zlasti Kitajske. Vendar pa so cene potiskali navzgor tudi drugi dejavniki, ki so se pojavili na strani ponudbe. Še zlasti je skok cen nafte v prvih sedmih mesecih leta pretežno odražal motnje v dobavi in večjo zaskrbljenost v zvezi z zanesljivostjo preskrbe in to v trenutku, ko so bili temeljni dejavniki naftnega trga že zaostreni. Te strahove so še poslabšale nenehne geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu – še zlasti mrtva točka, v kateri so se znašla pogajanja o iranskem jedrskem orožju, ter izbruh spopadov med Izraelom in Libanonom.

Ne glede na vse so cene nafte po višku, ki so ga dosegle na začetku avgusta, znatno padle, ker se je pritisk na naftne trge nekoliko zmanjšal v luči manjše negotovosti glede orkanov v Mehiškem zalivu, opazne umiritve geopolitičnih napetosti in omiljenja zaostrenih pogojev naftnega trga. Padec cen je Organizacijo držav izvoznic nafte (OPEC) spodbudil, da je oktobra napovedala novembrsko zmanjšanje proizvodnje za 1,2 milijona sodčkov na dan, decembra pa še nadaljnje zmanjšanje za 0,5 milijona sodčkov na dan od februarja dalje. Vendar sta nenavadno mil začetek zime na skoraj vsej severni polobli, ki je imel za posledico manjše povpraševanje po gorivu za ogrevanje, in ne povsem dosledno spoštovanje napovedanega zmanjšanja proizvodnje povzročila nekaj navzdol usmerjenih pritiskov na cene proti koncu leta 2006 in še zlasti na

začetku januarja 2007. Cene so ponovno začele rasti v drugi polovici januarja zaradi mrzlega vremena na severni polobli in posledično višjega povpraševanja, pa tudi manjših dobav držav OPEC in večje geopolitične zaskrbljenosti.

Cene primarnih surovin brez energentov so se tekom leta 2006 občutno povečale in bile vseskozi nekoliko volatilne. Cene primarnih surovin brez energentov, merjene s skupnim indeksom Hamburškega instituta za ekonomske raziskave (glej graf 3), so v prvi polovici leta poskočile, podprte pretežno s skokom cen kovin. Večino cen industrijskih kovin so namreč potisnili kvišku solidno povpraševanje s strani rastočih azijskih gospodarstev, še zlasti Kitajske, visoke cene energentov, omejena rast proizvodnje in nizka raven zalog. Cene primarnih surovin brez energentov so po višku, ki so ga dosegle maja, nekoliko padle, vendar so zgodovinsko gledano ostale na visoki ravni. K njihovi visoki ravni, ki so jo dosegle proti koncu leta, so prispevale tudi višje cene kmetijskih surovin. Agregatno gledano so se cene primarnih surovin brez energentov (izražene v ameriških dolarjih) v letu 2006 v primerjavi s predhodnim letom v povprečju povečale za 26%. Na začetku leta 2007 so še naprej rasle, tako da je proti koncu februarja njihov skupni indeks dosegel novo nominalno najvišjo vrednost.

## 2.2 DENARNA IN FINANČNA GIBANJA

### **RAST M3 SE JE ŠE NAPREJ KREPILA, PRETEŽNO ZARADI NIZKE RAVNI OBRETNIH MER IN KREPITVE GOSPODARSKE AKTIVNOSTI**

V letu 2006 se je rast denarja še naprej krepila in konec leta dosegla najvišjo letno stopnjo vse od začetka tretje faze EMU. Močna rast M3 je bila predvsem posledica nizkih obrestnih mer in močne gospodarske aktivnosti v euroobmočju, ki so podpirale tudi živahno ekspanzijo kreditov zasebnemu sektorju. Hkrati so na denarna gibanja tekom leta začele vplivati še naraščajoče obrestne mere, čeprav pretežno le na zamenjave med komponentami M3 in ne na

rast M3. Na splošno je vztrajna krepitev rasti denarja še prispevala k že tako obsežni likvidnosti in skupaj z močno kreditno ekspanzijo opozarjala na tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju.

Po padcu v četrtem četrletju 2005 se je rast M3 v prvih mesecih leta 2006 pospešila, tako da je letna stopnja rasti v drugem četrletju dosegla 8,6%. V tretjem četrletju se je letna stopnja rasti M3 prehodno umirila, preden se je v četrtem četrletju ponovno okrepila na 9,0%. Decembrska rast v višini 9,8% je predstavljala najvišjo letno stopnjo rasti vse od začetka tretje faze EMU. Na splošno je bila za gibanje letne rasti M3 v letu 2006 značilna dokaj visoka stopnja volatilnosti. Ta je bila opazna tudi v kratkoročni dinamiki M3 (tj. njegovih mesečnih, četrletnjih in polletnih stopnjah rasti na letni ravni), kar je kazalo na to, da volatilnost letne rasti morda le ni povezana pretežno samo z baznimi učinki.

Glede komponent M3 je v prvi polovici leta 2006, tako kot že leta 2005, k letni rasti M3 največ prispevala ekspanzija vlog čez noč, ki spadajo v ožji denarni agregat M1. Nasprotno pa so v drugi polovici leta k rasti M3 največ prispevale vezane vloge (ki spadajo v širši denarni agregat M2, ne pa v M1). Če pogledamo protipostavke M3, lahko ugotovimo, da je bila gonilo močne denarne ekspanzije v letu 2006 robustna – konec leta nekoliko umirjena – rast kreditov, ki so jih zasebnemu sektorju odobrile monetarno finančne institucije (MFI). Hkrati so izraziti padci neto tuje aktive v bilancah MFI, do katerih je prihajalo vse do konca leta 2005, v prvih mesecih leta 2006 izginili. Proti koncu leta je prišlo do precejšnjih povečanj toka neto zunanje aktive, kar je morda dodatno prispevalo k letni rasti M3.

Na splošno gibanja v letu 2006 kažejo, da so bile gonilo živahne rasti denarja pretežno nizke obrestne mere in močna gospodarska aktivnost v euroobmočju. Na ta dinamična gibanja lahko gledamo kot na nadaljevanje navzgor usmerjenega trenda denarne rasti, ki se je začel sredi

**Graf 4 M3 in posojila zasebnemu sektorju**

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

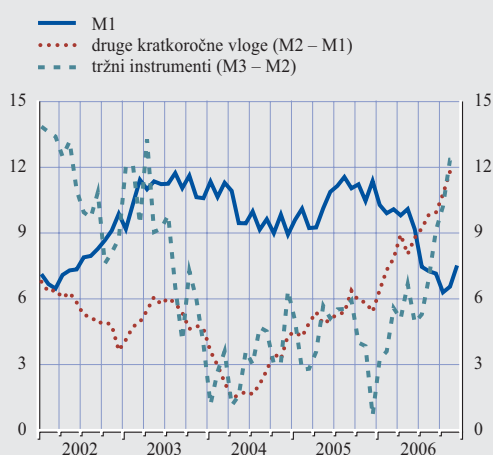
leta 2004 in odražal vztrajno rast letne stopnje rasti posojil zasebnemu sektorju (glej graf 4). To kaže, da se dejavniki, ki stojijo za močno rastjo M3 v zadnjih letih, vključno z letom 2006, razlikujejo od tistih, ki so stali za močno rastjo M3 od leta 2001 do začetka leta 2003. Takrat so bile glavni dejavnik prerazporeditve portfeljev v denarna sredstva, do katerih je prišlo v razmerah povečane negotovosti na geopolitičnem, gospodarskem in finančnem področju, medtem ko je bila rast posojil zasebnemu sektorju le zmerna. Če na stvari gledamo v tej luči, bi bila trenutno močna rast M3 lahko razlog za večjo zaskrbljenost in s tem drugačne ocene tveganj za cenovno stabilnost kot v obdobju od leta 2001 do začetka leta 2003.

#### RAZLIČNA GIBANJA GLAVNIH KOMPONENT M3

Če pogledamo komponente M3, vidimo, da je letna stopnja rasti M1 v letu 2006 precej padla, navkljub manjšemu povečanju konec leta, in sicer z 10,3% januarja na 7,5% decembra (glej graf 5). Prispevek M1 k letni stopnji rasti M3 je ostal pomemben, čeprav je konec leta 2006 padel na 3,5 odstotnih točk. Med likvidnimi

**Graf 5 Glavne komponente M3**

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



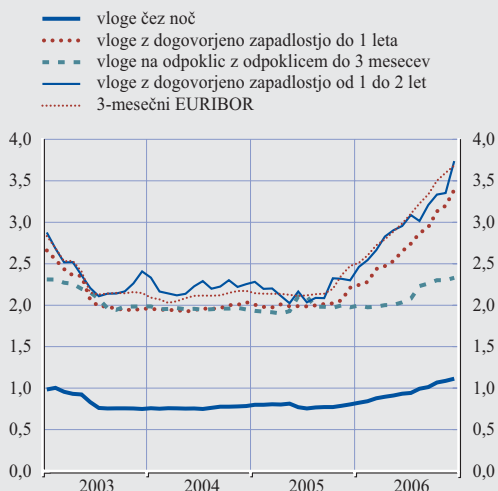
Vir: ECB.

sredstvi, ki jih zajema M1, je letna stopnja rasti imetij gotovine v obtoku decembra znašala 11,1%, medtem ko je bila še januarja 13,5%, kar je bilo v skladu s pričakovanim nadaljevanjem že tako predolgega procesa prilagajanja imetij bankovcev in kovancev po zamenjavi gotovine v euro januarja 2002. Vendar pa je bil glavni dejavnik precejšnjega padca rasti M1, še zlasti v drugi polovici leta, izrazito nižja letna rast vlog čez noč, ki je decembra znašala samo še 6,9% v primerjavi z 9,7%, kolikor je znašala januarja.

Nasprotno pa se je letna stopnja rasti kratkoročnih vlog, ki ne vključujejo vlog čez noč (M2-M1), tekom leta 2006 izrazito okrepila, in sicer s 6,4% januarja na 11,8% decembra. Prispevek teh drugih kratkoročnih vlog k letni rasti M3 je narasel na 4,3 odstotne točke, kolikor je znašal konec leta 2006, s čimer so postale najpomembnejša komponenta. Ta večji prispevek, ki je več kot odtehtal manjši prispevek M1, je bil odraz precejšnjega povečanja letne stopnje rasti kratkoročnih vezanih vlog (tj. vlog z dogovorjeno zapadlostjo do vključno dveh let). Te so do decembra zrastle za 27,3%, kar je bilo daleč največje povečanje te komponente M3 od začetka serije leta 1998.

**Graf 6 Obrestne mere MFI za kratkoročne vloge in tržne instrumente**

(odstotki na leto)



Vir: ECB.

Nasprotno je letna stopnja rasti kratkoročnih hranilih vlog (tj. vlog na odpoklic z odpovednim rokom do vključno treh mesecev) med letom močno padla.

Pojasnilo za to različno dinamiko kratkoročnih vlog, vključenih v M3, ki je bila značilna za leto 2006, lahko iščemo v vse večjih razlikah med donosi vezanih vlog (ki so od konca leta 2005 na splošno rasli skladno z obrestnimi merami denarnega trga) in donosi vlog čez noč (ki so se, skladno z zgodovinskim vzorcem, počasneje in skromneje odzivali na povečanja tržnih obrestnih mer) (glej graf 6). To je povzročilo prerazporeditev portfeljev iz vlog čez noč v vezane vloge, kar je zmanjšalo rast M1, na rast M3 kot celote pa je le malo vplivalo. Na splošno so ta gibanja pokazala, da so imela zvišanja ključnih obrestnih mer ECB, ki so se začela decembra 2005, opazen vpliv na denarna gibanja v letu 2006, čeprav v glavnem v obliki zamenjave med komponentami M3 in ne toliko na omejevanje njegove rasti.

Letna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3-M2) se je v letu 2006 ravno tako močno povečala in je decembra znašala 12,4% v primerjavi s 3,2% januarja (glej graf 5).

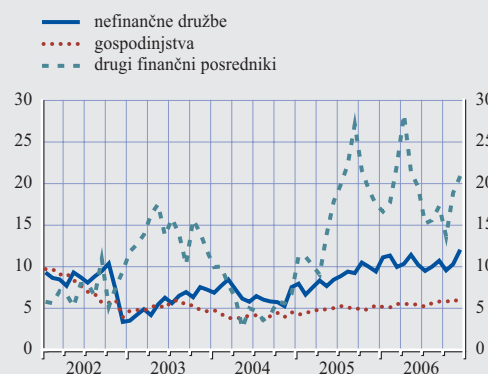
Posledično se je prispevek teh instrumentov k letni stopnji rasti M3 opazno povečal na 1,7 odstotne točke, kolikor je znašal decembra 2006, čeprav so se za tem skrivala dokaj različna gibanja podkomponent. Letna stopnja rasti delnic/točk skladov denarnega trga je bila v prvi polovici leta 2006 nekoliko negativna, preden je v drugi polovici leta spet postala pozitivna. Krepitev rasti delnic/točk skladov denarnega trga tekom leta bi lahko odražala delno normalizacijo povpraševanja po teh instrumentih po podaljšanem obdobju izjemno nizke rasti, ko je prišlo do inverzije preteklih prerazporeditev portfeljev (ki so imele za posledico presežna imetja teh sredstev med letom 2001 in začetkom leta 2003, v obdobju večje gospodarske in finančne negotovosti) in so investitorji dajali prednost bolj likvidnim instrumentom.

Povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih z zapadlostjo do dveh let se je leta 2006 izrazito povečalo, tako da so prav ti razlog za vse večji prispevek tržnih instrumentov k letni rasti M3. Višja stopnja rasti teh kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev je bila delno povezana z rastjo kratkoročnih obrestnih mer tekom leta. Kratkoročni dolžniški vrednostni papirji se namreč v glavnem obrestujejo po spremenljivi obrestni meri, kar imetniki izkoriščajo v primeru porasta obrestnih mer tako, da jih unovčijo še pred zapadlostjo.<sup>1</sup> Letna stopnja rasti pogodb o povratnem odkupu se je sredi leta 2006 tudi nekoliko okrepila, čeprav je bila kratkoročno precej volatilna.

Sektorska analiza kratkoročnih vlog in pogodb o povratnem odkupu (tj. dveh najširših agregatov komponent M3, za katera so še na razpolago zanesljivi podatki po sektorjih imetnika) pove, da so gospodinjstva tudi v letu 2006 največ prispevala k močni denarni rasti. To odraža velik delež sektorja gospodinjstev v skupnih kratkoročnih vlogah. Letna stopnja rasti denarnih imetij gospodinjstev je vztrajno sledila navzgor usmerjenemu trendu vse od začetka leta 2004 (glej graf 7), navkljub zadnja leta visokim donosom konkurenčnih sredstev (kot so lastniški vrednostni papirji in nepremičnine), pa je vendar

**Graf 7 Kratkoročne vloge in repo pogodbe MFI, ki se nanašajo na zasebni sektor**

(medletne spremembe v odstotkih; nedesezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

Opomba: Sektor poročanja vključuje MFI brez Eurosistema. Poleg tega tudi niso vključene denarne obveznosti centralne države (pošte, zakladništva).

ostala izrazito nižja od stopenj rasti denarnih imetij drugih zasebnih sektorjev.

Leta 2006 je bila letna rast denarnih imetij nefinančnih družb blizu 10% in je k živahni rasti kratkoročnih vlog in pogodb o povratnem odkupu prispevala kakšno četrtno. Velika donosnost, robustne poslovne naložbe ter živahna aktivnost na področju združitvev in prevzemov so bili glavni dejavniki, ki so spodbujali močno povpraševanje podjetij po likvidnih sredstvih.<sup>2</sup>

Relativno visoka stopnja volatilnosti, ki je bila v letu 2006 značilna za rast M3 kot celote, je bila pretežno posledica gibanja imetij vlog nedenarnih finančnih posrednikov brez zavarovalnic in pokojninskih skladov (tj. „drugih finančnih posrednikov“ ali sektorja DFP). DFP so v zadnjem desetletju postali precej pomemben imetnik denarnih sredstev. To je povezano s finančno deregulacijo in

<sup>1</sup> Za več podatkov glej okvir z naslovom „Developments in short-term debt securities within M3“, ECB Monthly Bulletin, januar 2007.

<sup>2</sup> Za več podatkov glej tudi članek z naslovom „Sectoral money holding: determinants and recent developments“, ECB Monthly Bulletin, avgust 2006.

liberalizacijo ter posledičnim razvojem globljih in bolj likvidnih trgov vrednostnih papirjev. Njihov vse večji pomen je še posebej opazen od sredine leta 2004 dalje (glej okvir 1, ki obravnava vse pomembnejšo vlogo DFP pri oblikovanju denarne dinamike).

#### Okvir 1

### VLOGA DRUGIH FINANČNIH POSREDNIKOV PRI DENARNI DINAMIKI

Denar, ki ga imajo nedenarni finančni posredniki, je v zadnjem desetletju vse pomembnejši pri analizi denarnih gibanj<sup>1</sup>. To še zlasti drži za sektor „drugih finančnih posrednikov“ (DFP), tj. nedenarnih finančnih posrednikov brez zavarovalnic in pokojninskih skladov. Vse pomembnejša vloga tega sektorja pri denarni analizi delno odraža finančno liberalizacijo in inovacije ter s tem povezan razvoj globljih in bolj likvidnih trgov vrednostnih papirjev. Vse večji pomen sektorja DFP je zlasti opazen od srede leta 2004 dalje, in sicer kot njegov vse večji prispevek k letni stopnji rasti kratkoročnih vlog vključno s pogodbami o povratnem odkupu (s skupnim imenom vloge M3) – najširšega agregata komponent M3, za katerega je še na voljo razčlenitev po sektorjih. V letu 2006 je prispevek sektorja DFP k 8,1% povprečni letni stopnji rasti znašal 1,8 odstotnih točk. Glede na povedano v tem okviru obravnavamo vlogo DFP pri denarni dinamiki v zadnjih nekaj letih.

### Narava sektorja DFP in njegovega povpraševanja po denarju

Sektor DFP običajno nudi finančne storitve gospodinjstvom in nefinančnim družbam oziroma v lastnem imenu trguje na finančnih trgih. Sektor DFP vključuje tudi institucije, ki so jih ustanovile MFI, da bi omogočile listinjenje posojil v svojih bilancah stanja. Sektor DFP je zato heterogen, saj vključuje vrsto zelo različnih subjektov, na primer investicijske sklade, družbe, ki se ukvarjajo s posojanjem, lizingom in faktoringom, družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev (FVC) ter posrednike z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti. Ta heterogenost vpliva na finančne odnose med DFP in MFI ter tako na vzorec denarnih imetij DFP. Medtem ko so lizing družbe običajno neto posojilojemalci sektorja MFI, pa so investicijski skladi in faktoring družbe običajno neto deponenti. Neto pozicija drugih institucij, ki spadajo v sektor DFP, je manj jasna.

Zdi se, da povpraševanje DFP po denarju odraža portfeljske motive in je zato odvisno od relativnih stopenj donosa, ki jih DFP lahko dobijo za svoj denar, obveznice, delnice in nepremičnine (na primer fizični kapital, primarne surovine in zemljo). Poleg tega je povpraševanje DFP po transakcijskem denarju verjetno tesno povezano s poravnavo finančnih transakcij in ne toliko z nakupom blaga ali storitev.

### Imetja DFP v obliki vlog in posojil MFI

Da bi ocenili, kako narava DFP in njihovi motivi za denarna imetja vplivajo na denarna gibanja, bi bilo koristno pogledati njihov prispevek h gibanju komponent M3 (kratkoročnih vlog in pogodb o povratnem odkupu) in protipostavk M3 (dolgoročnejših vlog in posojil MFI).

Če najprej pogledamo komponente M3, opazimo, da se tesna povezava med imetji vlog DFP in gibanji na kapitalskem trgu odraža v precejšnjem deležu, ki ga v njihovih skupnih imetjih

1 Glej članek z naslovom „Sectoral money holding: determinants and recent developments“, ECB Monthly bulletin, avgust 2006.

vlog M3 predstavljajo pogodbe o povratnem odkupu (repo pogodbe). Repo pogodbe predstavljajo eno četrtno skupnih imetij vlog M3, ki jih ima sektor DFP, kar je veliko več, kot znaša delež nefinančnega zasebnega sektorja. Repo posli se sklepajo zaradi izposoje vrednostnih papirjev oziroma zagotovitve likvidnosti. Brez njih bi bila marsikatera strategija sodobnega finančnega inženiringa, ki se jih poslužujejo institucionalni investitorji, težko izvedljiva.

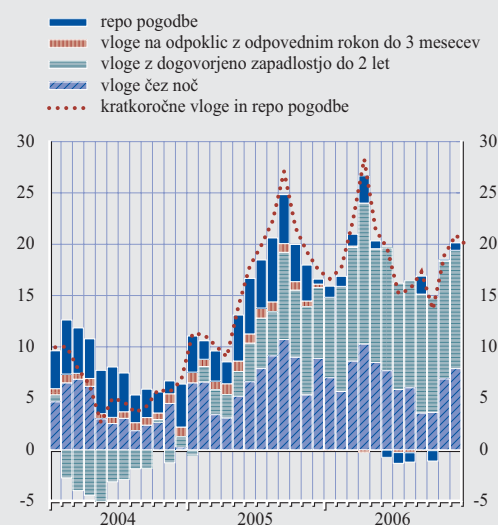
Vendar pa precejšnji prispevek repo pogodb k letni stopnji rasti vlog M3 DFP v letu 2005 (glej graf A) delno odraža tudi dejstvo, da kreditne institucije svojih aktivnosti denarnega trga ne opravljajo več z neposrednim medbančnim trgovanjem, pač pa preko elektronskih platform za trgovanje. Veliko teh platform za trgovanje imajo v upravljanju klirinške hiše, zaradi česar so tudi te del sektorja DFP.<sup>2</sup> Ekonomsko gledano transakcije, ki so se prej opravljale neposredno med DFP, zdaj pa se sklepajo preko platform v lasti DFP, ostajajo medbančni posli. Statistično gledano pa sedaj povzročajo nastanek terjatev in obveznosti do DFP v konsolidirani bilanci stanja MFI, vključno s postavkami, ki povzročajo rast M3. Zaradi tega je treba pri ocenjevanju posledic denarne rasti na makroekonomska gibanja taka izkrivljanja nedvomno popraviti.

Zadnje čase na imetja vlog M3, ki jih imajo DFP, v veliki meri vplivajo njihova imetja kratkoročnih vlog (vlog z dogovorjeno zapadlostjo do vključno dveh let). To je opazno tudi pri imetjih vlog nefinančnega zasebnega sektorja in verjetno odraža prerazporeditev sredstev iz malo donosnih vlog čez noč v vse bolj donosne kratkoročne vezane vloge z le malo daljšo zapadlostjo. V primeru DFP obstajajo nekateri podatki, da je povečanje imetij teh vlog morda povezano s pripravami DFP na „Basel II“, in sicer v smislu, da DFP opravljajo dodatno sintetično listinjenje z uporabo FVC, ki med tovrstnimi transakcijami „parkirajo“ sredstva kot vezane vloge.

2 Glej Monthly Report Deutsche Bundesbank, november 2005.

### Graf A Kratkoročne vloge in repo pogodbe MFI, ki se nanašajo na nemonetarne finančne posrednike

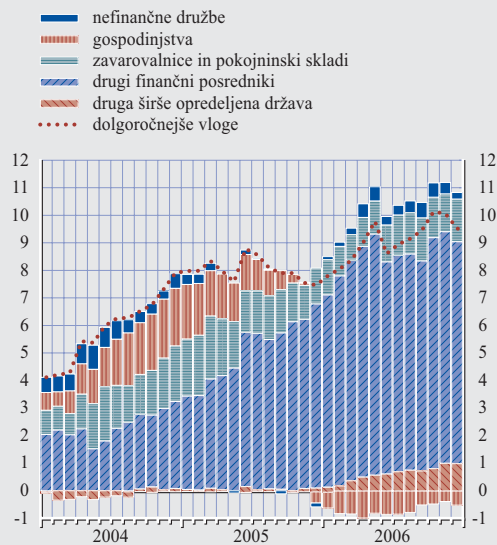
(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah; nedesezonirano in koledarsko neprilagojeno)



Vir: ECB.  
Opombe: Sektor poročanja je sektor MFI brez Eurosistema. Seštevki prispevkov se lahko zaradi zaokroževanja ne ujemajo.

### Graf B Sektorska razčlenitev dolgoročnih vlog MFI

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah; nedesezonirano in koledarsko neprilagojeno)



Vir: ECB.  
Opombe: Sektor poročanja je sektor MFI brez Eurosistema. Seštevki prispevkov se lahko zaradi zaokroževanja ne ujemajo.

Če pogledamo protipostavke M3 vidimo, da lahko z rastjo imetij DFP skoraj v celoti pojasnimo letno rast dolgoročnejših vlog MFI (v letu 2006 okrog 90%; glej graf B) in s tem tudi precej gibanj dolgoročnejših finančnih obveznosti MFI (brez kapitala in rezerv), ki vključujejo dolžniške vrednostne papirje MFI z zapadlostjo nad 2 letoma in vloge z dogovorjeno zapadlostjo nad 2 letoma ali na odpoklic z odpovednim rokom nad 3 mesece. Močna rast dolgoročnejših vlog odraža dejavnike, ki so povezani s spreminjanjem narave finančnega posredništva.

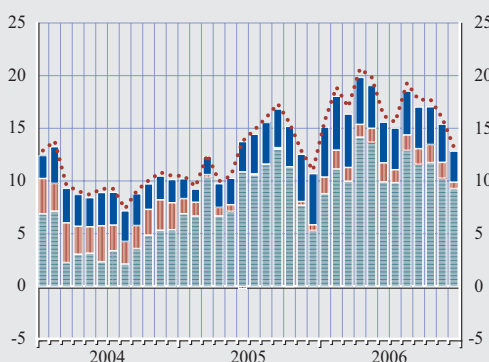
Primer takega dejavnika je vse večja raba listinjenja, postopka, v katerem so FVC eden ključnih akterjev. S prenosom olistinjenega posojila iz bilance stanja MFI v bilanco stanja FVC (ko se torej zgodi listinjenje z „resnično prodajo“), to običajno nima takojšnjega vpliva na gibanje dolgoročnejših finančnih obveznosti MFI. Če pa olistinjeno posojilo ostane v bilanci stanja MFI (tj. pri sintetičnem listinjenju), se tveganje prenese na FVC, ki izda s premoženjem zavarovane vrednostne papirje in iztržek običajno varno naloži, tudi v dolgoročneje vloge MFI ali dolgoročneje dolžniške vrednostne papirje MFI (za katere pa ni podatkov o imetnikih po sektorjih).<sup>3</sup> Zakonodajne spremembe, ki se na primer nanašajo na uvedbo Mednarodnih računovodskih standardov, in davčne spremembe v državah euroobmočja so MFI v zadnjih letih pripravile k povečanju obsega sintetičnega listinjenja – zaradi česar so se povečale dolgoročneje finančne obveznosti MFI med imetji DFP.

Če pogledamo še stran protipostavk ugotovimo, da DFP na denarna gibanja vplivajo tudi s svojim povpraševanjem po posojilih. Prispevek DFP k letni rasti posojil zasebnemu sektorju se je povečal s 0,5 odstotne točke sredi leta 2004 na 1,25 odstotne točke v drugi polovici leta 2006. Povpraševanje DFP po posojilih se v glavnem nanaša na zapadlosti, krajše od enega leta, in le v manjši meri na zapadlosti, daljše od 5 let (glej graf C). Kratkoročna narava zadolževanja DFP kaže, da se ti delno zadolžujejo tudi zato, da bi premostili finančno vrzel. Tako se na primer v postopku sintetičnega listinjenja taka kratkoročna posojila lahko uporabijo za uravnavanje denarnih tokov med nakupom sredstev in dokončanjem dolgoročnejšega financiranja. Drugi vir močnega povpraševanja DFP po kratkoročnih posojilih pa je migracija iz neposrednega medbančnega trgovanja v elektronske platforme za trgovanje. Zaradi vrinjenja elektronske platforme za trgovanje se repo posli sedaj ločijo na dve neodvisni transakciji: prvotno pogodbo o povratnem odkupu in izravnalno transakcijo („pogodbo o povratni prodaji“), ki v bistvu predstavlja kratkoročno posojilo MFI platformi za trgovanje.

**Graf C Posojila MFI drugim nedenarnim finančnim posrednikom**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah; nedesezonirano in koledarsko neprilagojeno)

- posojila DFP z zapadlostjo nad 5 let
- posojila DFP z zapadlostjo od 1 letom in do 5 let
- posojila DFP z zapadlostjo do 1 leta
- posojila DFP skupaj



Vir: ECB.  
Opomba: Seštevki prispevkov se lahko zaradi zaokroževanja ne ujemajo.

<sup>3</sup> Odgovor na vprašanje, ali to pomeni negativen vpliv na denarne agregate, je odvisen od tega, kdo je kupec s premoženjem zavarovanega vrednostnega papirja in kako se nakup financira. Na primer: če s premoženjem zavarovan vrednostni papir kupi nerezident, se bo to sprva odrazilo v povečanju vlog sektorja DFP in izboljšanju neto tuje aktive MFI. Če pa s premoženjem zavarovan vrednostni papir kupi zavarovalnica, ki pošel financira s kratkoročnimi vlogami, FVC pa sredstva drži v varnih in zelo likvidnih naložbah, so posledice na agregatna denarna gibanja nevtralne.



Povpraševanje DFP po dolgoročnejših posojilih verjetno odraža aktivnost finančnih družb, ki nudijo posojila nefinančnemu sektorju, čeprav so morda v nekaterih primerih tudi v listinjenju udeležene FVC najele posojila z zapadlostjo nad pet let.

### **Posledice denarnih imetij DFP na tveganja za cenovno stabilnost**

Narava denarnih imetij DFP se običajno nekoliko razlikuje od narave denarnih imetij gospodinjstev ali nefinančnih družb. Zaradi tega njihov vpliv na gospodarsko aktivnost in cene morda ni tako očiten. Vendar pa moramo sektor DFP vseeno upoštevati pri analizi inflacijskih tveganj, ki izhajajo iz denarnih gibanj, ker DFP na gospodarska gibanja vplivajo prek svojih finančnih povezav z drugimi sektorji, če podjetjem ali gospodinjstvom omogočajo spreminjanje njihovih vzorcev trošenja in varčevanja. V tem pogledu denarna imetja DFP prav verjetno vsebujejo informacije, pomembne na srednji do daljši rok, ki bi jih sicer spregledali, če bi sektor imetnikov denarja analizirali brez te skupine.

Pomen denarnih agregatov za analizo temelji na dejstvu, da vključujejo kompleksne substitucijske procese, ki zadevajo najraznovrstnejša sredstva in vplivajo na neopazno premijo za likvidnost in tveganje. Ti premiji vplivata na sposobnost gospodinjstev in podjetij za najemanje ali dajanje posojil, tj. za prehitevanje ali odlašanje s trošenjem. Ker DFP profesionalno upravljajo s tveganjem, se lahko lotijo poslov, na primer zagotavljanja likvidnosti s kupovanjem hipotekarnih in podjetniških kreditnih portfeljev ali s faktoringom, ki so za nespecializirane vlagatelje preveč tvegani. Nedavna rast vlog in posojil DFP morda do določene mere odraža enkratno strukturno prilagoditev delovanja finančnega sistema. Vendar pa ciklični učinki, povezani z zelo nizko ravnjo obrestnih mer – ki investitorje spodbujajo k iskanju donosov –, morda večajo privlačnost določenih naložb DFP, ki zagotavljajo likvidnost.

Empirični dokazi kažejo, da gibanja imetij vlog DFP povečujejo kratkoročno volatilito rasti denarja in s tem morda otežujejo oceno temeljne denarne dinamike. Poleg tega pa širše sektorsko zajetje denarnega agregata zmanjšuje sogibanje trendne rasti denarja in inflacije. Vendar pa obstajajo tudi dokazi, da temeljna gibanja širšega denarnega agregata, ki vključuje tudi imetja vlog DFP, omogoča zgodnejše ugotavljanje preobratov v gibanju inflacije.<sup>4</sup> Ta ugotovitev nas navaja na misel, da imetja vlog DFP morda vsebujejo informacije, ki jih drugi sektorji ne zagotavljajo, so pa lahko pomembne pri ocenjevanju tveganj za cenovno stabilnost.

Če zaključimo, pomen DFP za denarna gibanja se je v zadnjem desetletju precej povečal. Poglobljanje svetovnih finančnih trgov ob hkratnih procesih finančne integracije in inovacij v euroobmočju kaže, da se bo ta pomen še večal. Povpraševanje DFP po denarju je torej treba skrbno analizirati in ocenjevati, da bi lahko v realnem času iz denarnih gibanj razbrali signale, pomembne za oceno tveganj za cenovno stabilnost. Podatki, ki jih trenutno zagotavljajo DFP, takšnega analiziranja in ocenjevanja ne omogočajo v celoti. Vendar se obsežnejši podatki že pripravljajo.

<sup>4</sup> Glej tudi okvir z naslovom „Sektorska denarna imetja in informativna vsebina denarja v zvezi z inflacijo“, Mesečni bilten ECB, september 2006.

## RAST POSOJIL MONETARNIH FINANČNIH INSTITUCIJ ZASEBNEMU SEKTORJU SE JE ŠE OKREPILA

Na strani protipostavk je denarna dinamika v letu 2006 pretežno odražala močno rast posojil MFI zasebnemu sektorju (glej graf 8). Še zlasti se je letna stopnja rasti posojil MFI zasebnemu sektorju povečala na začetku leta 2006, nakar se je večino preostanka leta zadrževala okrog ravni, ki je bila nekoliko nad 11%. Proti koncu leta je začela kazati določene znake umirjanja, čeprav je bila še vedno živahna. Še naprej močno povpraševanje po posojilih je slonelo na nizkih obrestnih merah, ugodnih posojilnih pogojih, ki jih je potrdil pregled bančnih posojil Eurosistema, močnejši gospodarski aktivnosti in robustnih gibanjih nepremičninskih trgov v večini euroobmočja. Majhna upočasnitev rasti posojil konec leta kaže, da zvišanja ključnih obrestnih mer ECB morda le začenjajo vplivati na dinamiko zadolževanja.

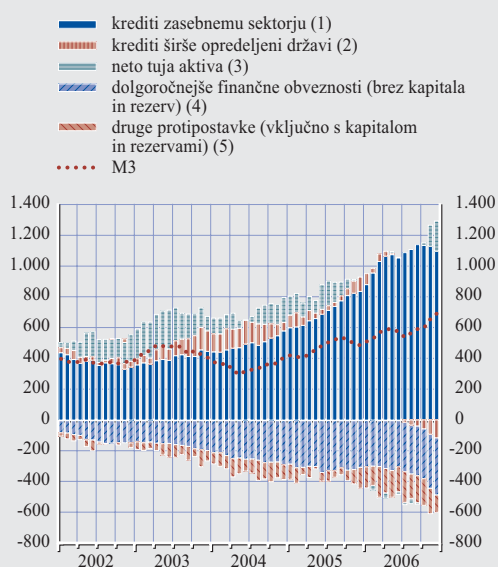
Močna dinamika posojil MFI zasebnemu sektorju je na splošno temeljila na podobnih gibanjih v vseh glavnih nedenarnih sektorjih, čeprav so ta sledila nekoliko različnim vzorcem. V prvi polovici leta 2006 je k rasti posojil zasebnemu sektorju še največ prispevalo povpraševanje gospodinjstev. Vendar pa se je od maja 2006 dalje rast stanovanjskih posojil upočasnila, ker so ponekod v euroobmočju hipotekarne obrestne mere zrasle, stanovanjski trgi pa so se ohladili. Rast posojil nefinančnim družbam se je še pospeševala, kar je bilo verjetno povezano s še naprej močnimi poslovnimi naložbami ter združitvami in prevzemi (več podrobnosti v spodnjem razdelku, ki obravnava povpraševanje nefinančnih družb po zunanjem financiranju). Posledično je v drugi polovici leta k rasti posojil največ prispeval nefinančni podjetniški sektor.

Med ostalimi protipostavkami M3 je v letu 2006 letna rast dolgoročnejših finančnih obveznosti (brez kapitala in rezerv) MFI ostala močna in se proti koncu leta celo okrepila.

Letni tok neto tuje aktive MFI je v prvih treh četrtletjih leta 2006 nihal okrog nič v relativno ozkem pasu, kar je pomenilo, da se je negativni

Graf 8 Protipostavke M3

(letni tokovi; milijarde EUR; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

Opomba: M3 je prikazan zgolj za referenco ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Dolgoročnejsše finančne obveznosti (brez kapitala in rezerv) so prikazane z nasprotnim predznakom, ker so obveznosti sektorja MFI.

učinek izrazitih padcev neto tuje aktive MFI na letno dinamiko M3, opažen v drugi polovici leta 2005, izgubil. Plačilnobilančni podatki kažejo, da so na splošno nevtralna gibanja neto tuje aktive MFI v prvih treh četrtletjih 2006 prikrivala postopno krepitev neto portfeljskih naložb in neposrednih tujih naložb v euroobmočju. To je bilo v glavnem povezano z gospodarskimi izgledi euroobmočja, ki so se od začetka leta izboljšali, apreciacijo deviznega tečaja eura do ameriškega dolarja in ožanjem obrestne razlike med ZDA in euroobmočjem na krajšem koncu krivulje donosnosti, ki smo mu bila priča tekom leta.

Proti koncu leta 2006 je letni tok neto tuje aktive MFI postal močno pozitiven in je verjetno imel navzgor usmerjen učinek na letno rast M3 v zadnjih dveh mesecih leta. Močno povečanje kapitalskih pritokov v euroobmočje proti koncu leta 2006 je morda delno odražalo

prevladujoča pričakovanja v zvezi s krepitvijo deviznega tečaja eura.

### LIKVIDNOST JE OSTALA OBSEŽNA

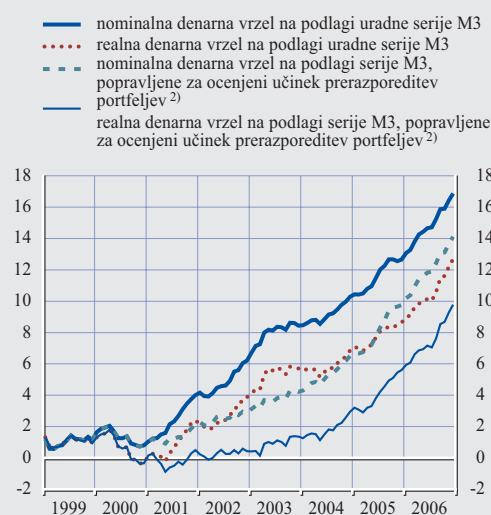
Še naprej močna rast M3 tekom leta 2006 je še povečala že obsežno likvidnost v euroobmočju. Razpoložljivi kazalniki likvidnostne situacije so še naprej rasli (glej graf 9). Tako nominalna denarna vrzel, ki je opredeljena kot razlika med dejansko ravnjo M3 in ravnjo M3, ki bi izhajala iz stalne rasti tega agregata po referenčni stopnji 4,5% vse od decembra 1998 dalje, kot tudi realna denarna vrzel, ki korigira nominalno denarno vrzel za presežno likvidnost, ki so jo absorbirala pretekla cenovna gibanja (tj. skupna odstopanja inflacijskih stopenj od definicije cenovne stabilnosti ECB), sta v letu 2006 še naprej izrazito rasli. Konec leta sta obe merili dosegli najvišje vrednosti vse od začetka tretje faze EMU in nista kazali znakov umirjanja.

ECB redno objavlja tudi podatke o denarni vrzeli, izračunani na podlagi prilagojene časovne vrste M3, s čimer skuša upoštevati tudi ocenjene učinke prerazporeditev portfeljev v denarna sredstva, do katerih je prišlo v obdobju od leta 2001 do leta 2003 zaradi povečane gospodarske in finančne negotovosti<sup>3</sup>. Ker ni kazalo, da bi se inverzija preteklih prerazporeditev portfeljev nadaljevala tudi po prehodni oživitvi v četrtem četrtletju 2005, sta se ti prilagojeni merili tudi v letu 2006 še naprej gibali vzporedno z ustreznima denarnima vrzelma na podlagi uradne časovne serije M3. Ne glede na to sta merili denarne vrzeli na podlagi popravljenih časovnih serij ostali precej nižji kot tisti na podlagi uradne časovne serije. Pri ocenjevanju teh kazalnikov likvidnostne situacije je treba upoštevati, da gre zgolj za ocene, in da so torej nepopolni in jih je kot take treba obravnavati previdno.

Ne glede na negotovost v zvezi s posameznimi ocenami pa slika, ki jo na splošno slikajo ti kazalniki, kaže na nadaljnje akumuliranje likvidnosti v letu 2006, kar nekako potrjuje mnenje, da je likvidnost obsežna.

### Graf 9 Ocene denarne vrzeli<sup>1)</sup>

(kot odstotek ustreznega merila obsega M3; desezonirano in koledarsko prilagojeno; december 1998 = 0)



Vir: ECB.

1) Nominalna denarna vrzel je opredeljena kot razlika med dejansko ravnjo M3 in ravnjo M3, ki bi izhajala iz stalne rasti tega agregata po referenčni stopnji 4,5% vse od decembra 1998 dalje. Realna denarna vrzel je opredeljena kot razlika med dejansko ravnjo M3, deflacirano s HICP in deflacirano ravnjo M3, ki bi izhajala iz stalne nominalne rasti M3 v skladu z njeno referenčno vrednostjo 4,5% in inflacije po HICP v skladu z opredelitvijo stabilnosti cen ECB, pri čemer se kot bazno obdobje upošteva december 1998.

2) Ocene obsega prerazporeditev portfeljev v M3 so izračunane po postopku, opisanem v članku z naslovom „Monetary analysis in real time“, Monthly bulletin ECB, oktober 2004.

### OBRETNOSTNE MERE DENARNEGA TRGA SO SE POVEČALE PO ZVIŠANJU KLJUČNIH OBRETNOSTNIH MER ECB

Tekom leta 2006 so obrestne mere v celotnem razponu ročnosti zrasle, v skladu z zvišanjem ključnih obrestnih mer ECB, do katerih je prihajalo med letom. Gladko gibanje obrestnih mer denarnega trga, skupaj z njihovo na splošno nizko ravnjo volatilitnosti, kaže na to, da so udeleženci trga dobro predvideli ukrepe denarne politike, kar je odraz preglednosti in predvidljivosti sklepov ECB o denarni politiki.

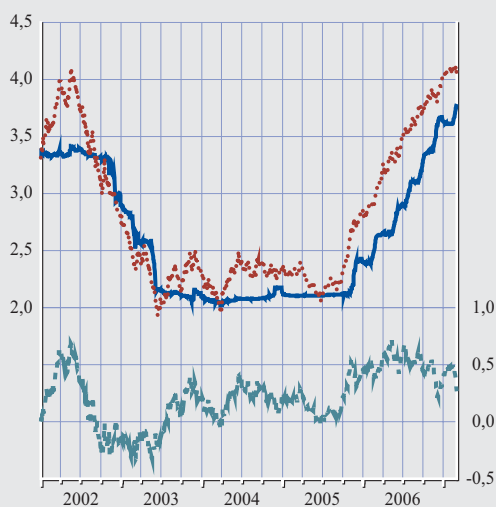
Potem ko je Svet ECB dve leti in pol držal ključne obrestne mere ECB na zgodovinsko nizki ravni, jih je decembra 2005 zvišal za

<sup>3</sup> Glej članek z naslovom „Monetary analysis in real time“, Monthly bulletin ECB, oktober 2004.

**Graf 10 Obrestne mere in naklon krivulje donosnosti denarnega trga v euroobmočju**

(odstotki na leto; odstotne točke; dnevni podatki)

- 1 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)

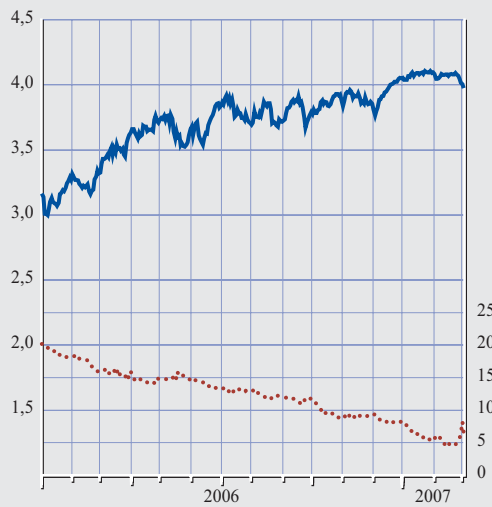


Vir: Reuters.

**Graf 11 Obrestne mere terminskih pogodb na 3 mesečni EURIBOR in implicitna volatilnost, ki jo izražajo opcije na terminske pogodbe**

(odstotki na leto; bazne točke; dnevni podatki)

- terminske pogodbe na 3 mesečni EURIBOR z zapadlostjo junija 2007 (lestvica na levi strani)
- ..... implicitna volatilnost, ki jo izražajo opcije na terminske pogodbe na 3 mesečni EURIBOR z zapadlostjo junija 2007 (lestvica na desni strani)



Vira: Reuters in Bloomberg.

25 bazičnih točk. Tekom leta 2006 jih je v korakih po 25 bazičnih točk nato zvišal še petkrat. Skladno s temi zvišanji so tekom leta vztrajno rasle tudi obrestne mere denarnega trga v celotnem razponu ročnosti. Tako so 2. marca 2007 enomesečne in dvanajstmesečne obrestne mere znašale 3,79% in 4,05%, tj. 139 in 119 bazičnih točk več kot na začetku januarja 2006.

Če bolj od blizu pogledamo gibanja tekom leta 2006 ugotovimo, da so obrestne mere denarnega trga za daljše zapadlosti rasle do začetka novembra (glej graf 10). Novembra so nekoliko padle, kar je bilo povezano s pričakovanji, da bo Svet ECB upočasnil omejevanje akomodativne denarne politike. Vendar pa so decembra ponovno zrasle, še zlasti po zadnji seji Sveta ECB v letu 2006, po prelomu leta pa so se na splošno stabilizirale. Kratkoročnejše obrestne mere so se obnašale v nasprotju s temi gibanji in nepretrgoma rasle vse leto, ne da bi se njihov navzgor usmerjeni trend za trenutek obrnil.

Med januarjem in sredino maja 2006 je naklon krivulje donosnosti denarnega trga, merjen z razliko med dvanajstmesečnim in enomesečnim EURIBOR, postal strmejši in 12. maja dosegel 71 bazičnih točk. Med julijem in oktobrom 2006 je nato postal položnejši in se ustalil na ravni okrog 50 bazičnih točk. Od prvega tedna v novembru 2006 do par dni pred sejo Sveta ECB na dan 7. decembra 2006 je bilo opaziti, da postaja izrazito položnejši, skladno s prehodnim padcem dvanajstmesečne obrestne mere. Po seji Sveta ECB dne 7. decembra je naklon krivulje donosnosti denarnega trga postopoma postajal strmejši in se po prelomu leta ustalil na ravni okrog 45 bazičnih točk, preden je na začetku marca 2007 padel na okrog 30 bazičnih točk.

Obrestne mere, izhajajoče iz terminskih pogodb na trimesečni EURIBOR, na splošno kažejo podobno sliko. Te obresti so med januarjem in novembrom 2006 vztrajno rasle z izjemo obdobja med sredo maja in koncem junija (glej graf 11). Novembra so padle, vendar so

decembra spet izrazito zrasle. Tako je 2. marca 2007 trimesečna obrestna mera iz terminske pogodbe z zapadlostjo junija 2007 znašala 3,97%, tj. 81 bazičnih točk več kot na začetku januarja 2006.

Tekom leta 2006 je bila njihova implicitna volatilitnost na podlagi opcij na terminske pogodbe na trimesečni EURIBOR na splošno neizrazita. Med januarjem in decembrom se je postopoma zmanjševala, kar kaže na visoko stopnjo predvidljivosti sklepov ECB o denarni politiki za udeležence denarnega trga. Edini izjemi sta bili manjše povečanje volatilitnosti v maju in splošna stabilizacija med koncem oktobra in začetkom decembra, povezana z zgoraj omenjeno negotovostjo glede prihodnjih gibanj ključnih obrestnih mer, ki je vladala pred decembrsko sejo Sveta ECB. Po tej seji je implicitna volatilitnost vztrajno padala in sledila negativnemu trendu, ki se je obrnil le nekaj dni pred sejo Sveta ECB marca 2007.

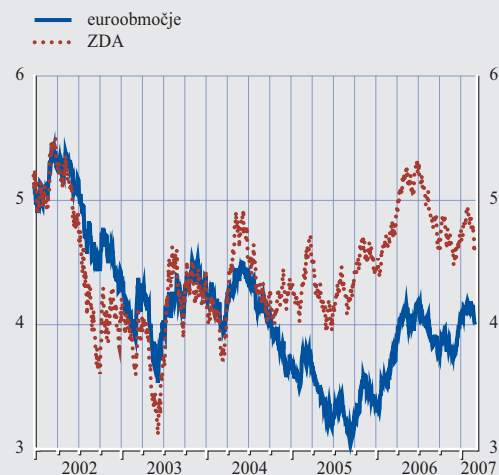
#### DONOSI DOLGOROČNIH OBVEZNIC EUROOBMOČJA SO V LETU 2006 OŽIVELI

V letu 2006 so donosi dolgoročnih obveznic v euroobmočju še naprej rasli, potem ko so konec leta 2005 dosegli zgodovinsko nizko raven. Na splošno so donosi desetletnih državnih obveznic euroobmočja v letu 2006 zrasli za 70 bazičnih točk in proti koncu leta dosegli blizu 4,0% (glej graf 12). Zdi se, da je ta oživitev dolgoročnih obrestnih mer pretežno odražala rastoči optimizem investitorjev glede izgledov gospodarstva euroobmočja. To domnevo podpira tudi donos na inflacijo vezanih državnih obveznic z zapadlostjo leta 2015 – ta je merilo dolgoročnih realnih obrestnih mer –, ki se je med koncem leta 2005 in koncem decembra 2006 povečal za 60 bazičnih točk. Nasprotno pa so se desetletne izvedene inflacijske stopnje, ki merijo inflacijska pričakovanja tržnih udeležencev in s tem povezano premijo za tveganje, v tem obdobju le malo spremenile.

V prvi polovici leta 2006 so donosi dolgoročnih obveznic zelo zrasli na obeh straneh Atlantika. Tako v euroobmočju kot v ZDA so donosi

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

(odstotki na leto; dnevni podatki)



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

obveznic z desetletno zapadlostjo med koncem decembra 2005 in koncem junija 2006 zrasli za okrog 80 bazičnih točk. Pri obrestnih merah euroobmočja je ta obrat navzgor poleg običajno močne mednarodne povezanosti obrestnih mer odražal tudi odziv trgov na objavo podatkov o gospodarski aktivnosti in poslovni klimi. Te so vlagatelji na splošno razumeli kot kazalnike boljših izgledov za rast euroobmočja. V skladu s takšno razlago je tudi relativno močna oživitev nominalnih donosov obveznic v prvi polovici leta 2006, ki jo je pretežno gnalo povečanje realne komponente obrestnih mer. Proti koncu junija pa se je na splošno navzgor usmerjen trend donosov obveznic euroobmočja in ZDA končal.

Padeč donosov dolgoročnih obveznic, ki je sledil v tretjem četrtletju, ponovno skoraj istočasno na obeh straneh Atlantika, je bil delno povezan z nestabilnostjo delniških trgov, ki se je začela maja in pripravila globalne investitorje k temu, da so se začasno zatekli v relativno varnost likvidnih produktov s fiksnim donosom. Poleg tega je na svetovne izgleda za rast verjetno vplival tudi velik porast cen nafte v luči geopolitičnih napetosti na Srednjem vzhodu. Hkrati je možno, da so na donose dolgoročnih

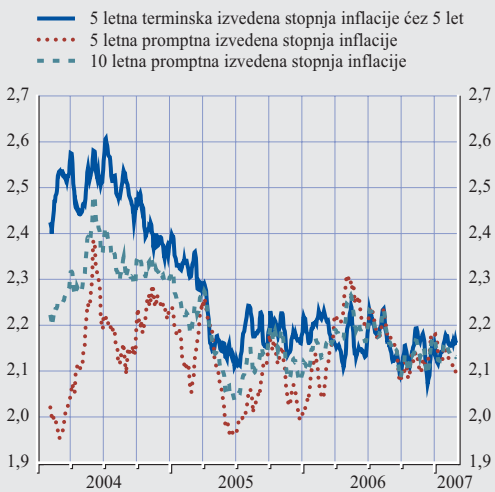
obveznic euroobmočja do določene mere, prek običajno močnega mednarodnega prenosa šokov po obvezniških trgih, vplivali tudi prvi znaki upočasnjevanja gospodarstva ZDA, ki so potiskali ameriške obrestne mere v vsem razponu ročnosti odločno navzdol. Proti koncu leta 2006 so donosi dolgoročnih obveznic euroobmočja oživili, hkrati z objavo ugodnih podatkov o gospodarski aktivnosti v euroobmočju.

Navkljub splošnemu povečanju donosov dolgoročnih obveznic euroobmočja je krivulja donosnosti euroobmočja v letu 2006 postala bolj položna. To se je odrazilo v ustreznem zmanjšanju „razlike zaradi ročnosti“, ki se meri kot razlika med donosom na desetletno državno obveznico in trimesečnim EURIBOR. Ta razlika je tekom leta 2006 padla za kakšnih 50 bazičnih točk in do konca leta dosegla relativno nizko raven kakšnih 30 bazičnih točk. Izravnava krivulje donosnosti euroobmočja v letu 2006 je potekala postopoma, sočasno s petimi zaporednimi zvišanji ključnih obrestnih mer ECB. Zgodovinsko gledano je majhna – in še zlasti negativna – razlika zaradi ročnosti (ali „inverzna krivulja donosnosti“) pogosto naznanjala skorajšnje upočasnitev gospodarske aktivnosti ali celo recesijo. Vendar je treba izravnavanje krivulje donosnosti euroobmočja v letu 2006 tolmačiti v luči premije za tveganje, ki je vključena v donose dolgoročnih obveznic. Zdi se, da so premije za tveganje obvezniških trgov v zadnjih dveh letih dosegle izjemno nizko raven. Če upoštevamo to njihovo zelo nizko raven, se razlika zaradi ročnosti konec leta 2006 nič več ne zdi zelo majhna.<sup>4</sup>

Zdi se, da so v letu 2006 dolgoročna inflacijska pričakovanja tržnih udeležencev in z njimi povezane premije za tveganje, ki so se odražala v izvedenih inflacijskih stopnjah, ostala na splošno nespremenjena in stabilna na ravni nekoliko nad 2% letno. Podatke o inflacijskih pričakovanjih in povezanih premijah za tveganje v določenih obdobjih lahko dobimo z razčlenitvijo desetletnih izvedenih inflacijskih stopenj na petletne izvedene inflacijske stopnje in petletne implicitne terminske inflacijske stopnje za pet let vnaprej, ki jih

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

(odstotki na leto; 5 dnevno drseče povprečje dnevni podatkov)



Viri: Reuters, Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.

dobimo iz ocenjenih struktur ročnosti izvedenih inflacijskih stopenj (glej graf 13).<sup>5</sup> Razčlenitev pokaže, da so bila relativno stabilna srednjeročna do dolgoročna inflacijska pričakovanja, ki jih je odražal premik v stran petletnih implicitnih terminskih izvedenih inflacijskih stopenj za pet let vnaprej, povezana z bolj volatilnim gibanjem kratkoročnih do srednjeročnih inflacijskih pričakovanj. Dejansko so kratkoročna do srednjeročna inflacijska pričakovanja, merjena s petletno izvedeno inflacijsko stopnjo, v prvi polovici leta 2006 zrasla za kakšnih 30 bazičnih točk. To povečanje kratkoročnih do srednjeročnih inflacijskih pričakovanj v razmerah porasta cen nafte se je skoraj izravnalo z ustreznim zmanjšanjem v drugi polovici leta 2006. Posledično se je krivulja izvedene inflacije euroobmočja v drugi polovici leta občutno izravnala (glej graf 13).

<sup>4</sup> Glej okvir z naslovom „Nedavna oslabitev krivulje donosnosti v euroobmočju: kakšno vlogo so odigrale premije za tveganja?“, Mesečni bilten ECB, december 2006.

<sup>5</sup> Za podrobnosti ocene glej okvir z nastvom „Estimation of constant-maturity index-linked bond yields and break-even inflation rates for the euro area“, Monthly bulletin ECB, julij 2006.

Implicitna volatilitnost obvezniškega trga euroobmočja se je nekoliko povečala maja in junija 2006, nato pa v drugi polovici leta vztrajno padala. Zdi se, da je začasno povečanje implicitne volatilitnosti obvezniškega trga v maju in juniju odražalo večjo negotovost tržnih udeležencev glede prihodnjih gibanj obrestnih mer v takratnih turbulentnih razmerah na delniških trgih. V zadnjem četrtletju leta 2006 je implicitna volatilitnost obvezniškega trga euroobmočja padla na zgodovinsko nizko raven, kar kaže na dokaj majhno negotovost tržnih udeležencev glede kratkoročnejših gibanj donosov dolgoročnih obveznic.

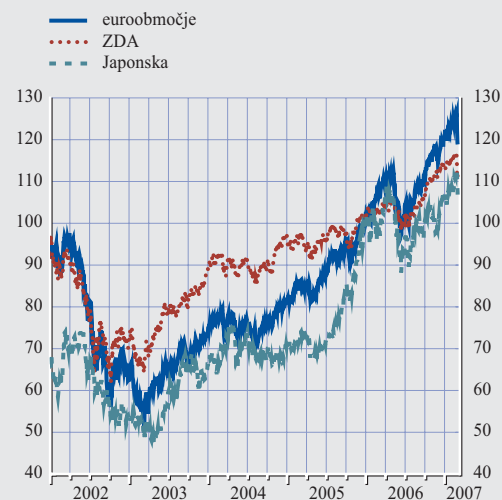
V prvih dveh mesecih leta 2007 so donosi dolgoročnih obveznic euroobmočja ostali na splošno nespremenjeni in 2. marca znašali 4%. Do srede februarja so najprej še porasli na kakšnih 4,2%, nato pa padali. Donosi dolgoročnih obveznic ZDA so tudi padli v drugi polovici februarja. Zdi se, da so ta gibanja v veliki meri povzročale prerazporeditve portfeljev v dolgoročne državne obveznice po načelu „beg v varen pristan“ v razmerah nestabilnosti na svetovnih delniških trgih konec februarja 2007.

### DELNIŠKI TEČAJI EUROOBMOČJA SO LETA 2006 MOČNO ZRASLI

V letu 2006 so delniški tečaji euroobmočja močno zrasli, navkljub manjšim nihanjem, in tako nadaljevali navzgor usmerjeni trend, ki se je začel na začetku leta 2003 (glej graf 14). Indeks Dow Jones EURO STOXX je konec leta pridobil kakšnih 20% v primerjavi s koncem leta 2005 in tako prehitel indeksa Standard & Poor's 500 in Nikkei 225. Na močno rast delniškega trga euroobmočja v primerjavi z rastjo delniških trgov ZDA in Japonske je treba gledati v luči relativno močne apreciacije eura do ameriškega dolarja in japonskega jena v letu 2006. Zdi se, da je negativni učinek apreciacije eura na izgleda za dobičke podjetij euroobmočja v izvozno občutljivih sektorjih več kot ublažila robustnost dejanske in pričakovane rasti njihovih dobičkov, do katere je prišlo v razmerah vse boljnih izgledov za gospodarstvo euroobmočja. Nedavno obdobje hitro rastočih

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

(indeks: 30. december 2005 = 100; dnevni podatki)



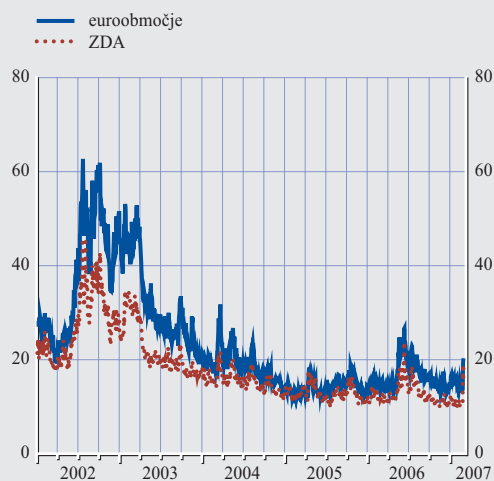
Viri: Reuters, Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.  
1) Široki indeks Dow Jones EURO STOXX za euroobmočje, indeks Standard & Poor's 500 za ZDA in indeks Nikkei 225 za Japonsko.

delniških tečajev se razlikuje od druge polovice devetdesetih let prejšnjega stoletja, saj so tokrat razmerja tečaj-dobiček ostala bližje svojim dolgoročnim povprečjem.

Na splošno močna rast delniškega trga euroobmočja v letu 2006 prikriva prehodno vendar izrazito zmanjšanje delniških tečajev v drugem četrtletju leta. Potem ko je rast delniških tečajev euroobmočja v prvih štirih mesecih leta dosegla dvomestne vrednosti, so ti na začetku maja namreč začeli padati in v naslednjem mesecu padli za kakšnih 13%, potem ko je na svetovnih delniških trgih zavladała nestabilnost. Implicitna volatilitnost delniških trgov v ZDA in euroobmočju, ki kaže na turbulentne tržne razmere, je maja in junija precej zrasla, do ravni, kakršne ni bilo videti vse od leta 2003 in 2004 (glej graf 15). Poleg večje zaznane negotovosti glede delniških trgov, na katero je kazala njihova implicitna volatilitnost, se zdi, da se je v obdobju njihove turbulentnosti zmanjšala tudi želja tržnih udeležencev po tveganju. V odsotnosti bistvenih poslabšanj temeljnih gospodarskih dejavnikov se torej zdi,

**Graf 15 Implicitna volatilitnost delniških trgov<sup>1)</sup>**

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Vir: Thomson Financial Datastream

1) Implicitna volatilitnost za euroobmočje je izmerjena z indeksom VSTOXX, ki se nanaša na indeks Dow Jones EURO STOXX 50, implicitna nestanovitnost za ZDA pa z indeksom VIX, ki se nanaša na indeks Standard & Poor's 500. Oba indeksa odražata pričakovani standardni odklon odstotnih sprememb ustreznih delniških indeksov v obdobju 30 dni.

da je prav ta sprememba želje investorjev po tveganju in njihove zaznave tveganj najbolj verjetna razlaga za prehodni padec delniških tečajev, ki smo mu bili priča v drugem četrtletju leta 2006. Ta razlaga je skladna z mnenjem, da je do velikih popravkov delniških tečajev v euroobmočju prišlo kljub temu, da so analitiki v drugem četrtletju leta 2006 navzgor popravili svoja pričakovanja glede dobičkov. V drugi polovici leta je implicitna volatilitnost delniških trgov ponovno padla na zgodovinsko nizko raven, pri investitorjih pa se je spet obudila želja po tveganju. Zdi se, da je posledično zmanjšanje premije za tveganje, skupaj z vztrajnimi izgledi za solidno rast podjetniških dobičkov, podpiralo močno oživetev delniških tečajev euroobmočja v drugi polovici leta 2006.

Če pogledamo razčlenitev po sektorjih, vidimo, da je bil najuspešnejši sektor v letu 2006 sektor javnih gospodarskih služb, v katerem so delniški tečaji zrasli za več kot 30%. Ta močna rast je bila verjetno posledica intenzivnih združitvev in prevzemov v luči konsolidacije

sektorja gospodarskih javnih služb euroobmočja. Tudi industrijski sektor je bil precej nad skupnim indeksom, podprt zlasti z boljšo poslovno klimo v euroobmočju. V nasprotju z gibanji v letu 2005 pa je bil sektor nafte in plina v letu 2006 pod skupnim indeksom, k čemur so morda prispevala gibanja cen nafte. Tudi zdravstveni sektor, v katerem so dobički običajno manj odvisni od faze gospodarskega cikla, je bil v letu 2006 slabši.

Na začetku leta 2007 so svetovni delniški tečaji še rasli s tempom, primerljivim s tistim iz druge polovice leta 2006. Njihovega navzgor usmerjenega trenda pa je bilo konec 27. februarja 2007, ko je prišlo do ostrega padca delniških tečajev na Kitajskem, čemur so sledili tečaji po vsem svetu. Indeksa Dow Jones EURO STOXX in Standard and Poor's 500 sta tako v nekaj dneh padla za okrog 5% vsak. Oster padec delniških tečajev je izničil poraste v prvih osmih tednih leta, tako da sta bila do 2. marca 2007 oba indeksa nekoliko pod ravnjo, zabeleženo konec leta 2006. Še več, do začetka marca je poskočila implicitna volatilitnost na vseh večjih delniških trgih, kar je verjetno znak precejšnjih popravkov tveganj, povezanih z delniškimi trgi.

#### **ŠE NAPREJ MOČNA RAST FINANCIRANJA GOSPODINJSTEV**

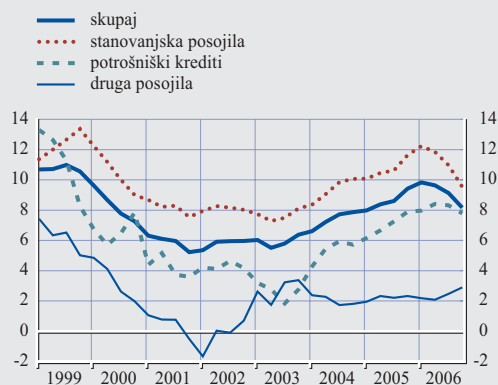
V letu 2006 je zadolževanje gospodinjestev ostalo močno, podprto z ugodnimi pogoji financiranja, živahno dinamiko stanovanjskih trgov in večjim zaupanjem potrošnikov. Rast povpraševanja gospodinjestev po posojilih MFI je v prvih mesecih leta rasla in z letno stopnjo 9,8% višek dosegla spomladi, nakar se je postopoma umirjala in decembra na letni ravni znašala 8,2%. Zadnji razpoložljivi podatki iz četrtletnih finančnih računov euroobmočja, ki se nanašajo na tretje četrtletje 2006, kažejo, da je letna stopnja rasti zadolženosti gospodinjestev pri nedenarnih finančnih institucijah, ki vključujejo DFP ter zavarovalnice in pokojninske sklade, v letu 2006 ostala relativno stabilna okrog ravni 8%.

Če posojila, ki so jih MFI odobrile gospodinjestvom, razčlenimo po namenu, vidimo, da



**Graf 16 Posojila MFI gospodinjstvom**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

lahko moč zadolževanja gospodinjstev še vedno pojasnimo pretežno z robustnim povpraševanjem po stanovanjskih posojilih (glej graf 16). Še naprej močno rast hipotekarnih posojil so omogočale nizke obrestne mere v vsem euroobmočju in živahno gibanje stanovanjskih trgov v številnih regijah, ki je povzročilo veliko povpraševanje po financiranju (glej razdelek 2.3 tega poglavja). Pregled bančnih posojil Eurosistema kaže, da je bila še naprej močna rast stanovanjskih posojil povezana tudi z nižjimi bonitetami, ki so jih banke uporabljale pri odobravanju posojil. Banke so te nižje bonitete pojasnjevale predvsem s konkurenco s strani drugih bank in nebančnih institucij ter manjšim zaznamim tveganjem v zvezi s pričakovano splošno ekonomsko aktivnostjo. Spremembe bonitete so se pretežno pojavljale v obliki nižjih marž za povprečna posojila in daljših zapadlosti.

Spomladi leta 2006 se je letna stopnja rasti stanovanjskih posojil, ki so jih MFI odobrile gospodinjstvom, nekoliko upočasnila v primerjavi s stopnjami nad 12% in decembra znašala 9,5%. To je bilo skladno z zvišanjem hipotekarnih obrestnih mer v primerjavi z zelo nizko ravno predhodnega leta, do katerega je prišlo tekom leta (glej graf 17) v kontekstu zvišanj ključnih obrestnih mer ECB in tržnih obrestnih mer. Posojilna obrestna mera za nova

stanovanjska posojila je bila decembra 2006 tako za 50 do 120 bazičnih točk višja kot konec novembra 2005, tj. pred decembrskim zvišanjem ključnih obrestnih mer ECB. Obrestne mere za posojila s krajšimi začetnimi obdobji fiksiranja obrestne mere so porasle bolj kot tiste za posojila daljših začetnih obdobj fiksiranja. Iz rezultatov ankete o bančnih posojilih, ki jo je opravil Eurosistem, lahko razberemo, da so na povpraševanje po stanovanjskih kreditih negativno vplivali tudi manj optimistični izgledi glede stanovanjskih trgov v drugi polovici leta 2006, kar se je odrazilo tudi v nekoliko šibkejši rasti cen stanovanj in aktivnosti na stanovanjskih trgih v nekaterih prej močnih delih euroobmočja.

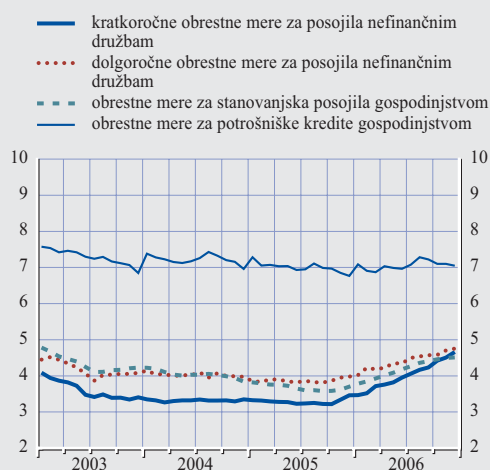
Tudi stopnja rasti potrošniških kreditov se je do sredine leta še naprej krepila, čeprav je bila na nekoliko nižji ravni kot stopnja rasti stanovanjskih posojil. V drugi polovici leta se je nekoliko upočasnila in decembra znašala 7,8%. Rezultati ankete o bančnih posojilih Eurosistema kažejo, da je povpraševanje po potrošniških kreditih spodbujalo predvsem večje zaupanje potrošnikov in njihovi večji izdatki za trajne potrošne dobrine, čeprav je slednji dejavnik do konca leta postal manj pomemben. Poleg tega so banke v letu 2006 znižale boniteto za odobritev potrošniških kreditov, kar pomeni, da so se pogoji na strani ponudbe posojil med letom izboljšali.

#### **ZADOLŽENOST GOSPODINJSTEV JE ŠE NAPREJ NARAŠČALA**

Skladno z visoko dinamiko zadolževanja se je tudi rast koeficienta, ki izraža razmerje med dolgovi gospodinjstev in razpoložljivim dohodkom, nadaljevala v letu 2006 (glej graf 18). Ne glede na to pa je zadolženost gospodinjstev v euroobmočju ostala pod ravno, značilno za številne industrijsko razvite države, zlasti ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko. Breme servisiranja dolga (ki izraža razmerje med plačili obresti in odplačili glavnice ter razpoložljivim dohodkom) se je leta 2006 nekoliko povečalo na račun še vedno živahne rasti posojil in skromnega zvišanja bančnih posojilnih obrestnih mer.

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

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

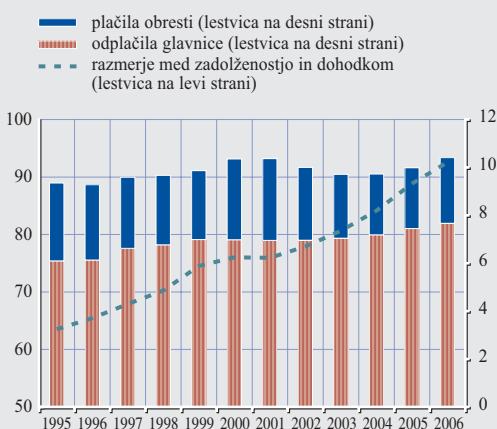


Vir: ECB.

Opomba: Za obdobje od decembra 2003 so tehtane obrestne mere MFI izračunane z uporabo uteži za države, izračunanih iz 12 mesečnega drsečega povprečja obsega novih poslov. Za prejšnje obdobje, tj. od januarja do novembra 2003, so tehtane obrestne mere MFI izračunane z uporabo uteži za države, izračunanih iz povprečnega obsega novih poslov v letu 2003. Več informacij je v okviru 3, Monthly bulletin ECB, avgust 2004.

**Graf 18 Zadolžitev in breme servisiranja dolgov gospodinjstev**

(kot odstotek razpoložljivega dohodka)



Vir: ECB.

Opomba: Podatki za leto 2006 so ocene.

Neprekinjena rast zadolženosti gospodinjstev je povečala njihovo občutljivost za spremembe obrestnih mer, dohodka in cen premoženja. Pri ocenjevanju takšnih agregatnih podatkov je treba upoštevati, da so to povprečja za konsolidirani sektor gospodinjstev ter da se zato izrazito razlikujejo tako po državah euro-območja kot po gospodinjstvih. Tako bi na primer dobili višjo zadolženost in breme servisiranja dolga, če bi analizo omejili na tista gospodinjstva, ki dejansko imajo nepravilno hipotekarno posojilo. Poleg tega sta zadolženost in breme servisiranja dolga odvisna tudi od dohodka gospodinjstev: tako na primer imajo absolutno gledano največ dolgov gospodinjstva z višjimi dohodki, ki so morda bolj odporna proti poslabšanju makroekonomskih razmer oziroma zvišanju obrestnih mer, medtem ko je breme servisiranja dolga višje v primeru gospodinjstev z nizkimi dohodki. Končno nekaj negotovosti izhaja tudi iz dejstva, da je delež obstoječih hipotekarnih dolgov, ki so izpo-

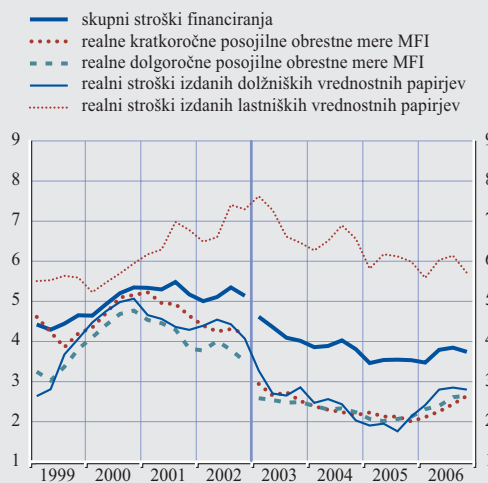
stavljeni spremembam prevladujočih obrestnih mer, odvisen od posebnih pogojev konkretnih hipotekarnih pogodb, ki se od države do države precej razlikujejo.

### REALNI STROŠKI ZUNANJEGA FINANCIRANJA SO ZA NEFINAČNE DRUŽBE OSTALI NIZKI

Finančni pogoji za nefinančne družbe euroobmočja so ostali ugodni tudi v letu 2006 in so tako podpirali gospodarsko rast. To se je odrazilo tako v nizkih stroških financiranja kot v dostopnosti virov financiranja. Nefinančne družbe so še zlasti povečale svoje zadolževanje pri bankah, medtem ko je bilo njihovo izdajanje tržnih instrumentov manj izrazito. Kljub nedavnemu povečanju stopenj zadolženosti in neto plačil obresti je finančni položaj nefinančnih družb ostal ugoden tudi v letu 2006, pretežno na račun močne donosnosti in še vedno nizkih stroškov financiranja.

**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 neodplačanih zneskov, deflaciranih z inflacijskimi pričakovanji (glej okvir 4, Mesečni bilten ECB, marec 2005). Uvedba harmoniziranih posojilnih obrestnih mer MFI za posojila na začetku leta 2003 je povzročila prelom statistične vrste.

Po zvišanju ključnih obrestnih mer ECB so se skupni realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb povečali, vendar so zgodovinsko gledano ostali nizki vse leto 2006 (glej graf 19).<sup>6</sup>

Glede komponent stroškov financiranja so se obrestne mere MFI za posojila nefinančnim družbam tekom leta 2006 zvišale tako realno kot nominalno (glej graf 17). Zvišanje obrestnih mer denarnega trga – ki je v primeru trimesečnega EURIBOR od septembra 2005 do decembra 2006 znašalo 155 bazičnih točk –, se je na splošno preneslo tudi na posojila MFI. Obrestne mere MFI za posojila s spremenljivo obrestno mero in začetnim obdobjem fiksiranja obrestne mere do enega leta so se v istem obdobju povečala za okrog 125 do 155 bazičnih točk, čeprav je pri tem treba opozoriti, da določena razpršenost po državah še vedno ostaja (glej okvir 2). Večina dolgoročnih obrestnih mer MFI je prav tako sledila navzgor usmerjenemu

gibanju tržnih obrestnih mer primerljive zapadlosti. Ti porasti – ki so se gibali med 60 do 135 bazičnih točk –, so na splošno sledili gibanjem dolgoročnih tržnih obrestnih mer, zaradi česar so bančne razlike v obrestnih merah ostale majhne.

Realni stroški tržnega dolga nefinančnih družb so prav tako ostali relativno nizki, čeprav so v letu 2006 porasli bolj kot stroški bančnega dolga. Razponi donosov podjetniških obveznic z oceno BBB so v letu 2006 nihali okrog povprečne ravni kakšnih 75 bazičnih točk. Nizka raven razponov verjetno odraža nizko kreditno tveganje, ki ga je podpirala tudi nizka volatilitnost cen sredstev in močni podjetniški dobički.<sup>7</sup> Kljub relativno ugodnim rezultatom v letu 2006 pa je glede prihodnjih gibanj morda potrebna previdnost glede na nekatere znake slabšanja razmer v splošnem podjetniškem okolju in na kreditnem trgu. Dejansko kaže, da je na vzdržnost ravni podjetniških dolgov morda negativno vplivalo vse večje število z zadolževanjem financiranih združitvev in prevzemov, odkupov delnic in izplačil posebnih dividend.<sup>8</sup>

Realni stroški uvrščenih delnic nefinančnih družb so tekom leta 2006 nekoliko nihali, vendar so bili na splošno na podobni ravni kot leta 2005, navkljub oživitvi delniških tečajev. Stroški financiranja z izdajo delnic ostajajo precej višji kot stroški drugih oblik financiranja, pa čeprav so se razlike vseeno nekoliko zožile, tudi na račun porasta stroškov financiranja z zadolževanjem v letu 2006.

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

7 Glej okvir z naslovom „The outlook for corporate credit spreads in the euro area“, Monthly bulletin ECB, november 2006.

8 Glej okvir z naslovom „Recent trends in leveraged buyout transactions in the euro area“, Monthly bulletin ECB, november 2006.

**RAZPRŠENOST BANČNIH OBRETNIH PO DRŽAVAH EUROOBMOČJA**

Obrestne mere MFI za vloge gospodinjstev in nefinančnih družb ter obrestne mere za posojila tem subjektom se po državah euroobmočja še vedno razlikujejo, navkljub občutnemu zblizanju v zaključnem obdobju oblikovanja EMU. Od vseh trgov finančnega sistema euroobmočja so prav bančni trgi na drobno med najbolj razdrobljenimi.<sup>1</sup> Namen tega okvira je pokazati razlike med državami in pojasniti nekatere od razlogov zanje. Razumevanje teh razlik je pomembno pri razlaganju gibanj v euroobmočju in ocenjevanju učinkov sklepov o denarni politiki na različna gospodarstva euroobmočja. Banke igrajo ključno vlogo v finančnem sistemu in torej vplivajo na odločitve, ki jih gospodinjstva in nefinančne družbe sprejemajo v zvezi z varčevanjem, financiranjem in trošenjem.

Večina te analize temelji na poročilu, ki sta ga pripravila Odbor za denarno politiko in Odbor za statistiko Eurosystema in je bilo objavljeno septembra 2006.<sup>2</sup> Od takrat ECB in NCB euroobmočja na svojih spletnih straneh skupaj objavljajo obrestne mere po državah, in sicer skupino izbranih obrestnih mer MFI. Na podlagi te izbire v tem okviru primerjamo pretežno deset obrestnih mer MFI, ki se nanašajo na nove posle, ker se v vseh državah računajo za isto referenčno obdobje.

Tabela na naslednji strani vsebuje pregled relativne razpršenosti ravni obrestnih mer MFI po državah, ki se meri s koeficientom variacije. Raven razpršenosti je najvišja pri obrestnih merah za vloge čez noč in občutno nižja pri tistih za vloge z dogovorjeno zapadlostjo do enega leta. Na področju posojil so obrestne mere za prekoračitev stanja na računu in za potrošniška posojila gospodinjstvom tista, ki se najbolj razlikujejo po državah, medtem ko je razpršenost obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam in za stanovanjska posojila nižja. Poleg tega je za večino kategorij značilno, da je razpršenost v primeru novih posojil po spremenljivi obrestni meri z začetnim obdobjem fiksiranja obrestne mere do enega leta nekoliko večja kot v primeru novih posojil z daljšim začetnim obdobjem fiksiranja.

Za razlike med obrestnimi merami MFI po državah obstaja več verjetnih razlag, vključno s konkurenco na trgu, različnimi premijami za tveganje (npr. za kreditno tveganje ali tveganje predčasnega odplačila), značilnostmi bank in cikličnih determinant, kot je gospodarski cikel, evolucijo ponudbe vlog in povpraševanja po kreditih, ali dinamiko cen stanovanj. Zadnje analize kažejo, da se obrestne mere razlikujejo zaradi razlik v nacionalnih bančnih produktih ali zaradi nacionalnih dejavnikov.<sup>3</sup> Razlike v povprečni dolžini začetnega obdobja fiksiranja obrestne mere so ena od možnih razlag razpršenosti obrestnih mer MFI za več kategorij posojil. Pri primerjanju posameznih nacionalnih obrestnih mer MFI moramo poleg tega upoštevati tudi, da se obsegi poslovanja zelo razlikujejo po državah in da so določeni trgi v nekaterih državah majhni ali pa jih sploh ni.<sup>4</sup> V takih primerih je lahko obseg temeljnih novih poslov zelo volatilen, obrestne mere pa odraz občasnih transakcij, odobrenih po atipičnih pogojih.

1 Glej na primer „Indicators of financial integration in the euro area“, ECB, 29. september 2006.

2 „Differences in MFI interest rates across euro area countries“, ECB, 20. september 2006.

3 Nacionalne razlike lahko delno pojasnimo s spremenljivkami, ki odražajo značilnosti domačih deponentov in posojilojemalcev, ter z značilnostmi bančnih sistemov (glej M. Affinito in F. Farabullini, „An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area“, Temi di Discussione No 589, Banca d'Italia, maj 2006). Podrobna primerjava obrestnih mer MFI po državah je na voljo tudi v Dodatku II k Vmesnemu poročilu II „Current accounts and related services“, Evropska komisija, 17. julij 2007.

4 Tako na primer poročilo ECB, omenjeno v opombi 2 zgoraj, beleži razlike med državami v glavnem v zvezi s posojili po spremenljivih obrestnih merah ali posojili z različnimi začetnimi obdobji fiksiranja obrestne mere.

## Razlike med državami v obrestnih merah MFI za nove posle<sup>1), 2)</sup>

(koeficient variacije med državami; povprečje od januarja 2003 do decembra 2006)

<b>Vloge gospodinjstev</b>		
Vloge čez noč		0,51
Vloge z dogovorjeno zapadlostjo do 1 leta		0,08
<b>Vloge nefinančnih družb</b>		
Vloge čez noč		0,43
Vloge z dogovorjeno zapadlostjo do 1 leta		0,03
<b>Posojila gospodinjstvom</b>		
Prekoračitve na računih		0,17
Potrošniška posojila	s spremenljivo obrestno mero in začetnim obdobjem fiksiranja do 1 leta	0,26
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 1 leta in do 5 let	0,15
	z začetnim obdobjem fiksiranja nad 5 let	0,12
Stanovanjska posojila	s spremenljivo obrestno mero in začetnim obdobjem fiksiranja do 1 leta	0,10
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 1 leta in do 5 let	0,09
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 5 let in do 10 let	0,07
	z začetnim obdobjem fiksiranja nad 10 let	0,07
<b>Posojila nefinančnim družbam</b>		
Prekoračitve na računih		0,20
Posojila do 1 milijona EUR	s spremenljivo obrestno mero in začetnim obdobjem fiksiranja do 1 leta	0,11
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 1 leta in do 5 let	0,07
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 5 let	0,07
Posojila nad 1 milijonom EUR	s spremenljivo obrestno mero in začetnim obdobjem fiksiranja do 1 leta	0,08
	z začetnim obdobjem fiksiranja od 1 leta in do 5 let	0,11
	z začetnim obdobjem fiksiranja nad 5 let	0,09

Vir: ECB

1) Koeficient variacije se izračuna kot standardni odklon, deljen z obrestno mero euroobmočja. Standardni odklon se izračuna kot kvadratni koren tehtane variance nacionalnih obrestnih mer MFI glede na obrestno mero euroobmočja. Tehtana varianca je kvadrat odklonov med nacionalnimi obrestnimi merami MFI in obrestnimi merami MFI euroobmočja, izračunanih glede na nacionalni delež v skupnem obsegu poslov v euroobmočju za dano kategorijo instrumentov.

2) Ta tabela prikazuje podskupino koeficientov variacije za obrestne mere MFI euroobmočja za nove posle, ki so dostopne na spletnem mestu ECB.

V nadaljevanju bolj podrobno proučujemo različne tržne segmente, pri čemer se zlasti osredotočamo na vpliv heterogenosti produktov, institucionalne razlike, ki izhajajo iz zakonodajnih in fiskalnih okvirov, in posebnosti merjenja.

### Obresti MFI za vloge gospodinjstev

Razlike med državami v obrestnih merah MFI za vloge gospodinjstev se pogosto povezujejo z razlikami v značilnostih produktov, kot je na primer stopnja likvidnosti ali struktura donosov vlog, z regulacijo trgov in s poslovnimi praksami. Drugi pomembni dejavniki izhajajo iz razlik v fiskalnem okviru (en primer so davčno ugodni računi, ki jih poznajo nekatere države), čeprav je neposredno vzročno povezavo težko ugotoviti.

Še zlasti izrazite so razlike v obrestnih merah za vloge čez noč. V nekaterih državah MFI teh vlog praktično ne obrestujejo, medtem ko v drugih deponenti lahko prejmejo, v povprečju, tudi več kot 1,30% na saldo njihovih tekočih računov (glej graf A). To znatno razpršenost morda povzroča dejstvo, da banke uporabljajo različne strategije pri določanju cen v zvezi s tekočimi računi in povezanimi storitvami. Tako na primer nekatere nudijo višje obrestne mere za vloge čez noč in deponentom drago računajo razne druge storitve, druge pa spet nudijo nižje obrestne mere in imajo nižje provizije. Podatki, ki jih je zbrala Evropska komisija v okviru svoje raziskave sektorja bančništva na drobno, kažejo, da je to morda tako v nekaterih državah

euroobmočja, da pa so za nekatere države značilne tudi nizke obrestne mere za vloge in hkrati visoke provizije.<sup>5</sup>

Poleg tega v nekaterih državah narašča priljubljenost internetnih računov in drugih vlog z visoko donosnostjo, ki se lahko odpokličejo v enem dnevu, vendar se ne morejo uporabiti za plačevanje, kar lahko povzroči zviševanje obrestnih mer za vloge čez noč.<sup>6</sup>

Izjema med vlogami gospodinjstev, ki se obrestujejo po zelo različnih obrestnih merah, so vloge z dogovorjeno ročnostjo do enega leta, za katere je značilna večja homogenost obrestnih mer po državah.

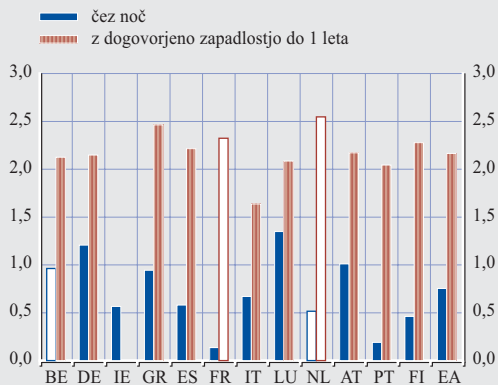
### Obrestne mere MFI za potrošniška posojila gospodinjstvom

Glede obrestnih mer za posojila je največja razpršenost značilna za obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom. Še zlasti se razlikujejo obrestne mere za prekoračitev stanja na računu, ki segajo od manj kot 7,00% do 13,50% ali več (glej graf B). Glede drugih tipov potrošniških posojil so razlike med državami sicer manj izrazite, vendar še vedno znatne.

Med državami obstajajo velike razlike ne samo v velikosti trgov potrošniških kreditov, pač pa tudi v ponudbi produktov (vključno s prakso zavarovanja), uporabi kreditiranja s kreditno kartico, tržnem okolju, še zlasti v smislu vpliva specializiranih posojilodajalcev, ter tudi dolžini začetnega obdobja fiksiranja obrestne mere.<sup>7</sup> Na splošno se ti dejavniki lahko vsaj deloma odrazijo tudi v različnih obrestnih merah MFI. Na te lahko vplivajo tudi trenutne razlike v statistični obdelavi kreditiranja s kreditno kartico, ker so obrestne mere za take kredite običajno precej višje od obrestnih mer

**Graf A Obrestne mere MFI za vloge gospodinjstev<sup>1), 2)</sup>**

(odstotki na leto; povprečje od januarja 2003 do decembra 2006)



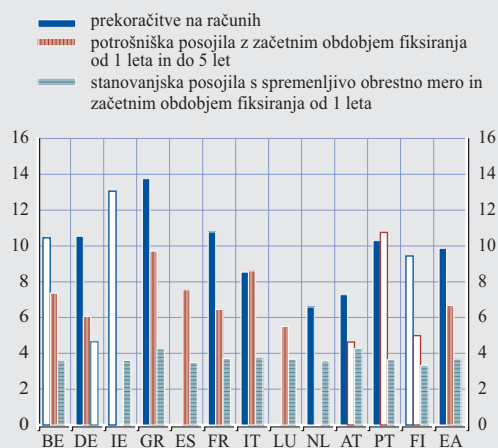
Vir: ECB.

1) Kratica „EA“ označuje tehtano povprečno obrestno mero za euroobmočje.

2) Neobarvani stolpci označujejo države, v katerih zadevna kategorija obrestnih mer v kontekstu euroobmočja nima večjega pomena. Merila, ki določajo pomembnost za euroobmočje, so predstavljena v publikaciji ECB, navedeni v opombi 2 tega okvira.

**Graf B Obrestne mere MFI za posojila gospodinjstvom<sup>1)</sup>**

(odstotki na leto; povprečje od januarja 2003 do decembra 2006)



Vir: ECB.

1) Glej opombe h grafu A.

<sup>5</sup> Glej „Report on the retail banking sector inquiry“, European Commission Staff Working Document, SEC(2007) 106, 31. januar 2007.

<sup>6</sup> Glej na primer okvir z naslovom „Factors explaining the robust growth of M1“, Monthly bulletin ECB, april 2006.

<sup>7</sup> Glej na primer K. Lannoo, R. Ayadi and C. Selosse, „Consumer credit in Europe: riding the wave“, Mercer Oliver Wyman in the European Credit Research Institute, november 2005.

za potrošniška posojila. Tu so še razlike v značilnostih prekoračitev na računih in posojil, odobrenih v okviru kreditnih linij.

### Obrestne mere MFI za stanovanjska posojila gospodinjstvom

V primeru obrestnih mer MFI za stanovanjska posojila gospodinjstvom je opaziti eno najnižjih ravni razpršenosti po državah euroobmočja (glej graf B). Primerjava z ZDA pa pokaže, da je tam razpršenost hipotekarnih obrestnih mer po regijah še manjša.<sup>8</sup> Nedavni pregledi evropskih hipotekarnih trgov poudarjajo velike razlike v ponudbi produktov ter v fiskalnih in zakonodajnih okvirih, s katerimi verjetno lahko pojasnimo večino razlik v obrestnih merah MFI za stanovanjska posojila gospodinjstvom.<sup>9</sup>

En pomemben dejavnik pri pojasnjevanju razlik v teh obrestnih merah je povezan z različno dolgimi začetnimi obdobji fiksiranja obrestne mere, zaradi katerega so opazovane obrestne mere občutljive na naklon krivulje donosnosti. Vlogo pri teh razlikah lahko igra tudi prevlada namenskih stanovanjskih shem v nekaterih državah. Tu sta še fiskalni in zakonodajni okvir, ki zaradi pomena, ki se pripisuje lastništvu stanovanja, bolj vplivata na hipotekarna posojila (kot na druge tipe posojil).<sup>10</sup>

Poleg tega so razlike v obrestnih merah morda delno povezane tudi z razlikami v pričakovanem razvoju nepremičninskih trgov, saj je večina stanovanjskih posojil gospodinjstvom zavarovana prav z nepremičninami. Razlika v evoluciji cen stanovanjskih nepremičnin je morda vplivala na vrednost zavarovanj, ki se zahtevajo za ta posojila.

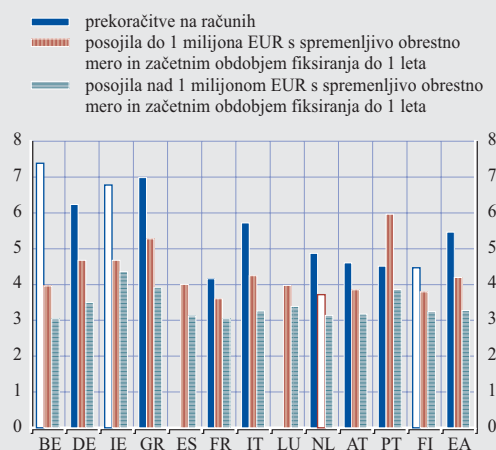
Končno so tu še prakse financiranja v euro-območju, ki prav tako ostajajo razdrobljene ter obsegajo vse od financiranja na podlagi vlog do kritih obveznic in hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev, medtem ko se ameriški hipotekarni trg vrti le okrog hipotekarnih agencij.

### Obrestne mere MFI za posojila nefinančni družbam

Raven razpršenosti obrestnih mer za prekoračitev stanja na računu, ki jih imajo pri bankah odprte nefinančne družbe, je ena najvišjih (in je višja tudi od tiste za prekoračitev stanja na računu gospodinjstev), kar kaže graf C. Razpršenost obrestnih mer za druga podjetniška posojila je občutno nižja in pravzaprav med najnižjimi med vsemi tipi posojil, čeprav je v nekaterih primerih

**Graf C Obrestne mere MFI za posojila nefinančni družbam<sup>1)</sup>**

(odstotki na leto; povprečje od januarja 2003 do decembra 2006)



Vir: ECB.  
1) Glej opombe h grafu A.

8 Glej okvir z naslovom „Medregionalna primerjava hipotekarnih obrestnih mer v euroobmočju in ZDA“, Letno poročilo ECB, 2005.  
9 Na primer „The costs and benefits of integration of EU mortgage markets“, London Economics report for the European Commission, avgust 2005.  
10 Bančni trgi na drobno so med prednostnimi nalogami Evropske komisije na področju politike finančnih storitev do leta 2010, kot je opredeljeno v Beli knjigi o politiki finančnih storitev 2005–10.

nekoliko višja od tiste, značilne za stanovanjska posojila. Glavni razlogi teh razlik med državami vključujejo več vidikov heterogenosti produktov in posebnosti poslovnih okolij, v katerih delujejo nefinančne družbe (in so na primer odvisni od velikosti podjetja).

Prav tako ostajajo razlike v praksah zavarovanja, ne samo posojil, pač pa tudi prekoračitev stanja na računu. V nekaterih državah so te običajno nezavarovane, v drugih pa so pogosto zavarovane (npr. s fakturami ali delom portfelja družbe). Poleg tega lahko visoke obrestne mere za prekoračitev stanja na računu odražajo tudi dejstvo, da gre za nedovoljene prekoračitve, zaradi česar vključujejo tudi kazensko obrestno mero. Morda je višjim obrestnim meram za tovrstne prekoračitve vzrok tudi v tem, da jih banke zaznavajo kot znamenje slabega upravljanja denarnih tokov in s tem tvegane.

Poleg tega med posojili (brez prekoračitev na računih) obstajajo tudi razlike v dolžini povprečnega začetnega obdobja fiksiranja obrestne mere. Glede na to, da je krivulja donosnosti običajno nagnjena navzgor, je verjetneje, da bodo obrestne mere višje v državah, v katerih je začetno obdobje fiksiranja obrestne mere bližje zgornji meji razpona določenega instrumenta. S tem je povezan možni učinek, ki jo ima metoda agregiranja, saj se posojila krajših ročnosti običajno odobrijo pogosteje kot tista daljših ročnosti.

Končno so tu še drugi pomembni dejavniki, ki lahko vključujejo nekatere posebne značilnosti tržnih okolij za posojila nefinančnim družbam, še zlasti velikost družbe, dostop do nebančnega financiranja, tipe posojilodajalcev in partnersko bančništvo.

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

Povpraševanje nefinančnih družb po zunanjem financiranju se je tekom leta 2006 povečalo.

Povpraševanje po zunanjem financiranju se je povečalo kljub obilnim notranjim virom. Dobičkonosnost uvrščenih nefinančnih družb euroobmočja je leta 2006 ostala močna, kar kaže, na primer, tudi razmerje med čistim dobičkom in prihodki od prodaje (glej graf 20).<sup>9</sup> Stopnja dobičkovnosti prihodkov se je še zlasti povečala v transportnem in komunikacijskem sektorju, medtem ko je bilo povečanje dobičkov v sektorju trgovine na debelo in drobno pod povprečnim porastom, ki so ga zabeležile vse uvrščene nefinančne družbe. Gibanja slednjih morda odražajo relativno umirjeno rast zasebnega trošenja v euroobmočju.

Konec leta 2006 je realna letna stopnja rasti financiranja nefinančnih družb zrasla na 4,5% (z 1,2% ob koncu leta 2004). K temu je največ prispevalo močno povečanje prispevka posojil

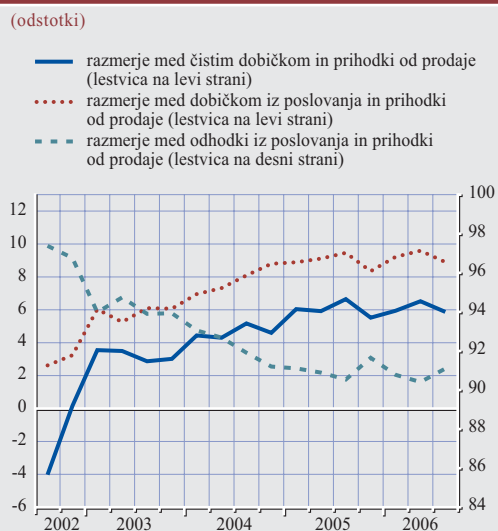
MFI, medtem ko je bilo povečanje prispevka dolžniških vrednostih papirjev in uvrščenih delnic skromnejše (glej graf 21).

Robustna rast posojil MFI v vsem razponu ročnosti se je nadaljevala tudi v letu 2006, tako da so decembra posojila, ki so jih MFI odobrila nefinančnim družbam, nominalno rasla po letni stopnji 13,0%. Čeprav takšnim stopnjam letne rasti nismo bili priča vse od uvedbe eura leta 1999, je treba vseeno upoštevati, da je bila dinamika bančnih posojil nefinančnim družbam robustna tudi v drugih pomembnejših gospodarstvih, še zlasti v ZDA. Sodeč po ocenah bank, ki so predstavljene v anketi o bančnih posojilih Eurosistema, so potrebe po financiranju realnih gospodarskih aktivnosti – namreč zalog, obratnih sredstev in naložb v osnovna sredstva – postopoma postajale vse pomembnejše pri pojasnjevanju vztrajne

<sup>9</sup> Glej tudi okvir z naslovom „Dobičkonosnost podjetij in gibanje finančnega vzvoda nefinančnih družb euroobmočja z uvrščenimi kotacijami“, Mesečni bilten ECB, junij 2006.

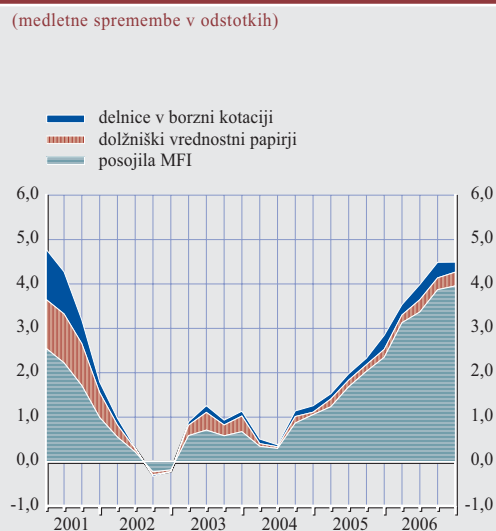


**Graf 20 Stopnja dobička nefinančnih družb euroobmočja, ki kotirajo**



Viri: Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.  
Opombe: Izračun temelji na agregiranih četrtletnih računovodskih izkazih nefinančnih družb v euroobmočju z uvrščenimi kotacijami. Osamenci so bili odstranjeni iz vzorca. V primerjavi s prihodki iz poslovanja, ki so opredeljeni kot prihodki od prodaje, zmanjšani za operativne stroške, 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 zunanjšega financiranja nefinančnih družb<sup>1)</sup>**



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

krepitve povpraševanja po posojilih v euroobmočju leta 2006. K neto povpraševanju po posojilih pa so še naprej prispevali tudi drugi dejavniki bolj finančne narave, na primer potrebe po financiranju prevzemov in nakupov. Popuščanje bank pri posojilnih pogojih v zadnjih par letih je bila morda dodatna spodbuda trenutnih gibanj podjetniških kreditov.

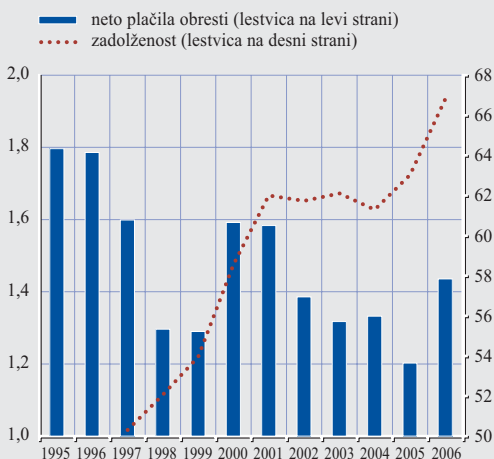
V nasprotju z močnim financiranjem podjetij na podlagi bančnih posojil pa je njihovo financiranje na trgu v obliki dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev ostalo relativno nizko. Letna stopnja rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe, je bila leta 2006 v povprečju okrog 4,0% in tako podobno kot v predhodnih letih relativno skromna. To skromno rast verjetno lahko pojasnimo z močnejšim povečanjem stroškov zadolževanja na trgu v primerjavi z zadolževanjem pri bankah, do katerega je

prišlo v letu 2006, ter z zamenjavo dolžniških vrednostnih papirjev s posojili zaradi financiranja združitvev in prevzemov. Dejansko obstajajo nekateri podatki, da se večja aktivnost na področju združitvev in prevzemov pretežno financira s sindiciranimi bančnimi posojili in ne dolžniškimi vrednostnimi papirji, kot je bila navada prej.

Letna stopnja rasti števila uvrščenih delnic nefinančnih družb je na splošno ostala neizrazita, čeprav je vse leto 2006 kazala znake rasti. Na splošno skromen prispevek neto izdaje uvrščenih delnic k neto financiranju podjetniškega sektorja euroobmočja je verjetno povezan s stroški, ki so v primeru izdaje delnic precej višji kot v primeru zadolževanja. Takšno nizko rast lahko pojasnimo tudi s še vedno priljubljenimi programi odkupa delnic. Hkrati se bruto izdaja zadnje čase nekoliko povečuje, podprta z gibanji tako primarnih kot sekundarnih javnih ponudb. Na splošno je

**Graf 22 Zadolženost in neto plačila obresti nefinančnega podjetniškega sektorja**

(odstotki BDP)



Vira: ECB in Eurostat.  
Opombe: Podatki za leto 2006 so ocene.

oživitev bruto izdaje s strani nefinančnih družb verjetno povezana z oživitvijo gospodarske rasti euroobmočja.<sup>10</sup>

### RAST PODJETNIŠKEGA DOLGA

Glede gibanj v bilancah stanja nefinančnih družb euroobmočja velja, da je zaradi precejšnjega povečanja dolžniškega financiranja sektorja tudi v letu 2006 še naprej raslo razmerje dolg-BDP. Po obdobju konsolidacije je to razmerje trenutno višje kot leta 2003, ko je doseglo najvišjo vrednost po ostrem padcu sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja.

Neto plačila obresti nefinančnih družb za posojila MFI in vloge pri MFI so – izražena kot odstotek BDP – precej padla v prvi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja, nakar so v letu 2005 dosegla relativno nizko raven. Nedavna gibanja dolgov, skupaj z gibanji obrestnih mer, pa so tekom leta 2006 pripeljala do precejšnjega povečanja obrestnega bremena nefinančnih družb.

## 2.3 CENOVNA GIBANJA

Leta 2006 je skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, v povprečju znašala 2,2%, kar je enako kot leta 2005. Kljub splošni stabilnosti pa je medletna stopnja inflacije tekom leta precej nihala, kar je bilo večinoma povezano z gibanji cen energentov. Ostali so tudi nekateri dodatni pritiski vzdolž proizvodne verige, ki so izhajali zlasti iz skokovitega porasta svetovnih cen drugih primarnih surovin. Skladno s tem se je inflacija, merjena s cenami proizvodov za vmesno porabo, leta 2006 precej povečala. Naraščanje cen proizvodov za široko porabo v kasnejših fazah proizvodne verige lahko pomeni nastanek posrednih učinkov pretekle rasti cen primarnih surovin, vendar so bili ti učinki do sedaj omejeni. Zmerno gibanje stroškov dela v letu 2006 je še naprej prispevalo k umirjenim skupnim inflacijskim pritiskom, podoben učinek pa je imela tudi apreciacija eura.

### NA SKUPNO INFLACIJO SO PRECEJ VPLIVALA GIBANJA CEN ENERAGENTOV

Kratkoročne spremembe cen nafte in bazni učinki, ki so jih povzročila gibanja cen energentov v prejšnjih dvanajstih mesecih, so leta 2006 močno vplivali na dinamiko skupne inflacije po HICP (glej graf 23).

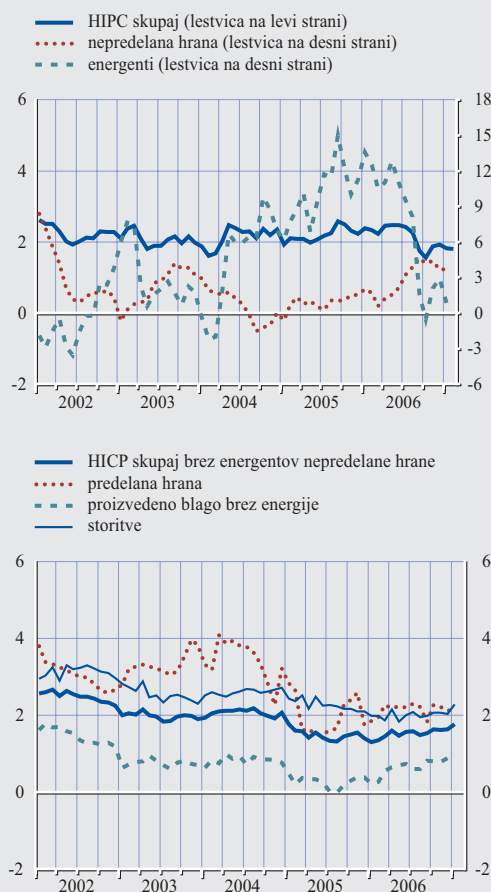
Povprečna cena za sodček surove nafte Brent (v eurih) se je leta 2006 zvišala za približno 20% v primerjavi s 45% rastjo leta 2005 (glej tabelo 1). Cene nafte so leta 2006 precej nihale, pri čemer so v prvi polovici leta naraščale in avgusta dosegle zgodovinsko najvišjo raven, nato pa so se strmo znižale. Znižanje cen surove nafte je na ravni cen življenjskih potrebščin spremljal hiter upad cen energentov, povezanih z nafto. Poleg tega je ta učinek na cene podkrepilo tudi precejšnje znižanje rafinerijske marže pri bencinu.<sup>11</sup> Prispevek rasti cen energentov k skupni inflaciji po HICP, ki je bil

<sup>10</sup> Glej članek z naslovom „Equity issuance in the euro area“, Monthly bulletin ECB, maj 2006.

<sup>11</sup> Glej okvir z naslovom „Recent developments in oil and petrol prices“, Monthly bulletin ECB, november 2006.

**Graf 23 Razčlenitev inflacije po HICP: glavne komponente**

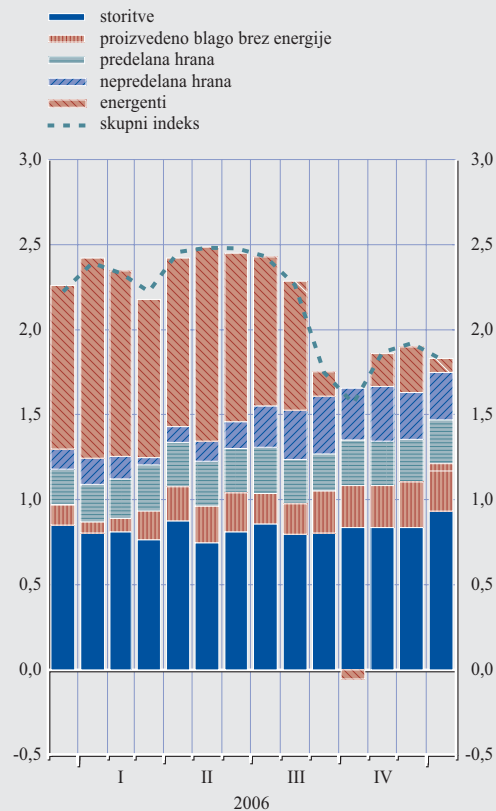
(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

**Graf 24 Prispevki glavnih komponent k inflaciji po HICP**

(medletne spremembe v odstotnih točkah; mesečni podatki)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

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

še posebno močan v prvi polovici leta 2006, se je v drugi polovici leta precej zmanjšal (glej graf 24). Močna rast cen energentov v letu 2005 je imela za posledico ugodne bazne učinke skoraj vse leto 2006.<sup>12</sup>

Prispevek cen nepredelane hrane k skupni inflaciji je bil leta 2006 občutno večji kot v preteklih letih, predvsem zaradi izrazitih gibanj v tretjem in zadnjem četrtletju (glej graf 24). To je bilo predvsem zaradi neugodnih poletnih vremenskih pogojev v večjem delu Evrope, ki so prizadeli ponudbo sadja in zelenjave. Tekom leta se je povečal tudi prispevek cen mesa.

Medletna stopnja rasti indeksa HICP brez energentov in nepredelane hrane je leta 2006 znašala 1,5%, kar je približno enako kot leta 2005. Kljub temu je bilo tekom leta opaziti manjše povišanje inflacije, merjene z indeksom HICP brez energentov in nepredelane hrane (s približno 1,4% v prvem četrtletju na 1,6% v zadnjem četrtletju). Na takšno dinamiko je vplivalo predvsem povišanje medletne stopnje rasti cen proizvedenega blaga razen energije (z 0,3% v prvem četrtletju na 0,8% v zadnjem

<sup>12</sup> Glej okvir z naslovom „The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation“, Monthly bulletin ECB, januar 2007.

**Tabela 1 Gibanja cen**

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

	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 jan.	2007 feb.
<b>HICP in njene komponente</b>										
Skupni indeks <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8
Energenti	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Predelana hrana	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Nepredelana hrana	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Proizvedeno blago brez energije	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Storitve	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
<b>Drugi kazalci cen in stroškov</b>										
Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih <sup>2)</sup>	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Cene nafte (EUR za sodček) <sup>3)</sup>	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Cene primarnih surovin <sup>4)</sup>	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

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

1) Inflacija po HICP za februar 2007 je ocena Eurostata.

2) Brez gradbeništva.

3) Znamke Brent (za terminsko dostavo v 1 mesecu).

4) Brez energije; v EUR.

četrletju). To je bilo najverjetneje posledica postopnega prenosa prejšnje rasti stroškov, povezanih z energenti in drugimi primarnimi surovinami, na cene življenjskih potrebščin. Inflacija, merjena s cenami storitev, je leta 2006 ostala približno nespremenjena na ravni okrog 2,0%, kljub temu da so nekatere komponente (npr. cene počitniških paketov, na katere je vplival premik pomladanskih počitnic v letu 2006) povzročile kratkoročna nihanja. V letu 2006 so bili domači pritiski na cene na splošno

obzrdani, prenos preteklih podražitev cen nafte in drugih primarnih surovin na cene življenjskih potrebščin pa je ostal omejen.

Kljub precejšnjim inflacijskim šokom v letu 2006, ki jih je povzročalo zlasti gibanje cen energentov, in vztrajni več kot 2% skupni inflaciji v prvih treh četrletjih, so ostala dolgoročnejša inflacijska vprašanja zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo (glej okvir 3).

### Okvir 3

#### DOLGOROČNEJŠA INFLACIJSKA PRIČAKOVANJA V EUROOBMOČJU

Poglavitni cilj denarne politike ECB je ohranjanje stabilnosti cen. Svet ECB namerava srednjeročno ohranjati medletno stopnjo rasti indeksa HICP v euroobmočju pod 2%, vendar blizu te meje. Utrditev dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj gospodarskih subjektov v euroobmočju na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen, je temeljni pogoj za učinkovito denarno politiko. Čeprav lahko šoki, ki so zunaj dosega denarne politike (npr. dvig cen nafte), kratkoročno vplivajo na skupno inflacijo in s tem tudi na kratkoročna inflacijska pričakovanja, bi morala dolgoročnejša inflacijska pričakovanja pokazati, do kakšne mere subjekti verjamejo, da bo ECB dosegla svoj cilj cenovne stabilnosti. Verodostojna denarna politika prispeva k zasidranju dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj na ravni zastavljenega cilja. V tem okviru so predstavljena različna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, s katerimi lahko merimo verodostojnost denarne politike v euroobmočju, ter gibanja teh pričakovanj po letu 2001.

## Različna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj

Informacije o dolgoročnejših inflacijskih pričakovanjih gospodarskih subjektov v euroobmočju je mogoče dobiti iz dveh vrst meril: na podlagi anket in na podlagi finančnih trgov. Razlikujejo se glede na vrsto merila (neposredno ali posredno), kategorijo sodelujočih subjektov in uporabljeni časovni razpon.<sup>1</sup> Informacije o dolgoročnih inflacijskih pričakovanjih na podlagi anket so v euroobmočju trenutno na voljo iz treh virov. Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (ECB Survey of Professional Forecasters – SPF), ki se izvaja četrtletno od leta 2001 dalje, poroča o napovedih inflacije čez pet let, ki jih pripravljajo strokovnjaki iz finančnih in nefinančnih institucij s sedežem v EU.<sup>2</sup> Consensus Economics objavlja dolgoročne napovedi (za šest do deset let vnaprej) cen življenjskih potrebščin v euroobmočju, ki jih dvakrat letno pripravijo strokovnjaki iz bank in drugih finančnih institucij. In končno je tu še barometer euroobmočja (Euro Zone Barometer), ki četrtletno objavlja napovedi inflacije do štirih let vnaprej.

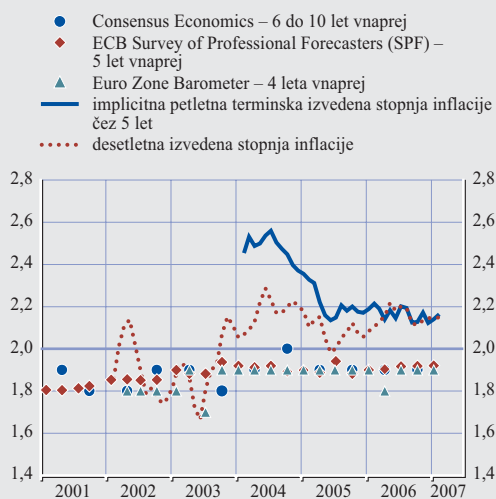
Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja je mogoče izpeljati tudi iz instrumentov finančnega trga. Povprečna inflacijska pričakovanja udeležencev finančnih trgov za preostalo obdobje do zapadlosti obveznice se lahko izračunajo kot razlika med donosnostjo standardne obveznice in obveznice, vezane na inflacijo, z enako zapadlostjo. To merilo se običajno imenuje izvedena stopnja inflacije. Drugo merilo dolgoročnih inflacijskih pričakovanj na podlagi finančnih trgov je mogoče izpeljati iz zamenjav (swaps), vezanih na inflacijo, z ustrežno zapadlostjo. Vsa merila na podlagi finančnih trgov imajo to prednost, da so na voljo v realnem času in za širok nabor časovnih razponov. Niso pa neposredno merilo inflacijskih pričakovanj, saj običajno vključujejo neopazne premije za tveganje (zlasti premijo za inflacijsko tveganje in likvidnostno premijo), včasih pa jih lahko popačijo tudi tehnični dejavniki. Kljub temu so kazalniki na podlagi finančnih trgov v primerjavi z anketami bližje dejanskemu ekonomskemu vedenju. Ker so na voljo zgolj nepopolni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, je na splošno priporočljivo, da analiza temelji na kombinaciji teh meril in medsebojnem preverjanju informacij iz različnih virov.

### Gibanja dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj

V grafu A so prikazana zgoraj omenjena merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj. Kljub različnim časovnim razponom lahko iz njih izluščimo dokaj podobno sporočilo. Merila

**Graf A Merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v euroobmočju**

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)



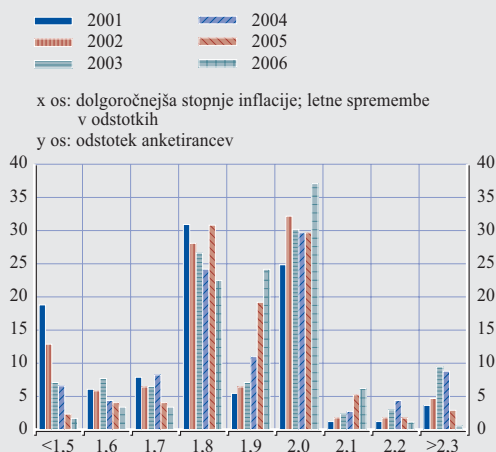
Viri: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, ECB, Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Izvedena stopnja inflacije na podlagi 10-letne obrestne mere je do marca 2005 izvedena iz obveznic z zapadlostjo marca 2012, po marcu 2005 pa iz obveznic z zapadlostjo marca 2015. Zadnja raziskava Consensus Economics se nanaša na obdobje 2012–2016, zadnja raziskava ECB in Euro Zone Barometer pa na leto 2011.

1 Za dodatne informacije glej članek z naslovom „Measures of inflation expectations in the euro area“, Monthly bulletin ECB, julij 2006.

2 Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja so v letu 1999 in 2000 na voljo samo na letni ravni.

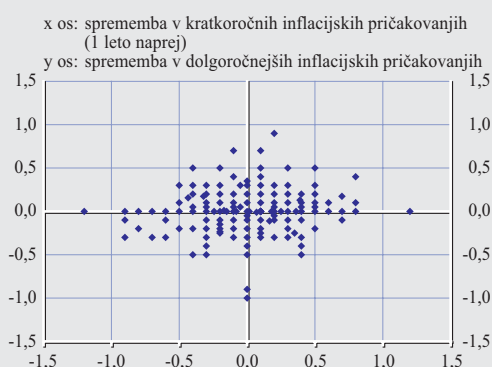
**Graf B Frekvenčna porazdelitev inflacijskih pričakovanj za pet let vnaprej med anketiranci SPF**



Vir: ECB.

**Graf C Razmerje med popravki kratkoročnih in dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v anketi SPF (2001–2006)**

(odstotne točke)



Vir: ECB.

povprečnih dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj na podlagi anket na splošno kažejo precejšnjo stabilnost na ravni pod 2%, vendar blizu te meje. Pri izvedenih stopnjah inflacije pa so opazna večja nihanja na ravni nad 2%, vendar je lahko to povezano z dejstvom, da ne kažejo le inflacijskih pričakovanj, ampak tudi pozitivno in časovno spremenljivo premijo za inflacijsko tveganje.

Povprečna merila inflacijskih pričakovanj na podlagi anket so presenetljivo stabilna. Toda za tem se skrivajo redni popravki posameznih napovedi, ki se med sabo izničijo. Kot prikazuje graf B, rezultati ankete SPF na primer kažejo postopen premik frekvenčne porazdelitve pričakovanj po letu 2001, kar pomeni nižji standardni odklon med posameznimi odgovori in višji delež anketirancev, ki kot svoja dolgoročnejša inflacijska pričakovanja navajajo 1,9% in 2,0%. Hkrati se je število anketirancev, ki pričakujejo inflacijo na ravni 1,5% ali 1,6% po letu 2001 zmanjšalo.

Sposobnost centralne banke, da zasidra inflacijska pričakovanja, lahko ocenimo po tem, kako se dolgoročna inflacijska pričakovanja odzivajo na spremembe v zelo kratkoročnih inflacijskih pričakovanjih. Graf C prikazuje posamezne popravke kratkoročnih (za eno leto vnaprej) in dolgoročnejših (za pet let vnaprej) inflacijskih pričakovanj anketirancev SPF med dvema izvedbama ankete. Kaže, da je korelacija med gibanjem kratkoročnih napovedi inflacije in gibanjem dolgoročnih pričakovanj dejansko majhna.<sup>3</sup> Kljub številnim navzgor delujočim cenovnim šokom (npr. hiter dvig cen nafte, šoki, povezani z vremenom in hrano, nepredvideno povečanje nadzorovanih cen in posrednih davkov) in kljub vztrajni navzdol usmerjeni pristranskosti, ki jo kažejo kratkoročna inflacijska pričakovanja v anketi SPF, ni videti nobenega vpliva na dolgoročnejša inflacijska pričakovanja. Vztrajnost dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj kaže, da so gospodarski subjekti prepričani, da bo ECB zagotovila, da takšni kratkoročni šoki ne bodo vplivali na srednjeročna in dolgoročna cenovna gibanja.

<sup>3</sup> Glej prihodnji občasni zvezek ECB (Occasional Paper): „The ECB’s Survey of Professional Forecasters (SPF): a review after eight years’ experience”.

### Spremembe v verjetnostni porazdelitvi kot pokazatelju zaznanega tveganja za cenovno stabilnost

V anketi SPF morajo anketiranci določiti tudi verjetnostno porazdelitev svoje napovedi. Porazdelitev (izražena v odstotkih) kaže, kakšna je verjetnost, da bodo dejanska prihodnja gibanja znotraj določenega intervala. S pomočjo tega lahko na agregatni ravni ocenimo, kako anketiranci v povprečju presojajo tveganje, da bodo dejanska gibanja nad ali pod najbolj verjetnim razponom. Ker je cilj cenovne stabilnosti ECB številčno opredeljen, lahko verjetnost iz ankete SPF, da bo dejanska dolgoročna inflacija 2% ali več, uporabimo kot dodaten pokazatelj pri ocenjevanju tveganj za cenovno stabilnost, kot jih zaznavajo anketiranci. Verjetnost, da bo inflacija po mnenju anketirancev SPF dolgoročno (pet let vnaprej) 2% ali več, se je postopno povečala s 35% v letu 2001 na približno 40% v letu 2003. V zadnjih nekaj letih se je ta verjetnost nekoliko ustalila in se giblje v razponu od 40% do 45%. Ker je sredina dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v anketi SPF od začetka leta 2002 dalje ostala nespremenjena na ravni 1,9%, gibanja verjetnosti kažejo spremembe v tveganju, kot ga ocenjujejo anketiranci. To potrjuje tudi graf D, ki kaže določeno vzporedno gibanje med verjetnostjo, da bo čez pet let inflacija 2% ali več, in merilom desetletne izvedene stopnje inflacije, ki vključuje tudi premijo za inflacijsko tveganje.

### Zaključek

Analiza, ki temelji na medsebojnem preverjanju različnih meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj, kaže, da so le-ta kljub rasti dejanske inflacije in povišanju kratkoročnih inflacijskih pričakovanj zaradi nedavnih šokov precej vztrajna in na splošno ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ECB, da bo vzdrževala inflacijo na ravni 2% ali pod njo. Kljub temu ni razloga za popuščanje, saj se je zaznalo tveganje, da bo dolgoročna inflacija na ravni 2% ali več, sčasoma okrepilo. Medtem ko to od denarne politike zahteva nadaljnje budno spremljanje, informacije o dolgoročnih inflacijskih pričakovanjih vendarle podpirajo oceno, da denarna politika ECB med gospodarskimi subjekti euroobmočja velja za verodostojno.

### Graf D Izvedena inflacijska stopnja in verjetnost 2% ali višje inflacije po HICP čez 5 let

(letne spremembe v odstotkih; odstotki)



Viri: Banka za mednarodne poravnave, Reuters in izračuni ECB. Opomba: Desetletna izvedena stopnja inflacije je do marca 2005 izvedena iz obveznic z zapadlostjo marca 2012, po marcu 2005 pa iz obveznic z zapadlostjo marca 2015.

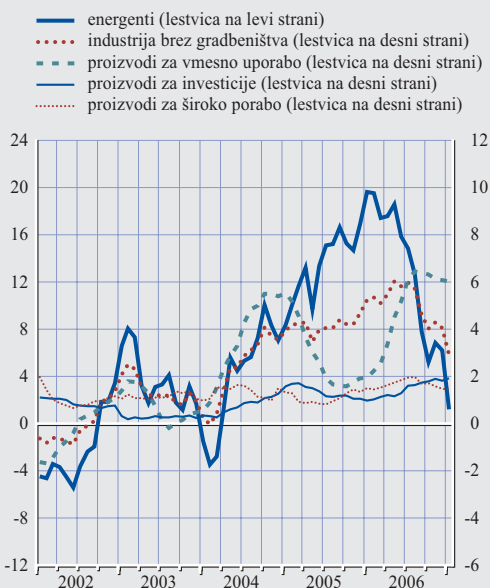
### POSREDNI UČINKI V KASNEJŠIH FAZAH PROIZVODNE VERIGE SO OSTALI OMEJENI

Skupna medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (brez gradbeništva) se je v euroobmočju po 4,1% rasti v letu 2005 lani okrepila na 5,1% (glej graf 25). Medtem ko so povišanje povzročile predvsem

cene energentov, je bil trend naraščanja v letu 2006 značilen tudi za medletno stopnjo rasti cen pri proizvajalcih brez gradbeništva in energentov, kar je bilo posledica močnih pritiskov s strani cen drugih primarnih surovin in posrednih učinkov višjih cen nafte.

## Graf 25 Razčlenitev cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

Medletna stopnja rasti cen proizvodov za vmesno porabo se je v prvi polovici leta 2006 močno pospešila (z 1,9% decembra 2005 na 6,4% avgusta 2006). To je bila najvišja stopnja rasti v več kot desetletju in je bila večinoma posledica močnega dviga cen industrijskih surovin, zlasti kovin. Poleg tega so k pritiskom na rast cen proizvodov za vmesno porabo prispevali tudi posredni učinki zaradi podražitev cen nafte, čeprav je bil ta vpliv manjši. V drugi polovici leta 2006 je inflacija, merjena s cenami proizvodov za vmesno porabo, dejansko ostala visoka. Kratkoročna dinamika se je proti koncu leta vendarle umirila, verjetno zaradi določenega umirjanja rasti cen drugih primarnih surovin razen energentov ter tudi zaradi znižanja cen nafte in apreciacije eura do ameriškega dolarja.

Nižje v proizvodni verigi je bila inflacija, merjena s cenami pri proizvajalcih, zmernejša, čeprav je medletna rast cen proizvodov za investicije in široko porabo še naprej sledila trendu naraščanja, ki se je začel sredi leta 2005.

Takšna gibanja odražajo predvsem vpliv posrednih učinkov zaradi pretekle rasti cen primarnih surovin. Pri proizvodih za široko porabo je bilo po avgustu mogoče opaziti določeno umirjanje zaradi skupnega učinka dveh posebnih dejavnikov (povezanih s cenami tobaka in postavkami v zvezi z zdravstvom). Brez upoštevanja teh dejavnikov je bilo iz temeljne dinamike cen videti, da so bila podjetja sposobna deloma prenesti višje lastne stroške na potrošnike.

V celoti gledano je bil do konca leta 2006 prenos predhodnih podražitev primarnih surovin na cene pri proizvajalcih omejen, k čemur sta verjetno pripomogla upad cen nafte po avgustu in apreciacija eura v zadnjem četrtletju. Določeno vlogo pri umirjanju zunanjih cenovnih pritiskov so verjetno imeli tudi majhni pritiski s strani stroškov dela. Kljub temu še naprej obstajajo navzgor usmerjeni pritiski na inflacijo, saj bi lahko podjetja v nekaterih sektorjih prenesla višje lastne stroške, ki niso povezani s plačami, na potrošnike, če bi se z boljšimi gospodarskimi izgledi okrepila njihova moč pri oblikovanju cen.

### GIBANJA STROŠKOV DELA SO OSTALA ZMERN

Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene se je v letih 2005 in 2006 zmerno povečala. V prvih treh četrtletjih 2006 se je rast v povprečju okrepila na 2,1% v primerjavi z znatno nižjo 1,6% povprečno rastjo leta 2005 (glej tabelo 2).

Ker je bila rast skupnih stroškov dela na uro v istem obdobju približno nespremenjena, je to verjetno posledica povečanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega v skladu s postopnim okrevanjem gospodarske aktivnosti.<sup>13</sup> Enaka gibanja so bila leta 2006 zabeležena na ravni dejavnosti, pri čemer je bila rast sredstev za zaposlene nekoliko bolj dinamična in nestabilna v industriji kot v storitvenih

<sup>13</sup> Glej okvir z naslovom „Nedavna gibanja števila skupno opravljenih ur v euroobmočju“, Mesečni bilten ECB, september 2006.



**Tabela 2 Kazalci stroškov dela**

(medletne spremembe v odstotkih)

	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Dogovorjene plače	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Skupaj stroški dela na uro	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Sredstva na zaposlenega	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Zaznamki</i>								
Produktivnost dela	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Stroški dela na enoto proizvoda	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Viri: Eurostat, nacionalni podatki in izračuni ECB.  
Opomba: Podatki o dogovorjenih plačah ne vključujejo Slovenije.

dejavnostih (glej graf 26). Zaradi takšnega gibanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega se je povečala tudi produktivnost dela na zaposlenega, kar pa ni vplivalo na gibanje stroškov dela na enoto proizvoda.

Razpoložljivi kazalniki stroškov dela na splošno potrjujejo, da se je zmerna rast plač leta 2006 nadaljevala, čeprav so med državami obstajale velike razlike. Kaže, da je bila okrepitev stopnje rasti teh kazalnikov v drugem četrtletju le začasna, in sicer zaradi enkratnih plačil v določenih državah. Rast dogovorjenih plač je bila leta 2006 še naprej zmerna (v povprečju

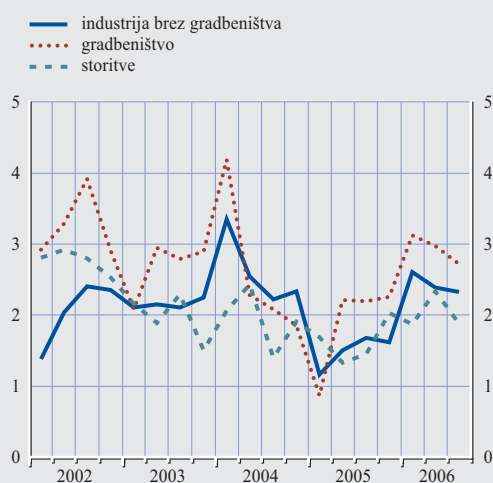
2,2% v primerjavi z 2,1% rastjo leta 2005), kljub nihanjem tekom leta.

Medletna stopnja rasti stroškov dela na enoto proizvoda je v prvih treh četrtletjih leta 2006 ostala nespremenjena na ravni 0,8%, kar je manj kot leta 2005 in v prejšnjih letih. Na splošno so stroški dela še naprej prispevali k umirjenim domačim inflacijskim pritiskom v euroobmočju. Videti je, da rast gospodarske aktivnosti in izboljšanje razmer na trgu dela leta 2006 nista povzročila večje krepitve plačnih pritiskov tekom leta. K temu je verjetno prispeval vpliv določenih dejavnikov na rezultat plačnih pogajanj, npr. grožnje o premestitvi proizvodnje v razmerah močnih svetovnih konkurenčnih pritiskov, zlasti v predelovalnih dejavnostih, ter večje zavedanje o nujnosti ohranjanja stroškovne konkurenčnosti. Določeno vlogo so verjetno imeli tudi drugi dejavniki, kot so ugoden vpliv verodostojne denarne politike na inflacijska pričakovanja, manjša vključenost v sindikate ter večji delež pogodb o zaposlitvi s krajšim delovnim časom in kratkoročnih pogodb. Pri tem so verjetno imele določeno vlogo tudi reforme na trgu dela, ki so tako prispevale k nadaljnjemu umirjanju stroškov dela.

Zmerna rast plač in povečana gospodarska aktivnost sta leta 2006 spodbudili gibanje dobičkov v euroobmočju. Kazalnik skupne profitne marže (merjeno kot razlika med deflatorjem BDP in stroški dela na enoto proizvoda) kaže, da se je trdna rast dobičkov nadaljevala do tretjega četrtletja 2006.

**Graf 26 Sredstva za zaposlene po dejavnostih**

(medletne spremembe v odstotkih; četrtletni podatki)



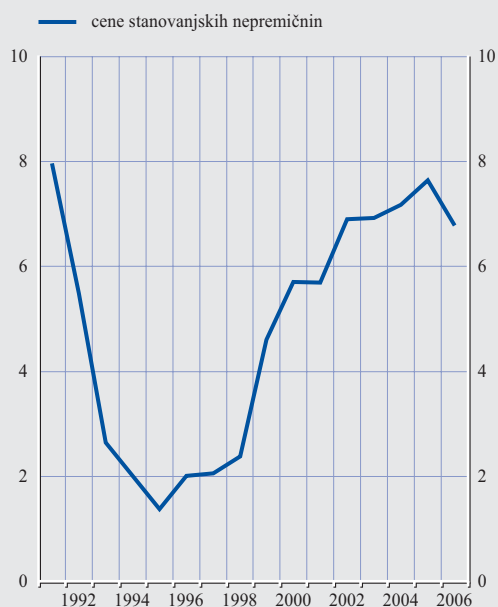
Vira: Eurostat in izračuni ECB.

## CENE STANOVANJSKIH NEPREMIČNIN SO SE NEKOLIKO UMIRILE

Cene stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju, ki niso vključene v izračun indeksa HICP, so leta 2006 kazale znake nadaljnje upočasnitve (glej graf 27). Na podlagi razpoložljivih informacij se je njihova medletna stopnja rasti v prvi polovici leta 2006 po ocenah znižala na 6,8%, potem ko so se v drugi polovici leta 2005 povečale za 7,3%, v prvi polovici leta 2005 pa za 8,0%. Določeno umirjanje cen stanovanjskih nepremičnin v primerjavi z drugo polovico leta 2005 je bilo opaziti v Belgiji, Španiji, Franciji in Italiji. V drugih državah euroobmočja so ostale stopnje rasti približno nespremenjene, z izjemo Irske, kjer so se precej povečale. Po razpoložljivih podatkih so se gibanja cen stanovanjskih nepremičnin med državami euroobmočja leta 2006 še naprej občutno razlikovale. V primerjavi z gibanji v večini gospodarstev euroobmočja izstopa zlasti dolgotrajno obdobje šibkega nemškega stanovanjskega trga.

**Graf 27** Gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; letni podatki)



Vir: Izračuni ECB na podlagi neharmoniziranih nacionalnih podatkov.

Opomba: Podatki za leto 2006 se nanašajo na prvo polovico leta.

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

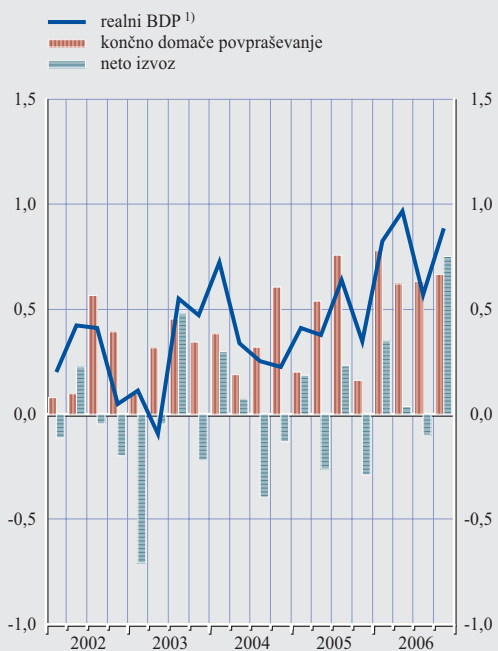
### GOSPODARSKA RAST SE JE LETA 2006 PONOVNO OKREPILA

Po 1,5% rasti leta 2005 se je realni BDP v euroobmočju leta 2006 povečal za 2,8% (prilagojeno za število delovnih dni), kar je preseгло razpoložljive ocene o potencialni rasti proizvoda in predstavlja najmočnejšo rast po letu 2000. Gospodarska aktivnost, ki se je začela izboljševati v drugi polovici leta 2005, je v prvi polovici leta 2006 dobila dodaten zagon, zatem pa se je malo umirila. Močna rast je bila deloma nepričakovana in je odražala predvsem precejšnje izboljšanje zaupanja podjetij in potrošnikov ter znatno izboljšanje razmer na trgu dela, poleg tega pa so v drugi polovici leta precej oslabili tudi učinki preteklih negativnih šokov (zlasti rast cen nafte).

Gospodarstvo euroobmočja je leta 2006 po daljšem obdobju umirjene rasti, ki se je začelo leta 2001, znova dobilo zagon. Nezadovoljiva dinamika gospodarske aktivnosti pred letom 2006 – močni rasti svetovnega gospodarstva navkljub – je bila povezana s številnimi dejavniki, zlasti s premajhno odpornostjo proti različnim šokom, npr. zelo močno rastjo cen nafte. Šibkost domačega povpraševanja v tem obdobju je bila verjetno tudi odraz negotovosti zasebnih subjektov glede njihovih prihodnjih prihodkov. Ciklični upad, ki se je začel v letu 2001, je bil ravno tako povezan s padcem cen finančnega premoženja in povezanim prestrukturiranjem bilanc stanja, kar je omejilo investiranje in ustvarjanje delovnih mest. Ko je proces prestrukturiranja bilanc stanja na ravni podjetij dovolj napredoval in se je zaupanje podjetij izboljšalo, se je investiranje in deloma tudi povpraševanje po delovni sili ob nadaljevanju ugodnih pogojev financiranja okrepilo, kar je leta 2006 privedlo do okrepljenega domačega povpraševanja. Solidna svetovna rast pa je medtem spodbujala rast izvoza euroobmočja. Prispevek zunanjega sektorja h gospodarski rasti pa je bil le nevtralen, zlasti zaradi močnejšega domačega

**Graf 28 Prispevki k četrtletni rasti realnega BDP**

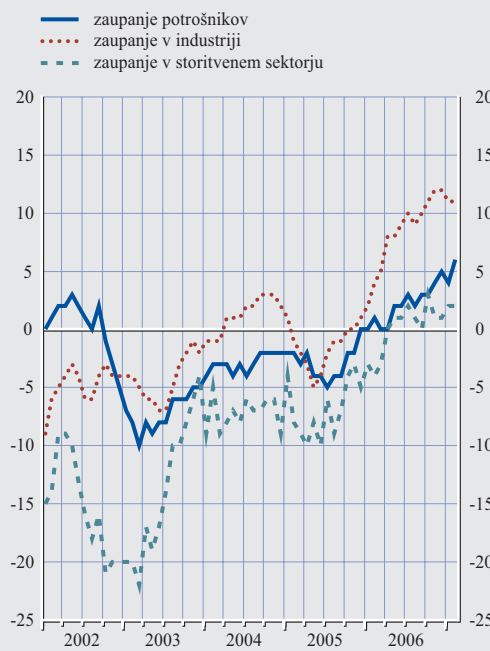
(četrtletni prispevki v odstotnih točkah; desezonirano)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.  
1) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrletje.

**Graf 29 Kazalniki zaupanja**

(ravnotežja v odstotkih; desezonirano)



Vir: Ankete Evropske komisije med podjetji in potrošniki.  
Opombe: Prikazani podatki so prilagojeni glede na povprečje.

gospodarskega zagona, ki je krepil izvoz tujine (glej graf 28).

Kar zadeva domače komponente, se je skupna rast investicij leta 2006 izredno okrepila in dosegla najvišjo raven po letu 2000 (4,3% v primerjavi 2,7% rastjo leta 2005) (glej tabelo 3). Pospešitev je bila največja v gradbeništvu, vendar je bila opazna tudi v drugih panogah. Ob ugodnem zunanem okolju so na rast investicij pozitivno vplivali tudi visoka in vse močnejša rast dobičkov, pozitivna pričakovanja glede povpraševanja in nizki stroški zunanjega financiranja. Poleg tega so bile močne tudi gradbene naložbe, tako v stanovanjski gradnji in še zlasti v drugi gradnji.

Rast zasebne potrošnje se je leta 2006 v primerjavi s prejšnjim letom (1,5%) povečala na 1,8%. Ob izrazitem izboljšanju zaupanja potrošnikov je na rahlo pospešitev zasebne

potrošnje v letu 2006 verjetno pozitivno vplivala višja rast realnega razpoložljivega dohodka. K izboljšanju realnega dohodka v letu 2006 je prispevala močna rast zaposlenosti in rast pasivnih dohodkov (ki ne izhajajo iz zaposlitve), do tega pa je prišlo kljub negativnemu učinku, ki so ga imeli povišani energetske stroški na kupno moč gospodinjstev. Realna rast sredstev za zaposlene je bila v primerjavi s tem majhna. Teh gibanj pa ni spremljalo tudi višje varčevanje prebivalstva. Pozitiven vpliv določenega umirjanja potrošnje na delež varčevanja – v razmerah krepitve rasti dohodka ter višjih obrestnih mer v celotnem razponu ročnosti – je več kot odtehtalo zmanjšanje preventivnega varčevanja, in sicer zaradi gibanj na trgu dela in verjetno tudi močne dinamike na področju neto premoženja gospodinjstev.

Po dejavnostih je bila pospešitev gospodarske aktivnosti leta 2006 najmočnejša v industriji

**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>				
	2004	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Realni bruto domači proizvod	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>od tega:</i>													
Domače povpraševanje <sup>3)</sup>	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1
Zasebna potrošnja	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5
Državna potrošnja	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5
Bruto investicije v osnovna sredstva	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2
Spremembe v zalogah <sup>4)</sup>	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5
Neto izvoz <sup>5)</sup>	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
Izvoz <sup>5)</sup>	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7
Uvoz <sup>5)</sup>	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9
Realna bruto dodana vrednost													
<i>od tega:</i>													
Industrija brez gradbeništva	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4
Gradbeništvo	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5
Čiste tržne storitve <sup>6)</sup>	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8

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 četrtnetih serij nacionalnih računov, ki so prilagojene glede na število delovnih dni.

1) Odstotna sprememba glede na enako obdobje prejšnjega leta.

2) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrletje.

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

4) Vključno s postavko pridobitve zmanjšanimi za odtujitve vrednostnih predmetov.

5) Izvoz in uvoz zajemata blago in storitve ter vključujeta čezmejno trgovino znotraj euroobmočja. Ker menjava 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, prevoz, popravila, gostinstvo, komunikacije, finance, poslovne storitve, nepremičninske storitve in storitve najemanja.

(brez gradbeništva), medtem ko se je rast dodane vrednosti v tržnih storitvah okrepila bolj zmerno. Takšna gibanja so skladna s precejšnjim izboljšanjem zaupanja v industriji, ki ga beležimo od druge polovice leta 2005 dalje, medtem ko je bilo izboljšanje zaupanja v storitvenih dejavnostih manj izrazito (glej graf 29).

Različni kazalniki razpršitve kažejo, da so se razlike v stopnjah rasti realnega BDP med državami euroobmočja v letu 2006 nekoliko zmanjšale. V primerjavi s prejšnjim letom se je povprečna letna rast realnega BDP v letu 2006 povečala v večini držav euroobmočja, v drugih pa je ostala stabilna.

**Okvir 4**
**RAZLIKE V GOSPODARSKI RASTI MED DRŽAVAMI EUROOBMOČJA**

V vsaki monetarni uniji obstajajo razlike v gospodarskih gibanjih med posameznimi državami članicami. V tem okviru na kratko predstavljamo, kako velike so razlike v gospodarski rasti med državami euroobmočja in kako so se spreminjale skozi čas. Omenjeni so tudi nekateri vzroki za te razlike ter posledice za oblikovanje politik.

Razpršitev stopenj rasti realnega BDP med državami euroobmočja (merjeno z netehtanim standardnim odklonom) se je gibala na ravni okrog 2 odstotni točki in v zadnjih 35 letih na splošno ni izkazovala očitnejšega trenda povečevanja ali zmanjševanja (glej graf). Enako

dinamiko je mogoče opaziti pri tehtani razpršitvi gospodarske rasti, čeprav se tu standardni odklon giblje na ravni okrog 1 odstotne točke. Od začetka tretje faze EMU leta 1999 se netehtana razpršitev med državami euroobmočja zmanjšuje, tehtana razpršitev pa ostaja približno nespremenjena. Razlika med tema dvema meriloma je posledica dejstva, da se je rast realnega BDP v nekaterih manjših gospodarstvih euroobmočja po letu 1999 gibala bližje povprečju euroobmočja.

V nekaterih državah se je realni BDP v zadnjih letih dosledno povečeval po stopnjah nad ali pod povprečjem euroobmočja. Zlasti gospodarska rast v Grčiji, Španiji, na Irskem, v Luksemburgu in na Finskem je od sredine devetdesetih let dalje vsako leto presegala povprečje euroobmočja. Realni BDP v Nemčiji in Italiji pa se je v obdobju od sredine devetdesetih let do leta 2005 vsako leto povečeval manj kot v povprečju euroobmočja. Te vztrajne razlike kažejo, da je razpršitev stopenj realne rasti BDP med državami euroobmočja večinoma posledica strukturnih razlik v rasti in v manjši meri cikličnih razlik.<sup>1</sup>

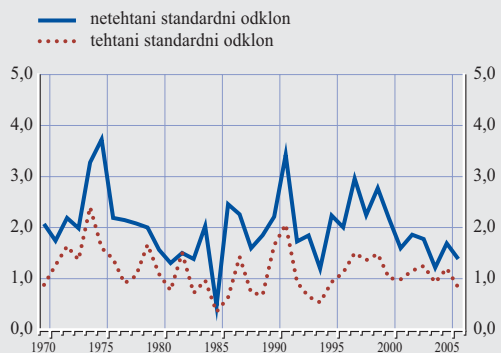
Določene razlike v gospodarski rasti med državami euroobmočja so naravne in zaželeno. V nekaterih primerih te razlike odražajo učinke dohitevanja držav z nižjimi dohodki ali različne demografske trende. Razlike v stopnjah gospodarske rasti med državami so lahko tudičasne, na primer zaradi procesa uravnoveženja v monetarni uniji po šoku. Vztrajne razlike v stopnjah gospodarske rasti pa so lahko posledica neustreznih nacionalnih ekonomskih politik, strukturne neučinkovitosti in togosti ali nedelujočega mehanizma prilagajanja v nekaterih državah ali med njimi, kar se kaže v obliki povečevanja notranjih neravnovesij in razlik v gibanju konkurenčnosti.

Enotna denarna politika ne more vplivati na razlike v gospodarski rasti med državami euroobmočja. Problem šibke trendne gospodarske rasti je treba reševati z ustreznimi nacionalnimi politikami, ki se lotevajo fiskalnih in strukturnih vprašanj. Takšne politike se morajo zlasti usmeriti na krepitev sposobnosti nacionalnih gospodarstev, da se prilagodijo šokom, v državah s počasnejšo rastjo pa tudi na spodbujanje visoke ravni produktivnosti in izkoriščenosti delovne sile ter na nadaljnjo krepitev enotnega trga ob hkratnem ohranjanju stabilnih makroekonomskih razmer.

1 Več podrobnosti je na voljo v okvirju z naslovom „Output growth differentials within the euro area: are they cyclical or trend-driven?“, Monthly bulletin ECB, oktober 2005.

### Graf Razpršitev rasti realnega BDP med državami euroobmočja

(odstotne točke)



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Vrednosti pred letom 1991 se nanašajo na Zahodno Nemčijo. Vrednosti za leto 2006 so ocene Evropske komisije. Euroobmočje ne vključuje Slovenije.

### RAZMERE NA TRGU DELA SE ŠE NAPREJ IZBOLJŠUJEJO

Razmere na trgu dela v euroobmočju so se leta 2006 precej izboljšale, saj se je zaposlenost medčetrtno povečevala po stopnji od 0,3% do 0,5% (glej tabelo 4), raven zaposlenosti pa

se je povečala za več kot dva milijona. Ti rezultati so skladni z dinamiko gospodarske rasti, obrzdanimi realnimi stroški dela in verjetno tudi z učinkom nedavnih ukrepov politike trga dela, ki so spodbujali zaposlitve s

**Tabela 4 Gibanja na trgu dela**

(spremembe v odstotkih glede na prejšnje obdobje; odstotki)

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Delovna sila	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Zaposlenost	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Kmetijstvo <sup>1)</sup>	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Industrija <sup>2)</sup>	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
– brez gradbeništva	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
– gradbeništvo	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Storitve <sup>3)</sup>	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
<b>Stopnje brezposelnosti<sup>4)</sup></b>													
Skupaj	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Pod 25 let	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 let in več	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

1) Vključuje tudi ribištvo, lovstvo in gozdarstvo.

2) Vključuje predelovalno dejavnost, gradbeništvo, rudarstvo, rudarstvo ter oskrbo z elektriko, plinom in vodo.

3) Ne vključuje eksteritorialnih organov in organizacij.

4) Odstotek delovne sile po priporočilih ILO.

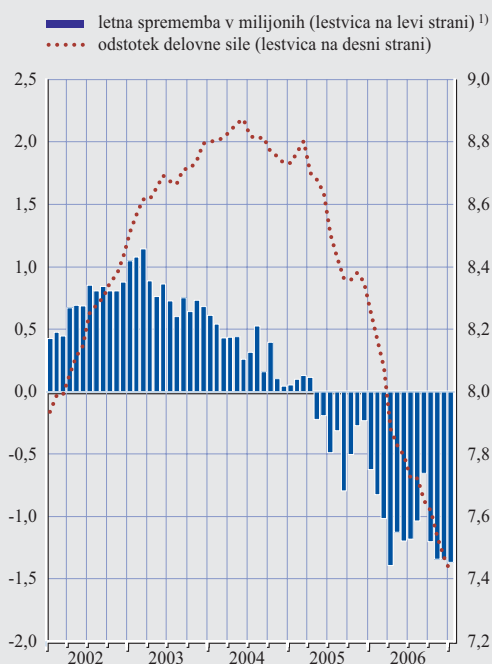
krajšim delovnim časom in samozaposlovanje. Ker je v zadnjem gospodarskem upadu del cikličnega prilagajanja na področju delovne sile potekal z zmanjševanjem opravljenih delovnih ur na zaposlenega (pri čemer so zajeti tako zaposleni s krajšim kot tisti s polnim delovnim časom), je zaposlenost v zadnjem obdobju spodbujala tudi ponovno povečanje števila opravljenih delovnih ur. Razčlenitev po dejavnostih kaže, da se je zaposlenost močno povečala v storitvenih dejavnostih in gradbeništvu, medtem ko se je daljše obdobje zniževanja v industriji (brez gradbeništva) ustavilo.

Stopnja brezposelnosti, ki se je začela zmanjševati sredi leta 2004, se je v letu 2006 še znižala in v zadnjem četrtletju znašala 7,5% (glej graf 30). Treba je opozoriti, da od začetka serije leta 1993 tako nizka raven še ni bila dosežena. Čeprav to jasno kaže na ponoven ciklični vzpon v letu 2006, je del znižanja stopnje brezposelnosti po ocenah tudi strukturne narave in je posledica reform na trgu dela v nekaterih državah euroobmočja. Medtem ko je več držav doseglo precejšen napredek pri ustvarjanju prožnejšega trga dela, so v številnih državah še vedno potrebne korenitejše reforme.

Rast produktivnosti dela v celotnem gospodarstvu se je tekom leta 2006 dodatno okrepila. Okrepitev je spodbujala predvsem industrija

**Graf 30 Brezposelnost**

(mesečni podatki; desezonirano)

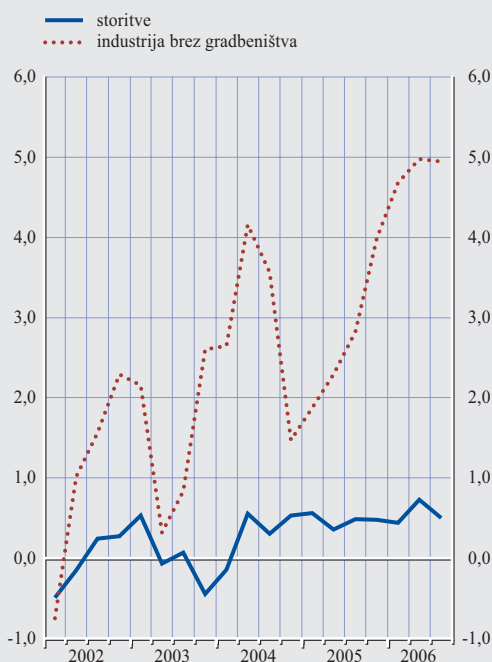


Vir: Eurostat

1) Letne spremembe niso desezonirane.

**Graf 31 Produktivnost dela**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

(brez gradbeništva), medtem ko je bila rast produktivnosti v storitvenih dejavnostih nespremenjena na ravni precej pod rastjo produktivnosti v industriji (glej graf 31).

Krepitev produktivnosti dela je bila deloma povezana s ciklično oživitvijo gospodarstva euroobmočja v letu 2006. Kljub temu ostaja rast produktivnosti v euroobmočju nezadovoljiva, slabše rezultate pa lahko razložimo tudi s strukturnimi dejavniki. Umiritev produktivnosti dela od sredine devetdesetih let dalje so verjetno povzročili tudi začasni učinki strukturnega povečanja uporabe razmeroma nizko usposobljene delovne sile, kar je bilo povezano z izvajanjem reform na trgu dela. Nižja rast produktivnosti v euroobmočju pa kaže tudi nezadostno uporabo novih tehnologij, ki zvišujejo produktivnost, ter pomanjkanje konkurence in zaostreno normativno okolje na trgih proizvodov (glej okvir 5).

## Okvir 5

### GIBANJA PRODUKTIVNOSTI EUROOBMOČJA IN NUJNOST STRUKTURNIH REFORM

Izboljšanje produktivnosti je ključni dejavnik gospodarske rasti in povečevanja realnega dohodka na prebivalca v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju. Ta okvir ponuja pregled glavnih gibanj produktivnosti dela euroobmočja v zadnjih petnajstih letih in govori o nujnosti politik, ki prispevajo k nadaljevanju rasti produktivnosti. Produktivnost se meri v obliki produktivnosti dela, ki je opredeljena kot realni proizvod na enoto vložka dela. Vložek dela pa se meri na dva načina, in sicer kot skupno število opravljenih delovnih ur ali kot število zaposlenih.<sup>1</sup>

Gibanje produktivnosti v euroobmočju je bilo v zadnjih desetih letih pod pričakovanji. Rast produktivnosti dela v euroobmočju se je v primerjavi z ZDA zmanjšala, ne glede na to, ali vložek dela merimo s številom opravljenih delovnih ur ali s številom zaposlenih.<sup>2</sup> Povprečna letna rast produktivnosti dela, merjena s številom opravljenih delovnih ur, se je zmanjšala z 2,1%, kolikor je znašala v obdobju 1990–95, na 1,3% v obdobju 1996–2005.<sup>3</sup> V istem obdobju

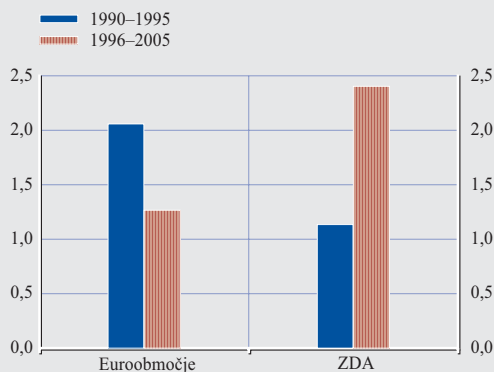
1 Pri tem je treba omeniti, da je skupno število opravljenih delovnih ur z ekonomskega vidika sicer boljša možnost, vendar lahko na oceno o številu opravljenih delovnih ur vplivajo napake pri merjenju. Podatki omogočajo primerjavo gibanj skozi čas, niso pa primerni za primerjavo ravni opravljenih delovnih ur v enem letu med državami.

2 Zaradi trendnega zniževanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur je rast produktivnosti dela v euroobmočju običajno nižja, če jo merimo glede na število zaposlenih.

3 Glej tudi članek z naslovom „Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns“, Monthly bulletin ECB, julij 2004, in okvir z naslovom „Developments in euro area labour quality and their implications for labour productivity growth“, Monthly bulletin ECB, oktober 2005.

### Graf A Rast produktivnosti dela na opravljeno delovno uro

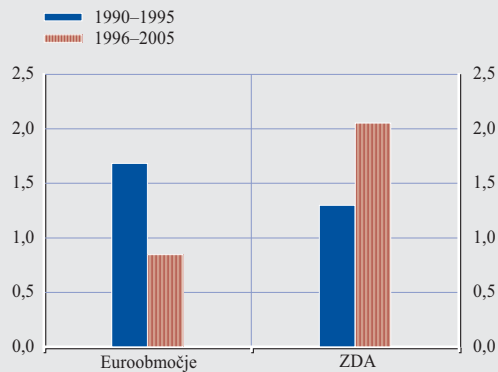
(povprečne medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Groningen Growth and Development Centre in izračuni ECB.

### Graf B Rast produktivnosti dela na zaposlenega

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Groningen Growth and Development Centre in izračuni ECB.

se je rast produktivnosti dela v ZDA, merjeno s številom opravljenih delovnih ur, povečala z 1,1% na 2,4% (glej graf A). Merjeno s številom zaposlenih pa se je rast produktivnosti dela v euroobmočju zmanjšala z 1,7% v obdobju 1990–95 na 0,8% v obdobju 1996–2005, isti kazalnik za ZDA pa se je medtem povečal z 1,3% na 2,1% (glej graf B).<sup>4</sup> Med obema obdobjema se je rast produktivnosti dela tako obrnila (tako glede na opravljene delovne ure kot tudi glede na število zaposlenih), pri čemer so ZDA v zadnjih desetih letih prehiteli euroobmočje. Čeprav naj bi na ta gibanja deloma vplivali ciklični dejavniki, imajo pri tem pomembno vlogo tudi strukturni dejavniki.

Upočasnitev rasti produktivnosti dela v euroobmočju lahko deloma pojasnimo z večjo uporabo delovne sile. Na to so med drugim verjetno vplivale posebne reforme na trgu dela, ki so jih izvajale nekatere države euroobmočja, kot je npr. zmanjšanje davčnega primeža in implicitni davek na zgodnje upokojevanje<sup>5</sup> ter omilitev določil glede varnosti zaposlitve (zlasti v devetdesetih letih) in spodbujanje zaposlitve s krajšim delovnim časom. Ti ukrepi, katerih cilj je bilo povečati zaposlitvene možnosti zlasti nižje izobraženih, žensk, mlajših in starejših brezposelnih, so imele nedvomen pozitiven učinek na stopnjo zaposlenosti (glej tabelo A).

### Tabela A Izbrani strukturni kazalci

	Euroobmočje <sup>1)</sup>		ZDA	
	1995	2005	1995	2005
<b>Trg dela (odstotki)</b>				
Splošna stopnja zaposlenosti	58	64	73	72
Stopnja zaposlenosti žensk	47	55	66	66
Stopnja zaposlenosti starejših oseb	33	40	55	61
Delež zaposlitve s krajšim delovnim časom	12,7	17,0	14,2	12,8
<b>Inovacije</b>				
Naložbe v IKT (odstotek BDP) <sup>2)</sup>	1,9	2,2	3,4	3,7
Naložbe v R&R (odstotek BDP) <sup>3)</sup>	1,8	1,9	2,5	2,7

Vira: Eurostat in OECD.

1) Podatki za euroobmočje so tehtana povprečja.

2) Podatki se nanašajo na leto 2003.

3) Podatki se nanašajo na leto 2004.

4 V analizi so bili uporabljeni podatki Groningen Growth and Development Centre (GGDC) Total Economy Database, izvorni podatki pa so na voljo na [www.ggdc.net](http://www.ggdc.net). Podatki GGDC temeljijo na virih OECD, vendar vključujejo tudi dodatne preračune (kot najpomembnejše je upoštevanje razlik zaradi prilagoditev kakovosti).

5 Implicitna davčna stopnja je opredeljena kot znesek „izgubljene“ pokojnine zaradi poznejše upokojitve (izraženo v sedanji vrednosti) glede na dohodek od dela.



Kljub temu so davki in socialni prejemki ter raven zaščite varnosti zaposlitve v ZDA še naprej precej nižji. Zaradi tega je skupna stopnja zaposlenosti v euroobmočju precej nižja kot v ZDA (glej tabelo A). Ker je treba raven zaposlitve v euroobmočju zvišati, bo to do določene mere še naprej povzročalo negativne pritiske na rast produktivnosti dela v euroobmočju. Kljub temu naj bi takšno domnevno izključevanje med zaposlenostjo in produktivnostjo trajalo le začasno. Vseeno pa to opozarja na ključni pomen, ki ga ima vzpostavitev ustreznega institucionalnega okolja, da bi lahko euroobmočje povečalo inovacije in raznolikost ter s tem pospešilo rast produktivnosti dela.

Drug pomemben dejavnik, ki tudi pojasnjuje različna gibanja v rasti produktivnosti dela med euroobmočjem in ZDA, je višja rast kapitalске intenzivnosti (kapitalske storitve na opravljeno delovno uro) v ZDA, kar je posledica večjih naložb v opremo z informacijsko-komunikacijsko tehnologijo (IKT), zlasti v storitvenih dejavnostih (glej tabelo A). Razčlenitev po dejavnostih kaže, da produktivnost euroobmočja zaostaja za ZDA predvsem na področju storitev, ki uporabljajo IKT, vključno s trgovino na drobno in debelo ter finančnim posredništvom (glej tabelo B). Poleg tega je vloga sektorja, ki proizvaja IKT, v euroobmočju omejena zaradi njegovega razmeroma majhnega deleža v BDP. Rast produktivnosti v euroobmočju je bila večja kot v ZDA samo v tradicionalnih sektorjih, ki niso povezani z IKT, vendar se je tudi tu prednost v zadnjih desetih letih očitno zmanjšala. Strukturne značilnosti gospodarstva ZDA – prožnejši trg dela, večja stopnja konkurence na trgih proizvodov, nižje ovire za vstopanje novih podjetij na trg in učinkovitejši trg kapitala – so bile očitno bolj primerne za izkoriščanje priložnosti, ki jih ponujajo nove tehnologije.<sup>6</sup>

Euroobmočje je v zadnjih petnajstih letih doseglo pomemben in trajen napredek pri uvajanju prožnejše ureditve na trgih proizvodov in pri ustvarjanju prijaznejšega poslovnega okolja. Poleg tega bo direktiva o storitvah, ki jo je decembra 2006 sprejel Evropski parlament, zagotovo prispevala k izboljšanju na tem področju. Kljub temu ostaja širitev in poglobljanje notranjega trga prednostna naloga, saj je sedanjí regulativni okvir euroobmočja še vedno prezapleten, zlasti v primerjavi z ZDA, in tako predstavlja oviro za inovacije in izboljšanje produktivnosti dela. S tem lahko deloma razložimo, zakaj je raven naložb v R&R in tvegani kapital, ki sta dva pomembna spodbujevalca inovacij, še vedno pod ravno ZDA.

Da bi lahko v celoti izkoristili prednosti učinkovitejšega regulativnega okolja, bi morala te ukrepe spremljati prizadevanja za izboljšanje izobraženosti in usposobljenosti delovne sile.

**Table B Rast produktivnosti dela na opravljeno delovno uro po dejavnostih<sup>1)</sup>**

(povprečni letni prispevki v odstotnih točkah)

	Euroobmočje		ZDA	
	1990–95	1996–2003	1990–95	1996–2003
<b>Dejavnosti skupaj</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Izdelovalci IKT</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
Predelovalne dejavnosti	0,2	0,2	0,5	0,6
Storitve	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>Uporabniki IKT</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Predelovalne dejavnosti	0,2	0,1	0,0	0,1
Storitve	0,3	0,3	0,3	1,1
<b>Dejavnosti, nepovezane z IKT</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
Predelovalne dejavnosti	0,5	0,3	0,2	0,2
Storitve	0,6	0,2	-0,2	0,1
Drugo	0,5	0,3	0,0	0,0

Viri: Groningen Growth and Development Centre in izračuni ECB.

1) Seštevki se lahko zaradi zaokroževanja ne ujemajo.

6 Projektna skupina Odbora za denarno politiko ESCB, „Competition, productivity and prices in the euro area services sector“, ECB Occasional Paper št. 44, april 2006; R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker in J. Turunen, „Labour productivity developments in the euro area“, ECB Occasional Paper št. 53, oktober 2006.

Tehnološki napredek pomeni, da se delovna mesta prek „ustvarjalnega uničenja” preusmerjajo od nizko k visoko usposobljenim delavcem. Ukrepi za boljšo usposobljenost in vseživljenjsko učenje tako prispevajo k inovacijam in spodbujajo uporabo naprednih tehnologij. Za oblikovanje na znanju temelječega gospodarstva so bile naložbe v človeški kapital v Evropi do sedaj nezadostne. Leta 2004 je na primer samo 23% ljudi v euroobmočju starih od 25 do 64 let doseglo terciarno raven izobraževanja v primerjavi z 39% v ZDA.

Povzamemo lahko, da ima regulativno okolje pomembno vlogo pri pojasnjevanju gibanj produktivnosti dela. Kljub precejšnjemu napredku na nekaterih področjih strukturne reforme v euroobmočju v celoti gledano niso bile dovolj daljnosežne, njihovo izvajanje pa prepočasno, da bi lahko spodbujale nastanek na znanju temelječega gospodarstva s ciljem pospešiti rast produktivnosti dela in povečati ustvarjanje delovnih mest. Danes so izzivi kot tudi rešitve že dobro opredeljeni, zlasti v okviru prenovljene Lizbonske strategije. Izziv, ki je sedaj pred nami, pa je pospešitev celotne dinamike reform.

## 2.5 FISKALNA GIBANJA

### PRORAČUNSKO IZBOLJŠANJE V LETU 2006

Javnofinančna gibanja v euroobmočju so bila leta 2006 ob močni gospodarski rasti in dodatnih prihodkih ugodna. Glede na dopolnjene programe stabilnosti držav članic euroobmočja je povprečni javnofinančni primanjkljaj znašal približno 2,0% BDP in se je v primerjavi z letom 2005 (2,4% BDP) zmanjšal (glej tabelo 5). Glede petih držav, ki so bile leta 2006 v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ocenjujemo, da so Nemčija, Grčija in Francija znižale svoj javnofinančni primanjkljaj pod referenčno vrednost 3% BDP oziroma so ga na tej ravni vzdrževale, čeprav sta slednji dve državi to v veliki meri dosegli s pomočjo precejšnjih začasnih ukrepov. Dve državi (Italija in Portugalska) pa sta še naprej beležili primanjkljaj, ki je precej nad 3% BDP. V primeru Italije je primanjkljaj po novjših ocenah znašal 4,4% BDP (precej manj od podatka v dopolnjenem programu stabilnosti); brez upoštevanja začasnih učinkov, ki so povzročili njegovo povečanje, pa bi znašal 2,4%. Precejšnje proračunsko neravnovesje, čeprav še vedno pod mejo 3% BDP, je ostalo tudi v Luksemburgu in Avstriji, medtem ko je bil uravnotežen ali presežen proračunski položaj po ocenah dosežen v Belgiji, na Irskem, v Španiji, na Nizozemskem in Finskem.

Kot kaže primerjava proračunskih ciljev za leto 2006 iz najnovjših dopolnitev programov stabilnosti in ciljev, objavljenih ob koncu leta 2005 in v prvi polovici leta 2006, je bil primanjkljaj euroobmočja v povprečju približno 0,2 odstotne točke BDP nižji. To je bilo posledica precej boljših rezultatov od pričakovanih v Nemčiji (ki je po ocenah znižala primanjkljaj pod referenčno vrednost 3% BDP eno leto prej, kot je bilo načrtovano) in v številnih drugih državah euroobmočja, ki že imajo zdravo proračunsko stanje.

Ob takšnih gibanjih se je delež javnega dolga v euroobmočju leta 2006 prvič po letu 2002 znižal in je znašal slabih 70% BDP. To kaže zmanjšanje deleža javnega dolga v večini držav z opazno izjemo Italije – ki ima sedaj najvišji delež javnega dolga – in Portugalske.

Takšna proračunska gibanja so bila predvsem posledica močne gospodarske rasti in dodatnih prihodkov ter samo deloma tudi posledica učinkovite fiskalne konsolidacije. Na izboljšanje strukturnega proračunskega salda (ciklično prilagojeni saldo brez enkratnih in začasnih ukrepov), ki je leta 2006 po ocenah znašal približno 0,4%, so lahko deloma vplivali dodatni prihodki, zaradi česar bi bila lahko dinamika učinkovite konsolidacije precej boljša. Močna rast javnofinančnih prihodkov je izhajala iz številnih dejavnikov, med katerimi

**Tabela 5 Fiskalni položaj v euroobmočju**

(kot odstotek BDP)

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

	2004	2005	2006
<b>Euroobmočje</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>
Belgija	0,0	-2,3	0,0
Nemčija	-3,7	-3,2	-2,1
Irska	1,5	1,1	2,3
Grčija	-7,8	-5,2	-2,6
Španija	-0,2	1,1	1,4
Francija	-3,7	-2,9	-2,7
Italija	-3,4	-4,1	-5,7
Luksemburg	-1,1	-1,0	-1,5
Nizozemska	-1,8	-0,3	0,1
Avstrija	-1,2	-1,5	.
Portugalska	-3,2	-6,0	-4,6
Finska	2,3	2,7	2,9

**Bruto dolg širše opredeljene države**

	2004	2005	2006
<b>Euroobmočje</b>	<b>69,8</b>	<b>70,8</b>	<b>69,6</b>
Belgija	94,3	93,2	87,7
Nemčija	65,7	67,9	68,0
Irska	29,7	27,4	25,1
Grčija	108,5	107,5	104,1
Španija	46,2	43,1	39,7
Francija	64,4	66,6	64,6
Italija	103,9	106,6	107,6
Luksemburg	6,6	6,0	7,5
Nizozemska	52,6	52,7	50,2
Avstrija	63,8	63,4	.
Portugalska	58,6	64,0	67,4
Finska	44,3	41,3	39,1

Viri: Evropska komisija (za 2004–2005), posodobljeni programi stabilnosti 2006–2007 (za 2006) in izračuni ECB

Opomba: Podatki temeljijo na opredelitvi postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Proračunske bilance ne vključujejo iztržka od prodaje licenc UMTS.

so višji dobički podjetij, dobro delovanje kapitalskih trgov ter v nekaterih državah tudi rast cen stanovanj ali povečana učinkovitost davčne uprave. Ti dejavniki so spodbudili rast davčnih prihodkov od dohodka in premoženja, vendar je natančen prispevek vsakega od teh dejavnikov težko ugotoviti. Za agregati euroobmočja se skrivajo precejšnje razlike med državami, zlasti med tistimi s čezmernim primanjkljajem ali precejšnjim proračunskim

neravnovesjem. Grčija in Portugalska sta dosegli občutno izboljšanje v strukturnem saldu, medtem ko je bil napredek predvidoma dosežen tudi v Nemčiji in v manjši meri še v Franciji. Nasprotno pa se je strukturni saldo Luksemburga občutno poslabšal. Proračunska gibanja se kažejo tudi v obsegu izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev širše opredeljene države (glej okvir 6).

**Okvir 6****IZDAJANJE DRŽAVNIH DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN RAZPONI DONOSOV OBVEZNIC V EUROOBMOČJU**

Leta 2006 se je izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev širše države zmanjšalo, delež primanjkljaja in dolga v BDP pa se je v okolju okrepljene gospodarske aktivnosti zmanjšal v večini držav euroobmočja. Dopolnitve programov stabilnosti iz leta 2006 namreč kažejo, da

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

(medletne spremembe v odstotkih konec obdobja)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Centralna država skupaj	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
s fiksno obrestno mero		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
s spremenljivo obrestno mero		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Vir: ECB.

se je delež javnega dolga v euroobmočju prvič po letu 2002 zmanjšal, in sicer na slabih 70% BDP. Zadolževanje euroobmočja se je leta 2006 neto povečalo za 2,1%, kar je skoraj pol manj v primerjavi z rastjo neto izdajanja obveznic centralne države v letu 2005 (glej tabelo A)<sup>1</sup>.

Analiza strukture nedospelih dolžniških instrumentov širšega sektorja države kaže, da izdajanje dolga države pretežno prevzema centralna raven države, ki je imela leta 2006 93,5% vseh nedospelih dolžniških instrumentov, ostali širši sektor države pa je bil odgovoren za 6,5% instrumentov. Kljub temu postaja ta sektor države vse dejavnejši. Delež dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdala centralna država, je med letoma 1999 in 2006 stalno upadal, delež dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdal ostali širši sektor države, pa se je približno podvojil.

Pomemben dejavnik, ki je leta 2006 spodbujal izdajanje dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev v primerjavi s kratkoročnim dolgom, je bilo zmanjševanje razlike med kratkoročnimi in dolgoročnimi obrestnimi merami. Čeprav se je medletna stopnja rasti dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev zmanjšala s 4,9% v letu 2005 na 3,1% v letu 2006, se je medletna stopnja rasti kratkoročnih vrednostnih papirjev še bolj znižala in je leta 2006 postala celo negativna, kar je posledica neto odkupov kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev.

Države euroobmočja so tako pri upravljanju svojega dolga še naprej sledile dolgoročni usmeritvi. Dolgoročni dolg je leta 2006 predstavljal približno 92,9% vseh nedospelih dolžniških vrednostnih papirjev, nekaj več kot leta 2005, medtem ko je bil delež kratkoročnih dolžniških

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

(v odstotkih skupnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdala centralna država; konec obdobja)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Centralna država	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Druga širše opredeljena država	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	0,2	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	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
s fiksno obrestno mero	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
s spremenljivo obrestno mero	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Širše opredeljena država skupaj v milijardah EUR	3.451,5	3.549,4	3.771,3	3.946,2	4.149,0	4.388,0	4.602,0	4.705,3

Vir: ECB.

<sup>1</sup> Stopnje rasti so izračunane na podlagi finančnih transakcij in tako izključujejo prerazvrstitve, prevrednotenja, nihanja deviznega tečaja in druge spremembe, ki niso posledica transakcij. Podrobnosti so na voljo v tehničnih opombah v zvezi s tabelo 4.3 in 4.4 v poglavju „statistični podatki euroobmočja“ v Mesečnem biltenu ECB.

vrednostnih papirjev samo 7,1% (glej tabelo B). Kot je razvidno iz tabele B, je bil največji delež dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev širšega sektorja države izdan po fiksni obrestni meri. Kljub manjšemu povečanju v letu 2006 se je delež izdaj s spremenljivo obrestno mero sčasoma zmanjšal (z 10,6% v letu 1999 na 8,0% v letu 2006). Zadnji trendi v strukturi državnega financiranja na splošno odražajo precejšnje pozitivne učinke, ki so se pojavili skupaj s preходом na bolj stabilnostno naravnane ekonomske politike v zadnjem desetletju, kar je po drugi strani prispevalo k nizki ravni dolgoročnih obrestnih mer. Najbolj opazen pozitiven učinek pa je znatno manjši delež državnega proračuna, ki se porabi za plačilo obresti.

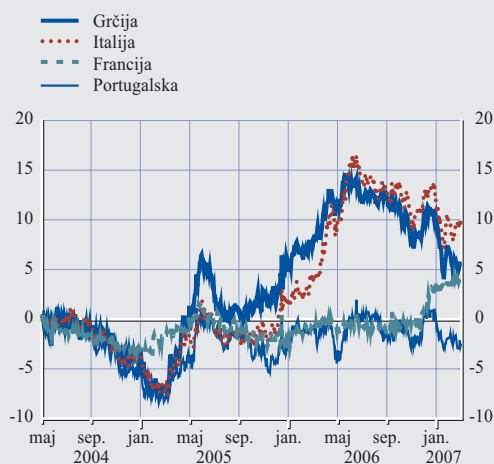
Primerjava med državami kaže, da so bili donosi desetletnih državnih obveznic doslej v povprečju najnižji v Nemčiji, predvsem zaradi višje likvidnosti obveznic in statusa, ki ga imajo kot merilo primerjave. Graf prikazuje kumulativne spremembe v razponih donosov obveznic držav, ki so bile ob koncu leta 2006 v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, glede na nemške obveznice.

Razlike v donosih državnih obveznic med državami euroobmočja odražajo razlike v likvidnosti in kreditnem tveganju. Pri državah, ki niso bile v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, so ostali razponi donosov državnih obveznic nizki, v letu 2006 pa ni prišlo do večjih sprememb. Nasprotno so se razponi pri Italiji in Grčiji v prvi polovici leta 2006 povečali. Poleg tega so se razponi donosov v Italiji izrazito povečali po volitvah spomladi, ko se je pojavila negotovost glede njihovega izida. V drugi polovici leta 2006 so se italijanski in grški razponi zmanjšali, vendar se niso vrnili na raven iz začetka leta.

Bonitetne ocene državnega dolga v euroobmočju se leta 2006 niso spremenile, z izjemo ocene za Italijo. Standard & Poor's je namreč oktobra znižal svojo oceno italijanskega državnega

### Kumulativne spremembe v razponih donosov izbranih državnih obveznic glede na Nemčijo

(v baznih točkah; dnevni podatki)



Vira: Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Prikazane so akumulirane spremembe razponov brez upoštevanja dni, ko je prišlo do sprememb referenčne obveznice, saj take spremembe navadno povzročijo povečanje merjenih razponov. Podatki so razpoložljivi od maja 2004.

### Tabela C Bonitetne ocene državnega dolga za države

(ob koncu leta 2006)

Označitev dolga in izdajatelja	Ocene					
	S&P	države	Moody's	države	Fitch	države
Najvišja kakovost	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Visoka kakovost	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
Močna plačilna sposobnost	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Vira: Standard & Poor's (S&P), Moody's in Fitch.

dolga z AA- na A+, Fitch pa je svojo bonitetno oceno znižal z AA na AA- (glej tabelo C).<sup>2</sup> Objava o znižanju bonitetne ocene za Italijo je imela le manjši učinek na razpon donosov v primerjavi z Nemčijo. Razpon Portugalske in Francije v primerjavi z Nemčijo pa je v celotnem obdobju ostal bolj ali manj nespremenjen.

<sup>2</sup> Razpoložljivi podatki kažejo na pomen fiskalnih spremenljivk pri določanju bonitete državnega dolga. Glej A. Afonso, P. Gomes, in P. Rother, „What ‘hides’ behind sovereign debt ratings?“ ECB Working Paper 711, januar 2007.

### **PRIČAKOVANA JAVNOFINANČNA GIBANJA V LETU 2007**

Dopolnjeni programi stabilnosti, objavljeni konec leta 2006, kažejo na nadaljnje zmanjšanje povprečnega primanjkljaja euroobmočja v letu 2007 na 1,4% BDP, kar odraža tudi strukturno izboljšanje v višini okrog 0,4 odstotne točke. V euroobmočju kot celoti načrtovana proračunska konsolidacija temelji na ukrepih na strani prihodkov kakor tudi na omejevanju odhodkov. Vendar so tako napovedi prihodkov kot odhodkov višje kot v prejšnjih programih stabilnosti, kar kaže na pričakovanja, da bodo vsaj nekateri dodatni prihodki postali trajni in bodo namenjeni dodatnemu trošenju. Povprečni delež dolga euroobmočja se bo po pričakovanjih še dodatno znižal na 68% BDP, k čemur bo prispeval predvsem primarni presežek.

Proračunska konsolidacija v euroobmočju bo leta 2007 predvidoma izhajala predvsem iz prizadevanj za prilagoditev javnih financ v Nemčiji in Italiji. V Nemčiji k fiskalni konsolidaciji prispevata nadaljevanje omejevanja odhodkov in povečanje posrednih davkov. Italijanski primanjkljaj naj bi se znižal na raven tik pod 3% BDP skladno z rokom, ki ga nalaga priporočilo Sveta. To naj bi omogočil predvsem paket davčnih konsolidacijskih ukrepov v proračunu za leto 2007 in porazgubitev začasnih dejavnikov zviševanja primanjkljaja. Portugalska, ki je imela v letu 2006 tudi primanjkljaj nad 3% BDP, namerava nadaljevati prilagajanje javnih financ (njen rok za zmanjšanje čezmernega primanjkljaja je leto 2008), vendar za leto 2007 še vedno načrtuje primanjkljaj precej nad referenčno vrednostjo 3% BDP. Večina držav z javnofinančnim neravnovesjem ima skromne konsolidacijske načrte za uresničitev srednjeročnih proračunskih ciljev.

### **FISKALNE STRATEGIJE SE MORAJO USMERITI H KREPITVI KONSOLIDACIJSKIH PRIZADEVANJ**

Čeprav dopolnitve programov stabilnosti 2006 na splošno kažejo, da vlade načrtujejo nadaljnje ukrepe za zagotovitev zdravega proračunskega stanja, obstajajo znaki, da proračunski cilji ne pomenijo vedno tudi zadostne konsolidacije oziroma da konkretni in verodostojni ukrepi še niso bili podrobneje opredeljeni. To predstavlja tveganje za prihodnost. Ob ugodnih vplivih, ki jih imata gospodarska rast in močno povečanje prihodkov na pričakovana fiskalna gibanja v večini držav, se morajo te s fiskalnimi strategijami zavarovati pred popuščanjem in usmeriti h krepitvi konsolidacijskih prizadevanj. Verjetno nadaljevanje „dobrih časov“ v bližnji prihodnosti je treba v celoti izkoristiti ter tako čim prej doseči zdravo javnofinančno stanje in hitro zmanjšati delež dolga, med drugim tudi zaradi demografskih izzivov na področju fiskalne vzdržnosti. Pomembno je, da vse države izpolnijo zaveze iz prenovljenega Pakta za stabilnost in rast in s tem povečajo kredibilnost javnofinančnega okvira EU.

Pretekle izkušnje potrjujejo, da predstavlja popuščanje v obdobju konjunktore glavno tveganje za javnofinančno politiko. Kot se je zgodilo v prvih letih EMU, lahko dodatni prihodki med obdobjem gospodarskega vzpona zamikajo vlade, da znižajo davke brez finančne osnove oziroma sprostijo omejevanje odhodkov. Da ne bi ponavljali preteklih napak ter da bi preprečili nastanek makroekonomskih neravnovesij, je bistveno, da se vse države izogibajo procikličnemu popuščanju v javnofinančni politiki in si v sedanjem obdobju konjunktore prizadevajo doseči zdravo proračunsko stanje. V nasprotnem primeru se bo manevrski prostor za delovanje avtomatičnega stabilizatorja omejil, kar bo zopet zahtevalo prociklično

zaostritev fiskalne politike. Nezdosten napredek pri konsolidaciji bi lahko v naslednjem obdobju gospodarskega upada znova otežil izvajanje Pakta za stabilnost in rast.

Države članice z javnofinančnim neravnovesjem brez čezmerne primanjkljaja bi morale s pomočjo verodostojnih ukrepov pospešiti prizadevanja za fiskalno konsolidacijo in doseči svoje srednjeročne cilje hitreje, kot to načrtujejo v dopoljenih programih stabilnosti. Kot je namreč določeno v prenovljenem Paktu za stabilnost in rast, bi bilo treba v sedanjem gospodarskem okolju pospešiti prilagajanje in preseči 0,5% referenčno vrednost.

Države s primanjkljajem nad referenčno vrednostjo 3% BDP morajo sprejeti vse potrebne ukrepe za čimprejše izboljšanje položaja, ob podpori doslednega izvajanja priporočil Sveta. Izboljšani javnofinančni obeti v številnih državah povečujejo možnosti za odpravo čezmerne primanjkljaja v bližnji prihodnosti. Ob tem je bistveno, da se čezmerni primanjkljaj zmanjša na vzdržan način ter s pomočjo trajnih in kredibilnih konsolidacijskih ukrepov. Kasneje je treba doseči hiter nadaljnji napredek pri uresničevanju srednjeročnih ciljev držav in tako ustvariti manevrski prostor, ki bo preprečil nove prekoračitve zgornje meje primanjkljaja. V državah, kjer napovedi kažejo na tveganje neizpolnitve obvez, pa je treba z dodatnimi prizadevanji doseči cilje in preprečiti nadaljnje ukrepe v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

Države članice, ki so že dosegle zdravo javnofinančno stanje, bi morale takšno stanje vzdrževati ali pa ga še utrditi. V nekaterih primerih, kjer je javnofinančni položaj že v presežku, povpraševanje v gospodarstvu pa živahno, bi lahko bolj zaostrena fiskalna politika zmanjšala tveganje pregrevanja gospodarstva.

Kakovostni statistični podatki in zanesljivo statistično poročanje ostajajo ključni za

pravilno ocenjevanje proračunskega stanja in ugotavljanje potreb po ukrepih za odpravljanje neravnovesij.

Končno je treba še opozoriti, da mora biti fiskalna konsolidacija del celovitega programa strukturnih reform na temelju obvladovanja odhodkov, v skladu z Lizbonsko strategijo. To bo s povečanjem zaupanja omililo neugodne učinke konsolidacije na povpraševanje ter prispevalo k fiskalni vzdržnosti, gospodarski rasti in zaposlovanju v euroobmočju.

## 2.6 GIBANJA DEVIZNIH TEČAJEV IN PLAČILNE BILANCE

### EURO JE LETA 2006 EFEKTIVNO APRECIIRAL

Nominalni efektivni tečaj eura je začel naraščati v zadnjem četrtletju 2005, ta trend pa se je tekom leta 2006 še okreplil. V prvi polovici leta 2006 se je euro okreplil do večine valut, kar je bilo posledica apreciacije do ameriškega dolarja, japonskega jena, kitajskega renminbija in do več drugih azijskih valut, ki so formalno ali dejansko vezane na ameriško valuto. V drugi polovici leta se je euro sprva na kratko ustalil, zatem pa se je njegova krepitev ob koncu oktobra nadaljevala. Do konca leta je bil nominalni efektivni tečaj eura skoraj 5% višji kot na začetku januarja in 2,5% višji od povprečja leta 2005.

Okrepljena vrednost eura je skoraj vse leto 2006 med drugim izhajala iz ocen trgov, da postajajo splošna gospodarska gibanja v euroobmočju ugodnejša. Medtem ko naj bi nadaljnji podatki o vse večjem primanjkljaju tekočega računa ZDA na začetku leta podpirali vrednost eura do dolarja, se je pozornost trgov postopno preusmerila k razlikam v poslovnem ciklu ter prihodnjim spremembam v denarni politiki na obeh gospodarskih območjih. Takšen premik je bil predvsem posledica izboljšanih gospodarskih možnosti v euroobmočju, kar je bilo v nasprotju z zaskrbljenostjo trgov o morebitnem precejšnjem umirjanju gospodarske aktivnosti v ZDA. Proti koncu leta so novi podatki o upočasnitvi gospodarskega cikla v ZDA ob zmernejšem povečanju cen življenjskih

potrebščin in šibkejšega stanovanjskega trga povzročili nadaljnje zmanjševanje razlik v obrestnih merah za finančna sredstva v eurih in ponovno apreciacijo eura do dolarja.

Depreciacija japonskega jena do eura se je leta 2006 ves čas stopnjevala kljub nadaljevanju gospodarske rasti v istem obdobju. Eden od dejavnikov, ki je oslabil japonsko valuto, je bil verjetno povezan z veliko razliko med obrestnimi merami japonskih finančnih sredstev v primerjavi s finančnimi sredstvi drugih pomembnejših gospodarstev, kar naj bi ob nizki implicitni volatilnosti tečaja spodbujalo precejšen obseg „prenosnega trgovanja“ („carry trade“)<sup>14</sup>.

Vrednost eura je 29. decembra 2006 znašala 1,32 USD in 156,93 JPY, kar je bilo 11,4% oziroma 12,4% več kot na začetku leta. Euro se je občutno okrepil tudi do kanadskega dolarja (za 11,2%), hongkonškega dolarja (za 11,7%) in kitajskega renminbija (za približno 8%), zmernejše (v povprečju za približno 3%) pa do avstralskega dolarja, švicarskega franka in norveške krone ter večine drugih azijskih valut. Okrepitev je deloma odtehtala depreciacija eura do britanskega funta (za 2,2%) in številnih valut držav članic EU, zlasti do slovaške krone (za skoraj 9%) in češke krone (za 5,3%).

V prvih dveh mesecih leta 2007 je nominalni efektivni tečaj eura ostal približno nespremenjen.

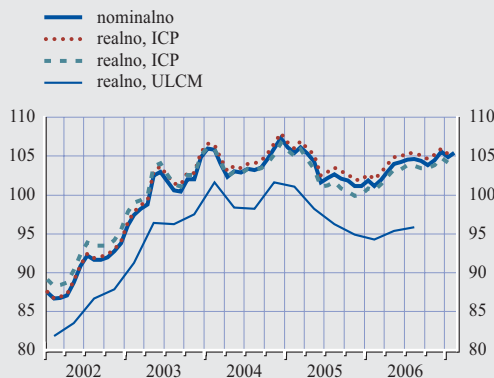
Tudi realni efektivni tečaj eura, merjen z različnimi indeksi stroškov in cen, se je leta 2006 zvišal, in sicer približno enako kot nominalni efektivni tečaj (glej graf 32). V zadnjem četrtletju 2006 je bil realni efektivni tečaj eura, merjen s cenami življenjskih potrebščin, približno 3% višji kot leto prej.

#### NEKOLIKO VIŠJI PRIMANJKLJAJ TEKOČEGA RAČUNA V LETU 2006

Leta 2006 je imel tekoči račun plačilne bilance euroobmočja primanjkljaj v višini 16,2 milijarde EUR (0,2% BDP) v primerjavi s 6,8 milijarde EUR (0,1% BDP) leta 2005.

**Graf 32 Nominalni in realni efektivni menjalni tečaji eura<sup>1)</sup>**

(indeks: 1 1999 = 100; mesečni/četrtletni podatki)



Vir: ECB.

1) Dvig indeksov EMT-24 predstavlja apreciacijo evra. Zadnji opazovani mesečni podatki za nominalni efektivni tečaj se nanašajo na februar 2007, za realni efektivni tečaj pa na januar 2007. Pri realnem indeksu EMT-24, ki temelji na ULCM, se zadnji opazovani podatki nanašajo na tretje četrtletje leta 2006 in delno temeljijo na ocenah.

Nekoliko višji primanjkljaj je povzročil predvsem manjši blagovni presežek (za 20,3 milijarde EUR), saj je vrednost uvoza blaga naraščala hitreje kot vrednost izvoza blaga (16,1% oziroma 13,8% v letu 2006). Zmanjšanje blagovnega presežka ter manjše povečanje primanjkljaja v bilanci tekočih transferjev je samo deloma odtehtal manjši primanjkljaj bilance dohodkov, medtem ko je presežek storitvene bilance ostal približno nespremenjen (glej graf 33).

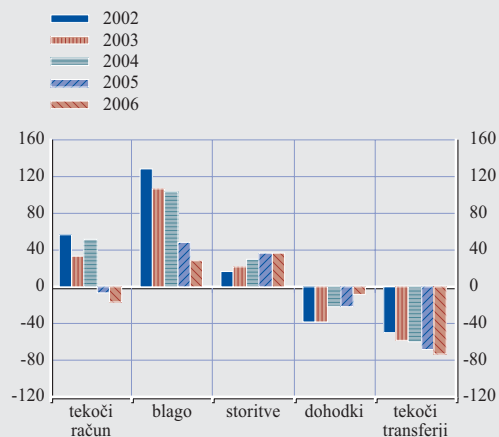
Blagovna menjava z državami zunaj euroobmočja se je leta 2006 močno okrepila. Na uvozni strani se je obseg tekom leta 2006 pospešil zaradi okrepitve gospodarske aktivnosti v euroobmočju in apreciacije eura. Višje uvozne cene nafte in drugih primarnih surovin pa so bile najpomembnejši dejavnik povečanja uvoznih vrednosti in

14 Izraz „prenosno trgovanje“ označuje strategijo trgovanja, katere cilj je izkoristiti razlike v obrestnih merah med dvema valutnima območjema, tako da se zadolžuje v valuti z nižjo obrestno mero in investira v valuto z višjo obrestno mero ter tako zasluži „prenos“. Takšna strategija je dobičkonosna, če valuta z višjim donosom ne deprecira do valute z nižjim donosom v takšni meri, da izniči prednost obrestne mere.



**Graf 33 Saldo tekočega računa in njegove komponente**

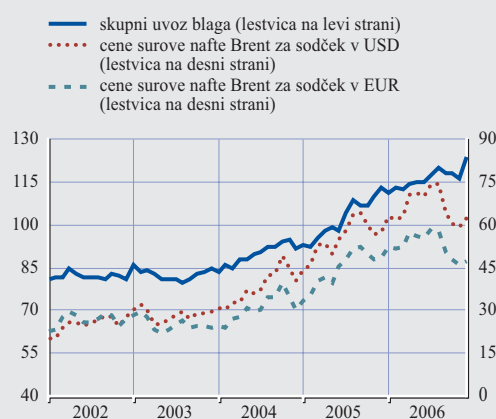
(milijarde EUR; letni podatki; desezonirano)



Vir: ECB.

**Graf 34 Uvoz blaga v euroobmočje in cene surove nafte Brent**

(mesečni podatki)



Vira: Eurostat in Bloomberg.

s tem zmanjšanja blagovnega presežka (glej graf 34).

Čeprav je učinek višjih cen nafte na trgovinsko bilanco euroobmočja deloma izničila apreciacija eura do ameriškega dolarja, se je naftni trgovinski primanjkljaj še naprej zviševal in je v 12 mesečnem obdobju do oktobra 2006 skupno znašal 181 milijard EUR (preko 2% BDP), kar je bilo 39 milijard EUR več kot leto prej. Po drugi strani pa je na euroobmočje pozitivno vplivalo recikliranje naftnih prihodkov – prek povečanega povpraševanja iz držav izvoznic nafte – kar je deloma odtehtalo prenos premoženja, ki je posledica višjih uvoznih cen.

Na izvozni strani so leta 2006 k rasti izvoznih vrednosti prispevali tako rast izvoznih cen kot obsega izvoza. Obseg izvoza euroobmočja se je okrepljeno povečeval predvsem zaradi močnega tujega povpraševanja. Zlasti izvoz v Azijo (predvsem na Kitajsko) in v nove države članice EU je rasel hitro, na kar je vplivala gospodarska aktivnost v teh regijah. Izvozne cene so se zvišale manj kot v prejšnjem letu predvsem zaradi manjšega povišanja cen proizvodov za investicije. Medtem je apreciacija eura leta 2006 povzročila zmanjšanje cenovne in

stroškovne konkurenčnosti ter prispevala k nadaljnjemu zmanjšanju tržnega deleža izvoznikov euroobmočja.

Trend zmanjševanja tržnega deleža izvoznikov euroobmočja je bil povezan tudi s strukturnimi dejavniki globalnega gospodarstva, kot je npr. vse večji pomen novih globalnih sil na svetovnem izvoznem trgu. V okvirju 7 je podrobneje opisano, kako se euroobmočje prilagaja vse bolj globalnemu in konkurenčnemu gospodarskemu okolju.

## GLOBALIZACIJA IN KONKURENČNOST EUROOBMOČJA<sup>1</sup>

Čeprav globalizacija ni nov pojav, se vsi strinjajo, da njen vpliv temeljito spreminja vzorce svetovne proizvodnje in trgovinske menjave.

V okviru skušamo ovrednotiti novejšje spremembe v izvozni strukturi euroobmočja in drugih pomembnejših gospodarstev v razmerah globalizacije.<sup>2</sup> Kot je razvidno iz Balassovega indeksa izkazane primerjalne prednosti (glej tabelo), ki kaže vrednost večjo od 1, če je izvoz države v določeni panogi višji od svetovnega povprečja, je imelo euroobmočje v obdobju 1993–2004 razmeroma raznoliko izvozno strukturo, pri čemer se je specializiralo predvsem za izvoz proizvodov za investicije in raziskovalno intenzivnih proizvodov ter tudi za izvoz delovno intenzivnih proizvodov. Delna specializacija euroobmočja za delovno intenzivno proizvodnjo je na prvi pogled presenetljiva, saj je količnik med kapitalom in delom v euroobmočju visok v primerjavi s številnimi gospodarstvi v razvoju. Na rezultate v spodnji tabeli bi zato lahko vplivale nekatere pomanjkljivosti analize. Prvič, Balassov indeks, ki ni prilagojen za uvožene proizvode za vmesno porabo, je nekoliko zavajajoč, saj so primerjalne prednosti običajno povezane s procesi in dejavnostmi znotraj vsake posamezne domače panoge. Drugič, klasifikacija v štiri skupine proizvodov v tabeli 1 temelji na razmeroma širokih izvoznih kategorijah.<sup>3</sup>

V nasprotju z euroobmočjem tri največja konkurenčna gospodarstva – Japonska, Združeno kraljestvo in ZDA – nimajo izkazane konkurenčne prednosti v delovno intenzivnem izvozu, bolj so namreč specializirana za razvojno intenzivne proizvode. Poleg tega se je Japonska specializirala tudi za pretežno kapitalsko intenzivne proizvode, kar odraža njen visok obseg kapitala. Pričakovano so se Kitajska in druga azijska gospodarstva (dinamična azijska

1 Okvir temelji na U. Baumann in F. di Mauro, „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges“, ECB Occasional Paper št. 55.

2 Za agregatom euroobmočja se skrivajo precejšnje razlike v trgovinski strukturi in uspešnosti med posameznimi državami euroobmočja.

3 Drugo možno merilo relativne izvozne specializacije je predstavljeno v članku „Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index“, Banco de Portugal, Working Papers, januar 2007.

### Izkazana primerjalna prednost po faktorski intenzivnosti<sup>1)</sup>

(indeks<sup>2)</sup>; povprečje 1993–2004)

Izvoz je pretežno:	Euro-območje <sup>3)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Dinamična azijska gospodarstva	SVED
Surovinsko intenziven	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6
Delovno intenziven	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2
Kapitalsko intenziven	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2
Raziskovalno intenziven	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5

Vira: CHELEM database of the Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII) in izračuni ECB

1) Glej prilogo A (tabela A3) začasnega zvezka ECP (Occasional Paper) št. 55, ki vsebuje seznam dejavnosti, vključenih v vsako od kategorij faktorske intenzivnosti.

2) Balassa indeks izkazane primerjalne prednosti, ki izračuna relativno izvozno specializacijo posameznih držav za štiri sektorje (tj. surovinsko intenzivne sektorje, delovno intenzivne sektorje, kapitalsko intenzivne sektorje in raziskovalno intenzivne sektorje) glede na svetovna povprečja po naslednji formuli:  $RCA_{k,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$ . Števec predstavlja delež sektorja j v skupnem izvozu države k, imenovalc pa ustreza odstotnemu deležu sektorja j v skupnem svetovnem izvozu.

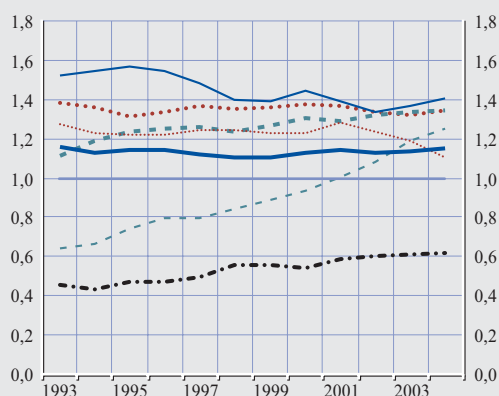
3) Upoštevan je samo izvoz zunaj euroobmočja.

## Graf A Gibanja izkazane primerjalne prednosti

(indeksi<sup>1)</sup>; letni podatki)

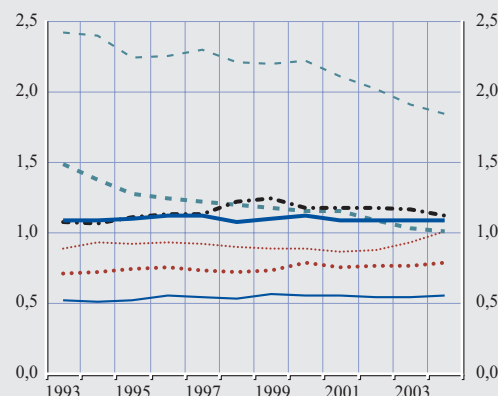
### 1 Pretežno raziskovalno intenziven izvoz

— euroobmočje      ····· Združeno kraljestvo  
 ····· ZDA      - - - Kitajska  
 - - - DAG      ····· SVED  
 — Japonska



### 2 Pretežno delovno intenziven izvoz

— euroobmočje      ····· Združeno kraljestvo  
 ····· ZDA      - - - Kitajska  
 - - - DAG      ····· SVED  
 — Japonska



Vira: CHELEM in izračuni ECB

1) Balassa indeks izkazane primerjalne prednosti (za podrobnosti o sestavi indeksa glej opombo 2 k zgornji tabeli).

gospodarstva – DAG<sup>4</sup>) ter srednje- in vzhodnoevropske države (SVED)<sup>5</sup> specializirale za delovno intenzivne proizvode, kar odraža njihovo relativno faktorsko intenzivnost. Dinamična azijska gospodarstva so se kljub svoji primerjalni prednosti v delovno intenzivnih dejavnostih specializirala tudi za raziskovalno intenzivne proizvode, celo bolj kot euroobmočje. Srednje- in vzhodnoevropske države, ki zaradi nizke ravni naložb v R&R<sup>6</sup> nimajo izkazane primerjalne prednosti v raziskovalno intenzivnih proizvodih, so razmeroma visoko specializirane za surovinsko intenzivne proizvode.

Izvozna specializacija euroobmočja in drugih razvitih držav v razvojno intenzivnih panogah se je sčasoma le malo spremenila v primerjavi s pomembnejšimi nastajajočimi gospodarstvi, kot je Kitajska, ki se hitro preusmerjajo v te panoge (glej graf A1).<sup>7</sup> Ravno tako ni bilo večjih sprememb pri specializaciji razvitih gospodarstev na področju delovno intenzivnih proizvodov, ki ostaja v primeru euroobmočja razmeroma visoka (graf A2).

Medtem ko se euroobmočje usmerja predvsem na srednjetehtnološke proizvode (stroji in naprave, motorna vozila, kemikalije in električni izdelki), se v povprečju specializira tudi v nekaterih hitro rastočih panogah s svetovnim povpraševanjem, kot so farmacevtski izdelki, medicinski, finomehanski in optični instrumenti ter zračna in vesoljska plovila. Hkrati je

4 Te države so Indija, Indonezija, Hong Kong, Singapur, Južna Koreja, Tajvan, Malezija, Filipini in Tajska.

5 To so Skupnost neodvisnih držav (Armenija, Azerbajdžan, Belorusija, Gruzija, Kazahstan, Kirgizija, Moldavija, Rusija, Tadžikistan, Turkmenistan, Ukrajina in Uzbekistan), Estonija, Litva, Latvija, bivša Jugoslavija (Bosna in Hercegovina, Hrvaška, Makedonija, Srbija, Črna gora in Slovenija), Albanija, Bolgarija, bivša Češkoslovaška (Češka in Slovaška), Madžarska, Poljska, Romunija in Turčija.

6 Povprečni bruto izdatki za R&R v vzhodno- in srednjeevropskih državah v povprečju znašajo manj kot 1% BDP. To lahko primerjamo z 1,9% v euroobmočju, 2,6% v ZDA in 2,2% na Japonskem (vir: OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005, ter Eurostat, Structural Indicators Database).

7 Medtem ko bi lahko na takšna gibanja vplivala velika utež, ki jo imajo v skupni proizvodnji razvite države glede na nastajajoča gospodarstva, bi lahko odražala tudi tehnološko dohitevanje slednjih.

specializacija euroobmočja močna tudi v nekaterih počasneje rastočih panogah, kot so nekovinski mineralni izdelki. Euroobmočje na splošno ni zelo specializirano v enem sektorju, ampak ima v primerjavi z drugimi industrijsko razvitimi gospodarstvi razmeroma raznoliko izvozno strukturo. To verjetno ščiti celotno proizvodnjo euroobmočja pred obdobji šibkega svetovnega povpraševanja v posamezni panogi. Kljub temu, da se izvozna specializacija euroobmočja v raziskovalno intenzivnih panogah na splošno sčasoma ni veliko spreminjala, bolj razčlenjeni podatki kažejo, da so izvozniki euroobmočja kljub temu povečali specializacijo v nekaterih visokotehnoloških panogah (farmaceutski izdelki, medicinski, finomehانيčni in optični instrumenti ter informacijsko-komunikacijske tehnologije (IKT)). Nasprotno so druge razvite države, npr. Japonska in ZDA, zmanjševale svojo specializacijo na tem področju, verjetno zaradi močne konkurence iz nastajajočih azijskih gospodarstev in poka „internetnega mehurčka“ leta 2000.

Na spremembe v izvozni konkurenčnosti euroobmočja so verjetno pozitivno vplivali tudi drugi dejavniki. Novejše ankete, empirične raziskave in teoretični modeli kažejo, da imajo podjetja koristi od investiranja v tujini. Visoke neposredne tuje investicije podjetij euroobmočja tako prispevajo k zviševanju skupne produktivnosti.<sup>8</sup>

Medtem ko so se nastajajoča gospodarstva doslej specializirala v nizko in srednje nizkotehnoloških panogah in nekaterih visokotehnoloških panogah, se bodo v prihodnosti verjetno specializirala tudi v srednje visokotehnoloških panogah, kar bi lahko izpostavilo nekatere tradicionalno močne panoge euroobmočja (motorna vozila ter stroji in naprave) močnejši konkurenci in s tem morebitnim večjim prilagoditvam. Kot kaže, se to že dogaja, saj se je izvozna specializacija srednje- in vzhodnoevropskih držav ter dinamičnih azijskih gospodarstev v zadnjem desetletju povečala, in sicer v srednje visokotehnoloških panogah, vključno s proizvodnjo motornih vozil in transportnih naprav ter drugih strojev in naprav.

Takšno prvo oceno izvozne uspešnosti euroobmočja je treba nujno dopolniti z upoštevanjem uvozne strani, saj je imela globalizacija velik učinek tudi na uvozno penetracijo in sestavo uvoza posameznih držav. Liberalizacija trgovinske menjave in širitev mednarodnih proizvodnih mrež sta v zadnjem desetletju prispevali k strmemu povečanju uvozne penetracije največjih industrijsko razvitih gospodarstev. Med letoma 1991 in 2005 se je delež uvoza blaga in storitev v BDP realno več kot potrojil v ZDA in skoraj podvojil na Japonskem, gibanja v euroobmočju in v Združenem kraljestvu pa so bila nekje vmes. Poleg tega je splošno povečanje uvozne penetracije spremljalo veliko povečanje uvoza iz držav v razvoju. To pomeni, da se je euroobmočje relativno preusmerilo od trgovinskih partnerjev znotraj euroobmočja in drugih industrijsko razvitih gospodarstev k dobaviteljem industrijskih proizvodov iz nastajajočih in nizkstroškovnih gospodarstev (graf B). Takšen premik je bil še posebno izrazit pri proizvodih za vmesno porabo in investicije. To jasno kaže, da postajajo nastajajoča gospodarstva vse pomembnejša v vlogi dobaviteljev inputov v proizvodnem procesu. To je povezano tudi s splošnim trendom zviševanja deleža uvoza v izvozu euroobmočja.

Povzamemo lahko, da se euroobmočje že sooča s povečano konkurenco iz nastajajočih gospodarstev, nadaljnje spremembe pa se še obetajo. V primerjavi z ZDA, ki se očitno odločneje preusmerjajo k raziskovalno intenzivnim proizvodom, se euroobmočje še naprej delno

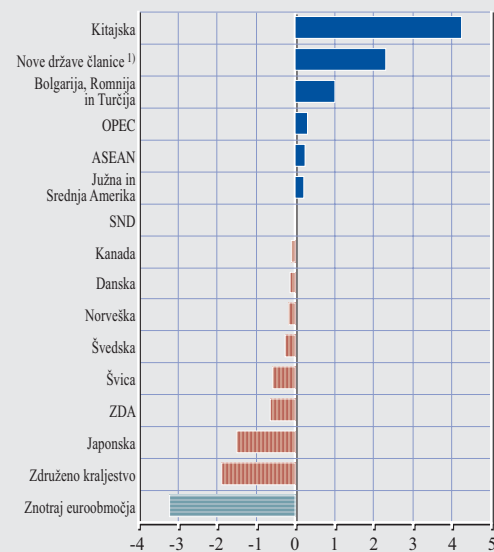
<sup>8</sup> Glej npr. članek z naslovom „Germany in the Globalisation Process“, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, december 2006; A. Bernard, J. Jensen in P. Schott (2005), „Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods“, NBER Working Paper 11404; ter E. Helpman, M. Melitz in S. Yeaple (2004), „Exports versus FDI“, *American Economic Review*, 94, str. 300–316.

specializira za delovno intenzivne proizvode. Poleg tega so nastajajoča gospodarstva vse pomembnejša izvozna konkurenca ne samo v nizkotehnoloških in delovno intenzivnih dejavnostih – kot bi lahko sklepali iz njihovih faktorskih danostih – ampak vse bolj tudi v tehnološko in kapitalsko intenzivnih dejavnostih. Hkrati euroobmočje izgublja svoj pomen v nekaterih tradicionalno močnih panogah, med drugim v proizvodnji strojev in naprav. To potrjujejo tudi podatki o močnem povečanju uvoza proizvodov za investicije iz novih držav članic EU, ki očitno deloma izpodriva uvoz znotraj euroobmočja.

Uspešnega nadaljnega prilagajanja strukturnim spremembam ne bo mogoče doseči s povečanim protekcionizmom, saj bi to zgolj podaljšalo obdobje prilagajanja. Namesto tega je treba za uspešno prilagajanje zagotoviti izvajanje potrebnih strukturnih sprememb v okolju, ki omogoča najnižjo možno prehodno izgubo blaginje (npr. začasno povečanje brezposelnosti) in spodbuja prožno preusmeritev virov k novim in rastočim področjem. Gospodarstvo se lahko tako najbolje odzove na izzive globalizacije. Za to so potrebne strukturne reforme v euroobmočju kakor tudi povečani izdatki za R&R, s čimer bi lahko spodbudili potrebne inovacije za razvoj novih in perspektivnih področij specializacije.

### Graf B Spremembe v deležih uvoza industrijskih proizvodov euroobmočja po državah izvora

(spremembe v odstotnih točkah; 1995–2005)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Uvozni deleži temeljijo na vrednosti trgovinske menjave in so izračunani kot delež uvoza euroobmočja iz določene države/regije, deljen s celotnim uvozom euroobmočja (ki vključuje uvoz znotraj in zunaj euroobmočja).

1) Države, ki so se EU pridružile leta 2004.

### NETO PRILIVI SKUPNIH NEPOSREDNIH IN PORTFELJSKIH NALOŽB V LETU 2006

Finančni račun euroobmočja je leta 2006 izkazoval neto priliv skupnih neposrednih in portfeljskih naložb v višini 109,2 milijarde EUR, potem ko je bil leta 2005 zabeležen neto odliv v višini 45,4 milijarde EUR. To je bilo predvsem posledica znatno manjših neto odlivov neposrednih naložb in večjih neto prilivov portfeljskih naložb v lastniške vrednostne papirje in dolžniške instrumente (glej graf 35).

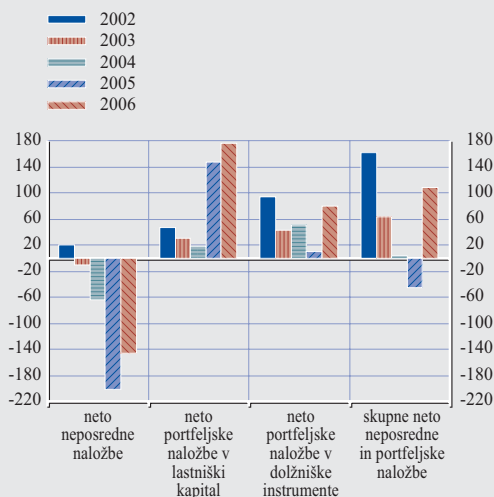
Brez upoštevanja posamezne velike transakcije, povezane s prestrukturiranjem ene od velikih družb v euroobmočju v letu 2005, je bilo povečanje primanjkljaja neposrednih naložb leta 2006 posledica povečanja neposrednih

naložb rezidentov euroobmočja v tujini, predvsem v obliki naložb v lastniški kapital v novih državah članicah EU ter v Združenem kraljestvu in ZDA. Hkrati so se prilivi neposrednih naložb v euroobmočje v primerjavi z letom 2004 in 2005 več kot podvojili, kar verjetno deloma odraža tržna pričakovanja o boljših gospodarskih možnostih v euroobmočju.

Brez upoštevanja zgoraj omenjenih učinkov prestrukturiranja je porast neto prilivov portfeljskih naložb v letu 2006 izhajal iz povečanja neto nakupov lastniških vrednostnih papirjev euroobmočja s strani nerezidentov, kar je spodbudila ugodna rast dobičkov podjetij v euroobmočju in višja donosnost lastniškega kapitala v euroobmočju v primerjavi z ZDA.

**Graf 35 Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja**

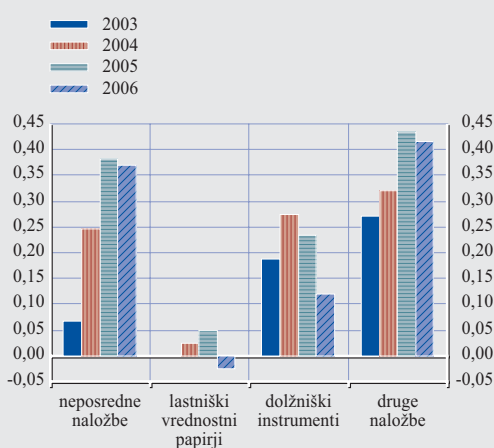
(milijarde EUR; letni podatki)



Vir: ECB.

**Graf 36 Finančni odlivi euroobmočja v nove države članice EU**

(kot odstotek BDP novih držav članic EU)



Vir: ECB.

Opomba: Podatki za leto 2006 temeljijo na prvih treh četrtletjih.

Ključni dejavnik, ki je spodbudil takšna gibanja, so bili podatki o vse boljših gospodarskih obetih za euroobmočje tekom leta.

Na področju instrumentov s fiksnim donosom so neto prilivi dolžniških instrumentov znašali 79,2 milijarde EUR (8,7 milijarde EUR leta 2005) zaradi izrazitega povečanja nakupov obveznic in zadolžnic euroobmočja s strani nerezidentov.

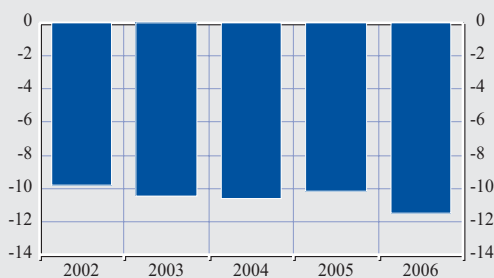
Geografska razčlenitev portfeljskih tokov, ki temelji na skupnih tokovih v prvih treh četrtletjih 2006, kaže, da so bili glavni prejemniki kapitalskih portfeljskih naložb euroobmočja ZDA, eksteritorialna finančna središča in Azija brez Japonske. Investitorji euroobmočja so zabeležili tudi velike neto nakupe dolžniških instrumentov, ki so jih izdali izdajatelji v teh regijah in Združenem kraljestvu. Podjetja v predelovalnih dejavnostih euroobmočja so verjetno še naprej selila svojo proizvodnjo, zlasti v nove države članice EU, saj so se tokovi neposrednih naložb v te države (merjeno z deležem v BDP teh držav) v zadnjih štirih letih večali (glej graf 36).

### STANJE MEDNARODNIH NALOŽB SE JE V LETU 2006 ŠE POSLABŠALO

Podatki o stanju mednarodnih naložb euroobmočja v tujini, ki so na voljo do tretjega četrtletja 2006, kažejo, da je imelo euroobmočje neto obveznosti do tujine v višini 965 milijard EUR (11,5% BDP euroobmočja), potem ko so te ob koncu leta 2005 znašale 811 milijard EUR (10,1% BDP) (glej graf 37). Višje neto obveznosti v letu 2006 so nastale predvsem

**Graf 37 Neto stanje mednarodnih naložb**

(kot odstotek BDP)



Vir: ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na stanje ob koncu obdobja. Za leto 2006 se nanašajo na konec tretjega četrtletja.

zaradi povečanja neto obveznosti v bilanci portfeljskih naložb (za 145 milijard EUR) in ostalih naložb (za 83 milijard EUR), kar je le deloma nevtraliziralo povečanje neto imetij v bilanci neposrednih naložb (za 70 milijard EUR) in mednarodnih rezerv (za 5 milijard EUR).

Glede na to, da je primanjkljaj tekočega računa euroobmočja leta 2006 znašal le 20 milijard EUR, so na povišanje neto mednarodnih obveznosti euroobmočja vplivali predvsem učinki prevrednotenja, ki so bili posledica sprememb cen finančnega premoženja in gibanja tečaja.

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

#### GOSPODARSKA AKTIVNOST

Realna rast BDP v državah članicah EU zunaj euroobmočja se je leta 2006 znatno pospešila (glej tabelo 6).<sup>15</sup> Čeprav je trend močnejše gospodarske aktivnosti večinoma prevladoval v vseh državah, so se medletne stopnje rasti precej razlikovale. Med državami, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004, je bila gospodarska rast najvišja v Estoniji in Latviji, kjer je znašala 11,4% ali več. Realna rast BDP je bila zelo močna tudi na Češkem, v Litvi in na Slovaškem, kjer se je gibala na ravni med 6,1% in 8,3%. Realna rast BDP je bila najnižja na Malti. V drugih državah, tj. na Danskem, Švedskem in v Združenem kraljestvu, se je rast v primerjavi z letom 2005 pospešila in je bila v letu 2006 blizu ravni euroobmočja ali nad njo.

V večini držav članic EU zunaj euroobmočja je bilo glavno gonilo gospodarske aktivnosti domače povpraševanje. Zasebno potrošnjo je spodbujal vse večji realni razpoložljivi dohodek, povezan z okrepljeno rastjo plač in zmanjševanjem brezposelnosti, ter živahne cene stanovanj. Rast bruto investicij v osnovna sredstva se je pospešila, na kar je med drugim pozitivno vplivalo dolgotrajno obdobje ugodnih pogojev financiranja, izboljšanje poslovnega

okolja ter v nekaterih državah tudi precejšnji prilivi neposrednih tujih investicij (NTI). V večini držav je k okrepljeni rasti domačega povpraševanja prispevala tudi hitra rast kreditov, kar je bilo deloma posledica ugodnih pogojev financiranja.

Rast izvoza se je v mnogih državah pospešila zaradi močnega povpraševanja v glavnih trgovinskih partnericah in občutnih prilivov NTI v zadnjih letih. Po drugi strani je v večini držav temu sledila tudi rast uvoza zaradi okrepljenega domačega povpraševanja in razmeroma velikega deleža uvoza v izvozu v večini teh držav. Tako je bil prispevek neto izvoza k realni rasti BDP v letu 2006 v državah članicah EU zunaj euroobmočja kot celoti večinoma nevtralen, precej pozitiven pa je bil le na Madžarskem, Malti, Slovaškem in Švedskem. Visoke stopnje rasti uvoza in izvoza v številnih državah kažejo, da se proces trgovinskega povezovanja v državah, ki so se

15 Med države članice EU zunaj euroobmočja, na katere se nanaša to poglavje, sodi 13 držav članic EU, ki so bile do konca decembra 2006 zunaj euroobmočja (Češka, Danska, Estonija, Ciper, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Slovenija, Slovaška, Švedska in Združeno kraljestvo).

**Tabela 6 Rast realnega BDP**

(medletne spremembe v odstotkih)

	2003	2004	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Češka	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Danska	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estonija	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Ciper	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Latvija	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Litva	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Madžarska	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Poljska	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Slovenija	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Slovaška	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Švedska	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Združeno kraljestvo	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
EU-10 <sup>1)</sup>	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
EU-13 <sup>2)</sup>	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Euroobmočje	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Vir: Eurostat.

1) Agregat EU-10 vključuje podatke za 10 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004.

2) Agregat EU-13 vključuje podatke za 13 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2006.



EU pridružile maja 2004, še vedno nadaljuje, čeprav je že precej napredoval.

Ob močnejši gospodarski aktivnosti so se v mnogih državah članicah EU zunaj euroobmočja nadalje izboljševale tudi razmere na trgu dela. Kljub temu med državami obstajajo precejšnje razlike. Medtem ko je bila brezposelnost še naprej zelo visoka na Poljskem in Slovaškem, so se razmere na trgu dela v drugih državah, npr. na Danskem, v baltskih državah in v Združenem kraljestvu, precej zaostrole. V večini držav, ki so članice EU od maja 2004, je bila rast zaposlenosti bolj umirjena, kot bi lahko pričakovali na podlagi pospešene gospodarske rasti. Razlog za to je dejstvo, da je realno rast BDP spodbujalo predvsem uvajanje novih tehnologij in močna rast produktivnosti, kar med drugim izhaja iz občutnih prilivov NTI v zadnjih letih. Strukturna ozka grla, kot npr. poklicna in geografska neuskkljenost med ponudbo in povpraševanjem, so še naprej prisotna v mnogih državah, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004. Takšna ozka grla lahko v povezavi z migracijskimi tokovi, ki so prispevali k zaostrovanju trga dela, predstavljajo grožnjo za rast v državah, kjer se je pojavilo pomanjkanje delovne sile.

## CENOVNA GIBANJA

Inflacija, merjena z indeksom HICP, se je leta 2006 precej povečala v skoraj vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja (glej tabelo 7). Inflacija je ostala najvišja v državah s hitro gospodarsko rastjo (baltske države, Madžarska in Slovaška), blizu povprečja euroobmočja ali malo nad njim pa je bila v drugih državah članicah EU zunaj euroobmočja. Povprečna inflacija je bila pod 2% na Danskem, Poljskem in Švedskem, medtem ko na Češkem leta 2006 ni presegla 2,1%.

Trend naraščanja inflacije v državah članicah EU zunaj euroobmočja v letu 2006 lahko delno pripišemo spremembam nadzorovanih cen in posrednih davkov v številnih državah, npr. na Češkem, v Latviji, Litvi, na Madžarskem, Malti in Slovaškem. Poleg tega je dvig inflacije poleti leta 2006 povzročila predvsem precejšna ponovna rast cen energentov. V številnih državah so na inflacijska gibanja vplivala tudi zvišanja cen hrane, ki so po zelo umirjeni rasti ali znižanju leta 2005 začele leta 2006 ponovno hitreje rasti. V večini držav pa je k inflacijskim pritiskom prispevala hitra rast domačega povpraševanja.

**Tabela 7 Inflacija, merjena z indeksom HICP**

(medletne spremembe v odstotkih)

	2003	2004	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Češka	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Danska	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estonija	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Ciper	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Latvija	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Litva	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Madžarska	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Poljska	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Slovenija	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Slovaška	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Švedska	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Združeno kraljestvo	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
EU-10 <sup>1)</sup>	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
EU-13 <sup>2)</sup>	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Euroobmočje	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Vir: Eurostat.

1) Agregat EU-10 vključuje podatke za 10 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004.

2) Agregat EU-13 vključuje podatke za 13 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2006.

V državah, kjer je dovoljena precejšnja fleksibilnost deviznega tečaja, je apreciacija valute večinoma zniževala uvozne cene, ob upoštevanju razmeroma velike odprtosti teh držav pa končno tudi skupno inflacijo. Glede na živahno gospodarsko aktivnost v večini držav članic EU zunaj euroobmočja so bila gibanja plač leta 2006 v povprečju močna. Nominalna rast plač je bila še posebno izrazita v državah z najvišjimi stopnjami gospodarske rasti

(tj. v baltskih državah), kjer je preseгла rast produktivnosti in tako spodbujala inflacijske pritiske.

### FISKALNA POLITIKA

Fiskalne politike v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bile leta 2006 še naprej raznolike. Tri države (Danska, Estonija in Švedska) so imele javnofinančni presežek, drugih deset držav pa je imelo javnofinančni

**Tabela 8 Fiskalni položaj**

(kot odstotek BDP)

**Javnofinančni presežek (+)/primanjkljaj (-)**

**Podatki konvergenčnega programa**

	2003	2004	2005	2006
Češka	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Danska	1,1	2,7	4,9	4,1
Estonija	1,9	2,3	2,3	2,6
Ciper	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Latvija	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Litva	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Madžarska	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Poljska	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Slovenija	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Slovaška	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Švedska	0,1	1,8	3,0	3,0
Združeno kraljestvo	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
EU-10 <sup>1)</sup>	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
EU-13 <sup>2)</sup>	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Euroobmočje	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

**Bruto javni dolg**

**Podatki konvergenčnega programa**

	2003	2004	2005	2006
Češka	30,1	30,7	30,4	30,6
Danska	44,4	42,6	35,9	28,6
Estonija	5,7	5,2	4,5	3,7
Ciper	69,1	70,3	69,2	64,7
Latvija	14,4	14,5	12,1	10,7
Litva	21,2	19,4	18,7	18,4
Madžarska	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Poljska	43,9	41,8	42,0	42,0
Slovenija	28,5	28,7	28,0	28,5
Slovaška	42,7	41,6	34,5	33,1
Švedska	51,8	50,5	50,4	46,5
Združeno kraljestvo	38,9	40,4	42,4	43,7
EU-10 <sup>1)</sup>	41,6	41,0	40,7	41,2
EU-13 <sup>2)</sup>	41,1	41,8	42,4	42,7
Euroobmočje	69,3	69,8	70,8	69,6

Viri: Evropska komisija (za 2004–2005), posodobljeni konvergenčni programi 2006–2007 in ocene Komisije (za 2006) ter izračuni ECB. Opomba: Podatki temeljijo na opredeljeni postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Proračunske bilance (podatki Komisije) ne vključujejo iztržka od prodaje licenc UMTS. V primeru Danske, Poljske in Švedske podatki vključujejo pokojninske sklade drugega stebra. Leta 2006 je njihov ocenjeni učinek izboljšanja proračunske bilance naslednji: Danska 1,0% BDP, Poljska 2,0% BDP, Švedska 1,1% BDP. Tako kot v zadnji posodobitvi konvergenčnega programa in v napovedih Komisije za jesen 2006 podatki za Madžarsko ne vključujejo več pokojninskih skladov drugega stebra.

1) Agregat EU-10 vključuje podatke za 10 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004.

2) Agregat EU-13 vključuje podatke za 13 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2006.

primanjkljaj (glej tabelo 8). Z izjemo Madžarske so bili proračunski rezultati za leto 2006 približno v skladu s ciljnim proračunskim saldonom iz dopoljenih konvergenčnih programov, predloženih ob koncu leta 2005, ali boljši. To je bilo v številnih primerih posledica boljšega izhodiščnega položaja ob koncu leta 2005 in velikih davčnih prihodkov, kar lahko po drugi strani pojasnimo s hitrejšo rastjo BDP od prvotno pričakovane. Napredek pri strukturi fiskalni konsolidaciji je, kot kaže, v večini držav zastal. Po ocenah je samo Malta dosegla pozitivno spremembo v ciklično prilagojenem proračunskem saldu v višini vsaj 0,5% BDP (brez enkratnih in drugih začasnih ukrepov). Nasprotno je fiskalna politika v številnih državah kljub močni gospodarski rasti postala celo ohlapnejša v smislu procikličnosti.

Ob koncu leta 2006 so bile Češka, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška in Združeno kraljestvo v postopku zaradi čezmernega primanjkljaja. Po podatkih iz dopolnitev konvergenčnih programov za obdobje 2006–07 se je delež primanjkljaja leta 2006 zmanjšal v vseh teh državah, razen na Madžarskem in Slovaškem, ter se znižal na raven pod 3% BDP na Malti in v Združenem kraljestvu. Na Poljskem je bil delež primanjkljaja tako kot leta 2005 pod referenčno vrednostjo. Brez upoštevanja statističnega odstopanja (vključitev obvezne pokojninske sheme, financirane s skladi, v sektor širše države, kar se izteče leta 2007) bi delež primanjkljaja presegel mejo 3%.

Kar zadeva glavne odločitve Ekonomsko-finančnega sveta glede postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem v letu 2006 je bil ta postopek za Ciper odpravljen julija, potem ko je leta 2005 delež primanjkljaja padel pod referenčno vrednost 3% BDP. Nasprotno pa je Svet januarja 2006 sprožil postopek proti Združenemu kraljestvu in državo pozval, da čezmerni primanjkljaj odpravi najkasneje do proračunskega leta 2006/07. Septembra 2006 je Madžarska predstavila prilagojen konvergenčni program – kot je to januarja zahteval Svet –, v katerem za leto 2006 napovedan primanjkljaj znaša 10,1% BDP, kar je precej nad prvotnim

ciljem. V priporočilih Sveta iz oktobra 2006 je bil rok za odpravo madžarskega čezmernega primanjkljaja podaljšan za eno leto, in sicer do leta 2009. Svet je v zvezi s Poljsko novembra 2006 sprejel odločitev, da so ukrepi, ki jih je sprejela poljska vlada, nezadostni za odpravo čezmernega primanjkljaja do leta 2007.

Delež javnega dolga v državah članicah EU zunaj euroobmočja je leta 2006 ostal precej pod 60% BDP. Na Cipru in Malti je bil delež javnega dolga kljub znižanju v letu 2006 še naprej nad referenčno vrednostjo 60%, na Madžarskem pa se je strmo povečal in znašal več kot 67% BDP. V večini drugih držav članic EU zunaj euroobmočja se je delež javnega dolga zmanjšal ali pa je ostal približno nespremenjen.

#### GIBANJA PLAČILNE BILANCE

Skupni tekoči in kapitalni račun držav članic EU zunaj euroobmočja se je tudi leta 2006 od države do države močno razlikoval (glej tabelo 9), čeprav se je stanje, gledano v celoti, v primerjavi z letom 2005 poslabšalo. Medtem ko sta imeli Danska in Švedska precejšen presežek, so imeli Združeno kraljestvo in države, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004, primanjkljaj. V primerjavi z letom 2005 se je primanjkljaj povečal v večini držav, še posebno v Latviji, kjer je primanjkljaj leta 2006 znašal približno 20% BDP. Primanjkljaj je znašal več kot 10% BDP v Estoniji in Litvi. Češka, Ciper, Madžarska, Malta in Slovaška so imeli primanjkljaj v višini od 4% do 8% BDP, v drugih državah pa je bil primanjkljaj zmernejši.

V številnih državah, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004, je lahko takšen primanjkljaj deloma posledica procesa dohitevanja, saj odraža investicije v proizvodne zmogljivosti, ki ne bi bile mogoče zgolj na podlagi domačega varčevanja. Kljub temu bi lahko velik primanjkljaj tekočega in kapitalnega računa v nekaterih državah članicah EU zunaj euroobmočja predstavljal tveganje glede vzdržnosti zunanega položaja, zlasti če ga spodbuja živahna javna ali zasebna potrošnja, visoka rast kreditov ali stanovanjske investicije.

**Tabela 9 Plačilna bilanca – izbrane postavke**

(kot odstotek BDP)

	Saldo tekočega in kapitalnega računa				Neto tokovi NTI				Neto tokovi portfeljskih naložb			
	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>
Češka	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Danska	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estonija	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Ciper	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Latvija	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Litva	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Madžarska	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta <sup>2)</sup>	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Poljska	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Slovenija	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Slovaška	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Švedska	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Združeno kraljestvo	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
EU-10 <sup>3)</sup>	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
EU-13 <sup>4)</sup>	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Euroobmočje	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Vir: ECB.

1) Podatki za leto 2006 za Estonijo, Malto, Švedsko in Združeno kraljestvo se nanašajo na kumulativno vsoto štirih četrtletij do tretjega četrtletja 2006, ker novejši podatki niso na voljo.

2) Precejšnji neto odlivi portfeljskih naložb na Malto so posledica finančnih dejavnosti mednarodnih bank, ki poslujejo iz te države. Taki odlivi portfeljskih naložb so skoraj v celoti izravnani s prilivi drugih naložb.

3) Agregat EU-10 vključuje podatke za 10 držav, ki so v EU vstopile 1. maja 2004; kumulativno vsoto štirih četrtletij do tretjega četrtletja 2006.

4) Agregat EU-13 vključuje podatke za 13 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2006; kumulativno vsoto štirih četrtletij do tretjega četrtletja 2006.

V večini držav članic EU zunaj euroobmočja so se prilivi NTI v letu 2006 v primerjavi s prejšnjim letom povečali. Medtem ko so prilivi NTI na splošno še naprej predstavljali pomemben vir financiranja v številnih državah članicah EU zunaj euroobmočja, pogostokrat niso zadostovali za pokritje skupnega primanjkljaja tekočega in kapitalnega računa, zlasti v baltskih državah. Hkrati so v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja neto prilivi portfeljskih naložb ostali negativni ali približno nevtralni, z izjemo Madžarske in Slovaške. V teh dveh državah so neto prilive portfeljskih naložb spodbujali višji neto dolžniški prilivi, ki so bili v nekaterih primerih deloma povezani z razlikami v donosnosti, čeprav so bili pomembni tudi neto kapitalski prilivi. Drugi investicijski tokovi so bili v večini držav, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004, večinoma pozitivni, kar odraža predvsem posojila matičnih bank podružnicam na tem območju.

### GIBANJA DEVIZNEGA TEČAJA

Gibanja deviznega tečaja v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bila leta 2006 večinoma odvisna od režima deviznega tečaja v posamezni državi. Valuta Danske, Estonije, Cipra, Latvije, Litve, Malte, Slovenije in Slovaške so sodelovale v ERM II s standardnim razponom nihanja  $\pm 15\%$  okrog centralne paritete do eura, razen v primeru danske krone, kjer je veljal ožji razpon v višini  $\pm 2,25\%$ . Sporazum o sodelovanju za države, ki so se ERM II pridružile leta 2004 in 2005 (tj. vse zgoraj našete države razen Danske), je temeljil na številnih zavezah nosilcev politik, da bodo med drugim izvajali vzdržno fiskalno politiko, spodbujali umirjanje plač in takšna plačna gibanja, ki so skladna z rastjo produktivnosti, brzdali rast kreditov in izvajali nadaljnje strukturne reforme. Nekaterne države so se ob vstopu v ERM II 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

**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. januar 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
EEK	28. junij 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2. maj 2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
LVL	2. maj 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
LTL	28. junij 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
SIT	28. junij 2004	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
SKK	28. november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

Vir: ECB.

Opomba: Odklon navzdol (navzgor) ustreza gibanju proti tečaju na spodnji (zgornji) meji in predstavlja okrepitev (oslabitev) valute proti euru. Referenčno obdobje za navedene največje odklone od ustreznih srednjih tečajev ERM II je od 2. januarja 2006 do 15. februarja 2007.

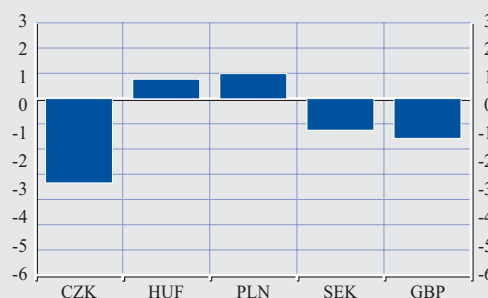
odborom. Malta je napovedala, da namerava ohranjati tečaj malteške lire na ravni centralne paritete do eura, Latvija pa, da bo ohranjala tečaj latsa na ravni centralne paritete do eura z razponom nihanja  $\pm 1\%$ .

Sodelovanje v ERM II je bilo za večino sodelujočih valut razmeroma gladko. Leta 2006 so bili danska krona, estonska krona, ciprski funt, latvijski lats, litovski litas, malteška lira in slovenski tolar do eura zelo stabilni. Od začetka leta pa do 2. marca 2007 se je z njimi, razen slovenskega tolarja, ki se je dokončno konvertiral v euro, v skladu s širitvijo euroobmočja, se vedno trgovalo po ali zelo blizu njihovih centralnih paritet. Samo slovaška krona je razmeroma močno nihala (glej tabelo 10). Po parlamentarnih volitvah na Slovaškem in po turbulentnem obdobju na mednarodnih kapitalnih trgih je bila krona julija pod pritiskom depreciacije, njen tečaj pa je prvič začasno padel pod centralno pariteto. Ob podpori Narodne banke Slovenske, obnovljenem zaupanju trgov v ekonomsko politiko nove vlade, zdravih makroekonomskih gibanjih in povečani nagnjenosti k tveganjem na svetovni ravni pa je slovaška krona v obdobju po sredini julija apreciiarala. Narodna banka Slovenska je 28. decembra 2006 posegla na devizni trg, da bi ublažila pritiske apreciacije. Toda na začetku leta 2007 je slovaška krona še naprej apreciiarala, tako da je bil njen tečaj 2. marca 2007 10,7% nad centralno pariteto v ERM II.

Pri valutah držav članic EU zunaj euroobmočja, ki niso sodelovale v ERM II, so se gibanja od države do države razlikovala (glej graf 38). V letu 2006 sta češka krona in švedska krona do eura postopoma apreciiarali, vendar sta valuti na začetku leta 2007 nekoliko padli, tako da je bil njun tečaj do eura 2. marca 2007 v primerjavi z začetkom leta 2006 višji za 3,0% oziroma za 1,1%. Britanski funt se je kljub določenim nihanjem v drugi polovici leta 2006 od začetka julija dalje krepil, kar so spodbujala pozitivna gospodarska gibanja v Združenem kraljestvu in pričakovanja višjih obrestnih mer. Na dan 2. marca 2007 je bil funt 1,4% višji kot januarja 2006. V istem obdobju sta madžarski forint in poljski zlot nekoliko depreciirala, njun tečaj pa je nekoliko nihalo. V prvi polovici leta 2006 sta

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

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Pozitivna (negativna) vrednost predstavlja apreciacijo (depreciacijo) valute proti euru. Spremembe se nanašajo na obdobje od 2. januarja 2006 do 15. februarja 2007.

obe valuti do eura močno deprecirali zaradi povečane svetovne nenaklonjenosti tveganjem na nastajajočih trgih. Na Madžarskem je bil pritisk deprecije na valuto najbrž tudi posledica javnofinančnega stanja in zaskrbljenosti trga glede zunanjega neravnovesja države. Od začetka julija 2006 dalje sta se začela forint in zlot krepiti do eura zaradi povečane nagnjenosti k tveganjem na svetovni ravni ter v primeru Madžarske tudi zaradi višjih ključnih obrestnih mer in izvajanja načrta fiskalne konsolidacije. Do 2. marca 2007 sta madžarski forint in poljski zlot v primerjavi z začetkom leta 2006 postala približno stabilna do eura.

#### FINANČNA GIBANJA

Med januarjem 2006 in februarjem 2007 so gibanja donosov dolgoročnih obveznic v večini držav članic EU zunaj euroobmočja sledila gibanjem v euroobmočju, pri čemer je povečanju v prvi polovici leta sledil rahel upad v obdobju po juniju 2006. Februarja 2007 so bile dolgoročne obrestne mere v državah članicah EU zunaj euroobmočja v povprečju približno 60 bazičnih točk višje kot na začetku leta 2006. Povečanje je bilo največje v Latviji (približno 150 bazičnih točk), kar kaže predvsem na poslabšanje predvidenih inflacijskih gibanj. V drugih državah članicah EU zunaj euroobmočja so se dolgoročne obrestne mere zvišale manj kot v euroobmočju. Razponi donosov državnih obveznic v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bili v primerjavi z donosi v euroobmočju februarja 2007 v povprečju nižji kot na začetku leta 2006. Razlika v dolgoročnih obrestnih merah je ostala dokaj velika na Madžarskem in je februarja 2007 znašala približno 285 bazičnih točk. V tej državi so zaradi javnofinančnih gibanj in zunanjih neravnovesij ostajale razlike v donosih dolgoročnih obveznic visoke.

Gibanja na delniških trgih so bila v večini držav članic EU zunaj euroobmočja od januarja 2006 do februarja 2007 ugodna. Delniški trgi so dosegli najvišjo rast v Estoniji, na Cipru in Poljskem, kjer so precej presegle povprečna gibanja tečajev delnic v euroobmočju, merjena

**Graf 39 Krediti zasebnemu sektorju v letu 2006**

(medletne spremembe v odstotkih; kot odstotek BDP)



Viri: ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus in Bank of England. Opomba: Podatki za Ciper in Združeno kraljestvo temeljijo na nacionalni definiciji. Podatki se nanašajo na mesečna povprečja za letno stopnjo rasti kreditov decembra 2006.

z indeksom Dow Jones EURO STOXX. Delniški trgi v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja pa so se konec februarja negativno odzvali na pretrese na svetovnih trgih.

Rast kreditiranja zasebnega sektorja je leta 2006 ostala visoka v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja (povprečna medletna stopnja rasti za vse države skupaj je znašala 24%). Proti koncu leta 2006 se je medletna rast kreditov v številnih državah umirila in ustalila, čeprav pogostokrat na razmeroma visoki ravni. Takšna gibanja bi lahko razložili z zvišanjem obrestnih mer ECB in večine nacionalnih centralnih bank zunaj euroobmočja v letu 2006 (glej spodaj) ter posledičnega zaostrovanja denarne politike. Rast kreditov je bila najbolj dinamična v hitro rastočih baltskih državah (v Latviji skoraj 60%) (glej graf 39). Na Češkem, Madžarskem, Poljskem, v Sloveniji in na Slovaškem se je medletna rast kreditov zasebnemu sektorju povečala ter ob koncu leta 2006 znašala 20% ali več. Hitro rast kreditov v gospodarstvih v dohitevanju je treba obravnavati v okviru finančnega poglobljanja. Delež kreditov

zasebnemu sektorju v BDP je namreč v vseh državah, ki so se Evropski uniji pridružile maja 2004, razen Cipra in Malte, še vedno precej pod povprečjem euroobmočja. Kljub temu predstavlja hitra rast kreditov tudi tveganje glede pregrevanja ter prekomernega zunanjega in notranjega neravnovesja. Še posebno zaskrbljujoč je velik in še vedno rastoč delež deviznega zadolževanja. Na Danskem, Švedskem in v Združenem kraljestvu se je medletna stopnja rasti kreditov zasebnemu sektorju ob koncu leta 2006 v primerjavi s prejšnjim letom ravno tako pospešila in je znašala med 12% in 15%.

#### 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 2006 sta ostala denarna politika in tečajni režim držav članic EU zunaj euroobmočja večinoma nespremenjena, okvir denarne politike pa je bil v nekaterih državah izboljššan zaradi prihodnje denarne integracije.

Kar zadeva sklepe o denarni politiki med januarjem 2006 in februarjem 2007 je večina centralnih bank, ki sodelujejo v ERM II, sprejela ukrepe za zaostrovanje pogojev denarne politike. Ti so pogostokrat odražali ukrepe ECB, ki je leta 2006 dvignila izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema za skupaj 125 bazičnih točk na 3,5%. Danmarks Nationalbank je sredi februarja 2006 zvišala svojo ključno obrestno mero za 10 bazičnih točk na 2,5%, in sicer zaradi odliva kapitala na začetku meseca, kar je bilo med drugim posledica nakupa tujih delnic in drugih vrednostnih papirjev s strani danskih institucionalnih investitorjev. Zatem je nacionalna centralna banka sledila gibanjem ključnih obrestnih mer ECB in svoje obrestne mere dvignila z 2,5% na 3,75%. Eesti Pank in Lietuvos bankas, ki zaradi valutnega odbora nimata uradne ključne obrestne mere, sta avtomatsko sprejeli spremembe v naravnosti

denarne politike ECB. Poleg tega je Eesti Pank sprejela številne preventivne ukrepe na področju politike finančnega sektorja, med drugim je zvišala stopnjo obveznih rezerv s 13% na 15%, da bi zmanjšala potencialna tveganja glede finančne stabilnosti, povezana z nadaljnjo močno rastjo kreditov, zlasti v obliki hipotek. Ciperska centralna banka je dvignila svojo ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk na 4,5% zaradi zaostrovanja denarne politike s strani ECB in naraščajočih inflacijskih pritiskov. Latvijas Banka je v okviru nadaljnjih prizadevanj za zaostrovanje likvidnostnih pogojev povišala svojo ključno obrestno mero s 4% na 5% ter razširila osnovo za obvezne rezerve z vključitvijo obveznosti bank, ki imajo določeno dospelost nad dvema letoma. Central Bank of Malta je trikrat zvišala svojo osrednjo interventno obrestno mero, in sicer za skupaj 75 bazičnih točk na 4,0%, zaradi zmanjševanja razlike v kratkoročnih obrestnih merah glede na euro v korist malteške lire. Národná banka Slovenska je v štirih različnih korakih dvignila svojo ključno obrestno mero s 3,0% na 4,75%, kar je bilo predvsem posledica navzgor popravljene napovedi za inflacijo zaradi višjih cen energentov. Banka Slovenije, ki je morala uskladiti svojo ključno obrestno mero (obrestna mera za 60 dnevni tolarski blagajniški zapis) z ravno euroobmočja pred uvedbo eura 1. januarja 2007, pa je v prvi polovici leta 2006 postopno znižala svojo ključno obrestno mero in jo do avgusta dalje vzdrževala nespremenjeno na ravni 3,5% (glej tudi poglavje 3).

Zunaj ERM II je večina centralnih bank EU, ki niso del euroobmočja, zvišala svoje ključne obrestne mere predvsem zaradi zaskrbljenosti glede inflacije. Česká národní banka je junija dvignila svojo obrestno mero glavnega refinanciranja za 50 bazičnih točk predvsem zaradi prihodnjega gibanja inflacije. Magyar Nemzeti Bank je v petih korakih zvišala ključno obrestno mero za skupno 200 bazičnih točk na 8,0% predvsem zaradi vse slabših obetov glede inflacije. Bank of England je ravno tako dvignila svojo ključno obrestno mero, in sicer za skupaj 75 bazičnih točk na 5,25% predvsem zaradi vztrajnih stopenj rasti in visoke inflacije,

**Tabela 11 Uradne strategije denarne politike držav članic EU zunaj euroobmočja v letu 2006**

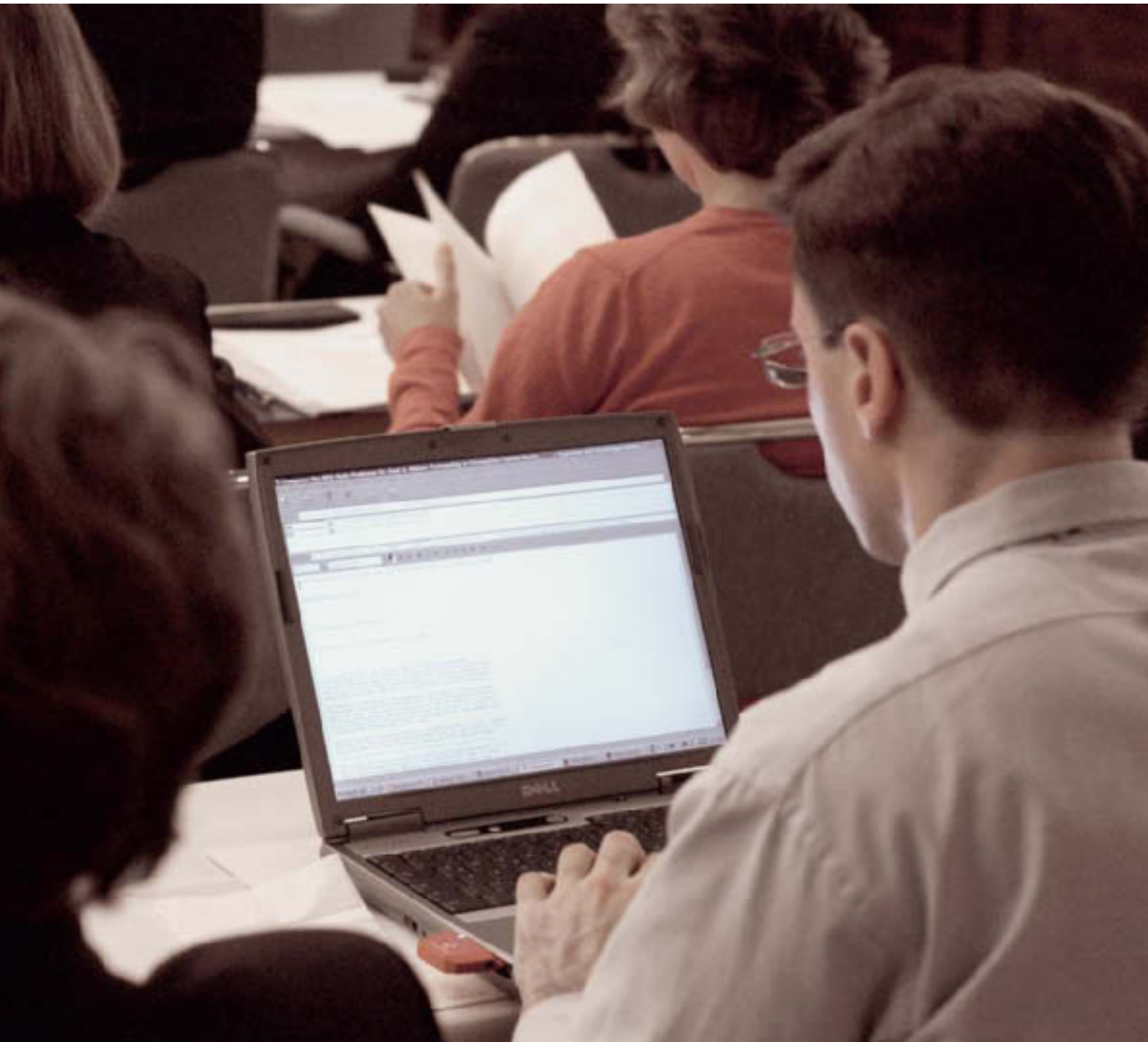
	Strategija denarne politike	Valuta	Značilnosti
Češka	Ciljna inflacija	Češka krona	Cilj: 3%, kar bi zagotovilo, da se inflacija ne razlikuje za več kot 1 odstotno točko v katero koli smer od ciljne inflacije. Uravnava drsenje deviznega tečaja.
Danska	Ciljni devizni tečaj	Danska krona	Sodeluje v ERM II z $\pm 2,25\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete DKK 7,46038 za 1 EUR.
Estonija	Ciljni devizni tečaj	Estonska krona	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete EEK 15,6466 za 1 EUR. Estonija še naprej ohranja ureditev valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Ciper	Ciljni devizni tečaj	Ciprski funt	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete CYP 0,585274 za 1 EUR.
Latvija	Ciljni devizni tečaj	Latvijski lats	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete LVL 0,702804 za 1 EUR. Latvija še naprej ohranja razpon nihanja $\pm 1\%$ kot svojo enostransko zavezanost.
Litva	Ciljni devizni tečaj	Litvanski litas	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete LTL 3,45280 za 1 EUR. Litva še naprej ohranja ureditev valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Madžarska	Ciljni devizni tečaj in inflacija	Madžarski forint	Ciljni devizni tečaj: vezava na euro po tečaju 282,36 HUF za 1 EUR z razponom nihanja $\pm 15\%$ . Ciljna inflacija: 3,5% ( $\pm 1$ odstotna točka) do konca leta 2005 in 3% ( $\pm 1$ odstotna točka) kot srednjeročni cilj od leta 2007 dalje.
Malta	Ciljni devizni tečaj	Malteška lira	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete MTL 0,42930 za 1 EUR. Malta v okviru svoje enostranske zavezanosti ohranja menjalni tečaj nespremenjen glede na raven.
Poljska	Ciljna inflacija	Poljski zlot	Ciljna inflacija: 2,5% $\pm 1$ odstotna točka (12-mesečno povečanje ICP) od leta 2004. Prosto drseči devizni tečaj.
Slovenija	Dvostebna strategija za spremljanje denarnih, realnih, zunanjih in finančnih kazalnikov makroekonomskih razmer.	Slovenski tolar	Sodelovala v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete SIT 239,640 za 1 EUR. Slovenija se je 1. januarja 2007 pridružila euroobmočju.
Slovaška	Ciljna inflacija v razmerah ERM II	Slovaška krona	Sodeluje v ERM II z $\pm 15\%$ razponom nihanja okoli centralne paritete SKK 38,4550 za 1 EUR. Ciljna inflacija za obdobje 2006–2008 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 ICP s tolerančnim razponom $\pm 1$ odstotne točke. Prosto drseči devizni tečaj.
Združeno kraljestvo	Ciljna inflacija	Britanski funt	Ciljna inflacija: 2%, merjeno s povečanjem ICP <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) ICP je enak HICP.

ki bo nekaj časa verjetno ostala nad ciljno ravno centralne banke. Sveriges Riksbank pa je svojo ključno obrestno mero zvišala z 1,5% na 3,25%, da bi zagotovila raven inflacije, ki je blizu njenega cilja.

Narodowy Bank Polski je kot edina centralna banka EU zunaj ERM II znižala svojo ključno obrestno mero (v dveh korakih s 4,5% na 4%) zaradi večjega znižanja inflacije od pričakovane in ugodnejših obetov glede inflacije.





## POGLAVJE 2

# CENTRALNOBANČNE OPERACIJE IN AKTIVNOSTI

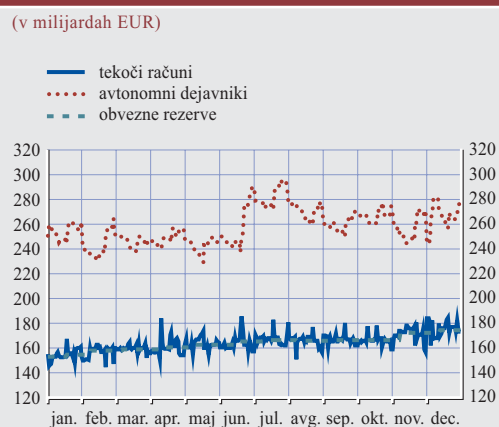
# 1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE, OPERACIJE NA DEVIZNIH TRGIH IN INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI

## 1.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Operativni okvir za izvajanje denarne politike<sup>1</sup> je tudi leta 2006 deloval dobro in potrjeval splošne pozitivne izkušnje z novimi značilnostmi, ki so bile uvedene vanj marca 2004. Evropska medbančna obrestna mera za depozite čez noč (EONIA) je leta 2006 še naprej izkazovala zelo nizke stopnje nestanovitnosti: standardni odklon razlike med obrestno mero EONIA in izklicno obrestno mero je leta 2006 znašal 5 baznih točk, kar je enako kakor leta 2005, in 4 bazne točke manj kakor leta 2004. Majhna nestanovitnost kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga je prispevala k jasnemu signaliziranju naravnosti denarne politike. Kljub na splošno stabilnim razmeram na denarnem trgu se je razlika med obrestno mero EONIA in izklicno obrestno mero leta 2006 še naprej večala. Da bi ECB omejila to povečevanje, je v ustreznih operacijah glavnega refinanciranja dodelila višji znesek od referenčnega<sup>2</sup>.

Gibanja v letu 2006 so ponudila priložnost za nadaljnje preizkušanje sposobnosti operativnega okvira, da v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv nevtralizira vpliv sprememb pričakovanih glede ključnih obrestnih mer ECB<sup>3</sup>. Leta 2006 se je v vseh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki so nastopila pred povečanjem obrestnih mer, povprečna razlika med obrestno mero EONIA in izklicno obrestno mero gibala med 7 in 8 baznih točk, razen v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se je končalo 8. avgusta, ko je znašala 5 baznih točk. Te razlike so bile primerljive z razlikami v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki jim ni sledilo zvišanje ključnih obrestnih mer ECB in v katerih je povprečna razlika znašala 8 baznih točk. V primerjavi s stanjem pred spremembo okvira (marca 2004), ko je bila povprečna razlika v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki jim je sledilo povečanje obrestnih mer, 17 baznih točk, kar je bilo precej več od običajne razlike, izkušnje iz leta 2006 kažejo, da je spremenjeni okvir precej prispeval k zaščiti kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga pred vplivom sprememb pričakovanih glede obrestnih mer.

Graf 40 Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2006



Vir: ECB.

## OCENA IN UPRAVLJANJE LIKVIDNOSTNIH RAZMER

Upravljanje likvidnosti Eurosistema sloni na dnevni oceni likvidnostnih razmer v bančnem sistemu euroobmočja in s tem se določijo likvidnostne potrebe sistema, z njimi pa obseg likvidnosti, ki jo je treba dodeliti prek tedenskih operacij glavnega refinanciranja in morebiti prek drugih operacij odprtega trga, kot so na primer operacije finega uravnavanja. Likvidnostne potrebe bančnega sistema določajo vsota obveznih rezerv, ki so naložene bankam, sredstva na tekočih računih kreditnih ustanov pri NCB, ki presegajo zahtevane rezerve (presežne rezerve), in avtonomi dejavniki. Slednji so sklop postavk v bilanci stanja Eurosistema, ki vplivajo na likvidnostne potrebe bank, vendar navadno niso pod neposrednim nadzorom upravljanja likvidnosti Eurosistema (npr. bankovci v obtoku, državni depoziti in neto tuja aktiva).

- 1 Podroben opis operativnega okvira je v dokumentu „Izvajanje denarne politike v euroobmočju: splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih denarne politike“, september 2006.
- 2 Referenčni znesek je znesek dodelitve, ki je ob upoštevanju celotne likvidnostne napovedi ECB navadno potreben za vzpostavitev uravnoteženih pogojev na kratkoročnem denarnem trgu. Objavljeni referenčni znesek je zaokrožen na najbližjih 500 milijonov EUR.
- 3 Na podlagi spremenjenega okvira iz marca 2004 se spremembe ključnih obrestnih mer ECB opravijo samo na začetku novega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

Povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja so leta 2006 znašale 422,4 milijarde EUR, kar predstavlja 12% rast v primerjavi z letom 2005. Povprečne obvezne rezerve so znašale 163,7 milijarde EUR, presežne rezerve 0,7 milijarde EUR, avtonomni dejavniki pa 257,9 milijarde EUR. Med avtonomnimi dejavniki je število bankovcev v obtoku leta 2006 naraščalo z letno stopnjo rasti 12% v letu 2005 pa je bila njegova letna stopnja rasti približno 15%. Obtok bankovcev je 28. decembra 2006 dosegel rekordno visoko vrednost, in sicer 629,2 milijarde EUR.

#### **OPERACIJE GLAVNEGA REFINANCIRANJA**

Operacije glavnega refinanciranja so tedenske operacije zagotavljanja likvidnosti z dospelostjo enega tedna, ki se opravljajo kot avkcije z variabilno obrestno mero z izklicno obrestno mero na podlagi postopka za avkcije z različnimi obrestnimi merami (ameriškega tipa). Operacije glavnega refinanciranja so najpomembnejše operacije odprtega trga, ki jih izvaja Eurosistem, saj uravnavajo obrestne mere, upravljajo stanje likvidnosti na trgu in signalizirajo naravnost denarne politike glede na raven izklicne obrestne mere.

ECB je, da bi kreditnim institucijam tudi leta 2006 pomagala pri izklicnih ponudbah, vsak teden objavila napoved dnevnega povprečja avtonomnih dejavnikov in referenčni znesek. Namen te politike obveščanja je preprečiti nesporazume na trgu glede tega, ali so dodelitve v operacijah glavnega refinanciranja namenjene uravnoteženju likvidnostnih razmer ali ne.

Leta 2006 so zneski, dodeljeni prek operacij glavnega refinanciranja, znašali od 280 milijard EUR do 338 milijard EUR. Povprečno število ponudnikov je bilo 377, kar pomeni rahlo povečanje udeležbe od uvedbe novega okvira marca 2004. Likvidnost, zagotovljena prek operacij glavnega refinanciranja, je v povprečju predstavljala 73% skupne neto likvidnosti, ki jo je Eurosistem zagotovil prek operacij denarne politike. Povprečna razlika med mejno obrestno

mero in izklicno obrestno mero je znašala 5,5 bazne točke, glede na 5,3 bazne točke leta 2005 in 1,6 bazne točke leta 2004.

Zaradi povečevanja razlike med mejno obrestno mero in izklicno obrestno mero je ECB oktobra 2005 začela izvajati politiko dodeljevanja likvidnost v znesku, ki je 1 milijardo EUR višji od referenčnega zneska, v vseh operacijah glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv razen v zadnji. Pozneje, med oktobrom 2005 in marcem 2006, se je razlika v povprečju ustalila pri 5 baznih točkah, vendar je aprila 2006 znova začela naraščati in ob koncu meseca dosegla 9 baznih točk. ECB je v zvezi s tem ukrepala tako, da je tako kot oktobra 2005 tudi tokrat sporočila svojo zaskrbljenost glede takega povečanja in zvišala znesek dodelitve nad referenčnim zneskom z 1 milijarde na 2 milijardi EUR. Ukrep je bil razširjen tudi na zadnjo operacijo glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, pri čemer si je ECB še naprej prizadevala za uravnotežene razmere na koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Z izvajanjem te politike se je razlika zmanjšala, zato se je ECB septembra 2006 postopoma vrnila na referenčni znesek dodelitve. Ko je oktobra razlika ponovna narasla, je ECB dodelila 1 milijardo EUR višji znesek od referenčnega in to politiko nadaljevala do decembra 2006, ko je znesek dodelitve postopoma še bolj zvišala nad referenčnim zneskom, da bi zagotovila ugodne razmere na kratkoročnem denarnem trgu med prazniki in okrog novega leta.

#### **OPERACIJE FINEGA URAVNAVANJA**

Zaradi sprememb operativnega okvira, uvedenih marca 2004, se je povečalo število dni med zadnjo dodelitvijo operacije glavnega refinanciranja in zadnjim dnem obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, kar je povzročilo večje tveganje napak v napovedi Eurosistema glede avtonomnih dejavnikov likvidnosti in s tem morebitna večja likvidnostna neravnotežja. Absolutna razlika med napovedjo in dejanskim rezultatom v osmih dnevih je leta 2006 dosegla povprečno vrednost 7,21 milijarde EUR. Da te

napake ne bi sprožile obsežnega zatekanja k odprtim ponudbam in da bi se preprečile velike razlike med obrestno mero čez noč in izklicno obrestno mero, je Eurosistem, kadar koli je pričakovala obsežna likvidnostna neravnotežja, izvedla operacije finega uravnavanja na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Leta 2006 je bilo skupno izvedenih enajst operacij finega uravnavanja, pet jih je povečevalo likvidnost (17. januarja, 7. februarja, 11. aprila, 10. oktobra in 12. decembra), šest pa jih je zmanjševalo likvidnost (7. marca, 9. maja, 14. junija, 11. julija, 8. avgusta in 5. septembra).

#### **OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA**

Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so operacije zagotavljanja likvidnosti, ki se izvajajo mesečno. Navadno se izvedejo zadnje sredo v mesecu in imajo dospelost 3 mesece in tako imajo banke možnost svoje likvidnostne potrebe zadovoljiti za daljše obdobje. V nasprotju z operacijami glavnega refinanciranja se operacije dolgoročnejšega refinanciranja ne uporabljajo za signaliziranje naravnosti denarne politike Eurosistema. Odvijajo se kot klasične avkcije z variabilno obrestno mero z vnaprej objavljenim obsegom dodelitve, zato Eurosistem ne deluje kot določevalec obrestnih mer.

Leta 2006 so operacije dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju predstavljale 27% skupne neto likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga. ECB je dodelila predvideni obseg v vseh operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, ki so bile izvedene v letu 2006. Obseg dodelitve za vsako operacijo se je januarja 2006 povečal s 30 milijard EUR na 40 milijard EUR, januarja 2007 pa na 50 milijard EUR.

#### **ODPRTE PONUDBE**

Dve odprti ponudbi, ki ju ponuja Eurosistem, tj. odprta ponudba mejnega posojanja in odprta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč, zagotavljata in absorbirata likvidnost čez noč po obrestnih merah, ki tvorijo koridor za medbančno obrestno mero za depozite čez noč. Leta 2006 je širina koridorja ostala

nespremenjena pri 200 baznih točkah okrog izklicne obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja. Med letom sta se obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč zvišali skupno za 125 baznih točk in leto končali pri 4,50% oziroma 2,50%.

Leta 2006 je povprečno dnevno zadolževanje prek odprte ponudbe mejnega posojanja znašalo 126 milijonov EUR, dnevna uporaba odprte ponudbe deponiranja likvidnosti čez noč pa 171 milijonov EUR. Skromna uporaba odprtih ponudb leta 2006 je bila v skladu s preteklimi leti in odraža veliko učinkovitost medbančnega trga, pa tudi manjše likvidnostno neravnotežje, ugotovljeno zadnji dan vsakega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Zmanjšanje likvidnostnih neravnotežij je skladno z uporabo operacij finega uravnavanja ob opaznih napakah v likvidnostnih napovedih.

#### **SISTEM OBVEZNIH REZERV**

Kreditne institucije v euroobmočju morajo hraniti obvezne rezerve na računih pri nacionalnih centralnih bankah. Obvezna rezerva znaša 2% osnove za obvezne rezerve kreditne institucije, ki se določi glede na postavke bilance stanja institucije. Obvezne rezerve morajo biti izpolnjene povprečno v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Sistem obveznih rezerv ima dve funkciji: prvič, stabilizira kratkoročne obrestne mere denarnega trga z uporabo metode povprečenja in drugič, povečuje likvidnostni primanjkljaj, tj. skupno potrebo bank po refinanciranju iz Eurosistema. Znesek obveznih rezerv se je leta 2006 postopno višal in v zadnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv navedenega leta dosegel 174,3 milijarde EUR, potem ko je v ustreznem obdobju leto prej znašal 153,3 milijarde EUR.

#### **USTREZNO FINANČNO PREMOŽENJE ZA OPERACIJE DENARNE POLITIKE**

Eurosistem mora vse svoje kreditne operacije izvajati na podlagi ustreznih zavarovanj. Namen te zahteve je zaščititi Eurosistem pred izgubami in zagotoviti, da je zadostno zavarovanje na voljo nasprotnim strankam, kadar je to

potrebno. Poleg tega se morajo kreditne operacije izvajati učinkovito in pregledno ter nasprotnim strankam Eurosistema omogočati enak dostop. Zato Eurosistem sprejema širok nabor finančnega premoženja za zavarovanje operacij.

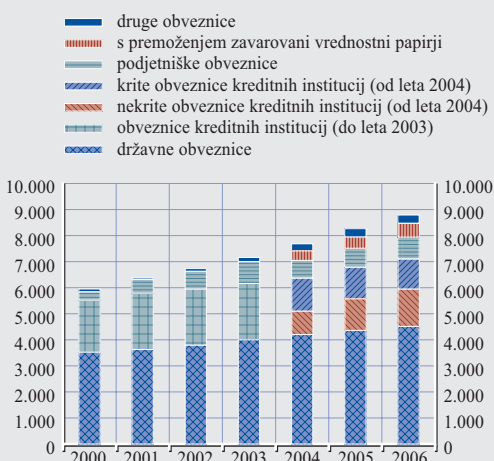
Leta 2006 se je povprečni znesek ustreznega tržnega finančnega premoženja glede na leto 2005 povečal za 6%, na skupno 8,8 bilijona EUR (glej graf 41). Državne obveznice v višini 4,5 bilijona EUR so predstavljale 52% celote, preostanek je bil v obliki kritih obveznic (tj. vrednostnih papirjev vrste Pfandbriefe) in nekritih obveznic kreditnih institucij (2,6 bilijona EUR ali 29%), podjetniških obveznic (0,8 bilijona EUR ali 9%), s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev (0,5 bilijona EUR ali 6%) in drugih obveznic, na primer tistih, ki jih izdajajo nadnacionalne organizacije (0,3 bilijona EUR ali 4%). Povprečna vrednost tržnega finančnega premoženja, ki so ga nasprotne stranke dejansko uporabljale za zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema, je leta 2006 znašala 930 milijard EUR v primerjavi z 866 milijardami EUR leta 2005 (glej graf 42).

Graf 43 prikazuje razliko med finančnim premoženjem, ustreznim za zavarovanje (vendar ne nujno tudi teže tega premoženja v bilancah stanja nasprotnih strank), in finančnim premoženjem, dejansko uporabljenim za zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema, razčlenjeno po vrsti finančnega premoženja. Državne obveznice so predstavljale 52% razpoložljivega tržnega finančnega premoženja, ustreznega za zavarovanje, toda le 28% finančnega premoženja, ki je bilo dejansko uporabljeno za zavarovanje. Nasprotno so obveznice kreditnih ustanov predstavljale samo 16% razpoložljivega ustreznega tržnega finančnega premoženja, toda 32% finančnega premoženja, dejansko uporabljenega za zavarovanje. Delež s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev v razpoložljivem ustreznem finančnem premoženju je znašal 6%, v dejansko uporabljenih zavarovanjih pa 12%.

Eurosistem je leta 2006 še naprej izboljševal svoj okvir za zavarovanja. Tako je bilo skladno s časovnim razporedom, ki ga je Svet ECB objavil februarja 2005, končano pripravljalo delo za postopno uvedbo enotnega okvira za ustrezna zavarovanja (imenovanega tudi

**Graf 41 Ustrežno tržno finančno premoženje**

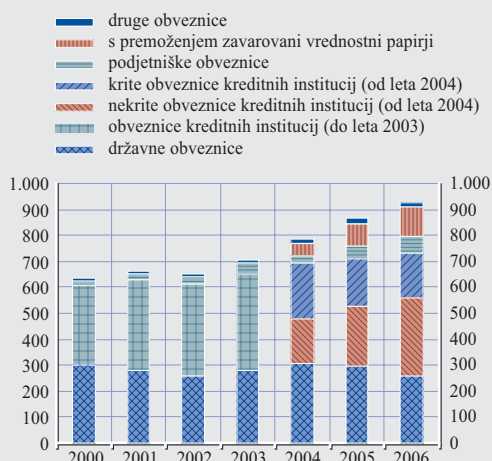
(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

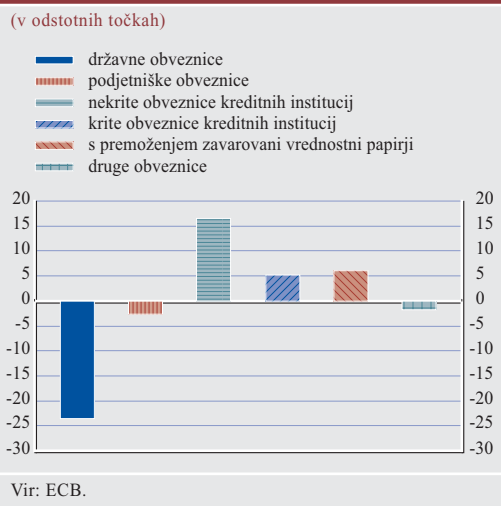
**Chart 42 Ustrežno tržno finančno premoženje, uporabljeno za zavarovanje terjatev**

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

**Graf 43 Razlika med deležem ustreznega tržnega finančnega premoženja in deležem finančnega premoženja, uporabljenega za zavarovanje terjatev v letu 2006**



„enoten seznam”), ki se bo uporabljal za vse kreditne operacije Eurosistema.

Prva faza tega postopnega uvajanja, ki je vključevala tržno finančno premoženje, je bila končana leta 2005. Leta 2006 je bilo končano pripravljalno delo za drugo fazo, 1. januarja 2007 pa je bila uvedena posebna kategorija finančnega premoženja – netržno finančno premoženje – ki vključuje zlasti kreditne terjatve (imenovane tudi bančna posojila).<sup>4</sup> Sistem z dvema seznamoma zavarovanj, ki se uporablja od začetka monetarne unije, bo 31. maja 2007 v celoti nadomestil enoten seznam.

Enotni okvir za zavarovanja je bil uveden kot odgovor na pomanjkljivosti sistema z dvema seznamoma zavarovanj glede na naraščajočo stopnjo integracije na finančnem trgu euroobmočja. Njegov namen je podpirati enake konkurenčne pogoje v euroobmočju, še naprej zagotavljati enako obravnavo nasprotnih strank in izdajateljev ter povečati skupno preglednost okvira za zavarovanja. Enotni okvir za zavarovanja prav tako upošteva naraščajoče povpraševanje po zavarovanju na zasebnih trgih na debelo in vse večjo uporabo zavarovanja s strani Eurosistema. Gledano splošneje, enotni okvir za zavarovanja s povečevanjem likvidnosti

celotne kategorije finančnega premoženja, na primer kreditnih terjatev, spodbuja nemoteno delovanje finančnega sistema v euroobmočju in natančneje odraža stran sredstev v bilancah stanja nasprotnih strank.

Eurosistem je določil posebna merila ustreznosti in okvir za ocenjevanje bonitete, ki se uporabljajo za netržno finančno premoženje v vseh državah euroobmočja. Navedena merila in bonitetni okvir zagotavljajo, da netržno finančno premoženje izpolnjuje standarde za zavarovanje, podobne tistim, ki veljajo za tržno finančno premoženje. Za kreditne terjatve je predvideno vmesno obdobje, ki bo trajalo do 31. decembra 2011 in v katerem bodo pri omejenem številu meril ustreznosti in operativnih meril še vedno obstajale razlike med državami euroobmočja. Tako bodo lahko v tem obdobju NCB določile najmanjšo mejno vrednost za kreditne terjatve, ki so ustrezne za uporabo v njihovih državah, in odločile, ali naj se za njihovo uporabo uvede provizija za obdelavo. Finančno premoženje s seznama 2, ki ne izpolnjuje meril ustreznosti za uvrstitev v enotni okvir, se bo postopno odpravilo do 31. maja 2007.

Od maja 2006 se uporabljajo nova merila ustreznosti za vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem. Nova merila omejujejo ustreznost na vrste instrumentov „za pravo prodajo” in so tako predvsem namenjena izključevanju finančno pokritih in nepokritih vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem, pri katerih je bilo kreditno tveganje preneseno umetno z uporabo kreditnih izvedenih instrumentov. Poleg tega so za zavarovanje terjatev ustrezne samo nepodrejene tranše<sup>5</sup>. S premoženjem zavarovani vrednostni

<sup>4</sup> Podrobni podatki so v dokumentu „Izvajanje denarne politike v euroobmočju: splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih denarne politike”, september 2006.

<sup>5</sup> Šteje se, da tranša (ali podtranša) ni podrejena drugim tranšam (ali podtranšam) iste izdaje, če ima prednost (po izvršbi) pred drugimi tranšami ali podtranšami, kar zadeva prejem plačila (glavnice in obresti), ali je zadnja, ki bo ustvarila izgube v zvezi s premoženjem za zavarovanje terjatev.

papirji, ki so bili pred tem ustrezni za zavarovanje, vendar niso izpolnjevali novih meril, so se lahko za zavarovanje terjatev uporabljali še do 15. oktobra 2006. Enote francoskih skladov (fonds communs de créances) bodo ostale ustrezne v prehodnem obdobju do konca leta 2008.

Eurosistem je septembra 2006 sklenil, da bo trg evropskih kratkoročnih vrednostnih papirjev (Short-Term European Paper – STEP) sprejet kot nereguliran trg za namene zavarovanja v kreditnih operacijah Eurosistema takoj, ko bodo statistični podatki STEP o donosih objavljeni na spletnem mestu ECB. Menice, izdane v okviru programov, ki so skladni s STEP, bodo morale izpolnjevati splošna merila ustreznosti, ki veljajo za tržno finančno premoženje.

Poleg tega se morajo mednarodni dolžniški vrednostni papirji v obliki globalnega potrdila na prinosnika, da bi bili ustrezni za zavarovanje, od 1. januarja 2007 izdajati v obliki novih globalnih menic in biti deponirani pri skupnem depozitarju. Mednarodni dolžniški vrednostni papirji v obliki globalnega potrdila na prinosnika, ki so bili pred 1. januarjem 2007 izdani v obliki klasičnih globalnih menic, bodo ostali ustrezni do dospelosti.

#### **VPRAŠANJA UPRAVLJANJA TVEGANJ**

Cilj okvira Eurosistema za zavarovanja je med drugim prevesti zakonsko zahtevo glede ustreznega zavarovanja s premoženjem v konkretna orodja in postopke, ki zagotavljajo zadostno zmanjševanje finančnih tveganj v povratnih transakcijah. Da bi dosegli ta cilj, morata biti kakovost in količina zavarovanja, ki se sprejme v vsaki transakciji, taki, da je v primeru neizpolnitve obveznosti nasprotnih strank in poznejšega aktiviranja zavarovanja na trgu zelo verjetno, da bo Eurosistem lahko izterjal celotni znesek svoje terjatve.

Zmanjševanje tveganj v okviru povratnih operacij za zagotavljanje likvidnosti, ki jih izvaja Eurosistem, temelji na treh elementih:



- Eurosistem za zavarovanje svojih operacij uporablja finančno premoženje visoke kreditne kakovosti. Okvir Eurosistema za ocenjevanje bonitete (ECAF) opredeljuje postopke, pravila in metode, ki zagotavljajo, da vse ustrezno premoženje z enotnega seznama zavarovanj izpolnjuje visoke kreditne standarde Eurosistema. Za ustrezno zavarovanje Eurosistema je bonitetni prag opredeljen v smislu bonitetne ocene „skupina A.“<sup>6</sup> ECAF zagotavlja doslednost, natančnost in primerljivost štirih virov<sup>7</sup> za oceno bonitete, na katerih temelji. V okviru priprav na začetek uporabe enotnega seznama zavarovanj 1. januarja 2007 je Eurosistem leta 2006 izpopolnil ECAF tako, da obsega tržno in netržno finančno premoženje.
- Zavarovanje se mora vrednotiti natančno in na dnevni osnovi. Če za določeno premoženje na poslovni dan pred datumom

6 Bonitetna ocena „skupina A“ pomeni dolgoročno oceno najmanj „A-“ agencije Fitch ali Standard & Poor's ali najmanj „A3“ agencije Moody's.

7 Štirje viri so: zunanje bonitetne institucije (bonitetne agencije), interni bonitetni sistemi nacionalnih centralnih bank, interni sistemi nasprotnih strank in bonitetna orodja zunanjih ponudnikov. Vsak bonitetni vir obsega več različnih sistemov za pripravo bonitetne ocene.



vrednotenja ni na voljo veljavne tržne cene, Eurosistem določi teoretično ceno. Aprila 2006 sta začeli delovati dve središči Eurosistema za teoretično vrednotenje: eno za vrednotenje kompleksnih dolžniških instrumentov s stalnim donosom, ki ga upravlja Deutsche Bundesbank, in drugo za vrednotenje s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev, ki ga upravlja Banque de France.

- Za obravnavanje tržnih in likvidnostnih tveganj se pri zavarovanju, potem ko je bilo ovrednoteno, izvajajo ukrepi za obvladovanje tveganj. Ti ukrepi ščitijo Eurosistem pred finančnimi tveganji v njegovih operacijah, obenem pa preprečujejo, da bi bile nasprotne stranke oškodovane, in jim omogočijo, da ustrezno premoženje uporabljajo učinkovito. Eurosistem je zato leta 2006 opredelil enoten metodološki okvir za določanje odbitkov pri vrednotenju za tržno in netržno primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev, tudi tokrat zaradi začetka veljavnosti enotnega seznama 1. januarja 2007.

## 1.2 DEVIZNE OPERACIJE

ECB leta 2006 zaradi razlogov, povezanih z denarno politiko, ni posredovala na deviznem trgu. 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 lahko MDS v imenu ECB z drugimi imetniki posebnih pravic črpanja izvaja transakcije s posebnimi pravicami črpanja, je bil leta 2006 aktiviran v treh primerih.

## 1.3 INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI

Investicijske dejavnosti ECB so organizirane tako, da pri sprejemanju investicijskih odločitev ne more biti uporabljena nobena notranja informacija o ukrepih politike centralne banke. Sklop pravil in postopkov, znan kot „kitajski zid“, ločuje poslovne enote, ki se ukvarjajo z investicijskimi dejavnostmi, od ostalih poslovnih enot.

### UPRAVLJANJE DEVIZNIH REZERV

Portfelj deviznih rezerv ECB odraža prenos deviznih rezerv iz nacionalnih centralnih bank euroobmočja v ECB ter pretekle devizne operacije in operacije z zlatom, ki jih je izvajala ECB. Glavni namen deviznih rezerv ECB je zagotoviti, da ima Eurosistem, kadar je to 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 tem zaporedju.

Portfelj deviznih rezerv ECB je sestavljen iz ameriških dolarjev, japonskih jenov, zlata in posebnih pravic črpanja. Zlato in posebne pravice črpanja leta 2006 niso bile aktivno investirane. ECB je med letom izvedla prodaje zlata v skupni višini približno 80 ton zlata. Te prodaje so bile popolnoma v skladu s sporazumom centralnih bank o zlatu z dne 8. marca 2004, katerega podpisnica je ECB. Skupni prihodki od prodaje zlata so bili dodani portfelju japonskega jena.

Vrednost neto deviznih rezerv ECB<sup>8</sup> po tekočih deviznih tečajih in tržnih cenah se je zmanjšala s 43,5<sup>9</sup> milijarde EUR ob koncu leta 2005 na

8 Neto devizne rezerve so izračunane kot uradne devizne rezerve, povečane za devizne vloge rezidentov in zmanjšane za prihodnja predhodno določena neto črpanja deviznih imetij zaradi repo in terminskih poslov. Podrobne informacije o virih podatkov so na spletni strani [www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html)

9 Zneski, navedeni v Letnem poročilu ECB 2005, so temeljili samo na podatkih o uradnih deviznih rezervah, po katerih so devizne rezerve ob koncu leta 2005 znašale 41,0 milijard EUR. V tej izdaji so uporabljeni izpopolnjeni podatki o neto deviznih rezervah, ki so opredeljene v opombi 7.

42,3 milijarde EUR ob koncu leta 2006, od tega je bilo 32,0 milijard EUR v tujih valutah (japonskem jenu in ameriškem dolarju) ter 10,3 milijarde EUR v zlatu in posebnih pravicah črpanja. Po deviznih tečajih, veljavnih ob koncu leta 2006, so sredstva, denominirana v ameriških dolarjih, predstavljala 83% deviznih rezerv, sredstva, denominirana v japonskih jeni, pa 17%. Sprememba vrednosti portfelja leta 2006 je predvsem posledica deprecijacije ameriškega dolarja in japonskega jena do eura, ki je bila samo delno izravnana z apreciacijo zlata in pozitivnimi neto donosi (kapitalskimi dobički in prihodki od obresti), ustvarjenimi z upravljanjem portfelja.

Januarja 2006 je bil brez zapletov uveden nov operativni okvir za upravljanje deviznih rezerv ECB. Vsaka NCB lahko zdaj navadno upravlja le en portfelj (tj. bodisi portfelj ameriškega dolarja ali japonskega jena), pri čemer dve NCB trenutno upravljata dva portfelja.<sup>10</sup> Namen te spremembe je bil povečati učinkovitost decentraliziranega izvajanja investicijskih operacij znotraj Eurosistema.

Leta 2006 se je nadaljevala širitev seznama ustreznih instrumentov, v katere se lahko vlagajo devizne rezerve. Na seznam so bile vključene valutne zamenjave in ameriški vrednostni papirji STRIPS<sup>11</sup>. Napredek je bil narejen tudi pri uvajanju obrestnih zamenjav, pri čemer je notranje testiranje sistemov skoraj končano. Uveden je bil pilotni projekt za vzpostavitev programa avtomatiziranega posojanja vrednostnih papirjev (ASLP), ECB pa bo imenovala izvajalca, ki bo dobavil ASLP za portfelj ameriškega dolarja.

#### UPRAVLJANJE LASTNIH SREDSTEV

Portfelj lastnih sredstev ECB sestavljajo naložbe vplačanega kapitala ECB, zneski, ki jih občasno hrani v svojem skladu splošnih rezerv, ter rezervacija za tečajno tveganje, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen zlata. Namen tega portfelja je zagotoviti ECB prihodke, s katerimi lahko pokrije svoje operativne stroške. Cilj upravljanja portfelja je dolgoročno ustvariti donos, ki presega

povprečno obrestno mero glavnega refinanciranja ECB. Portfelj je investiran v sredstva, denominirana v eurih.

Vrednost portfelja po tekočih tržnih cenah je narasla s 6,4 milijarde EUR ob koncu leta 2005 na 7,5 milijarde EUR ob koncu leta 2006, večinoma zato, ker so bile v portfelj lastnih sredstev vložene rezervacije za tečajno tveganje, obrestno tveganje in tveganje spremembe cen zlata, ki jih je ECB oblikovala leta 2005. K povečanju tržne vrednosti portfelja so pozitivno prispevali tudi donosi naložb.

Med letom so bile na seznam investicijskih možnosti za upravljanje tega portfelja vključene brezkuponske obveznice in visokokakovostni komercialni zapisi izdajateljev, ki so takrat že izpolnjevali pogoje za investiranje lastnih sredstev. Poleg tega je bil razširjen seznam ustreznih izdajateljev kritih obveznic in prednostnih nezavarovanih obveznic.

#### VPRAŠANJA UPRAVLJANJA TVEGANJ

ECB je pri izvajanju svojih investicijskih dejavnosti izpostavljena finančnim tveganjem, kot so tržna, kreditna in likvidnostna tveganja. Obvladovanje teh tveganj poteka na podlagi strogih politik in postopkov, obsežne strukture mejnih vrednosti in dnevnega spremljanja skladnosti z mejnimi vrednostmi.<sup>12</sup> Okvir ECB za upravljanje tveganj za investicijske operacije je bil leta 2006 še izboljššan. Kar zadeva upravljanje obrestnega tveganja, so bile uvedene zavezujoče relativne omejitve tvegane vrednosti (Value-at-Risk – VaR)<sup>13</sup> za portfelje glede na primerjalna merila, ki so nadomestile omejitve glede trajanja.

<sup>10</sup> Več podrobnosti je v članku z naslovom „Portfolio management at the ECB“ („Upravljanje portfelja v ECB“), Monthly bulletin ECB, april 2006.

<sup>11</sup> STRIP (Separate Trading of Registered Interest and Principal) je vrednostni papir, ustvarjen z ločitvijo glavnice obveznice od plačila obresti v ameriški državni obveznici.

<sup>12</sup> Glej opombo 9.

<sup>13</sup> VaR pri stopnji zaupanja  $\alpha$  in obdobju T je opredeljena kot znesek izgube, ki bo ob koncu obdobja T presežen z verjetnostjo  $1 - \alpha$ . Izračun VaR za kreditno tveganje je težji in vključuje več predpostavk kakor izračun VaR za tržno tveganje.

Prevladujoče tveganje, ki mu je izpostavljena ECB, je tržno tveganje. Iz razčlenitve VaR investicijskih portfeljev ECB je razvidno, da je pri kateri koli konvencionalni stopnji zaupanja več kot devet desetih tržnega tveganja posledica valutnega tveganja in tveganja spremembe cen zlata, medtem ko preostali delež izhaja iz obrestnega tveganja. Ocene VaR za kreditno tveganje ECB so celo nižje od ocen obrestnega tveganja, saj se kreditno tveganje zmanjšuje s strogimi merili ustreznosti in omejitvami za države, izdajatelje in nasprotne stranke.

Dejavniki, ki določajo finančna tveganja, so predvsem velikost in valutna struktura deviznih rezerv ECB in nekoliko manj razporejanje sredstev v različnih valutnih portfeljih. Vendar je nizko obrestno tveganje prav tako odraz razmeroma kratkega modificiranega trajanja investicijskih portfeljev ECB.

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

Eurosistem mora po zakonu spodbujati nemoteno delovanje plačilnih sistemov. Pri tem ni pristojen samo za pregled nad delovanjem plačilnih sistemov (glej oddelek 4 v poglavju 4), temveč tudi zagotavlja možnosti za delovanje učinkovitih in zanesljivih klirinških in plačilnih sistemov. Za to je vzpostavil transevropski sistem bruto poravnave v realnem času, imenovan TARGET, za plačila velikih vrednosti v eurih. Trenutno zelo dobro napreduje delo pri razvoju sistema druge generacije, TARGET2. Prva skupina držav naj bi na sistem TARGET2 predvidoma prešla 19. novembra 2007.

Za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji omogočata Eurosistem in trg številne kanale, zato da bi se olajšala čezmejna uporaba zavarovanja. Poleg tega Eurosistem ocenjuje možnosti zagotavljanja storitev poravnave poslov z vrednostnimi papirji v centralno-bančnem denarju za CRVP na enotni skupni platformi s harmoniziranimi postopki, ki se bodo uporabljali za plačilne storitve sistema (TARGET 2-Securities).

### 2.1 SISTEM TARGET

Trenutni sistem TARGET je „sistem sistemov“, ki ga sestavljajo nacionalni sistemi bruto poravnave v realnem času (BPRČ) 17 držav članic EU, plačilni mehanizem ECB (EPM) in povezovalni mehanizem, ki omogoča obdelavo plačil med povezanimi sistemi.

Tudi leta 2006 je TARGET prispeval k nemotenemu delovanju eurodenarnega trga in, ker se kreditne operacije Eurosistema obdelujejo prek tega sistema, še naprej igral pomembno vlogo pri izvajanju enotne denarne politike. TARGET zaradi svoje storitve poravnave v realnem času v centralnobančnem denarju in širokega tržnega pokritja pritegne tudi vrsto drugih plačil. Leta 2006 je TARGET deloval nemoteno in uspešno ter nadaljeval svoj trend poravnave vse večjega števila plačil velikih vrednosti v eurih. To je v skladu s ciljem politike Eurosistema, ki spodbuja poravnave v centralnobančnem denarju kot edinstven način

varnega plačevanja. Leta 2006 se je 89% celotnega prometa plačil velikih vrednosti v eurih izvedlo prek sistema TARGET. TARGET je na razpolago za vsa nakazila v eurih med povezanimi bankami, in sicer brez zgornje ali spodnje omejitve vrednosti. Taka nakazila se lahko izpeljejo med bankami znotraj ene države članice (promet v državi članici) in med bankami v različnih državah članicah (promet med državami članicami).

Raziskava, opravljena leta 2006, je pokazala, da je bilo 31. decembra 2005 v sistemu TARGET 10.564 udeležencev. Skupaj je mogoče prek sistema TARGET z uporabo identifikacijske kode za banke (BIC) nasloviti približno 53.000 institucij, zlasti podružnic udeležencev.

Sveriges Riksbank se je na podlagi svoje odločitve, da se ne vključi v TARGET2, leta 2006 pripravljala na izključitev svojega elementa sistema TARGET, E-RIX, z veljavnostjo od 2. januarja 2007.

### OPERACIJE SISTEMA TARGET

Leta 2006 se je dnevno povprečje plačil, obdelanih prek sistema TARGET, po obsegu in vrednosti povečalo za 10%. Tabela 12 vsebuje pregled plačilnega prometa v sistemu TARGET leta 2006 in primerjavo s prometom v prejšnjem letu. Leta 2006 je skupna razpoložljivost sistema TARGET, tj. odstotek časa, v katerem so udeleženci lahko brez incidentov uporabljali TARGET v njegovem obratovalnem času, dosegla 99,87%, pri čemer je bilo 96,75% plačil med državami članicami obdelanih v petih minutah.

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

Obseg (število transakcij)	2005	2006	Sprememba (%)
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	76.150.602	83.179.996	9
Dnevno povprečje	296.306	326.196	10
<b>V državi članici <sup>2)</sup></b>			
Skupaj	58.467.492	64.162.211	10
Dnevno povprečje	227.500	251.617	11
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	17.683.110	19.017.785	8
Dnevno povprečje	68.806	74.580	8
<b>Vrednost (milijarde EUR)</b>			
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	488.900	533.541	9
Dnevno povprečje	1.902	2.092	10
<b>V državi članici <sup>2)</sup></b>			
Skupaj	324.089	348.764	8
Dnevno povprečje	1.261	1.368	8
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	164.812	184.777	12
Dnevno povprečje	641	725	13

Vir: ECB.

1) Leta 2005 je bilo 257 delovnih dni in leta 2006 pa 255.

2) Vključuje promet oddaljenih udeležencev.

### IZREDNI UKREPI ZA SISTEMSKO POMEMBNA PLAČILA 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. Zelo pomembno je, da se sistemsko pomembna plačila – tj. plačila, ki bi lahko ob nepravočasni obdelavi povzročila sistemsko tveganje – izvedejo brez zamud, in sicer tudi v izrednih okoliščinah. Eurosistem je uvedel izredne ukrepe za zagotovitev pravočasne izvedbe takih plačil tudi ob okvari sistema TARGET. Leta 2006 so centralne banke (pogosto skupaj s poslovnimi bankami) izvedle več dodatnih preizkusov, ki so potrdili učinkovitost izrednih ukrepov sistema TARGET in dobro pripravljenost Eurosistema zagotavljati, da lahko plačilni sistemi in finančni trgi nemoteno delujejo tudi v kriznih situacijah.

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

Oktobra 2002 je Svet ECB odločil, da se bodo nacionalne centralne banke novih držav članic po širitvi EU lahko povezale s trenutnim sistemom TARGET, pri čemer pa tega niso dolžne storiti. Eurosistem je zaradi omejene preostale življenjske dobe trenutnega sistema TARGET in zaradi prihranka stroškov razvil alternative polni integraciji, ki omogočajo sistemom nacionalnih centralnih bank držav članic, ki so v EU vstopile leta 2004, povezavo s trenutnim sistemom TARGET.

Potem ko se je centralna banka Narodowy Bank Polski leta 2005 povezala s sistemom TARGET prek sistema BPRČ Banca d'Italia, se je 20. novembra 2006 prek sistema Banca d'Italia povezal tudi sistem BPRČ za euro centralne banke Eesti Pank. Slovenske banke lahko od julija 2005 uporabljajo TARGET prek oddaljenega dostopa do nemškega elementa sistema TARGET. V zvezi z vstopom Slovenije v euroobmočje januarja 2007 se je Banka Slovenije odločila, da zaradi učinkovitosti ne bo razvila lastnega sistema BPRČ za euro, temveč bo za povezavo s sistemom TARGET uporabljala sistem BPRČ Deutsche Bundesbank. Banka Slovenije je začela izvajati operacije kot članica Eurosistema 2. januarja 2007.

### ODNOSI Z UPORABNIKI SISTEMA TARGET IN UPRAVLJAVCI SISTEMA BPRČ 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 se tudi leta 2006 odvijali redni sestanki nacionalnih centralnih bank, povezanih v TARGET, in nacionalnih skupin uporabnikov sistema TARGET. Poleg tega je prišlo do skupnih sestankov delovne skupine ESCB za sistem TARGET2 in delovne skupine evropskega bančnega sektorja za sistem TARGET, na katerih so razpravljali o operativnih vprašanjih sistema TARGET. 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 2006 kot upravljavec največjega sistema BPRČ na svetu po vrednosti obdelanih transakcij vzdrževal neposredne stike z upravljavci BPRČ drugih ključnih valutnih območij. Vse večja medsebojna povezanost, na primer zaradi poravnav z zveznimi povezavami (prek sistema Continuous Linked Settlement – CLS), je ustvarila potrebo po skupni obravnavi operativnih vprašanj.

## 2.2 TARGET2

Svet ECB je 21. julija 2006 objavil „sporočilo o sistemu TARGET2”, ki pojasnjuje manjše spremembe cenika osnovnih storitev sistema TARGET2, opisuje osnovne elemente oblikovanja cen storitev podsistema in vsebuje informacije o različnih oblikah udeležbe v sistemu TARGET2. Poleg tega sporočilo opredeljuje novi cenik za izbirno funkcijo združevanja likvidnosti in nekatere nove elemente oblikovanja cen. To zagotavlja, da so v model oblikovanja cen storitev sistema TARGET2 zajete vse vrste dostopa do sistema.

Poleg tega je Svet ECB 22. novembra 2006 objavil tretje poročilo o napredku sistema TARGET2, s katerim je udeležence na trgu seznanil z najnovejšimi informacijami o odločitvah Eurosistema glede odprtih vprašanj oblikovanja cen in pravnih zadev ter o postopkih v nepredvidljivih razmerah in bližajočem se testiranju in dejavnostih v zvezi z migracijo. V poročilu je tudi navedeno, da se pripravljalo delo izvaja po predvidevanjih, kot datum začetka delovanja sistema TARGET2 pa je potrjen 19. november 2007. Prav tako sta določena datuma obeh poznejših valov migracije (18. februar in 19. maj 2008), ko bodo sistem TARGET2 začeli uporabljati vse centralne banke in uporabniki sistema TARGET.

Kar zadeva model plačevanja osnovnih storitev, je Svet ECB sklenil, da se pri modelu degresivnega plačevanja provizij doda še en pas vrednosti, tako da se za vsako

nadaljnjo opravljeno transakcijo nad 100.000 opravljenimi transakcijami na mesec plača 12,5 eurocenta. Ta sprememba modela plačevanja osnovnih storitev je bila mogoča zato, ker so bila pričakovanja glede obsega opravljenih transakcij popravljena navzgor, potem ko je analiza trendov v obsegu transakcij v trenutnem sistemu TARGET pokazala višjo trajno rast od prvotno predvidene.

Svet ECB je prav tako sprejel odločitev o treh elementih modela plačevanja za podsisteme. Prvič, vsakemu podsistemu, ki poravnava v centralnobančnem denarju, se bo zaračunavala fiksna provizija v višini 12.000 EUR na leto, ne glede na to, ali ta podsistem poravnava plačila v sistemu BPRČ ali na lokalnih domačih računih centralne banke. Drugič, fiksna provizija v višini med 5000 EUR in 50.000 EUR na leto se bo zaračunavala podsistemom na podlagi bruto vrednosti transakcij, poravnanih prek njih. Tretjič, podsistemom se bo zaračunavala transakcijska provizija, pri kateri bodo lahko izbirali med pavšalno provizijo in degresivno provizijo (obe bosta vključevali tudi element fiksne provizije).

Odločeno je bilo tudi, da se zniža cena storitev združevanja likvidnosti, s čimer bi te postale privlačnejše za banke.<sup>14</sup> Združevanje likvidnosti velja za koristno funkcijo, saj se je z njo mogoče izogniti drobljenju likvidnosti, ki je neločljivo povezano z decentraliziranim vodenjem računov pri Eurosistemu. Poleg tega se bo znotraj skupine računov uporabljalo skupinsko plačevanje, kar pomeni, da se bo degresivna transakcijska provizija zaračunavala za vsa plačila skupine tako, kakor da bi bila ta plačila poslana iz enega računa.

Kar zadeva udeležbo, TARGET2 predvideva „klasični” možnosti neposredne in posredne udeležbe. Udeležbo je mogoče organizirati tudi prek „dostopa več naslovnikov” („multi-addressee access”), kar pomeni, da lahko neposredni udeleženec pooblasti svoje

<sup>14</sup> Za nadaljne informacije glej „Communication on TARGET2”, ECB, 21. julij 2006, (<http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>)

podružnice in/ali hčerinska podjetja, če so ta v državah EGP in pripadajo skupini, da plačila posredujejo prek njegovega računa BPRČ brez njegovega sodelovanja. Poleg tega lahko katera koli stranka neposrednega udeleženca, ki ima kodo BIC, pošilja ali prejema plačilne naloge prek svojega neposrednega udeleženca v sistemu TARGET2 („naslovljiv dostop prek BIC“, „addressable BICs access“). S tehničnega in operativnega vidika je „naslovljiv dostop prek BIC“ podoben posredni udeležbi, le da pri posredni udeležbi sistem prizna posrednega udeleženca, ki je tako upravičen do zaščite po določbah ustrezne nacionalne zakonodaje, ki uveljavlja direktivo o dokončnosti poravnave, pod pogojem, da je področje uporabe te zakonodaje razširjeno na posredne udeležence.

Poleg tehničnega razvoja enotne skupne platforme (ESP) je bilo delo v letu 2006 osredotočeno na pravni okvir za TARGET2, razvoj notranjih operativnih postopkov in opredelitev dejavnosti uporabniškega testiranja. Uporabniško testiranje naj bi se predvidoma začelo maja 2007, prva skupina držav pa bo migracijo na TARGET2 izvedla 19. novembra 2007. Bančna skupnost je bila 11. julija 2006 seznanjena s projektnim načrtom, ki se osredotoča na uporabnike in naznanja glavne mejnike projekta TARGET2.

Pomembne in posodobljene informacije se redno objavljajo na spletnih straneh ECB in NCB, namenjenih sistemu TARGET2, na primer:

- Eurosistem je 17. februarja 2006 objavil informacijo o prekrivanju med migracijo na TARGET2 in migracijo na SWIFTNet Phase 2. Priporočeno je bilo, naj se migracija na SWIFTNet Phase 2 konča pred migracijo na TARGET2, čeprav migraciji nista tehnično odvisni druga od druge.
- Med aprilom in novembrom 2006 so se nacionalni profili v zvezi z migracijo redno posodabljali. Ti profili za vsako centralno banko kažejo, katere module ESP bo uporabljala in kako bo potekala poravnava

podsystemov od prvega dne migracije na TARGET2. Kot dopolnilo navedenim profilom so centralne banke 30. oktobra 2006 objavile pregled uporabe lastnih domačih računov.

- Končna različica priročnika za informacijski in kontrolni modul ESP je bila objavljena 7. decembra 2006, medtem ko so se med letom objavljale vmesne dopolnitve 4. knjige dokumenta s podrobnimi uporabniškimi funkcionalnimi specifikacijami (User Detailed Functional Specifications – UDFS) o sporočilih XML in pripadajočih datotekah s shemami XML.
- Predhodna različica priročnika za uporabniško testiranje sistema TARGET2, ki opisuje testne postopke in scenarije potrjevanja za udeležence, je bila objavljena 7. novembra 2006. Poleg tega je bila 31. januarja 2007 objavljena spletna aplikacija, ki prihodnjim udeležencem sistema TARGET2 zagotavlja informacije, povezane s testiranjem.

### 2.3 TARGET2-SECURITIES

ECB je 7. julija 2006 objavila, da Eurosistem preučuje možnosti zagotavljanja poravnalnih storitev za posle z vrednostnimi papirji v eurih, ki se poravnava v centralnobančnem denarju.

V okviru zdajšnje ureditve centralni registri vrednostnih papirjev (CRVP) euroobmočja poravnava del poslov z vrednostnimi papirji v eurih, ki se poravnava v centralnobančnem denarju, prek lokalne komponente BPRČ sistema TARGET. Da bi bilo ta postopek poravnave mogoče izvajati, morajo udeleženci v CRVP sodelovati tudi v nacionalnem sistemu BPRČ države, kjer je CRVP, se pravi, da morajo institucije, ki kot članice v poravnavi sodelujejo v več kot enem CRVP, imeti odprt poravnalni račun v vsaki zadevni komponenti sistema TARGET.

Z uvedbo sistema TARGET2 bo vsakemu njegovemu udeležencu tehnično omogočeno, da prek enega samega računa TARGET2 poravnava transakcije, izvršene prek katerega koli CRVP, ki poravnava v centralnobančnem denarju v eurih. Verjetno je, da bo možnost centralizacije denarne poravnave prek enega samega računa, ki jo zagotavlja TARGET2, povečala zahteve trga, da se centralizira tudi poravnava vrednostnih papirjev prek enega samega računa vrednostnih papirjev. To bi udeležencem sistema TARGET2 omogočilo optimizirati svoje upravljanje likvidnosti za zavarovane in nezavarovane transakcije na denarnem trgu in tako v celoti izkoristiti prednosti sistema TARGET2. Možnost, da lahko udeleženci sistema TARGET2 svoj portfelj vrednostnih papirjev celovito upravljajo z denarnim računom sistema TARGET2, bo zagotovljena, če se bo začela izvajati skupna storitev Eurosistema za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji. V okviru te platforme bi se izvajale samo storitve poravnave, medtem ko bi druge funkcije CRVP (kot so kapitalski ukrepi, skrbniške funkcije, hramba in upravljanje) še naprej opravljali CRVP. Pri tem se bodo za trg iskale sinergije z drugimi mehanizmi, ki jih upravlja Eurosistem, zlasti v zvezi s sistemom TARGET2.

Eurosistem je najavil uvedbo morebitnega novega sistema imenovanega TARGET2-Securities, pozneje pa so na nacionalni in evropski ravni potekale razprave s centralnimi registri vrednostnih papirjev in drugimi udeleženci na trgu. Na spletnem mestu ECB so bili 28. septembra objavljeni začetni odzivi trga na projekt TARGET2-Securities. Čeprav je celotna bančna industrija od Eurosistema zahtevala nadaljnje podrobnosti o tej pobudi, pa so banke na splošno v njej videle več potencialnih priložnosti kakor centralni registri vrednostnih papirjev. Projekt je naletel na trdno podporo Evropske komisije.

ECB je 20. oktobra 2006 objavila, da je Svet ECB pozval svoj odbor za plačilne sisteme in sisteme poravnave, naj pripravi podrobno

študijo operativne, ekonomske, pravne in tehnične izvedljivosti projekta TARGET2-Securities. ECB je v okviru priprav na sprejetje sklepa Sveta ECB o tem, ali se bo projekt TARGET2-Securities začel izvajati ali ne, vzpostavila stike z udeleženci na trgu in tržnimi infrastrukturami ter jim predstavila glavne tehnične možnosti, ki so predvidene za TARGET2-Securities. Od sredine decembra 2006 je bilo opravljenih več sestankov z različnimi zainteresiranimi stranmi, na katerih se je razpravljalo o vrsti vprašanj, povezanih s pobudo.

Izvajanje mehanizma TARGET2-Securities, ki bi bil v popolni lasti in upravljanju Eurosistema, bi lahko privedlo do velikega zmanjšanja stroškov zaradi visoke učinkovitosti in tehnične harmonizacije, ki bi ju zagotavljalo udeležencem na trgu, zlasti na področju čezmejnega poslovanja. TARGET2-Securities bi pomenil pomemben korak k enotnemu vmesniku Eurosistema s trgov. Poleg tega bi lahko postal tudi vmesnik s sistemom Eurosistema za upravljanje zavarovanj in tako olajšal vseevropsko upravljanje likvidnosti. Pričakovati bi bilo mogoče sinergije z drugimi mehanizmi, ki jih upravlja Eurosistem, zlasti s sistemom TARGET2 in rešitvami za čezmejno uporabo zavarovanja.

#### 2.4 POSTOPKI PORAVNAVE ZA ZAVAROVANJA

Primerna sredstva za zavarovanje se lahko uporabljajo prek nacionalnih meja za zavarovanje vseh vrst kreditnih operacij Eurosistema, in sicer s korespondenčnim centralnobančnim modelom (CCBM) ali prek ustreznih povezav med sistemi za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji euroobmočja. CCBM je možnost, ki jo ponuja Eurosistem, medtem ko so ustrezne povezave tržno utemeljene rešitve.

Vrednost čezmejnega zavarovanja v lasti Eurosistema se je s 444 milijard EUR, kolikor je znašala decembra 2005, decembra 2006 povečala na 514 milijard EUR. Skupaj je ob



koncu leta 2006 čezmejno zavarovanje predstavljalo 52,3% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu. Leta 2006 je čezmejna uporaba zavarovanja prvič preseгла domačo uporabo zavarovanja. Te številke potrjujejo trend, ki je bil opažen v prejšnjih letih, in sicer naraščajočo integracijo finančnih trgov v euroobmočju in vse večjo pripravljenost nasprotnih strank, da imajo v svojem portfelju sredstva, ki so v drugi državi euroobmočja.

#### **KORESPONDENČNI CENTRALNOBANČNI MODEL**

Korespondenčni centralnobančni model (CCBM) ostaja glavni kanal za prenos zavarovanja čez nacionalne meje v operacijah denarne politike Eurosistema in posojil čez dan. Prek njega se je preneslo 39,7% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu leta 2006. Sredstva, hranjena prek CCBM, so se s 353 milijard EUR ob koncu leta 2005 povečala na 414 milijard EUR ob koncu leta 2006.

Leta 2006 se je končalo preverjanje tehničnega in operativnega okolja za delovanje modela CCBM, ki je upoštevalo izvajanje novega okvira Eurosistema za zavarovanja, ki ga je Svet ECB odobril julija 2005. Poleg tega je bil okvir CCBM revidiran, da bi se upoštevala vključitev novih držav euroobmočja. V zvezi s tem je bil 21. decembra 2006 z Banko Slovenije podpisan sporazum o CCBM.

Glede na to, da na trgu ni ustrezne alternative modelu CCBM, ki je bil zaradi odsotnosti neke tržne rešitve, ki bi se lahko uporabljala za celotno euroobmočje, prvotno zasnovan kot začasna ureditev, je Svet ECB 3. avgusta 2006 sklenil, da se njegovo delovanje nadaljuje tudi po letu 2007. ECB prav tako preučuje mogoče načine za harmonizacijo operativnega okvira za upravljanje zavarovanj v Eurosistemu.

#### **USTREZNE POVEZAVE MED SISTEMI ZA PORAVNAVO VREDNOSTNIH PAPIRJEV (SSS)**

Nacionalni sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev (SSS) so lahko med seboj povezani s pogodbenimi ali operativnimi mehanizmi, ki omogočajo čezmejni prenos ustreznih vrednostnih papirjev med sistemi. Potem ko

so bili ustrezni vrednostni papirji prek takih povezav preneseni na drug SSS, se lahko z lokalnimi postopki uporabljajo enako kot katero koli domače zavarovanje. Trenutno je nasprotnim strankam na razpolago 59 povezav, od katerih pa se aktivno uporablja samo omejeno število. Poleg tega te povezave pokrivajo samo del euroobmočja. Povezave postanejo ustrezne za kreditne operacije Eurosistema, če izpolnjujejo devet uporabniških standardov Eurosistema.<sup>15</sup> Eurosistem oceni vsako novo povezavo ali posodobitev ustrezne povezave glede na te standarde. Leta 2006 so bile posodobljene in pozitivno ocenjene tri obstoječe ustrezne povezave. Poleg tega se trenutno ocenjuje možnost uporabe nekaterih posrednih povezav, tj. povezav, pri katerih sta udeležena več kot dva centralna registra vrednostnih papirjev.

Zavarovanje, hranjeno prek povezav, se je decembra 2006 povečalo na 99 milijard EUR glede na 91 milijard EUR v decembru 2005, kar pa je predstavljalo le 10,5% skupnega čezmejnega in domačega zavarovanja v lasti Eurosistema v letu 2006.

<sup>15</sup> „Standardi za uporabo sistemov poravnave vrednostnih papirjev EU v kreditnih operacijah ESCB“, januar 1998.

## 3 BANKOVCI IN KOVANCI

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

#### POVPRAŠEVANJE PO EUROBANKOVCIH IN KOVANCIH

Ob koncu leta 2006 je bilo v obtoku 11,3 milijarde eurobankovcev z vrednostjo 628,2 milijarde EUR, kar pomeni 9,5% povečanje obsega in 11,2% povečanje vrednosti glede na konec leta 2005 (10,4 milijarde bankovcev z vrednostjo 565,2 milijarde EUR). Naraščanje vrednosti bankovcev v obtoku, ki poteka od zamenjave gotovine leta 2002, se nadaljuje, čeprav z manjšo letno stopnjo rasti (glej grafa 44 in 45). Ocenjuje se, da 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.

Živahna rast števila bankovcev v obtoku za 50, 100 in 500 EUR se je nadaljevala tudi v letu 2006, in sicer s stopnjo 12,5%, 9,6% oziroma 13,2%. Število bankovcev drugih apoenov v obtoku je naraščalo po stopnji med 2,7% in 8,2% (glej graf 46).

Leta 2006 se je skupno število eurokovanecv v obtoku (tj. neto obtok brez zalog, ki jih imajo NCB) povečalo, in sicer za 10,4% na 69,5 milijarde, medtem ko je vrednost kovanecv v obtoku narasla, in sicer za 7,4% na

17,9 milijarde EUR. K razmeroma močnemu povečanju števila kovanecv je prispevalo predvsem vztrajno močno povpraševanje po kovanecih nizkih vrednosti zaradi relativno visokih stopenj izgube in kopičenja zalog.

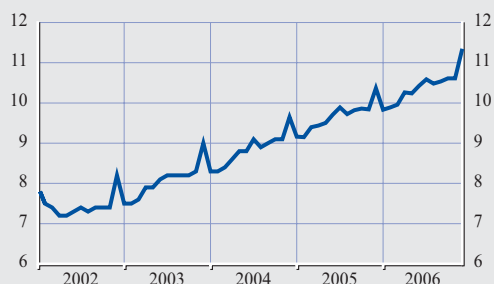
#### RAVNANJE EUROSISTEMA Z BANKOVCI

Leta 2006 se je nadaljeval trend rahlega naraščanja izdajanja in dvigovanja eurobankovcev, ki ga je bilo mogoče opaziti v prejšnjih letih. V navedenem letu so NCB euroobmočja izdale 32,5 milijarde bankovcev, 31,5 milijarde bankovcev pa jim je bilo vrnjenih. Pogostost vračanja<sup>16</sup> bankovcev v obtoku se je leta 2006 nekoliko zmanjšala, in sicer na 3,03 v primerjavi na 3,17 leta 2005. Pri vseh eurobankovcih, ki se umaknejo iz obtoka in se vrnejo NCB euroobmočja, se s povsem avtomatiziranimi napravami za obdelavo bankovcev ugotovi njihova pristnost in preveri primernost za uporabo v obtoku, s čimer se vzdržuje kakovost bankovcev v obtoku. Tako so NCB nadomestile približno 5,2 milijarde bankovcev, za katere je bilo ugotovljeno, da niso primerni za uporabo v obtoku (26,2% več kot v prejšnjem letu).

16 Opredeljena kot skupno število bankovcev, vrnjenih NCB v danem obdobju, deljeno s povprečnim številom bankovcev v obtoku v tem obdobju.

Graf 44 Skupno število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006

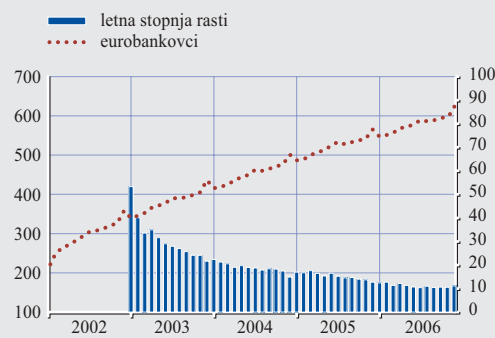
(v milijardah)



Vir: ECB.

Graf 45 Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006

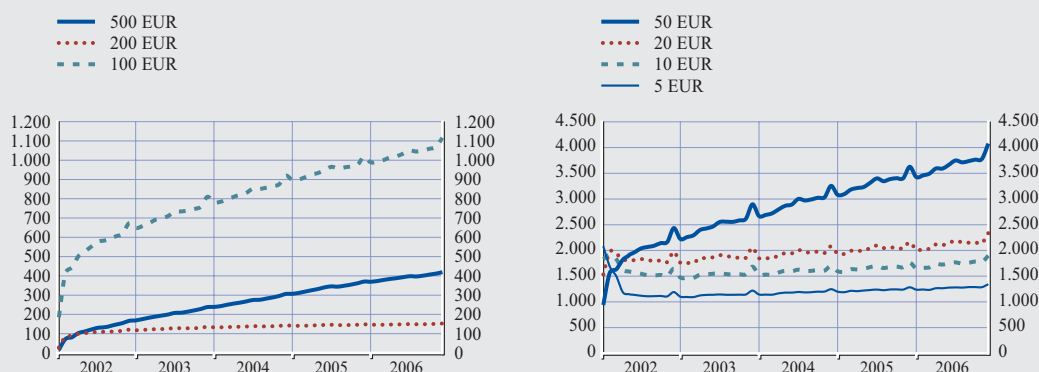
(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

**Graf 46 Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2006 po apoenih**

(v milijonih)



Vir: ECB.

### 3.2 PONAREJANJE BANKOVCEV IN PREPREČEVANJE PONAREJANJA

#### PONAREJENI EUROBANKOVCI

Po dveh letih, ko se število ponarejenih eurobankovcev, umakljenih iz obtoka, ni spreminjalo, se je leta 2006 nekoliko zmanjšalo. Graf 47 prikazuje gibanje števila ponaredekov, ki so bili umakljeni iz obtoka od uvedbe eurobankovcev, v polletnih intervalih. Skupno število ponaredekov, ki so jih leta 2006 prejeli nacionalni analitični centri<sup>17</sup>, je bilo okrog 565.000<sup>18</sup>. Leto 2006 je pomembno zaznamovala sprememba v porazdelitvi odkritih ponaredekov po apoenih. Pred letom 2006 so bili glavna tarča ponarejevalcev bankovci za 50 EUR. Vendar se je delež odkritih ponarejenih bankovcev za 50 EUR močno zmanjšal, pri čemer se je ustrezno povečalo število ponaredekov za 20 EUR in precej manj število ponaredekov za 100 EUR (glej tabelo 13). Zato sta se skupna nominalna vrednost ponaredekov, ki so bili umakljeni iz obtoka, in s tem

potencialna finančna škoda, ki jo povzroča ponarejanje, leta 2006 zmanjšali.

Javnost lahko zaupa varnosti eura: zaradi zahtevnih zaščitnih elementov in učinkovitosti evropskih in nacionalnih organov pregona je namreč dobro zaščitena valuta. Kljub temu to zaupanje ne bi smelo nikoli privedi do pretiranega samozadovoljstva, zato ECB svetuje prebivalstvu, naj bo previdno in za preverjanje bankovcev vedno uporabi test „otip-pogled-nagib“.<sup>19</sup>

#### PREPREČEVANJE PONAREJANJA

Leta 2006 je Eurosistem v boju proti ponarejanju eura še naprej tesno sodeloval z Europolom in Evropsko komisijo (zlasti z Evropskim uradom za boj proti goljufijam, OLAF). V zvezi s tem Eurosistem aktivno sodeluje pri usposabljanju profesionalnih uporabnikov gotovine za prepoznavanje in obdelavo ponarejenih bankovcev, in sicer znotraj in zunaj EU.

**Tabela 13 Porazdelitev ponaredekov po apoenih**

	5 EUR	10 EUR	20 EUR	50 EUR
Odstotek	1	4	40	34
	100 EUR	200 EUR	500 EUR	Skupaj
Odstotek	18	2	1	100

Vir: Eurosistem.

Mednarodni center za preprečevanje ponarejanja še naprej podpira centralno-bančno skupino za preprečevanje ponarejanja

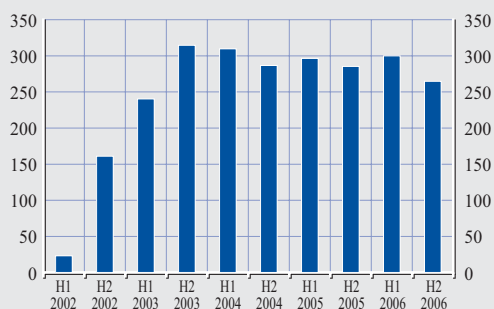
17 Centri, ustanovljeni v vsaki državi članici EU, za prvo analizo ponarejenih eurobankovcev na nacionalni ravni.

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

19 Podrobnosti so na spletni strani <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

**Graf 47 Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2006**

(v tisočih)



Vir: Eurosistem.

(tj. delovno skupino 27 centralnih bank, ki sodelujejo pod pokroviteljstvom skupine G-10) in deluje kot tehnični center za vse članice. Njegova glavna naloga je zagotavljati tehnično podporo in upravljati centraliziran komunikacijski sistem, ki ga uporabljajo vse strani, ki sodelujejo pri sistemih za preprečevanje ponarejanja.

### 3.3 IZDAJANJE IN PROIZVODNJA BANKOVCEV

#### OKVIR DELOVANJA ZA ODKRIVANJE PONAREDKOV IN RAZVRŠČANJE BANKOVCEV GLEDE NA PRIMERNOST ZA UPORABO V OBTOKU

Okvir delovanja za recikliranje bankovcev (Banknote Recycling Framework – BRF) zajema odkrivanje ponaredkov in razvrščanje eurobankovcev v kreditnih institucijah in pri drugih profesionalnih uporabnikih gotovine glede na primernost bankovcev za uporabo v obtoku. Vzpostavlja skupno politiko o recikliranju eurobankovcev v kreditnem sektorju in določa enotna pravila in minimalne standarde za obdelavo bankovcev, ki jih morajo upoštevati kreditne institucije in drugi profesionalni uporabniki gotovine. Na podlagi sklepa, ki ga je Svet ECB sprejel decembra 2004, so okvir delovanja za recikliranje bankovcev do zdaj v nacionalne ureditve prenesle razen dveh vse NBC euroobmočja.

Kreditne institucije in drugi profesionalni uporabniki gotovine bodo imeli za prilagoditev novim zahtevam na voljo prehodno obdobje do konca leta 2007. Zaradi občutnih razlik v infrastrukturi za obdelavo gotovine v posameznih državah je Svet ECB decembra 2006 sklenil podaljšati enoletno prehodno obdobje v nekaterih državah euroobmočja. Prehodno obdobje bo tako podaljšano za dve leti za Francijo, kjer bo trajalo do konca leta 2009, in za tri leta za Grčijo, Španijo, Irsko, Italijo in Portugalsko, kjer se bo izteklo ob koncu leta 2010.

Osrednja sestavina okvira BRF je zahteva, da se pristnost bankovcev, ki jih izdajajo bančni avtomati, in njihova primernost za uporabo v obtoku preverjata z napravami, ki jih upravljajo uslužbenci in so skladne s standardi Eurosistema. Naprave za polog gotovine in naprave z zaprtim gotovinskim krogom, ki jih upravljajo stranke, morajo prav tako ustrezati nekaterim tehničnim standardom v zvezi s preverjanjem bankovcev in poznejšim ravnanjem z njimi. Večina NCB euroobmočja je proizvajalcem naprav omogočila testiranje njihove opreme. Poleg tega je ECB vzpostavila spletno stran s seznamom vseh naprav, ki so uspešno opravile enotni testni postopek Eurosistema in so zato primerne za recikliranje.

Julija 2006 je Svet ECB sprejel sklep o prehodni ureditvi za prihodnje izvajanje okvira BRF v novih državah euroobmočja. Ta zahteva, da NCB držav članic, ki bodo uvedle euro pred letom 2010, začnejo izvajati BRF najpozneje v 12 mesecih po pridružitvi euroobmočju. Na voljo enoletno prehodno obdobje za kreditne institucije in druge profesionalne uporabnike gotovine. NCB držav članic, ki bodo v euroobmočje vstopile leta 2010 ali pozneje, bodo morale začeti izvajati BRF pred vstopom, medtem ko bodo imeli kreditne institucije in drugi profesionalni uporabniki gotovine za prilagoditev svoje opreme na voljo eno leto.

Kreditne institucije in drugi profesionalni uporabniki gotovine bodo s prilagoditvijo svojih operacij v skladu z okvirom BRF okrepili svojo

sposobnost odkrivanja potencialnih ponarejenih eurobankovcev. To bo učinkovito prispevalo k njihovemu 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, in jim tako pomagale razlikovati med pristinimi in ponarejenimi bankovci.

#### **VZPOSTAVITEV RAZŠIRJENEGA TESTNEGA PROGRAMA HRAMBE GOTOVINE**

Svet ECB je leta 2006 sprejel sklep o izvajanju razširjenega testnega programa hrambe gotovine (extended custodial inventory – ECI) v Aziji. ECI je depo za hrambo gotovine, ki ga upravlja zasebna banka (banka ECI). Eurosistem pričakuje, da bo program ECI olajšal mednarodno distribucijo eurobankovcev in izboljšal spremljanje njihovega prometa zunaj euroobmočja. Ker naj bi se po ocenah zunaj euroobmočja hranilo med 10% in 20% skupne vrednosti eurobankovcev v obtoku, bi bilo po mnenju Eurosistem koristno, če bi se o teh bankovcih pridobivale boljše informacije. Na podlagi javnega razpisa sta bili za upravljanje ECI izbrani dve veliki poslovni banki, ki delujeta na grosističnem trgu bankovcev; en depo ECI bo vzpostavljen v Hongkongu, drugi pa v Singapuru. Deutsche Bundesbank bo delovala kot logistična in administrativna nasprotna stranka za navedeni banki ECI. Oba depoja ECI bosta začela delovati v prvi polovici leta 2007. Testni program ECI se bo uporabljal za ocenjevanje delovanja depojev ECI, njihovega prispevka k informacijam o eurobankovcih v obtoku zunaj euroobmočja in njihovega vpliva na grosistični trg bankovcev. Na podlagi tega testnega programa se bo Svet ECB leta 2008 odločil, ali bo nadaljeval program ECI ali ne.

#### **DIALOG Z EVROPSKIM SVETOM ZA PLAČILA IN DRUGIMI ZAJINTERESIRANIMI STRANMI V KROŽENJU GOTOVINE**

Informacije o uporabniških zahtevah različnih zainteresiranih strani – pri čemer je bančna industrija glavna nasprotna stranka nacionalnih

centralnih bank – so pomembne za nemoteno kroženje eurogotovine in izvajanje ustreznih storitev Eurosistema, povezanih z gotovino. O aktualnih vprašanjih v zvezi z gotovino, na primer o zmanjševanju skupnih stroškov, se z evropskimi zainteresiranimi stranmi razpravlja v različnih forumih, kot sta skupina uporabnikov eurogotovine (Euro Cash User Group) in delovna skupina za gotovino pri Evropskem svetu za plačila (Cash Working Group).

Organizacija dobavne verige za gotovino se med posameznimi državami razlikuje, in sicer zaradi različnih nacionalnih razmer (npr. strukture centralne banke in sistemov poslovnega bančništva, pravne ureditve, plačilnega obnašanja širše javnosti, infrastrukture za prevoz gotovine in geografskih dejavnikov). Zato kakršen koli „univerzalen“ model oskrbe z gotovino v euroobmočju ni zaželen. Kljub temu je Svet ECB septembra 2006 sklenil, da se vzpostavi časovni raspored in načrt, s katerima bi se srednjeročno dosegla večja skladnost storitev v zvezi z gotovino, ki jih izvajajo NCB.

#### **PROIZVODNI DOGOVORI**

Leta 2006 je bilo proizvedenih skupaj 7 milijard eurobankovcev v primerjavi s 3,63 milijarde leta 2005. Manjši obseg proizvodnje leta 2005 je bil v glavnem posledica uporabe presežnih zalog bankovcev, nabranih od leta 2002, ko je bilo treba zaradi negotovosti glede uvedbe eura zagotoviti velik obseg proizvodnje za začetno zalogo.

Povečanje proizvodnje leta 2006 je odraz naslednjih dejavnikov: i) povečanja obsega bankovcev v obtoku, ii) povečanja števila neprimernih bankovcev, iii) izčrpanje zalog nacionalnih centralnih bank in iv) odločitve, da se s proizvodnjo leta 2006 pokrije del prihodnjih potreb po bankovcih.

Dodeljevanje proizvodnje eurobankovcev se je tudi leta 2006 odvijalo po decentraliziranem proizvodnem scenariju z združevanjem, sprejetem leta 2002. Po tej ureditvi

**Tabela 14 Dodelitev proizvodnje eurobankovcev leta 2006**

Apoen	Količina (milijoni bankovcev)	NCB, pooblaščen za proizvodnjo
5 EUR	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
10 EUR	1.780,0	DE, GR, FR, NL
20 EUR	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
50 EUR	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	280,0	IT, LU, AT
200 EUR	-	-
500 EUR	-	-
Skupaj	7.000,00	

Vir: ECB.

je vsaka NCB euroobmočja odgovorna za zagotovitev deleža od skupnih potreb za določene apoene (glej tabelo 14), ki ji je dodeljen.

#### **DRUGA SERIJA EUROBANKOVCEV**

Po pripravljalni fazi, v kateri so bile določene zahteve za novo serijo bankovcev in izdelan popis mogočih tehničnih izboljšav, je Svet ECB leta 2006 odobril splošni projektni načrt za razvoj nove serije in začetek faze potrjevanja, ki jo izvedejo končni uporabniki. Ta faza, ki jo izvedejo končni uporabniki, vključuje testiranje različnih zaščitnih elementov, da bi se ocenila njihova učinkovitost in ugotovile morebitne težave pri proizvodnji velikih količin. Večino dejavnosti v zvezi s potrjevanjem, ki ga opravijo končni uporabniki, izvajajo papirniški obrati in tiskarne, ki jih je ECB pooblastila za proizvodnjo bankovcev zdajšnje serije. Na podlagi rezultatov faze potrjevanja, ki jo izvedejo končni uporabniki, se bodo določile splošne specifikacije za novo serijo bankovcev in začelo delo v zvezi z oblikovnimi značilnostmi.

Oblikovne značilnosti novih bankovcev bodo temeljile na temi „evropska obdobja in slogi“ iz prve serije, več oblikovnih elementov iz te serije pa se bo uporabilo v novi oblikovni zasnovi. Za oblikovno prenavo zdajšnje serije je bil že izbran oblikovalec.

Pričakuje se, da bo prvi bankovec iz nove serije izdan v nekaj letih. Vendar bosta natančni časovni raspored in zaporedje izdajanja odvisna

od napredka, doseženega pri razvoju novih zaščitnih elementov, in od stanja na področju ponarejanja. Različni apoeni iz nove serije se bodo izdajali več let.

## 4 STATISTIKA

ECB ob podpori nacionalnih centralnih bank razvija, zbira, pripravlja in objavlja obširno statistiko, ki podpira denarno politiko euroobmočja in različne naloge ESCB, uporabljajo pa jo tudi finančni trgi in širša javnost. Tako kot v prejšnjih letih je zagotavljanje statističnih podatkov – vključno s podatki v zvezi s pripravami na širitev euroobmočja in EU leta 2007 – tudi leta 2006 potekalo brez težav. Pomemben mejnik v srednjeročni strategiji ECB za statistiko je bil dosežen ob koncu maja, ko sta ECB in Eurostat prvič skupaj objavila celoto letnih integriranih nefinančnih in finančnih računov za institucionalne sektorje euroobmočja. Prav tako se je občutno izboljšalo objavljanje statistike euroobmočja, potem ko je začela delovati nova spletna storitev ECB za dostavo statističnih podatkov, imenovana skladišče statističnih podatkov (Statistical Data Warehouse). Poleg tega je ECB v tesnem sodelovanju z ESCB Odborom za statistiko še naprej prispevala k nadaljnjemu usklajevanju statističnih konceptov v Evropi in posodabljanju temeljnih globalnih statističnih standardov.

### 4.1 NOVA OZIROMA IZBOLJŠANA STATISTIKA EUROOBMOČJA

Ob koncu maja 2006 sta ECB in Eurostat prvič skupaj objavila celoto letnih integriranih nefinančnih in finančnih sektorskih računov euroobmočja za leta 1999–2004. Te račune euroobmočja lahko štejejo za „nacionalne račune“ euroobmočja. Med drugim omogočajo obsežno analizo povezav med finančnimi in nefinančnimi gibanji v gospodarstvu ter medsebojnih odnosov med različnimi sektorji gospodarstva (gospodinjstvi, nefinančnimi družbami, finančnimi družbami in državo) ter med temi sektorji in tujino. Ti letni računi so utrli pot za objavo popolnega sistema četrtletnih integriranih sektorskih računov euroobmočja do sredine leta 2007. Eurosistem to statistiko pripravlja skupaj z Eurostatom in nacionalnimi statističnimi uradi.

Septembra 2006 so bili na spletnem mestu ECB objavljeni prvi mesečni statistični podatki o stanjih evropskih kratkoročnih vrednostnih papirjev (STEP). Med letom 2007 naj bi bili dopolnjeni še z dnevno statistiko o izdajah in donosih (glej oddelek 3 v poglavju 4).

Pravni okvir za zbiranje denarne statistike je bil izboljšan z novo uredbo, naslovljeno na poštne žiro institucije, ki sprejemajo vloge in so del sektorja nefinančnih družb. Svet ECB je prav tako izpopolnil smernice ECB o četrtletnih finančnih računih in o statistiki državnih financ. ECB je v skladu s svojo uveljavljeno prakso, da pravne akte ECB dopolnjuje s praktičnimi priročniki o zbiranju, objavila tudi „priročnik za statistiko državnih financ“.

Trenutno potekajo dejavnosti na več področjih, da bi se dodatno izboljšala statistika euroobmočja v prihodnjih letih. Eurosistem je tako leta 2006 še naprej razvijal okvir za zbiranje usklajenih statističnih podatkov o nemonetarnih finančnih institucijah (kot so investicijski skladi in družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev), ki so pomemben igravec na finančnih trgih. V zvezi s tem je bil dosežen precejšen napredek, trenutno pa je v pripravi uredba ECB o zahtevah glede statističnega poročanja za investicijske sklade. Poleg tega Eurosistem preučuje potrebo po izboljšanju statističnih podatkov o zavarovalnicah in pokojninskih skladih ter njegovo izvedljivost. Prav tako se preučuje regulativni okvir za statistiko bilance stanja MFI in statistiko obrestnih mer MFI, da bi se upoštevale nove zahteve uporabnikov ter finančna in gospodarska gibanja. Statistika plačilne bilance euroobmočja in stanja mednarodnih naložb je bila integrirana v en okvir, zato gibanj stanj ob koncu leta ne opisujejo samo transakcije, temveč tudi spremembe vrednotenja, ki izhajajo iz sprememb cen in deviznih tečajev ter iz drugih prilagoditev.

Pri pripravi statistike euroobmočja, ki jo zahtevajo notranji in zunanji uporabniki, ESCB namenja izjemno pozornost ohranjanju bremena

poročanja na čim nižji ravni. V zvezi s tem je ESCB leta 2006 nadaljevala delo pri razvoju centralizirane podatkovne zbirke vrednostnih papirjev (Centralised Securities Database – CSDB), katerega učinki naj bi se pokazali v naslednjih letih. CSDB, statistični projekt, ki se bo izvajal na ravni celotnega ESCB in vključeval zainteresirane strani iz ECB in NCB, je enotna zbirka primerjalnih podatkov o vseh posameznih vrednostnih papirjih euroobmočja, ki so pomembni za statistične namene ESCB. Zasnovan je kot orodje za pripravo širokega nabora finančnih statističnih podatkov ESCB in izboljšanje njihove kakovosti.

Januarja 2007 je ECB prvič objavila harmonizirane kazalnike konkurenčnosti za države euroobmočja, ki temeljijo na indeksih cen življenjskih potrebščin. Ti kazalniki so bili izračunani z uporabo enake metodologije in virov podatkov kot pri realnem efektivnem tečaju eura.

Ocene osnovnega kapitala euroobmočja in stanovanjskega premoženja gospodinjstev euroobmočja so vključene v mesečni bilten ECB.

## 4.2 DRUGA STATISTIČNA GIBANJA

Septembra 2006 je ECB na svojem spletnem mestu vzpostavila uporabnikom prijaznejšo in obširnejšo spletno storitev za statistiko ESCB, imenovano skladišče statističnih podatkov (Statistical Data Warehouse).<sup>20</sup> Storitev vsebuje vmesnike, ki so preprosti za uporabo in uporabnikom omogočajo hitro iskanje, prikaz in prenos podatkov euroobmočja, vključno z razčlenitvami po posameznih državah v nekaterih primerih. Poleg tega so dodatne tabele statistike euroobmočja skupaj z ustreznimi nacionalnimi podatki zdaj dostopne na spletnih straneh ECB in nacionalnih centralnih bank, na primer tabele harmoniziranih obrestnih mer MFI za depozite gospodinjstev in nefinančnih družb ter za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam.

Od novembra 2006 imajo uporabniki statistike euroobmočja dostop tudi do izčrpnega opisa podatkov in metapodatkov na oglasni deski MDS za standarde objavljanja (Dissemination Standards Bulletin Board).<sup>21</sup> Opise statistike euroobmočja sta pripravila ECB in Eurostat ob podpori MDS. Stran navedene oglasne deske za euroobmočje omogoča tudi dostop do koledarja objav in do statistike euroobmočja za različne kategorije podatkov.

Kot vsako leto je ECB objavila več publikacij o statistiki, na primer „Statistika ECB: pregled“, zbornik tretje konference ECB o statistiki („Finančna statistika za globalno gospodarstvo“, od 4. do 5. maja 2006) in „Razlike med obrestnimi merami MFI v državah članicah euroobmočja“. Priložnostni dokument ECB z naslovom „Revision analysis for general economic statistics“ („Analiza revizij splošne ekonomske statistike“) vsebuje podrobno oceno zanesljivosti ključne makroekonomske statistike euroobmočja.

Druge publikacije ECB so bile izboljšane z obsežnejšimi statističnimi informacijami, kot je statistični dodatek k dokumentu „Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries“ („Plačilni sistemi in sistemi poravnave vrednostnih papirjev v Evropski uniji in državah pristopnicah“), znanemu kot Modra knjiga. Na podlagi izčrpnega pregleda zbranih podatkov sta bila izboljšana opredelitev in zbiranje podatkov o plačilih in vrednostnih papirjih, kar je privedlo tudi do izboljšave pravočasnosti objave za več mesecev. Prav tako je bil razširjen obseg kazalnikov finančne integracije, vključen v polletno poročilo ECB z naslovom „Indicators of financial integration in the euro area“ („Kazalniki finančne integracije v euroobmočju“) (glej oddelek 3 v poglavju 4).

Februarja 2007 je ECB objavila svoje tretje letno poročilo o kakovosti statistike plačilne bilance euroobmočja in stanja mednarodnih

<sup>20</sup> <http://sdw.ecb.int/>

<sup>21</sup> <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>



naložb. Poročilo vključuje kvalitativne ocene in kvantitativne kazalnike, ki lahko uporabnikom pomagajo pri analizi teh statističnih podatkov.<sup>22</sup>

proizvodnjo visoko kakovostnih in zanesljivih statističnih podatkov v EU.

ECB je še naprej tesno sodelovala z Eurostatom in drugimi mednarodnimi organizacijami in je bila aktivno vključena v posodabljanje globalnih statističnih standardov (sistem nacionalnih računov (SNR 93) in priročnik za plačilno bilanco MDS) ter revidiranje dokumenta „OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment“ in nomenklature ISIC<sup>23</sup>. Prav tako podpira in uveljavlja številne globalne tehnične standarde za izmenjavo podatkov<sup>24</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 oddelek 1.2 v poglavju 5).

Statistične podatke, potrebne za ugotavljanje, koliko države članice izpolnjujejo konvergenčna merila glede stabilnosti cen, fiskalnih položajev, deviznih tečajev in dolgoročnih obrestnih mer, zagotavlja Eurostat. ECB v sodelovanju z NCB 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 celovitosti statističnih podatkov, na katerih temelji, ECB pozorno spremlja najnovejša dogajanja v zvezi s pripravo in poročanjem teh statističnih podatkov, zlasti statistike državnih financ. ECB pozdravlja pobude Evropske komisije v zvezi z izvajanjem kodeksa uporabe zakonodaje za Eurostat in nacionalne statistične urade. Upoštevanje tega kodeksa naj bi okrepilo neodvisnost, integriteto in odgovornost teh institucij, kar je bistvenega pomena za

22 [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop\\_intinvpos-2007en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf)

23 Mednarodna standardna klasifikacija gospodarskih dejavnosti.

24 Na primer standard za izmenjavo statističnih podatkov in metapodatkov na osnovi formata XML (Statistical Data and Metadata Exchange – SDMX), pobuda, ki jo podpirajo Banka za mednarodne poravnave, ECB, Eurostat, MDS, OECD, Združeni narodi in Svetovna banka in je namenjena razvoju in spodbujanju globalnih standardov za izmenjavo statističnih podatkov.

## 5 EKONOMSKE RAZISKAVE

Namen ekonomskih raziskav v ECB in Eurosistemu kot celoti je zagotoviti močno konceptualno in empirično osnovo za sprejemanje politike. Ekonomske raziskave v Eurosistemu so tako osredotočene na povečevanje znanja o delovanju gospodarstva euroobmočja in na zagotavljanje analiz, modelov in drugih orodij, ki so primerna za vodenje denarne politike euroobmočja in izpolnjevanje drugih nalog Eurosistema.

### 5.1 RAZISKOVALNE PREDNOSTNE NALOGE

V ECB izvaja ekonomske raziskave predvsem generalni direktorat za raziskave in druga poslovna področja, zlasti generalni direktorat za ekonomske analize. Raziskave koordinira odbor za koordinacijo raziskav (Research Coordination Committee – RCC), ki določa prednostne naloge in združuje poslovna področja, sodelujoča v ekonomskih raziskavah bodisi v zvezi s povpraševanjem ali ponudbo. Odbor RCC na podlagi novega mandata, dogovorjenega leta 2006, sprejme letno poročilo o prihodnjih raziskovalnih prednostnih nalogah in letni pregled preteklih raziskovalnih dejavnosti, ki so se izvajale na ravni celotne ECB, in oba dokumenta potrdi Izvršilni odbor. Poročilo o prihodnjih raziskovalnih prednostnih nalogah opozori na trenutne vrzeli v znanju za vsako prednostno področje, opredeli zastavljene rezultate in določi razdelitev dela med različnimi poslovnimi področji. Letni pregled spremlja rezultate raziskav z vidika akademske kakovosti in pomena za politiko ter pri tem ocenjuje dosežene rezultate glede na zastavljene rezultate, opredeljene v poročilu o raziskovalnih prednostnih nalogah.

Načrt raziskav za leto 2006 je bil sestavljen iz šestih glavnih področij: napovedovanje in modeliranje; analiza denarne politike; transmisijski mehanizem denarne politike; finančna stabilnost; učinkovitost evropskega finančnega sistema in mednarodna vprašanja. Nekatera od navedenih prednostnih področij so na kratko obravnavana v nadaljevanju.

Kar zadeva napovedovanje in modeliranje, sta se leta 2006 izvajali dve pomembni raziskovalni dejavnosti. Prvič, nadaljeval se je razvoj novega makroekonometričnega modela za celotno euroobmočje – najsodobnejšega dinamičnega stohastičnega modela splošnega ravnotežja za euroobmočje, ki bo kmalu postal predmet prvih testiranj v zvezi z uspešnostjo napovedovanja. Drugič, uspešno so se začeli izvajati dinamični faktorski modeli za izdelavo kratkoročnih napovedi (za trenutno in naslednje četrletje) za BDP. Vrednotenje njihove uspešnosti napovedovanja v kvazirealnem času je dalo zelo dobre rezultate v primerjavi z bolj tradicionalnimi pristopi.

Glede na pomembno vlogo denarne analize v strategiji denarne politike ECB je bil temeljito analiziran razvoj modelov in orodij, ki se uporabljajo za pridobivanje informativne vsebine iz denarnih agregatov. Rezultati te raziskave in drugih podobnih raziskav so bili obravnavani na četrti centralnobančni konferenci ECB, ki je potekala novembra 2006 pod naslovom „The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century” („Vloga denarja: denar in denarna politika v 21. stoletju”). Publikacija, ki bo vsebovala predstavljene prispevke in povzetek razprav s konference, bo objavljena v začetku poletja 2007.

Na zahtevo vodij raziskovalnih oddelkov centralnih bank Eurosistema je Svet ECB februarja 2006 odobril oblikovanje mreže za raziskovanje dinamike plač. V tej mreži, ki bo delovala dve leti, sodelujejo raziskovalci iz 20 nacionalnih centralnih bank EU in ECB. Mreža deluje na štirih področjih raziskovanja. Prvo področje obravnava empirično karakterizacijo dinamike stroškov plač in drugih (neplačnih) stroškov dela v euroobmočju po agregatih, državah in sektorjih ter strukturno analizo njenih determinant in njeno interakcijo z dinamiko inflacije. Drugo področje raziskovanja vključuje uporabo mikropodatkov o plačah in je usmerjeno v ugotavljanje narave in obsega morebitnih rigidnosti plač in drugih rigidnosti trga dela v državah in sektorjih

v euroobmočju ter povezave med plačami in oblikovanjem cen na ravni podjetij. Tretje področje raziskovanja preučuje objavo ad hoc raziskave o plačah, drugih stroških dela in oblikovanju cen na ravni podjetij. Četrto raziskovalno področje je osredotočeno na splošno analizo, ki združuje rezultate drugih področij delovanja mreže zato, da bi se ugotovile posledice za Euroobmočje. Rezultati vseh področij raziskovanja naj bi se organom odločanja ECB predvidoma sporočili do sredine leta 2008.

Na prošnjo finskega predsedstva EU je ECB prispevala dokument za razpravo na neformalnem zasedanju ECOFIN v Helsinkih, ki je potekalo od 28. do 29. septembra 2006. Dokument z naslovom „The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe” („Vloga finančnih trgov in inovacij pri produktivnosti in rasti v Evropi”) priznava pomemben napredek, dosežen pri evropski finančni integraciji, in njegove ugodne učinke za rast produktivnosti in gospodarstva. Kljub temu še predlaga, da bi bilo politike, usmerjene v finančno integracijo, koristno dopolniti s politikami, ki spodbujajo modernizacijo finančnega sistema, tj. z izboljšanjem splošnih okvirnih pogojev za finančne trge. Taka modernizacija bi vključevala spodbujanje finančnih inovacij ter institucionalnih in organizacijskih izboljšav, s katerimi bi se povečala učinkovitost finančnega sistema, na primer s prerazporejanjem kapitala v panoge z najboljšimi obeti rasti. Dokument ugotavlja, da bi bilo mogoče okvirne pogoje v Evropi izboljšati, na primer v zvezi z nekaterimi vidiki upravljanja podjetij, učinkovitostjo nekaterih pravnih sistemov pri reševanju finančnih sporov in strukturnimi značilnostmi nekaterih evropskih bančnih sektorjev, vključno z nagnjenostjo h koncentraciji na lokalnih maloprodajnih trgih in obsegom javnega lastništva bank. V navedenem dokumentu ECB je prav tako izražena podpora naknadnemu delu za financiranje s tveganim kapitalom in trende listinjenja.

V okviru druge faze raziskovalne mreže za kapitalske trge in finančno integracijo v Evropi,

ki jo vodita ECB in Center za finančne študije (CFS), sta bili leta 2006 izpeljani dve konferenci. Septembra je Deutsche Bundesbank v Berlinu gostila sedmo konferenco o modernizaciji finančnega sistema in gospodarski rasti v Evropi. Ena od ugotovitev konference je bila, da se gospodarstva z večjimi kapitalskimi trgi bolje odzivajo in hitreje prilagajajo tehnološkim inovacijam. Ta učinek, ki je povezan z velikostjo kapitalskih trgov, je relevanten tudi potem, ko sta upoštevana delež javnega lastništva bank in učinkovitost pravnega sistema. Poleg tega neustrezna zakonodaja o vrednostnih papirjih vpliva na razvoj in likvidnost delniških trgov. Osmo konferenca mreže, ki jo je ob koncu novembra v Madridu gostila Banco de España, se je ukvarjala s finančno integracijo in stabilnostjo v Evropi. Pomembna ugotovitev konference je bila, da se je korelacija med tveganji posameznih bank v Evropi, kot kaže, nedavno povečala, zlasti kar zadeva velike banke. Poleg tega za industrijske države obstajajo nekateri dokazi, da lahko čezmejne združitve bank, v nasprotju z združitvami v matični državi, povečajo stopnjo tveganja prevzemnih bank. Istočasno pa so razpoložljive ocene pokazale, da lahko večja konkurenca med bankami dejansko poveča finančno stabilnost.

Svet ECB je februarja 2006 na predlog vodij raziskovalnih oddelkov centralnih bank Eurosistema odobril ustanovitev delovne skupine, ki bo preučila potrebo po zbiranju podatkov ankete o financiranju in porabi gospodinjstev ter izvedljivost takega zbiranja. Delovna skupina je decembra Svetu ECB predložila poročilo, v katerem pojasnjuje uporabnost takih podatkov za analizo in oblikovanje politike v zvezi z glavnimi nalogami politike Eurosistema, predvsem denarno politiko, finančno stabilnostjo in plačilnimi sistemi. Anketa bi med drugim omogočila širši vpogled v občutljivost sektorja gospodinjstev na cene sredstev, nagnjenost k trošenju na podlagi premoženja, učinke finančne integracije in inovacije ter vplive staranja in pokojninskih reform na strukturo varčevanja in potrošnje gospodinjstev. Ankete



o financiranju in potrošnji gospodinjstev se že izvajajo v nekaterih državah euroobmočja, vendar za celotno euroobmočje trenutno ni primerljivih podatkov. Svet ECB se je odločil vzpostaviti mrežo, ki bi pripravila popoln predlog v zvezi z anketo, vključno s podrobnim opisom vprašalnika, ki se bo uporabljal, ter načinov njegovega izvajanja. Ta predlog bo osnova za končno analizo stroškov in koristi, na podlagi katere bo Svet ECB odločil, ali se bo anketa izvajala ali ne.

## 5.2 PUBLIKACIJE IN KONFERENCE

Večina rezultatov raziskovalnih dejavnosti, ki so se izvajale v ECB ali v sodelovanju s strokovnjaki ECB, je predstavljena v seriji delovnih dokumentov ECB Working Paper in – v manjšem obsegu – seriji priložnostnih dokumentov ECB Occasional Paper ter na raznih konferencah in delavnicah. Leta 2006 je bilo objavljenih 137 delovnih dokumentov iz serije Working Paper. Pri pripravi 87 od teh dokumentov so sodelovali uslužbenci ECB, medtem ko so 50 teh dokumentov napisali zunanji avtorji v okviru programov za gostujoče raziskovalce, raziskovalnih mrež Euro sistema ali konferenc, ki jih je organizirala ECB. Tiskani izvodi vsakega dokumenta iz serije Working Paper se pripravljajo in razpošiljajo predvsem knjižnicam in ustanovam, glavni kanal za objavo te serije pa je spletno mesto ECB, na katerem je bilo leta 2006 vsak mesec skoraj 280.000 prenosov dokumentov iz te serije.

Poleg takih meril povpraševanja po dokumentih iz serije Working Paper se lahko kakovost te serije ocenjuje tudi na druge načine. Dokumenti iz serije Working Paper so namenjeni spodbujanju razprave o rezultatih raziskav pred končno objavo v strokovnih revijah ali knjigah. Vendar pa je to, kje je dokument končno objavljen, pomemben pokazatelj njegove akademske kakovosti. Od dokumentov iz serije Working Paper, ki so bili izdani v obdobju 1999–2002, jih je bilo okrog 50% objavljenih v recenzirani akademski reviji in 13% v

zbornikih. Vpliv serije Working Paper je mogoče izmeriti tudi na podlagi števila sklicevanj na te dokumente v drugih delih. Po statističnih podatkih, ki temeljijo na podatkovni zbirki Research Papers in Economics, je vsak dokument ECB iz serije Working Paper v akademskih publikacijah v povprečju citiran 3,4-krat.

Generalni direktorat ECB za raziskave od novembra 2004 pripravlja raziskovalni bilten (Research Bulletin), ki je javno dostopen od pete številke decembra 2006. Ta 12-stranski bilten obvešča širok krog strokovnjakov in nestrokovnjakov o raziskavah, ki jih izvajajo uslužbenci ECB ali se izvajajo v sodelovanju z njimi, pri čemer se obravnavajo teme, pomembne za centralne banke. Medtem ko so dokumenti iz serije Working Paper namenjeni predvsem strokovnjakom, prispevki v raziskovalnem biltenu, ki odražajo stališča posameznih avtorjev, posredujejo rezultate najnaprednejših raziskav v jedrnatih in dostopnih oblikah.

Poleg zgoraj navedenih publikacij in dogodkov je ECB med letom komunicirala z akademsko skupnostjo tudi tako, da je gostila več raziskovalnih konferenc in delavnic, na primer kolokvij z naslovom „Monetary policy: a journey from theory to practice” („Denarna politika: potovanje od teorije do prakse”), ki je potekal marca v čast takratnega člana Izvršilnega odbora Otmarja Issinga, konferenco z naslovom „Issues related to central counterparty clearing” („Vprašanja v zvezi s kliringom osrednjih nasprotnih strank”) aprila, delavnico z naslovom „Corporate finance and monetary policy” („Podjetniško financiranje in denarna politika”) maja, konferenco z naslovom „Financial globalisation and integration” („Finančna globalizacija in integracija”) julija, sedmo delavnico mreže za raziskovanje

gospodarskega cikla euroobmočja z naslovom „Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis” („Ocenjevanje in empirično preverjanje strukturnih modelov za analizo gospodarskega cikla”) avgusta, konferenco z naslovom „Monetary policy, asset markets and learning” („Denarna politika, trgi denarnih sredstev in učenje”) novembra, četrto konferenco mednarodnega raziskovalnega foruma o denarni politiki, ki je potekala decembra, ter skupno delavnico o trgu dela s Centre for Economic Policy Research (centrom za raziskovanje gospodarske politike, CEPR) z naslovom „Wage and labour cost dynamics” („Dinamika stroškov plač in dela”), ki je bila prav tako izvedena v decembru.

## 6 DRUGE NALOGE IN AKTIVNOSTI

### 6.1 UPOŠTEVANJE PREPOVEDI DENARNEGA FINANCIRANJA IN PRIVILEGIRANEGA DOSTOPA

V skladu s členom 237(d) Pogodbe ES ima ECB nalogo spremljati, kako 25 NCB držav članic EU in ECB sama upoštevajo obveznosti iz členov 101 in 102 Pogodbe ES ter uredb Sveta (ES) št. 3603/93 in 3604/93. Člen 101 prepoveduje ECB in NCB omogočati prekoračitve pozitivnega stanja na računu ali katere koli druge oblike kreditov vladam in institucijam ali organom Skupnosti ter kupovati 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 skrbni oceni. Poleg Sveta ECB tudi Evropska komisija spremlja, ali države članice upoštevajo navedene določbe.

ECB prav tako spremlja, kako centralne banke EU na sekundarnem trgu kupujejo dolžniške instrumente, ki sta jih izdala domači javni sektor in javni sektor drugih držav članic. 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. Taki nakupi ne bi smeli postati oblika posrednega monetarnega financiranja javnega sektorja.

Leta 2006 je Svet ECB odkril dva primera, ko NCB ni upoštevala navedenih zahtev iz Pogodbe ES in z njimi povezanih uredb Sveta. Banca d'Italia in Deutsche Bundesbank sta na primarnem trgu opravili nakupe dolžniških instrumentov, ki jih je izdala Evropska investicijska banka (EIB). V Banca d'Italia so za upravljanje deviznih rezerv 10. januarja 2006 kupili v ameriških dolarjih nominirane obveznice EIB v vrednosti 50 milijonov USD. V okviru preizkusnih operacij, katerih namen je pridobiti operativne izkušnje z dolžniškimi instrumenti, ki jih izdajo nadnacionalne institucije, je Deutsche Bundesbank na primarnem trgu izvedla tri transakcije (9. januarja 2006 za 50 milijonov USD, 20. aprila 2006 za 15 milijonov USD in 16. maja

2006 za 10 milijonov USD), s katerimi je pridobila v ameriških dolarjih nominirane obveznice EIB v skupni vrednosti 75 milijonov USD. Ker je Evropska investicijska banka organ Skupnosti, taki nakupi pomenijo kršitev prepovedi denarnega financiranja po členu 101 Pogodbe ES in Uredbi Sveta (ES) št. 3603/93. Banca d'Italia je na primarnem trgu kupljene dolžniške instrumente EIB prodala 8. marca 2006, Deutsche Bundesbank pa je na primarnem trgu kupljene dolžniške instrumente EIB prodala 6. septembra 2006. Predvsem pa sta obe nacionalni centralni banki takoj ukrepali, zato da se taki dogodki v prihodnje ne bi več dogajali.

### 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>25</sup> Vsa mnenja ECB so objavljena na spletnem mestu ECB.

Leta 2006 je ECB sprejela 62 mnenj, od tega 10 v odgovor na zahteve za mnenje, ki jih je predložil Svet EU, 52 pa v odgovor na zahteve nacionalnih organov. V primerjavi s tem je bilo leta 2005 opravljenih 61 posvetovanj. Seznam mnenj, sprejetih leta 2006, je priložen temu letnemu poročilu.

Na podlagi odločitve, ki so jo leta 2005 sprejeli organi odločanja ECB, sta bili oblika in struktura mnenj ECB o osnutkih pravnih predpisov Skupnosti izboljšani, da bi bila mnenja prijaznejša do uporabnikov in učinkovitejša.

Zlasti pomembna so naslednjih pet mnenj ECB o osnutkih pravnih predpisov Skupnosti.

<sup>25</sup> 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.

Po odpravi odstopanja za Slovenijo v skladu s postopkom, določenim v členu 122(2) Pogodbe ES, je bila ECB zaprosena za mnenje o predlogu uredbe Sveta o spremembah Uredbe (ES) št. 974/98 o uvedbi eura ter o predlogu uredbe Sveta o spremembah Uredbe (ES) št. 2866/98 o menjalnih tečajih med eurom in valutami držav članic, ki uvajajo euro.<sup>26</sup>

V svojem mnenju o predlogu direktive Evropskega parlamenta in Sveta o plačilnih storitvah na notranjem trgu in o spremembah direktiv 97/7/ES, 2000/12/ES in 2002/65/ES<sup>27</sup> je ECB to pobudo pozdravila, saj bi se z njo vzpostavil celovit pravni okvir za plačilne storitve v EU, olajšalo uvajanje enotnega območja plačil v eurih in uskladila pravila dostopa za trg plačilnih storitev. Obenem je ECB opozorila na nekaj točk, ki bi zahtevale dodatno obravnavo, na primer na to, da plačilne institucije sprejemajo in hranijo sredstva, ki imajo podobne ekonomske in pravne značilnosti kot depoziti ali elektronski denar, na nekatere pomanjkljivosti v predvideni regulativni in nadzorni ureditvi, na potrebo po boljši zaščiti sredstev uporabnikov plačilnih storitev, na odsotnost kapitalskih zahtev in nekatere nejasnosti na seznamu dovoljenih dejavnosti.

ECB je bila prav tako zaprosena in je nato dala mnenje<sup>28</sup> o predlogu direktive Evropskega parlamenta in Sveta o spremembah Direktive Sveta 92/49/EGS<sup>29</sup> in direktiv 2002/83/ES<sup>30</sup>, 2004/39/ES<sup>31</sup>, 2005/68/ES<sup>32</sup> ter 2006/48/ES<sup>33</sup>, kar zadeva postopkovna pravila in ocenjevalna merila za oceno varnega in skrbnega poslovanja pri pridobitvah in zvišanju imetništva delnic v finančnem sektorju<sup>34</sup> (glej oddelek 2.2 v poglavju 4).

ECB je izdala samoiniciativno mnenje<sup>35</sup> o predlogu direktive Komisije o izvajanju Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP)<sup>36</sup> glede razjasnitve nekaterih opredelitev<sup>37</sup>. To je bilo prvo mnenje, ki ga je ECB izdala o osnutku izvedbenih ukrepov, sprejetih v skladu s postopkom

komitologije. ECB je svetovala glede določb o primernosti instrumentov denarnega trga za naložbene namene KNPVP in zlasti predlagala, da se enake zahteve za razkritje in informacije uporabljajo za zakonsko opredeljene finančne institucije in podjetniške izdajateljke instrumentov denarnega trga in s tem bi se spodbujali preglednost in harmonizacija na evropskem trgu instrumentov denarnega trga.

ECB je 15. februarja 2007 sprejela mnenje<sup>38</sup> o predlogu za spremembo osmih direktiv na finančnem področju, da bi se v postopke komitologije teh direktiv uvedel nov „regulativni postopek s pregledom“ in

26 CON/2006/36. Z ECB so se posvetovali tudi slovenski, estonski, ciprski in malteški organi glede nacionalne zakonodaje, ki bi pospešila uvedbo eura v teh državah članicah (glej CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 in CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60 z dne 18. decembra 2006 (UL C 27, 7.2.2007, str. 1)

29 Direktiva Sveta 92/49/EGS z dne 18. junija 1992 o spremembah direktiv 73/239/EGS in 88/357/EGS in o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o neposrednem zavarovanju, razen življenjskega zavarovanja (tretja direktiva o premoženjskem zavarovanju) (UL L 228, 11.8.1992, str. 1). Direktiva, kakor je bila nazadnje spremenjena z Direktivo 2005/68/ES (UL L 323, 9.12.2005, str. 1).

30 Direktiva 2002/83/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 5. novembra 2002 o življenjskem zavarovanju (UL L 345, 19.12.2002, str. 1). Direktiva, kakor je bila nazadnje spremenjena z Direktivo 2005/68/ES (UL L 323, 9.12.2005, str. 1).

31 Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (UL L 145, 30.4.2004, str. 1). Direktiva, kakor je bila nazadnje spremenjena z Direktivo 2006/31/ES (UL L 114, 27.04.2006, str. 60).

32 Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/68/ES z dne 16. novembra 2005 o pozavarovanju in o spremembi direktiv Sveta 73/239/EGS, 92/49/EGS ter direktiv 98/78/ES in 2002/83/ES (UL L 323, 9.12.2005, str. 1).

33 Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano) (UL L 177, 30.6.2006, str. 1).

34 KOM(2006) 507 končno.

35 CON/2006/57 z dne 12. decembra 2006 (UL C 31, 31.2.2007, str. 1).

36 Direktiva Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 375, 31.12.1985, str. 3). Direktiva, kakor je bila nazadnje spremenjena z Direktivo 2005/1/ES Evropskega parlamenta in Sveta (UL L 79, 24.3.2005, str. 3).

37 Delovni dokument Komisije ESC/43/2006.

38 CON/2007/4, UL C 39, 23.2.2007 str. 1.

razveljavile določbe, ki predvidevajo časovno omejitev pri prenosu izvedbenih pooblastil na Komisijo. ECB je v svojem mnenju posebej izpostavila dejstvo, da izvedbeni akti na stopnji 2 Lamfalussyjevega procesa predstavljajo „predlagane akte Skupnosti“ po členu 105(4) Pogodbe ES, o katerih bi se bilo treba posvetovati z ECB.<sup>39</sup>

V okviru sodelovanja pri skupnem pregledu nad delovanjem sistema CLS, ki poteka pod vodstvom ameriškega sistema centralnih bank, je ECB glavni preglednik za poravnavo transakcij v eurih.

Z ECB so se nacionalni organi še naprej posvetovali o zadevah v zvezi z NCB, zlasti o spremembah statutom NCB Belgije, Češke, Francije, Italije, Cipra, Latvije, Luksemburga, Madžarske, Malte, Nizozemske, Poljske in Slovenije<sup>40</sup> ter o nacionalni zakonodaji, ki bi pospešila uvedbo eura.<sup>41</sup> Latvija se je posvetovala z ECB glede osnutka zakona o spremembah latvijske ustave, s katerim bi se potrdil status centralne banke Latvijas Banka v ustavi. ECB je pozdravila osnutek zakona in pri tem poudarila, kako pomembno je zagotoviti, da predlagane spremembe v ničemer ne spreminjajo statusa in funkcij centralne banke Latvijas Banka, temveč le na novo opredelijo njen položaj v hierarhiji različnih institucij na ustavni ravni. Z ECB se je posvetovala tudi Finska glede reforme zakona o izrednih pooblastilih.<sup>42</sup> ECB je tako kot v svojem prejšnjem mnenju o zadevah v zvezi z izrednimi pooblastili<sup>43</sup> priporočila, da se osnutek zakona spremeni tako, da pooblastil, ki so v izključni pristojnosti ESCB, nacionalni organi ne smejo izvajati, kadar ni ene od izrednih razmer, predvidenih v členu 297 Pogodbe ES.

Na področju denarne politike je ECB svetovala Estoniji, Latviji in Sloveniji v zvezi z ureditvijo obveznih rezerv.<sup>44</sup> V svojih mnenjih je poudarila prednosti postopnega doseganja skladnosti s sistemom obveznih rezerv ECB. V zvezi s tem je ECB izpostavila, da bodo po uvedbi eura za latvijske kreditne zadruge veljale zahteve glede

obveznih rezerv, ki jih določa ECB. Nacionalni organi so zaprosili ECB, da svetuje tudi o zadevah v zvezi z uvedbo enotnega seznama zavarovanj, zlasti o spremembah statuta centralne banke Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.<sup>45</sup>

V zvezi s finančnim nadzorom je ECB izdala svoje prvo samoiniciativno mnenje v zvezi z zavrnitvijo posvetovanja z ECB o drugem delu osnutka zakona, ki uvaja funkcionalni model nadzora nizozemskega finančnega ministra.<sup>46</sup> ECB je izdala tudi mnenje o osnutku poljskega zakona o uvedbi novega institucionalnega okvira za nadzor bančnega sektorja, kapitalskih trgov, zavarovalnic in pokojninskih skladov na Poljskem.<sup>47</sup> Skladno s preteklimi mnenji ECB o reformah bančnega in finančnega nadzora navedeno mnenje podpira sodelovanje centralnih bank pri nadzoru varnega in skrbnega poslovanja, pozitivno ocenjuje obstoječi model nadzora in poudarja potrebo po ohranjanju bančnega in finančnega strokovnega znanja v okviru novega sistema nadzora. V novjšem mnenju je ECB priporočila, da se centralni banki Narodowy Bank Polski izrecno dodeli naloga pregleda nad delovanjem sistemov poravnave in kliringa vrednostnih papirjev, z utemeljitvijo, da je taka nadzorna funkcija neločljivo povezana z nalogo centralnih bank spodbujati trdno tržno infrastrukturo, da bi se zagotovili učinkovitost denarne politike in splošna stabilnost finančnega sistema.<sup>48</sup>

39 CON/2007/4, UL C 39, 23.2.2007, str. 1.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 in CON/2006/58.

41 Z ECB so se posvetovali slovenski, estonski, ciprski in malteški organi glede nacionalne zakonodaje, ki bi pospešila uvedbo eura v teh državah članicah (glej CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 in CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 in CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

46 CON/2006/20.

47 CON/2006/15.

48 CON/2006/53.



### **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 2006 ECB ni izvajala nobenih nalog upravljanja. Ob koncu leta 2005 namreč ni bilo neporavnanih zneskov, leta 2006 pa ni bila izvedena nobena nova operacija.

### **6.4 STORITVE EUROSISTEMA ZA UPRAVLJANJE REZERV**

Leta 2006 se je nadaljevalo zagotavljanje široke palete storitev znotraj okvira, vzpostavljenega januarja 2005, za upravljanje rezervnih sredstev strank Eurosistema, denominiranih v eurih. Celotno paleto storitev centralnim bankam, denarnim oblastem in državnim organom s sedežem zunaj euroobmočja ter mednarodnim organizacijam skladno 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 2006 vzpostavljeno poslovno razmerje z Eurosistemom, je glede na leto 2005 ostalo nespremenjeno. Kar zadeva storitve same, se je skupno stanje gotovine in/ali imetje vrednostnih papirjev strank nekoliko povečalo.





## POGLAVJE 3

# VSTOP SLOVENIJE V EUROOBMOČJE

# 1 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA V SLOVENIJI

Svet ECOFIN je 11. julija 2006 sprejel odločitev, da lahko Slovenija vstopi v euroobmočje in uvede euro kot svojo valuto 1. januarja 2007. Odločitev Sveta je temeljila na konvergenčnih poročilih, ki sta ju maja 2006 objavila ECB in Evropska komisija, mnenju Evropskega parlamenta in predlogu Evropske komisije. Istega dne je Svet ECOFIN sprejel uredbo o nepreklicni določitvi menjalnega razmerja med slovenskim tolarjem in eurom. Tečaj zamenjave je bil določen pri 239,640 SIT za euro, kar je enako centralnemu tečaju, dogovorjenemu 28. junija 2004 ob vstopu Slovenije v ERM II. Tolar se je v celotnem obdobju sodelovanja v ERM II gibal blizu svojega centralnega tečaja glede na euro, ki je veljal tudi na dan določitve končnega tečaja zamenjave.

Slovenija je v zadnjih desetih letih naredila izjemen napredek pri doseganju nizkih stopenj inflacije. Inflacija cen življenjskih potrebščin se je z visokih 8,3%, kolikor je znašala leta 1997, postopoma nižala in leta 1999 dosegla 6,1%. Po začasni prekinitvi, med drugim zaradi uvedbe davka na dodano vrednost, povečanja domačega povpraševanja, velike rasti plač in dviga uvoznih cen se je inflacija po letu 2000 začela ponovno zniževati in je leta 2005 dosegla 2,5%. Leta 2006 se je povprečna inflacija po HICP kljub razmeroma visoki nestanovitnosti zaradi cen nafte ohranila na ravni 2,5%. Na splošno je komponenta neenergetskega industrijskega blaga zaviralno vplivala na nedavna inflacijska gibanja, medtem ko so na rast inflacije najmočnejše vplivale energetska komponenta in storitve.

Padec inflacije bi bilo treba obravnavati v kontekstu močne gospodarske rasti. V zadnjem desetletju je povprečna rast realnega BDP znašala 4,1%, kar je več od povprečja euroobmočja. Čeprav se je rast realnega BDP med letoma 2001 in 2003 nekoliko umirila, se je leta 2004 znova povečala. Leta 2006 je bila stopnja rasti realnega BDP 5,2% v primerjavi s 4,0% leta 2005 (glej tabelo 15). To je privedlo do precejšnjega napredka v realni konvergenci, pri čemer se je slovenski BDP na prebivalca

(v pariteti kupne moči) s 65% povprečja euroobmočja leta 1997, kar je bila najvišja raven med državami centralne in vzhodne Evrope, ki so se EU pridružile maja 2004, leta 2006 povečal na 78%. Kar zadeva zunanja gibanja, je Slovenija v zadnjih desetih letih v povprečju izkazovala primanjkljaj na tekočem in kapitalnem računu v višini 1,6% BDP. Leta 2006 se je ta primanjkljaj povečal na 3,4% z 2,4% leta 2005.

Razmere na trgu dela so bile v zadnjem desetletju precej stabilne, stopnja brezposelnosti pa se je gibala med 6% in 7%. Skladno s krepitvijo gospodarske aktivnosti v letu 2006 se je povečala tudi rast zaposlenosti, in sicer na 0,6% (z 0,3% leta 2005). Istočasno se je zmanjšala stopnja brezposelnosti na 6,0% (s 6,5% leta 2005). Kot rezultat strukturnih prilagoditev na trgu dela v zadnjih nekaj letih se je zaposlenost v storitvenem sektorju povečala, medtem ko je v proizvodnem sektorju padla. Obstaja povečano neskladje na trgu dela med povpraševanjem po visoko kvalificiranih delavcih in ponudbo nizko kvalificiranih delavcev.

Proces konvergence je podpirala fiskalna politika. Od leta 2000 (tj. prvega leta, za katerega so na voljo primerljivi podatki o javnofinančnem primanjkljaju) do leta 2005 se je delež primanjkljaja v BDP zmanjšal s 3,8% na 1,4%. Leta 2006 je bil delež primanjkljaja širše opredeljene države 1,6% bolj ali manj skladen s primanjkljajem, vsebovanim v dopolnitvi konvergenčnega programa iz leta 2005, kljub višji rasti od pričakovane in ugodnejšemu dejanskemu primanjkljaju leta 2005. Delež javnega dolga je leta 2006 po ocenah nekoliko narasel, in sicer na 28,5% glede na 28,0% leta 2005. Kot je razvidno iz posodobljenega programa stabilnosti, se je leta 2006 delež skupnih izdatkov glede na BDP še zmanjšal, in sicer za več kot 0,5%. Pokojninski izdatki, ki so leta 2005 znašali 10,9% BDP, so precej visoki v primerjavi z drugimi državami EU in naj bi se do leta 2050 predvidoma precej povečali in pri tem bodo po napovedih

dolgoročne proračunske posledice med največjimi v EU.

Konvergenco je spodbujala tudi denarna politika. Slovenija je leta 2001 sprejela nov okvir denarne politike, poglobitni cilj ohranjanja stabilnosti cen pa je zagotovljen z novim zakonom o Banki Slovenije. Prejšnji vmesni cilj denarne rasti je bil opuščen, uveden pa je bil dvostebni okvir denarne politike, ki zajema denarna in realna gospodarska gibanja. Istočasno je denarno politiko dopolnjevala politika deviznega tečaja na podlagi nepokrite paritete obrestnih mer, kar je privedlo do postopnega zmanjševanja deprecijacije tolarja proti euru, kar je Banki Slovenije omogočilo, da je ohranjala dovolj visoke obrestne mere, s katerimi je podpirala proces dezinflacije. Po 28. juniju 2004, ko je Slovenija vstopila v ERM II, je denarna politika ciljala na ohranjanje stabilnosti tečaja glede na euro. Leta 2006 je bila denarna politika Banke Slovenije še naprej usmerjena v doseganje stabilnosti cen v okviru ERM II, ob tem pa je ohranjala stabilnost tečaja glede na euro. Istočasno je Banka Slovenije postopno zmanjševala obrestne mere, da bi

zagotovila gladek prehod na prevzem eura. Januarja 2006 je obrestna mera za 60-dnevne tolarске blagajniške zapise znašala 4,0%. Do julija, ko je Svet ECOFIN potrdil, da je Slovenija izpolnila potrebne pogoje za prevzem enotne valute, je Banka Slovenije obrestno mero za 60 dnevne tolarске blagajniške zapise znižala na 3,25%. Avgusta je Banka Slovenije zvišala svoje obrestne mere za 25 baznih točk kot odraz dviga ključnih obrestnih mer ECB v tem mesecu. Obrestna mera za 60-dnevne tolarске blagajniške zapise je v preostalem delu leta ostala nespremenjena. Po zvišanju ključnih obrestnih mer ECB oktobra in decembra je bila obrestna mera za 60-dnevne tolarске blagajniške zapise do konca leta usklajena z izključno obrestno mero za glavne operacije refinanciranja Eurosistema.

Leta 2006 se je slovenska 3 mesečna obrestna mera denarnega trga gibala skladno z uradnimi obrestnimi merami centralne banke. Postopno približevanje kratkoročnih obrestnih mer v Sloveniji obrestnim meram euroobmočja je bilo v glavnem končano do oktobra. V nasprotju s tem so bile dolgoročne obrestne mere blizu

**Tabela 15 Glavni gospodarski kazalci Slovenije**

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rast realnega BDP	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Prispevek k rasti realnega BDP</i>										
Domače povpraševanje vključno z zalogami	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Neto izvoz	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
Inflacija po HICP	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Plača na zaposlenega	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Nominalni stroški dela na enoto, celotno gospodarstvo	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Deflator uvoza (blago in storitve)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Saldo tekočega in kapitalskega računa (odstotek BDP)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Skupna zaposlenost	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Stopnja brezposelnosti (kot odstotek delovne sile) <sup>1)</sup>	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Presežek (+)/primanjkljaj (-) centralne države	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Bruto dolg širše opredeljene države	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
3 mesečna obrestna mera (odstotki na leto) <sup>2)</sup>	..	..	..	..	..	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Donos 10 letnih državnih obveznic <sup>2)</sup>	..	..	..	..	..	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Menjalni tečaj do eura <sup>2), 3)</sup>	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Viri: ECB in Eurostat

Opomba: Zaradi spremenjene metodologije in virov javni dolg pred letom 1999 ni primerljiv z dolgom od leta 1999 naprej. Zaradi spremenjene metodologije in virov javnofinančni primanjkljaj pred letom 2000 ni primerljiv s primanjkljajem od leta 2000 naprej.

1) Desezonirano.

2) Povprečne vrednosti za obdobje.

3) Do konca leta 1998 se podatki nanašajo na tečaj slovenskega tolarja do ECU.

ravnem euroobmočja že vse od sredine leta 2004. To je bilo odraz tržnega zaupanja v splošna gospodarska in fiskalna gibanja v Sloveniji ter verodostojnosti slovenske denarne politike in politike deviznega tečaja.

Po uvedbi eura je glavni izziv za Slovenijo izvajanje ustreznih nacionalnih politik, s katerimi se bo vzdrževala močna gospodarska rast in zagotavljala visoka stopnja trajnostne konvergence. Glede na to, da Slovenija za doseganje svojih ekonomskih ciljev ne more več uporabljati neodvisne denarne politike in politike deviznega tečaja, je ustrezno izvajanje strukturne in fiskalne politike zdaj še pomembnejše. V zvezi s tem je ključnega

pomena obravnavati preostale strukturne rigidnosti na trgu dela in izboljšati prožnost proizvodnega trga. Zaželeno je, da rast plač zaostaja za rastjo produktivnosti dela, da bi se zagotovila konkurenčnost gospodarstva, za kar bo treba odpraviti preostalo indeksacijo plač in nekaterih socialnih transferjev. Izvajanje visoko zastavljenega programa fiskalne konsolidacije bo imelo osrednjo vlogo pri preprečevanju morebitnih inflacijskih pritiskov zaradi povpraševanja v naslednjih letih. Poleg tega bo zaradi zdajšnjega poglobljanja finančnih trgov v Sloveniji, ki je med drugim povezano s hitro rastjo kreditov, potreben učinkovit finančni nadzor.

## Okvir 8

### POMEN ŠIRITVE EUROOBMOČJA NA SLOVENIJO ZA STATISTIKO

Širitev euroobmočja na Slovenijo 1. januarja 2007 je drugi dogodek, zaradi katerega je treba serije statističnih podatkov za euroobmočje spremeniti, da bi vključevale novo državo članico. Priprava statistik za razširjeno euroobmočje se je po potrebi usklajevala z Evropsko komisijo.

Vstop Slovenije v euroobmočje pomeni, da so rezidenti Slovenije postali rezidenti euroobmočja. To vpliva na statistiko, pri kateri agregati euroobmočja niso samo seštevek nacionalnih podatkov, kot sta denarna statistika ter statistika plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb, in finančnih računov, saj morajo biti zdaj transakcije med slovenskimi rezidenti in drugimi rezidenti euroobmočja konsolidirane.

Od januarja 2007 mora Slovenija izpolnjevati vse statistične zahteve ECB, tj. zagotavljati mora popolnoma harmonizirane in primerljive nacionalne podatke.<sup>1</sup> Ker priprava novih statistik zahteva veliko časa, sta Banka Slovenije in ECB začeli statistične priprave veliko pred tem, preden je Slovenija vstopila v EU. Da bi lahko Banka Slovenije po vključitvi v ESCB izpolnjevala zahteve ECB, je pospešila svoje priprave, tako da je bila ob vstopu v euroobmočje pripravljena na prevzem statističnih obveznosti, ki zajemajo denarno, bančno, plačilnobilančno in drugo finančno statistiko. Poleg tega je morala izvesti potrebne priprave na integracijo slovenskih kreditnih institucij v sistem obveznih rezerv ECB in izpolniti ustrezne statistične zahteve.

Za poročevalce podatkov in NCB obstoječih držav članic euroobmočja širitev euroobmočja pomeni, da morajo od januarja 2007 o transakcijah (ali tokovih) in stanjih v zvezi z rezidenti Slovenije 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 morale Slovenija in vse druge države euroobmočja pretekle podatke opremiti z zadostnimi podrobnimi geografskimi in sektorskimi informacijami, ki segajo najmanj v leto 2004, ko je Slovenija postala članica EU.

Kar zadeva objavlanje statističnih podatkov euroobmočja, je ECB uporabnikom omogočila online dostop do dveh sklopov časovnih vrst, od katerih eden vsebuje podatke za zdajšnje euroobmočje (tj. vključno s Slovenijo), 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 BANKE SLOVENIJE V EUROSISTEM

V skladu s členom 122(2) Pogodbe ES je ECB preverila skladnost statuta Banke Slovenije in druge ustrezne slovenske zakonodaje s členom 109 Pogodbe. ECB je pozitivno ocenila skladnost slovenske zakonodaje s Pogodbo in Statutom ESCB, kar je navedla v svojem konvergenčnem poročilu za Litvo in Slovenijo, objavljenem maja 2006.

ECB in Banka Slovenije sta uvedli številne pravne instrumente, da bi zagotovili integracijo Banke Slovenije v Eurosistem 1. januarja 2007. Pravni okvir Eurosistema je bil sprejet na podlagi odločbe Sveta ECOFIN z dne 11. julija 2006 o odpravi odstopanja za Slovenijo<sup>1</sup>. Zaradi uvedbe eura v Sloveniji in integracije Banke Slovenije v Eurosistem je bilo treba prav tako spremeniti nekatere slovenske pravne instrumente. Statut Banke Slovenije je bil 30. marca 2006 usklajen s priporočili iz konvergenčnega poročila ECB za leto 2004. Slovenija se je namreč 13. marca 2006 posvetovala z ECB o predlogu sprememb statuta Banke Slovenije in na tej podlagi je ECB sprejela mnenje, s katerim je predlagala nadaljnje spremembe, ki so se nato odrazile v končni različici statuta Banke Slovenije.<sup>2</sup> Leta 2006 je bila ECB zaprosena tudi za mnenje o spremembah drugih slovenskih zakonov in predpisov, ki urejajo področja, kot so bančništvo<sup>3</sup>, obvezne rezerve<sup>4</sup> in finančna zavarovanja<sup>5</sup>.

Odločba Sveta ECOFIN z dne 11. julija 2006 je sprožila spremembe Uredbe Sveta (ES) št. 974/98, da bi se omogočila uvedba eura kot valute Slovenije<sup>6</sup>, in sprejetje Uredbe Sveta (ES) 1086/2006 o spremembi Uredbe (ES) 2866/98, ki je določila nepreklicno menjalno razmerje med eurom in slovenskim tolarjem<sup>7</sup>. Svet se je posvetoval z ECB o predlogih obeh navedenih uredb in o tem je ECB sprejela mnenje<sup>8</sup>.

Da bi olajšala uvedbo eura kot valute Slovenije, je ECB sprejela dve smernici. Smernica ECB/2006/10 je zagotovila, da se lahko tolarški bankovci menjajo za eurobankovce in eurokovance v vseh državah euroobmočja.<sup>9</sup> Smernica ECB/2006/9 je omogočila dobavo

eurobankovcev in eurokovancev pred prehodom na eurogotovino.<sup>10</sup> ECB je bila tudi zaprosena za mnenje glede predloga nacionalne zakonodaje o prehodu na eurogotovino.<sup>11</sup>

Kar zadeva pravne priprave za integracijo Banke Slovenije v Eurosistem, je ECB sprejela potrebne pravne instrumente, s katerimi je zagotovila, da Banka Slovenije vplača preostali delež kapitala in prenese devizne rezerve v ECB. V skladu s členom 27.1 Statuta ESCB je Svet ECB sprejel priporočilo o zunanjem revizorju Banke Slovenije za revidiranje letnih računovodskih izkazov od poslovnega leta 2007 naprej.<sup>12</sup> ECB je prav tako pregledala pravni okvir Banke Slovenije in po potrebi uvedla spremembe, ki izhajajo iz članstva Banke Slovenije v Eurosistemu od 1. januarja 2007, med drugim v zvezi z režimom razporejanja denarnega prihodka NCB euroobmočja.<sup>13</sup> Poleg tega je ECB pregledala slovenske predpise, ki izvajajo pravni okvir Eurosistema za denarno politiko in TARGET. Slovenske nasprotne stranke so tako lahko 3. januarja 2007

1 Odločba Sveta z dne 11. julija 2006 v skladu s členom 122(2) Pogodbe o uvedbi enotne valute v Sloveniji 1. januarja 2007 (2006/495/ES), UL L 195, 15.7.2006, str. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Uredba Sveta (ES) št. 1647/2006 z dne 7. novembra 2006 o spremembi Uredbe (ES) št. 974/98 o uvedbi eura, UL L 309, 9.11.2006, str. 2.

7 Uredba Sveta (ES) št. 1086/2006 z dne 11. julija 2006 o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98 o menjalnih razmerjih med eurom in valutami držav članic, ki sprejmejo euro, UL L 195, 15.7.2006, str. 1.

8 CON/2006/36, UL C 163, 14.7.2006, str. 10.

9 Smernica Evropske centralne banke z dne 24. julija 2006 o menjavi bankovcev po nepreklicni določitvi deviznih tečajev v zvezi z uvedbo eura (ECB/2006/10), UL L 215, 5.8.2006, str. 44.

10 Smernica Evropske centralne banke z dne 14. julija 2006 o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o preddobavi in posredni preddobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja (ECB/2006/9), UL L 207, 28.7.2006, str. 39.

11 CON/2006/29.

12 Priporočilo ECB z dne 9. oktobra 2006 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju Banke Slovenije (ECB/2006/14), UL C 257, 25.10.2006, str. 19.

13 Sklep Evropske centralne banke z dne 19. maja 2006 o spremembi Sklepa ECB/2001/16 o razporeditvi denarnega prihodka nacionalnih centralnih bank sodelujočih držav članic za poslovno leto 2002 (ECB/2006/7), UL L 148, 2.6.2006, str. 56.



začele sodelovati pri operacijah glavnega refinanciranja Eurosistema. ECB je sprejela tudi uredbo o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv ECB po uvedbi eura v Sloveniji.<sup>14</sup> Nazadnje je za Banko Slovenije prenehal veljati sporazum o ERM II.<sup>15</sup>

14 Uredba Evropske centralne banke ECB/2006/15 z dne 2. novembra 2006 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura v Sloveniji, UL L 306, 7.11.2006, str. 15.

15 Sporazum z dne 21. decembra 2006 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 14, 20.1.2007, str. 6.

### 3 OPERATIVNI VIDIKI INTEGRACIJE BANKE SLOVENIJE V EUROSISTEM

Na podlagi odločbe Sveta ECOFIN z dne 11. julija 2006 o uvedbi eura v Sloveniji 1. januarja 2007 je ECB izvedla tehnične priprave za popolno integracijo Banke Slovenije v Eurosistem. Skladno z določbami Pogodbe ES je Banka Slovenija vstopila v Eurosistem z natanko enakimi pravicami in obveznostmi, kakor jih imajo NCB držav članic EU, ki so že uvedle euro.

Tehnične priprave na integracijo Banke Slovenije v Eurosistem so potekale v tesnem sodelovanju z Banko Slovenije in po potrebi v okviru večstranskega sodelovanja z 12 NCB euroobmočja. Priprave so zajemale številna različna področja, zlasti pa finančno poročanje in računovodstvo, operacije denarne politike, upravljanje deviznih rezerv in operacije na deviznih trgih, plačilne sisteme, statistiko in proizvodnjo bankovcev. Na področju operacij so priprave vključevale obsežno preizkušanje instrumentov in postopkov za izvajanje operacij denarne politike in operacij na deviznih trgih.

#### 3.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Uvedba eura v Sloveniji 1. januarja 2007 pomeni, da je za kreditne institucije v Sloveniji s tem dnevom začela veljati zahteva Eurosistema glede obveznih rezerv. Ker pa je 1. januar 2007 prišel skoraj v sredino rednega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv Eurosistema, ki je trajalo od 13. decembra 2006 do 16. januarja 2007, je bilo treba poskrbeti za prehodne določbe za uporabo obveznih rezerv v Sloveniji v navedenem obdobju. Prehodne odločbe so bile prav tako potrebne za izračun osnove za obvezne rezerve slovenskih nasprotnih strank. Seznam 27 slovenskih kreditnih institucij, ki so obvezniki za obvezne rezerve Eurosistema, je bil prvič objavljen na spletnem mestu ECB 29. decembra 2006.

S pridružitvijo Slovenije euroobmočju so se skupne obvezne rezerve kreditnih institucij euroobmočja povečale za 0,3 milijarde EUR. Avtonomni dejavniki likvidnosti v bilanci stanja Banke Slovenije so od 1. do 16. januarja 2007

v povprečju prispevali 3,5 milijarde EUR skupnega obsega zagotavljanja likvidnosti. Da bi dobili popolno sliko likvidnostnih učinkov vstopa Slovenije v euroobmočje, je bilo treba upoštevati dejstvo, da nekatere operacije denarne politike, ki jih je Banka Slovenije izvajala v letu 2006, ne bodo zapadle do leta 2007. Te so vključevale nekatere vezane depozite, zbrane pri nasprotnih strankah, in dolžniška potrdila, ki jih je izdala Banka Slovenije. Povprečna vrednost teh instrumentov je v obdobju od 1. do 16. januarja 2007 znašala 2,3 milijarde EUR. Povprečni neto likvidnostni presežek, ki ga je Slovenija prispevala v euroobmočje v tem obdobju, je zato znašal 0,9 milijarde EUR.

ECB je upoštevala vpliv na likvidnostne razmere v euroobmočju tako, da je zneske dodelitve v svojih operacijah glavnega refinanciranja prilagodila že na začetku leta 2007.

Banka Slovenije je 1. januarja 2007 sprejela enoten okvir Eurosistema za zavarovanja in priglasila ustrezno slovensko finančno premoženje za zavarovanje terjatev v višini 6,3 milijarde EUR. To premoženje je bilo dodano na seznam ustreznega finančnega premoženja, ki je bil na spletnem mestu ECB objavljen 29. decembra 2006, in je 1. januarja 2007 postalo ustrezno za kreditne operacije Eurosistema.

#### 3.2 PRISPEVKI V KAPITAL, REZERVE IN DEVIZNE REZERVE ECB

Banka Slovenije je ob vstopu v ESCB 1. maja 2004 vplačala 7% svojega deleža vpisanega kapitala ECB kot prispevek k operativnim stroškom ECB. V skladu s členom 49 Statuta ESCB je Banka Slovenije preostali del svojega vpisanega kapitala vplačala 1. januarja 2007. Skupni vpisani delež Banke Slovenije znaša 18,4 milijona EUR, kar je enako 0,3194% vpisanega kapitala ECB, ki je 1. januarja 2007 znašal 5,761 milijarde EUR.

Na začetku leta 2007 je Banka Slovenije v skladu s členoma 30 in 49.1 Statuta ESCB prenesla devizne rezerve na ECB (191,6 milijonov EUR) v sorazmernem deležu glede na devizne rezerve, ki so jih na ECB prenesle že druge NCB euroobmočja, pri čemer je ta sorazmerni delež temeljil na deležu Banke Slovenije v vpisanem kapitalu ECB. 15% prenesenih deviznih rezerv je bilo v zlatu, 85% pa v sredstvih, denominiranih v ameriških dolarjih. Portfelj, denominiran v ameriških dolarjih, upravljata Banka Slovenije in Banque centrale du Luxembourg kot zastopnici ECB, pri čemer gre za prvi združeni portfelj deviznih rezerv ECB. V zvezi s prenosom deviznih rezerv na ECB je bila Banki Sloveniji pripisana v eurih denominirana terjatev do ECB.

## 4 ZAMENJAVA GOTOVINE V SLOVENIJI

V Sloveniji so bili 1. januarja 2007 dani v obtok eurobankovci in eurokovanci. Po štirinajst-dnevnem obdobju dvojnega obtoka so v celoti nadomestili tolarske bankovce in kovance.

V pripravah na ta dogodek je Svet ECB 14. julija 2006 sprejel smernico o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o preddobavi in posredni preddobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja.<sup>16</sup> Ta smernica, ki v glavnem odraža pravni okvir, sprejet za zamenjavo gotovine leta 2002, je oblikovala podlago za nacionalni okvir Banke Slovenije za zamenjavo gotovine.

Banka Slovenije je vzpostavila pravni okvir za stranke, ki so sodelovale pri dobavi in preddobavi eurobankovcev in eurokovancev v Sloveniji. Prav tako so bili uvedeni postopki in načini zamenjave tolarskih bankovcev in kovancev z eurobankovci in eurokovanci ter določeni pogoji za prevoz, skladiščenje, varnost, zagotavljanje zavarovanja in statistično spremljanje.

Za pripravo na zamenjavo gotovine in pokritje ocenjenega domačega povpraševanja za celotno leto 2007 je Eurosistem iz svojih zalog Banke Sloveniji dostavil skupno 94,5 milijona eurobankovcev v nominalni vrednosti 2.175 milijonov EUR. Zaradi geografskih in logističnih razlogov je fizično dostavo v imenu Eurosistema opravila Oesterreichische Nationalbank. Na podlagi mednarodnega javnega razpisa je slovenske eurokovance izdelala finska kovnica Mint of Finland. Skupno je bilo izdelanih 296,3 milijone kosov eurokovancev v nominalni vrednosti 104 milijone EUR.

Banka Slovenije je začela eurokovance preddobavljati kreditnim institucijam 25. septembra 2006, eurobankovce pa 29. novembra 2006. Posredna preddobava, tj. dobava eurobankovcev in eurokovancev profesionalnim tretjim osebam (npr. trgovcem na drobno, sektorju prodajnih avtomatov na gotovino), ki jo izvedejo kreditne institucije, je potekala decembra. Vzporedno s tem je bilo

pripravljenih 150.000 začetnih paketov eurokovancev za trgovce na drobno, vsak v vrednosti 201 EUR, in 450.000 začetnih paketov eurokovancev za zasebna gospodinjstva, vsak v vrednosti 12,52 EUR, da bi se zagotovila široka distribucija kovancev pred dejansko uvedbo. Do konca leta 2006 je Banka Slovenije bankam preddobavila 100% eurobankovcev in eurokovancev, potrebnih za prehod na eurogotovino, kar je pozneje omogočilo nemoteno in hitro zamenjavo gotovine.

K učinkovitemu prehodu na eurogotovino je prispevala tudi hitra prilagoditev bankomatov in terminalov na prodajnih mestih (POS): vsi javno dostopni bankomati in terminali POS so bili prilagojeni prvi dan prehoda na eurogotovino. Prilagoditev prodajnih avtomatov je bila končana v 15 dneh.

V skladu s členom 52 Statuta ESCB mora Svet ECB storiti vse potrebno, da bi NCB euroobmočja menjale bankovce, denominirane v valutih z nepreklicno določenim menjalnim razmerjem do eura, po njihovi nominalni vrednosti. Skladno s to zahtevo in po sprejetju Smernice ECB/2006/10 o menjavi bankovcev po nepreklicni določitvi deviznih tečajev v zvezi z uvedbo eura<sup>17</sup> 24. julija 2006 so NCB zagotovile, da bo v prvih dveh mesecih leta 2007 mogoče bankovce v tolarjih do vrednosti 1.000 EUR za vsako stranko/transakcijo na določen dan zamenjati za euro po nominalni vrednosti na najmanj eni lokaciji v njihovih državah. Banka Slovenije bo menjavala tolarske bankovce brez časovne omejitve, tolarske kovance pa še deset let.

### INFORMACIJSKA KAMPANJA OB UVEDBI EURA

ECB je leta 2006 v sodelovanju z Banko Slovenije organizirala informacijsko kampanjo v okviru priprav na uvedbo eura v Sloveniji 1. januarja 2007. Namen kampanje je bil seznaniti poklicne uporabnike gotovine in širšo

1 UL L 207, 28.7.2006, str. 39.

2 UL L 215, 5.8.2006, str. 44.

javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovancev ter postopki zamenjave gotovine. V okviru kampanje je bilo slovenskim gospodinjstvom poslanih več kot 700.000 informativnih letakov o eurobankovcih in eurokovancih, ki jih je pripravila ECB skupaj s kalkulatorji, ki jih je priskrbel Banka Slovenije. Razdeljeni so bili plakati in žepna zgibanka v velikosti kreditne kartice, ki opisuje zaščitne elemente eurobankovcev, ter priročniki za ljudi, ki redno ravnajo z gotovino pri svojem delu. Poleg tega je slovenska poslovna skupnost prejela neposredne informacije o videzu in zaščitnih elementih eurobankovcev in kovancev, ki jih je nato uporabila v svojem informativnem gradivu. V ECB je potekal dvodnevni seminar za predstavnike slovenskih medijev, na katerem so se ti podrobno seznanili z organizacijo, nalogami in dejavnostmi ECB in Eurosistema. Pozneje je Banka Slovenije v sodelovanju z ECB pripravila „€ konferenco Slovenija 2007“, katere namen je bil omogočiti izmenjavo izkušenj in spodbujati razprave o ekonomskih učinkih uvedbe eura in o prehodu na eurogotovino. Konference, ki je potekala 15. januarja 2007, so se udeležili predstavniki poslovne skupnosti, javnih organov in medijev.



# FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA



# I FINANČNA STABILNOST

Eurosistem prispeva k nemotenemu izvajanju politik, ki jo izvajajo pristojni nacionalni organi in ki zadevajo bonitetni nadzor kreditnih institucij ter stabilnost 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 v sodelovanju z odborom ESCB za bančni nadzor (BSC) analizira tveganja, ki ogrožajo finančno stabilnost, zato da bi ocenila šokovno-absorpcijsko sposobnost finančnega sistema.<sup>1</sup> Pri tem se osredotoča na banke, saj te še naprej ostajajo glavni posredniki pri usmerjanju sredstev in so kot take glavni potencialni kanal, prek katerega se lahko tveganja razširijo na finančni sistem. Hkrati mora ESCB zaradi vse večjega pomena drugih finančnih institucij in trgov ter njihovih povezav z bankami spremljati ranljivosti v teh komponentah finančnega sistema.

### CIKLIČNA GIBANJA

Leta 2006 se je finančno stanje finančnih institucij euroobmočja še naprej izboljševalo in se konsolidiralo na podlagi izboljšav, ki smo jim priča od leta 2003. Finančne institucije so imele koristi od ugodnih makroekonomskih in finančnih pogojev, kljub začetnemu zaostrovanju globalne ponudbe likvidnosti, zavarovalnice pa od odsotnosti večjih naravnih katastrof. Ranljivost finančnih institucij euroobmočja na neugodna gibanja se je občutno zmanjšala zaradi trajnih pozitivnih rezultatov in obeti ostajajo pozitivni; vendar pa določena tveganja še ostajajo. Kljub določenemu uravnoteženju svetovne rasti in nedavnih znižanj cen nafte ostajajo velika svetovna finančna neravnotežja vir srednjeročnega tveganja; poleg tega so se morda povečale možnost neugodne usmeritve kreditnega cikla in sunkovite preusmeritve spekulativnih pozicij s finančnim vzvodom. Hkrati se je povečala izpostavljenost bank euroobmočja kreditnim tveganjem zaradi povečanja obsega bančnega

posojanja, čeprav so banke za zmanjšanje tveganja uporabile prenose kreditnih tveganj. Nekatere banke so postale tudi vse bolj izpostavljene kratkoročnemu vzvodnemu financiranju, zlasti pri poslih z zasebnimi lastniškimi instrumenti, kjer je zaradi tekmovanja za vedno večje posle lahko prišlo do pritiska na kreditne standarde bank. Končno je lahko tudi vztrajno nizka nestanovitnost na finančnih trgih spodbudila banke k širjenju svojih pozicij v različnih vrstah sredstev, s čimer se je povečala njihova izpostavljenost do tržnega tveganja. V tem kontekstu so novi in kompleksni finančni instrumenti na trgu poslovanja s podjetji, ki jih vse bolj uporabljajo banke, povzročili nova tveganja nasprotnih strank, povezana s pravnimi vprašanji in vprašanji ugleda.

Dobičkonosnost velikih bank euroobmočja se je v letu 2006 še dodatno okrepila. Čeprav neenakomeren prehod na mednarodne standarde poročanja (International Financial Reporting Standards – IFRS) po euroobmočju vpliva na trenutno oceno, se je primerljivost ključnih kazalcev uspešnosti na splošno ohranila, vrednosti za dobičkonosnost pa kažejo široko osnovano izboljšanje. Visoka dobičkonosnost je bila predvsem posledica močne rasti posojil gospodinjstvom in nefinančnemu podjetniškemu sektorju, čeprav je bila rast neto prihodkov iz obresti skromna zaradi vztrajnega nižanja marž na obrestne mere in položne krivulje donosnosti. Rast prihodkov je bila tudi posledica prihodkov iz pristojbin in provizij in prihodkov iz trgovanja. Poleg tega so bili dobički posledica neprestanih ukrepov omejevanja stroškov in umirjenih stroškov oslabitve sredstev, pri čemer so zadnji zaradi boljšega upravljanja tveganj, ki ga izvajajo banke, in zelo ugodnega kreditnega okolja dosegli rekordno nizke vrednosti. V nadaljevanju je večina bank euroobmočja,

<sup>1</sup> Od konca leta 2004 je ECB objavila dvoletno poročilo o stabilnosti finančnega sistema euroobmočja z naslovom „Pregled finančne stabilnosti“. Leta 2006 je objavila tudi peto izdajo poročila „Stabilnost bančnega sektorja EU“ in „Bančne strukture EU“. Te publikacije predstavljajo glavne ugotovitve rednega spremljanja struktur bančnega sektorja in stabilnosti, ki ga izvaja BSC, in so na voljo na spletni strani ECB.

čepprav je veliko bank pričakovalo kratkoročno poslabšanje kreditnega cikla, v ugodnem položaju za absorpcijo posledičnega postopnega zvišanja stroškov oslabitve sredstev.

Raven solventnosti bank euroobmočja se je v letu 2006 nekoliko znižala zaradi močnega povečanja tehtane tvegane aktive; vendar je njihova solventnost ostala močna in je brez težav presegala predpisane zahteve. To je bilo posledica vzdržne rasti prihodka v preteklih treh letih, kar je povzročilo ustvarjanje občutnega notranjega kapitala in zadržanje dobičkov.

Po zadnjih ocenah evropskih zavarovalnih nadzornikov se je dobičkonosnost v zavarovalniški dejavnosti euroobmočja v letu 2006 še naprej dvigala in povečala izboljšanje finančnega stanja sektorja od leta 2004. Nedavna rast zneska realnih premij je bila močnejša pri življenjskih zavarovanjih kakor pri neživljenjskih zavarovanjih. Uspešnost poslov življenjskega zavarovanja je bila posledica močne prodaje proizvodov, vezanih na enote, ob rastočih cenah lastniških vrednostnih papirjev, in večje prodaje drugih, bolj tradicionalnih proizvodov. Rast premij je bila tudi posledica občutne strukturne preobrazbe trga življenjskih zavarovanj euroobmočja, ki je bila predvsem posledica nadaljevanja davčne reforme in dolgoročnega dviga stopnje zavarovalne penetracije v gospodarstvo. V sektorju neživljenjskih zavarovanj se je zviševanje stopnje premij, ki je bilo razlog za rast premij v preteklih letih, pred kratkim upočasnilo, predvsem zaradi močne konkurence v sektorju. Finančno stanje pokojninskih skladov se je v primerjavi s preteklimi leti še dodatno izboljšalo, vendar so nanj še naprej negativno vplivali nizki donosi obveznic v letu 2006.

Svetovna industrija skladov za zavarovanje pred tveganji in zasebnih lastniških instrumentov je v letu 2006 še naprej rasla. Po neto odlivih iz skladov za zavarovanje pred tveganji v zadnjem četrtletju leta 2005 so se skupni neto prilivi v prvi polovici leta 2006 dvignili na ravni, ki so bile blizu najvišje vrednosti, opaženi v letu 2004. Nekateri skladi za zavarovanje pred



tveganji, zlasti tisti z usmeritvenimi strategijami (tj. strategijami, ki temeljijo na pričakovanjih glede smeri tržnih sprememb), so doživeli finančne izgube, predvsem zaradi nemirnih razmer na finančnih trgih v maju in juniju 2006 in neugodnih gibanj na trgu naravnega plina v avgustu in septembru. Kljub temu pa je dejavnost kot celota še naprej izkazovala pozitivne donose.

#### **STRUKTURNA GIBANJA**

Strukturne spremembe v bančni industriji lahko vplivajo na naravo in stabilnost širšega finančnega sistema. Dolgoročni trendi konsolidacije, integracije in internacionalizacije bančnega sektorja EU so se v letu 2006 nadaljevali. Ta gibanja so lahko koristna za stranke zaradi povečanja konkurence, boljše kakovosti storitev in inovacij, hkrati pa predstavljajo tveganje lažje širitve finančnih motenj prek meja. Čeprav so opaženi trendi značilni za večino držav članic, pa so med njimi pomembne razlike, zlasti kar zadeva konsolidacijo, ki bolj prevladuje v razvitejših gospodarstvih.

Konsolidacija, kakor se kaže v zmanjšanju števila kreditnih institucij, je potekala vzporedno s povečanjem čezmejnih združitvev in prevzemov v bančnem sektorju EU v letu 2005

in v prvi polovici leta 2006. Sklenitev več velikih poslov in višja raven dejavnosti združitvev in prevzemov lahko nakazuje konec padajočega trenda, ki smo ga opazili od leta 2000. V nedavno dejavnost čezmejnih združitvev in prevzemov so bili vedno bolj vključeni posredniki trga na drobno.

Trajno rast bančnih sredstev je spremljala disintermediacija, saj so tudi sredstva nebančnih finančnih posrednikov (kot so zavarovalnice, investicijski in pokojninski skladi) občutno zrasla. Kaže, da se banke prilagajajo temu trendu s širjenjem svojih dejavnosti, za katere zaračunavajo pristojbine, vključno z investicijskim bančništvom in upravljanjem sredstev. Tako nastala razpršitev virov prihodkov lahko prispeva k zmanjšanju tveganj bank in k stabilizaciji njihovih dobičkov. Vendar pa lahko preusmerjanje tveganj od bank na druge, pogosto manj regulirane, finančne posrednike tudi poveča skupno raven negotovosti glede tveganj.

V EU se dogajajo pomembne demografske spremembe, ki imajo lahko vpliv tudi na bančni sektor. Spremembe pričakovane življenjske dobe, stopnje rodnosti in migracij lahko povzročijo pritisk na stopnje intermediacije bank in na povpraševanje po potrošniških kreditih in hipotekah, s čimer se zmanjšajo neto prihodki iz obresti. Banke se lahko odzovejo s ponudbo novih proizvodov, oblikovanih po meri starejših strank, in tudi upravljanja premoženja in svetovalnih storitev, kar bi povečalo neobrestne prihodke. Lahko se razpršijo tudi mednarodno in postanejo dejavnejše v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kjer so demografske strukture drugačne.

Podlago financiranja bank EU še naprej pretežno sestavljajo vloge strank, čeprav so te postale bolj razvejane na sektorski in geografski ravni. Vse večje trženje kompleksnejših pasivnih instrumentov širokemu krogu vlagateljev lahko banke izpostavi tveganjem ugleda. Prišlo je do manjšega premika (predvsem kratkoročnega) k tržnemu financiranju, medtem ko so se banke vse bolj opirale na instrumente,

kot so hipotekarne obveznice in listinjenje. Taki instrumenti omogočajo prednosti ekonomije obsega, so pa dražji od financiranja prek vlog. Opažena je bila tudi večja centralizacija upravljanja likvidnosti znotraj skupin, to ima izrazite prednosti, kar zadeva učinkovitost tokov notranjega kapitala, lahko pa tudi povzroči večji vpliv tveganj znotraj skupine in prek meja.

## 1.2 SODELOVANJE V PRIMERIH FINANČNIH KRIZ

Sporazumi glede reševanja finančnih kriz med organi, ki so odgovorni za varovanje finančne stabilnosti na ravni EU, so se v letu 2006 stopnjevali. Direktiva o kapitalski ustreznosti, ki je bila sprejeta junija 2006, prenaša kapitalske zahteve za kreditne institucije in investicijska podjetja v zakonodajo EU in določa vrsto določb, ki se neposredno nanašajo na krizne situacije. Zlasti določa pretok informacij med organi, ki bi lahko bili vključeni v čezmejne krize, vključno z nadzorniki in centralnimi bankami.

BSC in Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS) sta dosegla velik napredek pri ugotavljanju praks centralnih bank in nadzornikov glede izmenjave informacij in sodelovanja ob finančni krizi na čezmejni ravni. Namen teh prizadevanj je bil okrepiti operativno učinkovitost obstoječih ukrepov in ugotoviti področja, kjer je potreben dodatni napredek.

Za boljše razumevanje praktične izvedbe ukrepov EU je bilo organiziranih več simulacij finančnih kriz. Aprila 2006 je pod okriljem ekonomskega in finančnega odbora potekala simulacija po vsej EU in njen namen je bil testirati Memorandum o soglasju, ki je bil sklenjen leta 2005.<sup>2</sup> ESCB je sodeloval pri pripravi in izvajanju simulacije.

<sup>2</sup> Več podrobnosti o tem memorandumu je navedenih v Letnem poročilu ECB 2005, str. 120–121.

Tudi centralne banke euroobmočja so izvajale simulacije finančnih kriz, da bi preverile sposobnost Eurosistema za učinkovito reševanje finančne krize, ki ima lahko čezmejne sistemske posledice. Zadnja simulacija je potekala maja 2006 in je zadevala vodenje operacij denarne politike, nadzor in delovanje tržnih infrastruktur in varovanje finančne stabilnosti. Zaradi visoke stopnje finančne integracije znotraj euroobmočja je bil poseben poudarek simulacije namenjen povezavam med finančnimi institucijami, trgi in tržnimi infrastrukturami na nacionalni in čezmejni podlagi. Simulacija je potrdila pripravljenost Eurosistema za obravnavanje potencialnih sistemskih dogodkov, ki bi lahko vplivali na finančni sistem euroobmočja.

## 2 FINANČNA REGULATIVA IN NADZOR

### 2.1 SPLOŠNE ZADEVE

Evropska komisija je 5. decembra 2005 objavila Belo knjigo o politiki finančnih storitev 2005–2010. Dokument, ki bo oblikoval srednjeročni program politike Komisije na področju finančnih storitev, je namenjen podpori nadaljnje integracije finančnega sektorja z dinamično konsolidacijo regulativnega okvira, ki je že oblikovan z akcijskim načrtom za finančne storitve. Skupni cilj Bele knjige je s svojim prispevkom v javni razpravi Komisije o dokumentu široko podprl Eurosistem.<sup>3</sup> Ker je Bela knjiga zdaj v fazi izvajanja, bo ECB še naprej sodelovala s Komisijo in spremljala program politike in zagotavljala sodelovanje Eurosistema na področjih, za katera je pristojen. ECB bo tudi zagotovila tehnično podporo za dejavnosti Komisije, ki lahko zadevajo finančno stabilnost in integracijo evropskih finančnih trgov.

Kar zadeva okvir Lamfalussy<sup>4</sup>, sta se Komisija in Evropski parlament dogovorila o spremembi postopkov komitologije (sistem odborov, prek katerih se sprejema zakonodaja Skupnosti), ki Parlament pooblašča, da nadzira ukrepe, ki jih je Komisija sprejela za izvajanje zakonodaje stopnje 1. To bo odborom Lamfalussy omogočilo, da še naprej učinkovito sodelujejo v procesu zakonodaje EU o finančnih storitvah.<sup>5</sup> Ker je Svet ECOFIN sprejel priporočila odbora za finančne storitve<sup>6</sup>, se bodo nekatera obstoječa nadzorna orodja dodatno razvila, da bo mogoče v celoti izkoristiti okvir Lamfalussy. V tem kontekstu je CEBS nadaljeval svoje delo z izvajanjem Direktive o kapitalski ustreznosti, da bi uresničil konvergenco nadzorne prakse. Tudi Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (CESR) se je posvetil uresničevanju nadzorne konvergence v sektorju vrednostnih papirjev (stopnja 3).

ECB je 23. oktobra 2006 objavila poročilo o pregledu nedavnih sprememb v nadzornih strukturah takratnih 25 držav članic EU in dveh držav pristopnic.<sup>7</sup> Poročilo ugotavlja naslednje trende: prvič, obstaja premik h konsolidaciji med nadzornimi organi na nacionalni ravni

z namenom povečati učinkovitost. Razlogi za poenotenje nadzornih pristojnosti so lahko tudi zabrisane ločitvene meje med finančnimi sektorji ali prisotnost razmeroma majhnega finančnega trga. Vendar pa vse države članice ne uporabljajo istega nadzornega modela, ker je izbrana institucionalna struktura odvisna od nacionalne ureditve. Drugič, centralne banke so vključene v skoraj vse nacionalne nadzorne sisteme. V nekaterih primerih imajo neposredne nadzorne pristojnosti ali pa so z nacionalnimi nadzorniki sklenile sporazume o sodelovanju in v skladu z njimi izvajajo nekatere nadzorne naloge. V številnih državah je težnja po večji učinkovitosti vodila do sporazumov, v skladu s katerimi si centralne banke in nadzorniki izmenjujejo vire. Končno, skoraj vse države članice se usmerjajo k formalnim sporazumom za zagotavljanje sodelovanja in izmenjave informacij med centralnimi bankami in bančnimi nadzorniki. V sporazume o glavnih vprašanih politike ali kriznega upravljanja so pogosto vključena finančna ministrstva.

### 2.2 BANČNIŠTVO

ECB je v letu 2006 še naprej sodelovala pri delu odbora CEBS in baselskega odbora za bančni nadzor (BCBS), tako da je sodelovala v glavnih odborih in nekaterih pododborih. V skladu

3 Glej Letno poročilo ECB 2005, str. 122.

4 „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15. februar 2001. To poročilo je na voljo na spletni strani Evropske komisije. Glej tudi Letno poročilo ECB 2003, str. 111. Pristop Lamfalussy je štiristopenjski proces za odobritev vrednostnih papirjev, bančne in zavarovalniške zakonodaje. Stopnja 1 sestavljajo okvirna načela v obliki direktiv ali uredb, ki se sprejemajo z navadnimi zakonodajnimi postopki EU. Stopnja 2 ureja izvajanje podrobnih ukrepov v skladu z okvirnimi načeli stopnje 1. Stopnja 3 sestavlja okrepljeno sodelovanje in mreženje med nadzorniki EU, da se zagotovi skladen in enakovreden prenos zakonodaje stopnje 1 in stopnje 2. Stopnja 4 predstavlja okrepljeno izvrševanje, zlasti z ukrepanjem Komisije, da se izvrši zakonodaja Skupnosti, podpira pa jo okrepljeno sodelovanje med državami članicami, njihovimi regulativnimi organi in zasebnim sektorjem.

5 Glej Sklep Sveta z dne 17. julija 2006 o spremembi Sklepa 1999/468/ES, UL L 200, 22.7.2006, str. 11.

6 „Poročilo o finančnem nadzoru”, Odbor za finančne storitve, februar 2006.

7 Podoben pregled je bil opravljen v letu 2003. Obe poročili sta na voljo na spletni strani ECB.

z opredelitvijo konceptualnih elementov revidiranega okvira „Mednarodna konvergenca kapitalske meritve in kapitalskih standardov“ („Basel II“) je odbor BCBS maja 2006 sklenil, da ostanejo količinski parametri nespremenjeni in s tem končal revidirani okvir. Ta sklep so podpirali tudi rezultati pete študije o kvantitativnih posledicah („QIS 5“), zbiranje podatkov, ki ga je organiziral odbor BCBS za oceno učinka revidiranih kapitalskih pravil na banke. CEBS je igral pomembno vlogo pri izvajanju QIS 5 na ravni EU. Skupno so bili rezultati QIS 5 skladni s strukturo spodbud, vgrajeno v okvir, da bi se kreditne institucije usmerile k razvitejšim pristopom za izračun svojih kapitalskih zahtev.

Direktiva o kapitalski ustreznosti je bila sprejeta junija 2006 in je revidirana kapitalska pravila prenesla v zakonodajo Skupnosti. Zakonodajni proces glede okvira Basel II je zato na ravni EU končan in revidiran kapitalski okvir, vključno z uporabo razvitejših pristopov, bo v EU začel delovati januarja 2008. Od januarja 2007 lahko kreditne institucije že uporabljajo manj razvite pristope za izračun kapitalskih zahtev za kreditno in operativno tveganje. Prehodna ureditev načrtovanega izvajanja okvira v ZDA se razlikuje od tiste v EU, ZDA nameravajo namreč dati svojim bankam na razpolago le najrazvitejše metode z enoletnim odlogom. ECB še naprej spremlja ta gibanja, da oceni morebitni učinek na bančni sektor EU.

ECB je 18. decembra 2006 izdala mnenje o predlogu Komisije za spremembo obstoječega okvira za oceno varnega in skrbnega poslovanja pri pridobitvah in zvišanju imetništva kvalificiranih deležev v finančnih institucijah.<sup>8</sup> Predlog je namenjen pojasnitvi ustreznega postopka in meril ocenjevanja. ECB je predlog pozdravila kot pomemben ukrep za zagotavljanje, da se taka ocenjevanja izvajajo v skladu s strogimi merili za oceno varnega in skrbnega poslovanja, da so pregledna za udeležence na trgu in da se po državah usklajeno izvajajo. Hkrati je ECB izrazila več pomislekov glede nekaterih elementov predloga. ECB je zlasti predlagala, naj bodo ocenjevalna merila

bolj usklajena z merili, ki se upoštevajo v postopku izdaje dovoljenja, in da je treba pojasniti, da se od ciljne institucije pričakuje izpolnitev vseh veljavnih zahtev za varno in skrbno poslovanje. Poleg tega je ECB predlagala, naj Komisija v sodelovanju z nadzornimi organi vnovič pretehta predlagane časovne roke, da se zagotovijo pravilne in utemeljene odločitve.

### 2.3 VREDNOSTNI PAPIRJI

Nov regulativni okvir za sektor vrednostnih papirjev, ki ga je zagotovil akcijski načrt za finančne storitve, je bil končan v letu 2006 s sprejemom izvedbenih ukrepov na stopnji 2, povezanih z Direktivo o trgih finančnih instrumentov in Direktivo o transparentnosti. Poleg tega je Komisija na začetku leta 2007 sprejela direktivo na stopnji 2, da bi pojasnila nekatere določbe Direktive Sveta 85/611/EGS o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP). S tem bo zagotovljeno usklajeno izvajanje in razlaga zakonodaje KNPVP po vsej EU. Ob upoštevanju pomena teh ukrepov za integracijo evropskih finančnih trgov in za povečanje finančne stabilnosti je ECB s svojim sodelovanjem v evropskem odboru za vrednostne papirje pozorno spremljala in prispevala k delu na tem področju.

Eurosistem je redno ocenjeval, ali so izvedbeni ukrepi na stopnji 2, ki naj bi jih sprejela Komisija, spadali pod svetovalne pristojnosti ECB, s čimer se lahko sproži oblikovanje uradnega mnenja ECB. Sprejeto je bilo mnenje ECB o prej omenjeni direktivi glede ustreznega finančnega premoženja za KNPVP, ker je osnutek direktive vseboval določbe, ki bi lahko vplivale na delovanje evropskih denarnih trgov, kar je pomembno za izvajanje denarne politike euroobmočja.

<sup>8</sup> CON/2006/60.

Končno, po javni razpravi Evropske komisije v letu 2005 o Zeleni knjigi – pri kateri je sodeloval Eurosistem – in delu skupin tržnih izvedencev, pri katerem je sodelovala tudi ECB, je Komisija novembra 2006 objavila Belo knjigo o okrepitvi okvira EU za investicijske sklade. Določila je sveženj ukrepov za poenostavitev operativnega okolja za investicijske sklade. Ti ukrepi bodo vključevali ciljno usmerjene prilagoditve Direktivi o KNPVP za poenostavitev obstoječih pravil, ki dovoljujejo trženje investicijskih skladov prek meja v EU, za razširitev svoboščin skladov KNPVP in njihovih upravljavcev in za okrepitev nadzornega sodelovanja. ECB široko podpira cilje in ukrepe, ki jih predvideva Bela knjiga Komisije.

gospodarska podlaga za obračunavanje varovanja pred tveganji in oblikovanje rezervacij za kreditno tveganje.

## 2.4 RAČUNOVODSTVO

ECB je vse leto še naprej prispevala k delu na področju računovodstva s svojim sodelovanjem v računovodskih podskupinah odbora BCBS in v CEBS in tudi v sosvetu za standarde Uprave za mednarodne računovodske standarde.

BSC je v okviru svojega mandata, da regulativna in nadzorna gibanja oceni z vidika finančne stabilnosti, oblikoval poročilo o oceni računovodskih standardov.<sup>9</sup> Poročilo je osredotočeno na nedavno uvedbo novega računovodskega okvira v Evropi, ki temelji na standardih MSRP, in analizira njegove morebitne posledice za bančni sektor in druga finančna podjetja ter njegovo primernost z vidika finančne stabilnosti celotnega sistema. Osnovna predpostavka je, da je računovodstvo pomembno za finančno stabilnost in da mora, kadar je mogoče, prispevati k njeni nadaljnji krepitvi. Poročilo predstavlja splošna primerjalna merila za ocenjevanje računovodskih standardov. Poročilo na podlagi analize, koliko standardi MSRP izpolnjujejo ta merila, ugotavlja pozitivne vidike nekaterih značilnosti MSRP ter pomisleke in področja, kjer so z vidika finančne stabilnosti mogoče izboljšave. Ti predlogi se osredotočajo na tri glavna področja, to je zanesljivost „poštenih” vrednosti,

9 Poročilo je na razpolago na spletni strani ECB.

### 3 FINANČNA INTEGRACIJA

Eurosistem je zelo zainteresiran za finančno integracijo v Evropi, ker dobro integriran finančni sistem poveča nemoten in učinkovit prenos impulzov denarne politike po vsem euroobmočju in vpliva na nalogo Eurosistema, da varuje finančno stabilnost. Finančna integracija je pomembna tudi za učinkovito in nemoteno delovanje plačilnih sistemov. Poleg tega finančna integracija kot prednostni cilj Skupnosti lahko pomaga spodbujati razvoj finančnega sistema in povečati potencial za gospodarsko rast.

Eurosistem razlikuje med štirimi vrstami dejavnosti, s katerimi prispeva h krepitvi evropske finančne integracije: i) večanje ozaveščenosti in spremljanje finančne integracije, ii) delovanje kot katalizator za dejavnosti zasebnega sektorja s spodbujanjem kolektivnega delovanja, iii) svetovanje pri oblikovanju zakonodajnega in regulativnega okvira finančnega sistema in neposrednega oblikovanja pravil ter iv) zagotavljanje storitev centralnega bančništva, ki prav tako pospešujejo finančno integracijo. ECB je v letu 2006 nadaljevala svoje dejavnosti na vseh štirih področjih.

#### POVEČEVANJE OZAVEŠČENOSTI IN SPREMLJANJE FINANČNE INTEGRACIJE

Septembra 2006 je ECB objavila poročilo o kazalnikih finančne integracije za glavne segmente finančnega sistema euroobmočja.<sup>10</sup> To poročilo je razširilo obseg analize iz leta 2005, zlasti z vključitvijo dodatnih kazalnikov v zvezi z bankami in finančnimi infrastrukturami. Analiza bančnih trgov je bila razširjena z dodajanjem kazalnikov za čezmejno prisotnost bank euroobmočja in za poslovanje s podjetji. Kazalniki, povezani s finančnimi infrastrukturami, so dodeljeni glavnemu finančnemu trgu, kateremu ustrezne infrastrukture koristijo, ker je treba upoštevati, da so infrastrukture zelo pomembne pri integraciji finančnih trgov. Poleg tega so bili sistematično izračunani kvantitativni kazalniki finančne integracije za glavne segmente trga. Z napredovanjem raziskav in ekonomske analize, in ko bo na razpolago več statističnih podatkov, se bo razpon kazalcev po

pričakovanih dodatno razširil, na primer s kazalniki integracije zavarovalniških trgov. S širšega vidika bo ECB uporabljala kvantitativne kazalnike za spremljanje napredka finančne integracije, da ugotovi področja, kjer je integracija pomanjkljiva, in okrepi svojo analizo vsebinskih, na politiko vezanih vprašanj na področju finančne integracije.

Leta 2006 je ECB nadaljevala svoje sodelovanje v raziskovalni mreži za kapitalske trge in finančno integracijo v Evropi, ki jo vodi s centrom za finančne študije in aktivno udeležbo NLB. Raziskovalna mreža je nadaljevala svojo serijo konferenc z akademiki, udeleženci na trgu in oblikovalci politike. Njena sedma konferenca, ki jo je od 28. do 29. septembra 2006 gostila Deutsche Bundesbank, je obravnavala temo „Posodobitev finančnega sistema in gospodarska rast”. Osmo konferenco z naslovom „Finančna integracija in stabilnost v Evropi”, ki jo je gostila Banco de España, je potekala od 30. novembra do 1. decembra 2006.

ECB v okviru raziskovalne mreže vsako leto podeli mladim raziskovalcem pet štipendij programa Lamfalussy. Eden od razlogov za interes ECB za spodbujanje raziskav na tem področju je pričakovanje, da bo finančna integracija vplivala na razvoj finančnega sistema in na gospodarsko rast. Prizadevanja ECB za finančno integracijo so zato tesno povezana z njeno širšo analizo dejavnikov, ki podpirajo ustrezno delovanje finančnih sistemov. Delo na tem področju se je v letu 2006 nadaljevalo zato, da se določi konceptualni okvir za merjenje delovanja finančnih sistemov.

ECB je 20. septembra 2006 objavila poročilo o razlikah v obrestnih merah MFI po državah euroobmočja, ki sta ga pripravila Odbor za denarno politiko in Odbor za statistiko. Kot nadaljevanje poročila Eurosistem zdaj objavlja tabele s pregledom 15 vrst povprečnih obrestnih

<sup>10</sup> „Indicators of financial integration in the euro area” („Kazalniki finančne integracije v euroobmočju”), september 2006. Polletni podatki o kazalnikih so na razpolago na spletni strani ECB <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>



mer za depozite in posojila v vsaki državi euroobmočja. S posredovanjem podrobnih in celovitih podatkov o povprečnih obrestnih merah MFI želi Eurosistem zagotoviti kakovostno primerjavo med državami. ECB je 25. oktobra 2006 objavila svoje letno poročilo o bančnih strukturah EU (glej tudi oddelek 1.1 tega poglavja).

Končno, ESCB poleg statističnih podatkov MFI pripravlja statistične informacije o institucijah, ki niso MFI, kot institucionalnih investitorjev (npr. investicijski skladi). Ti statistični podatki so pomembni z vidika denarne politike in pomagajo spremljati proces finančne integracije. Pripravlja se uredba ECB o zahtevah statističnega poročanja za investicijske sklade. Potekajo tudi dejavnosti za oceno potrebe in izvedljivosti razširitve razpoložljivih statističnih podatkov o zavarovalnicah in pokojninskih skladih, zlasti za izboljšanje razpoložljivosti medletnih (predvsem četrletnih) finančnih podatkov.

#### **DELOVANJE V VLOGI KATALIZATORJA ZA DEJAVNOSTI ZASEBNEGA SEKTORJA**

Napredek evropske finančne integracije je pretežno odvisen od pobud zasebnega sektorja, da uporabi obstoječe možnosti za čezmejno poslovanje. Javni organi podpirajo taka zasebna prizadevanja za koordinacijo. V letu 2006 je Eurosistem deloval kot katalizator pri dveh takih pobudah: pri pobudi Evropski kratkoročni vrednostni papirji (STEP) in pobudi Enotno območje plačil v eurih (SEPA).

ECB podpira pobudo STEP od njenega nastanka leta 2001. Pobuda STEP je namenjena pospeševanju integracije evropskih trgov za kratkoročne vrednostne papirje s konvergenco tržnih standardov in praks. ECB je 11. julija 2006 skupaj z združenjem finančnih trgov ACI in Združenjem evropskih bank pripravila tiskovno konferenco ob uradni otvoritvi trga STEP. Prispevek Eurosistema k trgu STEP je osredotočena na dve dejavnosti. Prvič, ECB in devet NCB euroobmočja bodo do junija 2008 zagotavljali sekretariatu STEP tehnično pomoč pri procesu označevanja z oznako STEP, pri

čemur je za odobritev in odvzem oznake STEP pristojen sekretariat STEP. Drugič, ECB bo redno pripravljala statistične podatke o donosih in obsegih na trgu STEP in jih objavljala na svoji spletni strani.

Statistični podatki STEP naj bi z ustvarjanjem večje preglednosti trga po pričakovanjih igrali pomembno vlogo pri pospeševanju integracije tega trga. Z uporabo postopnega pristopa je ECB najprej objavila statistične podatke STEP o neodplačanih zneskih s polnim kritjem od septembra 2006, nato pa je za objavo pripravila statistične podatke STEP o dnevni obsegih in donosih za izbrane posredovalce podatkov. Načrtuje se, da bodo dnevni statistični podatki za vse posredovalce podatkov objavljeni od leta 2008 naprej. Svet ECB je 14. septembra 2006 sklenil, da bo trg STEP sprejet kot nereguliran trg za namene zavarovanja s premoženjem pri kreditnem poslovanju Eurosistema takoj, ko bodo statistični podatki STEP o donosih objavljeni na spletni strani ECB.

Projekt SEPA je leta 2002 sprožil Evropski svet za plačila (EPC) z namenom, da se uresniči polno integriran trg storitev plačilnega prometa na drobno na euroobmočju, Eurosistem pa je od začetka projekta igral vlogo katalizatorja. Leta 2006 je ECB pripravila posodobljen pregled doseženega napredka pri dopolnjevanju pobude SEPA in navedla svoja pričakovanja za prihodnje obdobje.<sup>11</sup> ECB in Evropska komisija sta 4. maja 2006 objavili skupno izjavo glede svoje vizije enotnega območja plačil v eurih in izjavili svojo pripravljenost tesno sodelovati pri njegovi uresničitvi. Zlasti evropska bančna industrija in drugi zainteresirani so se spodbujali, da ustvarijo pogoje za udeležanje območja SEPA do začetka leta 2008 in da do konca leta 2010 dosežejo kritično maso transakcij SEPA. Eurosistem je v letu 2006 organiziral vrsto sestankov z različnimi zainteresiranimi strankami, tj. sestanke SEPA na visoki ravni z bančno industrijo in tudi sestanke s končnimi uporabniki in izvajalci

<sup>11</sup> „V smeri enotnega območja plačil v eurih – cilji in roki (četrto poročilo o napredku)“, februar 2006.



infrastrukturnih in kartičnih storitev. ECB je tudi sponzorirala kongres SEPA, ki je novembra 2006 potekal v okviru tedna „Euro Finance Week”. Poleg tega je ECB kot opazovalka sodelovala pri plenarnih zasedanjih odbora EPC in delovnih skupin. V letu 2006 je Eurosistem še naprej pomagal bančni industriji pri oblikovanju in pripravi novih instrumentov in okvirov SEPA, kot so enotna pravila za kreditne transfere SEPA in neposredne debetne instrumente, podrobna navodila za bančno industrijo glede kartičnih plačil<sup>12</sup> in tehnični standardi in smernice za izvajanje, da se zagotovi nemoteno in varno delovanje različnih shem. Kar zadeva infrastrukturo, je Eurosistem pozval trg, naj pravočasno oblikuje sisteme plačil na drobno, ki so sposobni obdelati instrumente SEPA in so popolnoma interoperabilni. Priporočil je tudi, naj tržne infrastrukture izkoristijo ekonomijo obsega in uporabijo sodobno tehnologijo za zmanjšanje stroškov. Eurosistem je sodeloval tudi pri pripravah na izvedbo in prehod na SEPA in še naprej podpiral projekt SEPA s svojimi komunikacijskimi orodji (kot so sporočila za javnost, poročila, govori in v zadnjem času brošura SEPA).

#### **SVETOVANJE GLEDE ZAKONODAJNEGA IN UREDITVENEGA OKVIRA ZA FINANČNI SISTEM IN NEPOSREDNO OBLIKOVANJE PRAVIL**

ECB in Eurosistem redno sodelujeta pri oblikovanju zakonodajnega in ureditvenega okvira EU s svetovanjem glede glavnih dogajanj v politiki pobud, ki tečejo.

Dejavnosti glede okvira EU za finančni nadzor so bile v letu 2006 usmerjene na zagotavljanje učinkovitega izvajanja revidiranega institucionalnega okvira (glej tudi oddelek 2 tega poglavja). Bela knjiga Evropske komisije o politiki finančnih storitev 2005–2010, pri kateri je sodeloval Eurosistem, in „Poročilo o finančnem nadzoru” Odbora za finančne storitve, pri katerem je sodelovala ECB, navajata ustrezne ukrepe politike v zvezi s tem. V okviru svoje svetovalne vloge v skladu s členom 105(4) Pogodbe ECB redno svetuje glede predlogov Komisije za zakonodajo stopnje 2 (glej oddelek 2).

ECB je nadaljevala svoje delo na področju integracije evropskih hipotekarnih trgov, potem ko je Eurosistem ob koncu leta 2005 na to temo sodeloval pri Zeleni knjigi Evropske komisije.<sup>13</sup> Nadaljnja integracija in razvoj hipotekarnih trgov (in drugih trgov bančnega poslovanja na drobno) sta pomembna za transmisijo denarne politike na euroobmočju. Poleg tega lahko finančna integracija pomembno vpliva na finančno stabilnost. Po javni razpravi o Zeleni knjigi naj bi Komisija maja 2007 objavila Belo knjigo. ECB prispeva k integraciji na tem področju med drugim s sodelovanjem v strokovni skupini Komisije za hipotekarno financiranje in v okviru skupine pravnikov s področja evropskih finančnih trgov

<sup>12</sup> Za več podrobnosti glej „The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’”, 20. november 2006.

<sup>13</sup> „Zelena knjiga Evropske komisije o hipotekarnih posojilih v EU – Prispevek Eurosistema v javni razpravi”, 1. december 2005.

(EFMLG) glede pravnih ovir za čezmejno listinjenje v EU.

Končno, na področju finančne infrastrukture je ECB posredovala podatke o vprašanih, ki so povezana z integracijo sistemov za poravnavo vrednostnih papirjev in plačilnih sistemov. Trenutna razdrobljenost infrastrukture za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev predstavlja veliko oviro za nadaljnjo integracijo trgov obveznic in lastniških vrednostnih papirjev. Julija 2006 je Evropska komisija poudarila pomembnost tržno utemeljenih pobud na tem področju in predlagala, da sektor kliringa in poravnave pripravi kodeks najboljših tržnih praks. Ta „Evropski kodeks ravnanja za kliring in poravnavo“ je bil podpisan 7. novembra 2006. Njegov namen je spodbujati konkurenco in izboljšati učinkovitost, na primer z zagotavljanjem preglednosti cen in storitev. Hkrati so se nadaljevala prizadevanja javne politike za zmanjšanje pravnih in fiskalnih ovir. ECB je v teh dejavnostih udeležena prek svojega sodelovanja v strokovni skupini za svetovanje in spremljanje na področju kliringa in poravnave (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) in v skupini za pravno varnost (Legal Certainty Group). ECB tudi spremlja delo strokovne skupine za fiskalno skladnost na področju kliringa in poravnave (Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group), ki Komisiji svetuje glede načinov za premagovanje davčnih ovir za čezmejni kliring in poravnavo v EU. Kar zadeva integracijo plačilnih storitev, se tehnične in poslovne ovire obravnavajo v okviru projekta SEPA (glej zgoraj), medtem ko je ECB izdala mnenje o predlogu Komisije za direktivo o plačilnih storitvah na notranjem trgu, katere namen je odpraviti pravne ovire.<sup>14</sup> ECB je predlagano direktivo pozdravila, ker bi se tako vzpostavil celovit pravni okvir za plačilne storitve v EU. Menila je, da bi uskladitev ureditvenih zahtev za plačilne storitve zagotovila pravno varnost za razširjeno čezmejno izvajanje takih storitev in da bi hiter sprejem in prenos direktive podprl prizadevanja bančnega sektorja za vzpostavitev SEPA. ECB je poudarila, da bi morala za izvajalce

nebančnih plačilnih storitev veljati ureditev, ki bi bila sorazmerna obsegu njihovih dejavnosti. Sprejema predlagane direktive ne bi smeli odlagati, ker bi to lahko ogrozilo uvedbo nacionalnih shem, usklajenih s SEPA, s 1. januarja 2008 in celovit prehod na te sheme do leta 2010. Glede tega sta ključna naslova III in IV predlagane direktive, ker uvajata usklajena pravila glede zahtev po podatkih, odobritvi, časa izvedbe in odgovornosti v zvezi s plačilnimi transakcijami.

#### **ZAGOTAVLJANJE STORITEV CENTRALNEGA BANČNIŠTVA, KI PRISPEVAJO K FINANČNI INTEGRACIJI**

Eurosistem je 21. oktobra 2005 potrdil, da bo sistem TARGET2 začel delovati 19. novembra 2007. Eurosistem je v letu 2006 nadaljeval svoje delo na novem sistemu (glej oddelek 2.2 v poglavju 2).

Da bi izrabil vse prednosti vzpostavitve sistema TARGET2, je Eurosistem začel preučevati možnost izvajanja storitev poravnave v centralnobančnem denarju za centralne registre vrednostnih papirjev (CRVP) za transakcije z vrednostnimi papirji v eurih. Verjetno je, da bo možnost centralizacije denarne poravnave prek enega samega računa, ki jo zagotavlja TARGET2, povečala zahteve trga, da se centralizira tudi poravnava vrednostnih papirjev prek enega samega računa vrednostnih papirjev. Cilj te nove storitve, imenovane TARGET2-Securities, bo zagotavljanje enotne tehnične infrastrukture za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v eurih, ki jih bodo CRVP poravnali v centralnobančnem denarju, in obdelave poravnave vrednostnih papirjev in gotovine na enotni platformi (glej oddelek 2.3 v poglavju 2).

ECB je 20. oktobra 2006 oznanila, da je Svet ECB razpravljal o odzivih trga na neuradna posvetovanja o predlogu za uvedbo take storitve in da je prosil Odbor za plačilne sisteme in sisteme poravnave, naj pripravi študijo o izvedljivosti projekta.

<sup>14</sup> KOM(2005) 603 končno.

Kar zadeva okvir Eurosistema za zavarovanja, je Eurosistem v letu 2006 določil merila upravičenosti za vključitev netržnega finančnega premoženja v enotni seznam zavarovanja. Ta merila so bila navedena v dokumentu „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, ki je bil objavljen 15. septembra 2006. Vključitev netržnega finančnega premoženja na enotni seznam od 1. januarja 2007 označuje zadnji korak postopne nadomestitve sistema z dvema seznamoma zavarovanj Eurosistema.

Končno, Svet ECB je 3. avgusta 2006 sklenil podaljšati veljavnost ustreznega modela centralnega bančništva za čezmejni prenos zavarovanj znotraj Eurosistema po letu 2007 (glej tudi oddelek 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>15</sup>, prispeva k varnosti in učinkovitosti finančnih infrastruktur in posledično k učinkovitosti plačilnih tokov za blago, storitve in finančna sredstva v gospodarstvu. Tesna povezanost med plačilnimi sistemi ter sistemi kliringa in poravnave vrednostnih papirjev pomeni, da imajo centralne banke na splošno in še posebej Eurosistem velik interes tudi za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev. Splošni cilj, ki si ga je zastavil Eurosistem, je čim bolj zmanjšati sistemsko tveganje.

### 4.1 PREGLED NAD DELOVANJEM PLAČILNIH SISTEMOV IN INFRASTRUKTUR ZA PLAČILA VELIKIH VREDNOSTI V EURIH

Eurosistem nadzira delovanje vseh plačilnih sistemov in infrastruktur, ki obdelujejo in/ali poravnajo transakcije v eurih, vključno s tistimi, ki jih upravlja Eurosistem sam. Eurosistem uporablja iste nadzorne standarde 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. Leta 2006 je Svet ECB sprejel pričakovanja glede neprekinjenosti poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov. Ta so zdaj sestavni del okvirne ureditve pregleda Eurosistema nad delovanjem in prispevajo k zagotavljanju zadostne in dosledne ravni odpornosti v vseh sistemsko pomembnih plačilnih sistemih, ki so v euroobmočju in poslujejo v eurih.

#### TARGET

V skladu s skupno okvirno ureditvijo in cilji pregleda nad delovanjem sistema TARGET ECB in NCB izvajajo redne dejavnosti pregleda v zvezi z nacionalnimi sistemi BPRČ, ki sodelujejo v sistemu TARGET ali so povezani z njim, in v zvezi s plačilnim mehanizmom ECB

(EPM), ter dejavnosti pregleda, ki se izvajajo zaradi nastalih sprememb. Kadar pride na sistemu TARGET do pomembnejših sprememb, se zadevni vidiki, preden začnejo delovati, pregledajo. Leta 2006 je Eurosistem skladno s svojo skupno politiko izvajanja pregleda opravil temeljito oceno vpliva priključitve sistema bruto poravnave v realnem času v eurih (BPRČ) centralne banke Eesti Pank v obstoječi sistem TARGET prek sistema BPRČ centralne banke Banca d'Italia. Pri tem je ugotovil, da priključitev ne bo negativno vplivala na nemoteno delovanje sistema TARGET. V zvezi z vstopom Slovenije v euroobmočje se je Banka Slovenije odločila, da ne bo razvila lastnega sistema BPRČ za euro, temveč bo uporabljala sistem BPRČ Deutsche Bundesbank. Zato je veljalo, da nadzorni pregled ni potreben, saj se v sistem TARGET ni uvajala nova infrastruktura.

Prihodnji sistem TARGET2 bo moral izpolnjevati nadzorne standarde Eurosistema tako kot vsi drugi sistemsko pomembni plačilni sistemi v euroobmočju in je zato predmet nadzornega pregleda. Po uvedbi splošne organizacijske ureditve pregleda nad delovanjem sistema TARGET2 ECB vodi in usklajuje dejavnosti pregleda nad njegovim delovanjem. NCB so prvenstveno odgovorne za izvajanje pregleda nad delovanjem lokalnih funkcij sistema, kadar so te relevantne le za nacionalno okolje. NCB prav tako prispevajo k dejavnostim pregleda v zvezi z osrednjimi funkcijami sistema TARGET2. Ker je TARGET2 še vedno v fazi zasnove, so pregledniki leta 2006 opravili predhodno oceno zasnove sistema za namene pregleda nad delovanjem. Pregledniki še naprej spremljajo razvoj sistema TARGET2 in bodo izvedli celovito oceno, preden bo začel delovati v živo.

#### EURO1

EURO1 je največji plačilni sistem za kreditne prenose v eurih, ki ga upravlja zasebni sektor in deluje v euroobmočju. Upravlja ga družba EBA

<sup>15</sup> Plačilni sistem velja za sistemsko pomembnega, če lahko motnja v njem sproži ali prenese nadaljnje motnje med udeleženci in pozneje v širšem finančnem sistemu.

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 prek sistema TARGET. Leta 2006 so bile dejavnosti pregleda, ki jih je izvajala ECB, osredotočene na oceno nove funkcije za upravljanje likvidnosti, imenovane „likvidnostni most“, preden se je ta začela izvajati. Namen likvidnostnega mostu je omogočiti sodelujočim bankam, da sredstva, namenjena za plačevanje, prenašajo v sistem EURO1 ali iz njega na dnevni osnovi in s tem lahko svojo sposobnost obdelave plačil v sistemu EURO1 prilagodijo svojim individualnim potrebam po plačilih. Ocena likvidnostnega mostu za pregled nad delovanjem ni razkrila negativnega vpliva na skladnost sistema EURO1 s Temeljnimi načeli. ECB bo še naprej spremljala delovanje te funkcije in vse nadaljnje dogajanje v zvezi s sistemom EURO1.

#### **SISTEM CLS**

Sistem CLS (Continuous Linked Settlement) zagotavlja poravnalne storitve za devizne transakcije v 15 najpomembnejših valutah po vsem svetu. Sistem, ki ga upravlja banka CLS Bank, v glavnem odpravlja poravnalno tveganje pri deviznih transakcijah tako, da obe transakciji, ki sestavljata devizni posel in sta izraženi vsaka v svoji valuti, poravnava istočasno, tj. po načelu „plačilo proti plačilu“, in samo kadar so na razpolago zadostna sredstva. Stalna varnost in učinkovitost sistema CLS sta za Eurosistem bistvenega pomena, saj je ta sistem z vidika vrednosti največji plačilni sistem za poravnavo transakcij v eurih zunaj euroobmočja. Znotraj CLS je pod vodstvom Federal Reserve System ECB glavni nadzornik za poravnave euro transakcij.

Decembra 2006 je bilo prek sistema CLS poravnanih v povprečju 290.000 deviznih transakcij na dan s povprečno dnevno vrednostjo 2,6 bilijonov EUR.<sup>16</sup> Euro je bil s 19% deležem vseh transakcij, poravnanih v CLS, še naprej druga najpomembnejša valuta

za poravnavo po ameriškem dolarju (46%). Povprečna dnevna vrednost transakcij, poravnanih v eurih prek sistema CLS, je bila 489 milijarde EUR.

Leta 2006 je Eurosistem sodeloval v študiji, ki jo je izvedla Banka za mednarodne poravnave med večjimi udeleženci na deviznem trgu, da bi ugotovila, katere metode za zmanjšanje poravnalnega tveganja pri deviznih transakcijah uporabljajo. Rezultati te študije bodo dostopni leta 2007 in bodo podlaga za oceno centralnih bank glede strategije G10 za zmanjšanje poravnalnega tveganja pri deviznih transakcijah, kakor je opredeljeno v poročilu Banke za mednarodne poravnave iz leta 1996 z naslovom „Settlement risk in foreign exchange transactions“ („Poravnalno tveganje pri deviznih transakcijah“).

#### **NEPREKINJENOST POSLOVANJA**

Maja 2006 je Svet ECB potrdil poročilo z naslovom „Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)“ („Pričakovanja glede neprekinjenosti poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov“). Namen poročila je vzpostaviti usklajeno okvirno ureditev nadzora neprekinjenosti poslovanja v euroobmočju in s tem podpirati enake pogoje delovanja. Poročilo daje upravljavcem sistemsko pomembnih plačilnih sistemov (SPPS) smernice, s katerimi naj bi se dosegle zadostne in dosledne ravni odpornosti teh sistemov na podlagi trajnih tržnih prizadevanj za izboljšanje njihove sposobnosti obnovitve in ponovne vzpostavitve. V poročilu so predstavljena specifična pričakovanja glede uvedbe popolnoma operativne sekundarne lokacije, poudarjena pa je tudi potreba po rednem preizkušanju in usposabljanju osebja, ki vzdržuje kritične funkcije. Testiranje bi moralo temeljiti na različnih verjetnih scenarijih, rezultati testov pa bi morali biti dani na razpolago tudi drugim zadevnim zainte-

<sup>16</sup> Vsak devizni posel sestavljata dve transakciji, po ena v vsaki zadevni valuti. Tako je bilo decembra 2006 prek sistema CLS poravnanih poslov na dan v povprečni vrednosti okrog 1,3 bilijona EUR.

resiranim stranem. Nazadnje poročilo izpostavi potrebo, da morajo SPPS i) vzpostaviti jasne postopke kriznega upravljanja in komuniciranja ob kriznih dogodkih, ii) imeti alternativna sredstva komuniciranja za izmenjavo informacij po krizi in iii) zagotoviti ustrezne kanale za komuniciranje z zadevnimi organi. Nekatera od pričakovanj vplivajo na ključne udeležence v SPPS in tretje izvajalce kritičnih storitev. Pričakovanja glede nadzora naj bi SPPS izpolnili in preizkusili do junija 2009, njihovi ključni udeleženci in tretji izvajalci kritičnih storitev pa do junija 2010. Eurosistem bo do junija 2009 izvajal redne preglede, s katerimi bo preverjal napredek, ki ga bodo dosegli SPPS pri izpolnjevanju pričakovanj, ter ocenjeval tveganje morebitnih zamud.

ECB je septembra 2006 organizirala konferenco, s katero je omogočila izmenjavo informacij in izkušenj na tem področju ter razpravo o vprašanih neprekinjenosti poslovanja v povezanem euroobmočju. Udeležili so se je predstavniki centralnih bank držav članic in nečlanic EU, finančnih institucij in upravljavcev tržnih infrastruktur za plačila in vrednostne papirje.

#### **SWIFT**

SWIFT sam po sebi ni plačilni ali poravnalni sistem in zato ni regulirana oseba. Vendar so zaradi dejstva, da je sistemsko pomemben za svetovni finančni trg, centralne banke držav G10 menile, da bi morale centralne banke izvajati skupni pregled nad njegovim delovanjem z Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique kot glavnim preglednikom. Pregled nad delovanjem organizacije SWIFT je osredotočen na varnost, zanesljivost obratovanja, neprekinjenost poslovanja in odpornost infrastrukture. Da bi pregledniki ugotovili, ali organizacija SWIFT izpolnjuje navedene cilje, redno ocenjujejo, ali je vzpostavila ustrezne režime upravljanja, strukture, procese, postopke obvladovanja tveganj in kontrole, ki ji omogočajo učinkovito obvladovanje potencialnih tveganj, ki bi jih lahko predstavljala za finančno stabilnost in trdnost finančnih infrastruktur. Nadzor nad

delovanjem sistema SWIFT trenutno temelji na splošno sprejetih načelih in skupnih tržnih praksah. Ta načela in prakse zagotavljajo podlago za metodologijo pregleda nad delovanjem, ki temelji na tveganjih in se uporablja za poslovne dejavnosti organizacije SWIFT, ki so pomembne za finančno stabilnost. Leta 2006 je ECB v okviru svojega sodelovanja pri skupnem pregledu nad delovanjem sistema SWIFT sodelovala s centralnimi bankami držav G10 pri vzpostavitvi nabora visokih pričakovanj glede nadzora, ki bi bila primerna za ocenjevanje sistema SWIFT, ob upoštevanju njegove obstoječe strukture, procesov, kontrol in postopkov. Pričakuje se, da bodo navedena pričakovanja dokončana leta 2007 in vključena v metodologijo pregleda nad delovanjem, ki temelji na tveganjih in jo uporablja skupina za pregled (glej tudi oddelek 2 v Poglavlju 6).

#### **4.2 STORITVE PLAČILNEGA PROMETA NA DROBNO**

Pregled nad delovanjem sistemov, ki ga izvaja Eurosistem, zajema tudi sisteme za plačilni promet na drobno. ECB je tudi v letu 2006 spremljala nemoteno delovanje prvega vse-evropskega avtomatiziranega klirinškega sistema za plačila velikega obsega v eurih, imenovanega STEP2, ki ga vodi in upravlja družba EBA CLEARING. Ker so bile ocene sistemov plačilnega prometa na drobno, ki spadajo v okvir nadzornih dejavnosti Eurosistema, leta 2005 končane, ni bilo treba leta 2006 izvesti novega kroga usklajenega ocenjevanja.

#### **4.3 KLIRING IN PORAVNAVA VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

Eurosistem je močno zainteresiran za nemoteno delovanje sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, saj lahko napake pri kliringu, poravnavi in hrambi zavarovanja ogrozijo izvajanje denarne politike, nemoteno delovanje plačilnih sistemov in vzdrževanje finančne stabilnosti.

Eurosistem ocenjuje, ali sistemi poravnave vrednostnih papirjev (SSS) v euroobmočju in povezave med temi SSS izpolnjujejo standarde za uporabo sistemov poravnave vrednostnih papirjev EU v kreditnih operacijah ESCB (znane kot uporabniški standardi Eurosistema).

Leta 2006 je ECB prispevala k delu Evropske komisije in Sveta EU pri posodabljanju direktive o dokončnosti poravnave in razpravi o tem, ali naj Skupnost podpiše haaško konvencijo o vrednostnih papirjih. ECB je prav tako sodelovala pri poročilu, ki ga pripravlja Odbor za plačilne in poravnalne sisteme in se nanaša na ureditev kliringa in poravnave za izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na prostem trgu.<sup>17</sup> Aprila 2006 sta ECB in Federal Reserve Bank of Chicago v Frankfurtu skupaj organizirali konferenco o vprašanjih v zvezi s kliringom osrednjih nasprotnih strank.

#### **OČENJEVANJE SKLADNOSTI SISTEMOV PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV Z UPORABNIŠKIMI STANDARDI**

Leta 2006 se je začela izvajati nova ureditev izdajanja, hrambe in poravnave mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev. Taki vrednostni papirji, ki jih skupno izdajata dva mednarodna centralna registra vrednostnih papirjev (ICSD) Euroclear Bank (Belgija) in Clearstream Banking Luxembourg, predstavljajo velik delež vrednostnih papirjev, ki so primerni za kreditne operacije Eurosistema. V tej novi strukturi, ki jo je ocenil Eurosistem, predstavlja izdajo vrednostnih papirjev nova oblika globalnega potrdila na prinosnika – nova globalna menica „New Global Note“ (NGN). Mednarodni dolžniški vrednostni papirji v obliki globalnega potrdila na prinosnika, izdani prek ICSD po 31. decembru 2006, bodo primerni kot zavarovanje za kreditne operacije Eurosistema le, če se bo uporabila oblika NGN. Vrednostni papirji, izdani pred navedenim datumom ali na ta datum, bodo še naprej primerni za zavarovanje do izteka svoje veljavnosti.

Letna ocena sistemov SSS v euroobmočju in ad hoc ocena povezav med temi SSS sta potrdili, da je splošna raven skladnosti s standardi visoka

in da si sistemi SSS prizadevajo to skladnost še izboljšati.

V okviru priprav na vstop Slovenije v euroobmočje 1. januarja 2007 je Svet ECB ocenil slovenski sistem SSS (KDD). Podrobna analiza je razkrila, da je slovenski sistem primeren za uporabo v operacijah denarne politike Eurosistema in posojil čez dan.

#### **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 regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (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“), da bi se lahko priporočila CPSS-IOSCO za sisteme SSS prilagodila okolju EU. V naslednjih dveh letih je delovna skupina ESCB-CESR nadaljevala delo na tem področju, da bi razvila „metodologijo ocenjevanja“, ki bi zagotavljala smernice glede učinkovitega izvajanja standardov. V tesnem sodelovanju z udeleženci na trgu in bančnimi nadzorniki so bila analizirana številna odprta vprašanja, kot so posebne zahteve za centralne registre vrednostnih papirjev z bančno licenco in sodelovanje med zadevnimi organi. Vendar je bilo leta 2006 na tem področju le malo napredka.

Evropska komisija je 11. julija 2006 pozvala industrijo k zmanjšanju stroškov kliringa in poravnave v EU. Za to so 7. novembra 2006 predstavniki zveze evropskih borz vrednostnih papirjev (Federation of European Securities Exchanges), evropskega združenja klirinških hiš osrednjih nasprotnih strank (European Association of Central Counterparty Clearing Houses) in evropskega združenja centralnih registrov vrednostnih papirjev (European

<sup>17</sup> <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>



Central Securities Depositories Association) ter institucij, ki so članice teh združenj, podpisali kodeks ravnanja. Namen kodeksa je spodbujati konkurenčnost in izboljšati učinkovitost kliringa in poravnave v EU z zagotavljanjem preglednosti cen, pravic dostopa, interoperabilnosti med infrastrukturami, ločevanjem cen posameznih storitev in ločenim računovodstvom. Pri tem pa se ne osredotoča na finančno stabilnost in harmonizacijo regulativnega okvira, tako da potreba po standardih ESCB-CESR ostaja.





**POGLAVJE 5**

**EVROPSKI IN  
MEDNARODNI ODNOSI**

# I EVROPSKA VPRAŠANJA

ECB je tudi leta 2006 vzdrževala redne stike z evropskimi institucijami in forumi, zlasti z Evropskim parlamentom, Svetom ECOFIN, Euroskupino in Evropsko komisijo (glej poglavje 6). Predsednik ECB se je udeleževal sestankov Sveta ECOFIN, kadar so razpravljali o zadevah v zvezi z nalogami in cilji ESCB, in sestankov Euroskupine. Predsednik Euroskupine in evropski komisar za gospodarske in denarne zadeve sta se udeleževala sestankov Sveta ECB, kadar se je to zdelo primerno.

## I.1 EKONOMSKO-POLITIČNA VPRAŠANJA

### PAKT O STABILNOSTI IN RASTI

Leta 2006 so se za pet držav članic euroobmočja (Nemčijo, Grčijo, Francijo, Italijo in Portugalsko) in sedem držav članic zunaj euroobmočja (Češko, Ciper, Madžarsko, Malto, Poljsko, Slovaško in Združeno kraljestvo) izvajali stalni postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Svet ECOFIN je januarja 2006 potrdil čezmerni primanjkljaj v Združenem kraljestvu. V nasprotju s tem so bili postopki za Ciper in Francijo junija 2006 oziroma januarja 2007 ustavljeni, potem ko je bilo potrjeno, da sta ti državi svoj primanjkljaj verodostojno in vzdržno spravili pod referenčno vrednost 3% BDP.

Svet ECOFIN je marca 2006 v skladu s členom 104(9) Pogodbe ES opozoril Nemčijo, da sprejme ukrepe za zmanjšanje svojega primanjkljaja. To je bilo šele drugič, da se je Svet ECOFIN odločil za tak korak, in prvič po spremembi Pakta o stabilnosti in rasti marca 2005. V zvezi s tem se je Svet ECOFIN odločil Nemčiji podaljšati rok za popravek čezmernega primanjkljaja do leta 2007. Oktobra 2006 je Svet ECOFIN izdal spremenjeno priporočilo za Madžarsko, ki glede na poslabšanje proračunskega stanja v tej državi Madžarski podaljšuje rok za odpravo čezmernega primanjkljaja z leta 2008 do leta 2009. Svet ECOFIN je novembra 2006 v skladu s členom 104(8) Pogodbe ES sprejel sklep, v katerem izjavlja, da se ukrepi Poljske kažejo kot

neprimerni za odpravo njenega čezmernega primanjkljaja do leta 2007.

V vseh drugih primerih ocene ukrepov, ki so jih sprejele države članice kot odgovor na prejeta priporočila in opozorila, niso pokazale potrebe po nadaljnjih postopkovnih ukrepih. Kljub temu so bile v nekaterih državah (predvsem v Italiji in na Portugalskem) ugotovljene pomanjkljivosti pri izpolnjevanju vmesnih konsolidacijskih ciljev in/ali tveganja za načrtovano politiko konsolidacije, kar je sprožilo potrebo po pozornem spremljanju. Februarja 2007 je nemški statistični urad potrdil, da je bil primanjkljaj Nemčije leta 2006 precej nižji od 3% BDP, zadnji znaki pa kažejo, da bodo o primanjkljajih pod 3% BDP za leto 2006 verjetno poročali tudi Grčija, Malta in Združeno kraljestvo. Vendar je treba te rezultate še potrditi in oceniti njihovo trajnost, preden se lahko postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem za te države končajo.

Leta 2006 je bil dosežen nadaljnji napredek pri ocenjevanju dolgoročne vzdržnosti javnih financ v državah članicah EU. Februarja sta Odbor EU za ekonomsko politiko in Evropska komisija objavila poročilo o vplivu staranja prebivalstva na javne finance.<sup>1</sup> Poročilo, ki posodablja poročili o staranju, ki sta ju Odbor za ekonomsko politiko in Evropska komisija objavila leta 2001 in 2003, predstavlja ocene fiskalne obremenitve zaradi staranja prebivalstva za države članice EU, opravljene na podlagi skupno dogovorjenih predpostavk glede obnašanja ključnih demografskih in makroekonomskih spremenljivk. Raziskava je za euroobmočje in za celotno EU pokazala, da bi bilo treba za to, da bi dosegli vzdržnost, izboljšati strukturno proračunsko stanje za okrog 3,5% BDP glede na raven iz leta 2005. Vendar so posodobljeni izračuni močno odvisni

<sup>1</sup> „The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004–2050)” („Vpliv staranja prebivalstva na javne izdatke: projekcije za države članice EU-25 v zvezi s transferji za pokojnine, zdravstveno varstvo, dolgotrajno oskrbo, šolstvo in brezposelnost (2004–2050)”), European Economy Special Report št. 1/2006, Odbor za ekonomsko politiko in Evropska komisija.

od uporabljenih predpostavk, kar poudarja pomen nadaljnega izboljšanja obstoječih metodologij. Ocene, vsebovane v poročilu, so bile uporabljene kot podlaga za poznejše analize dolgoročne javnofinančne vzdržnosti v državah članicah EU v okviru pregleda stabilnostnih in konvergenčnih programov ter v prvem „poročilu o vzdržnosti”, ki ga je objavila Komisija novembra 2006<sup>2</sup>. V zvezi s tem se prav tako nadaljuje razvoj ustrezne metodologije, ki bi upoštevala implicitne obveznosti pri izračunu srednjeročnih proračunskih ciljev držav članic.

### LIZBONSKA STRATEGIJA

Jeseni 2006 so države članice oddale poročila o napredku pri svojih nacionalnih programih reform za obdobje 2005–2008 v skladu s sklepi Evropskega sveta iz leta 2005 glede pregleda lizbonske strategije, obširnega programa gospodarskih, socialnih in okoljskih reform EU ter novega okvira njenega upravljanja.<sup>3</sup> V programih reform države članice določijo strategije za strukturne reforme in ocenijo trenutni napredek pri izpolnjevanju svojih obveznosti. Te vključujejo zagotavljanje vzdržnosti javnih financ (zlasti z reformami sistemov pokojninskega in zdravstvenega varstva), reforme trgov dela in proizvodnih trgov ter sistemov socialne varnosti, vlaganje v raziskovalno-razvojne dejavnosti in inovacije ter izboljšanje zakonodajnega okolja za podjetja (glej tudi poglavje 1).

Poročila o napredku nacionalnih programov reform sta ocenila Svet ECOFIN, ob pomoči Odbora za ekonomsko politiko, in Evropska komisija, ki je decembra 2006 objavila svoje drugo „letno poročilo o napredku pri rasti in delovnih mestih”. ECB pripisuje velik pomen izvajanju strukturnih reform in pozdravlja odločenost Komisije in držav članic glede izvajanja lizbonske strategije na ravni Skupnosti in nacionalni ravni. Zlasti je pomembno, da države euroobmočja izvajajo celovite reformne ukrepe, saj so skupno odgovorne za zagotavljanje nemotenega delovanja EMU.

### DIREKTIVA O STORITVAH NA NOTRANJEM TRGU

V okviru cilja vzpostavitve notranjega trga je Evropska komisija januarja 2004 predlagala direktivo, ki bi odpravila pravne in administrativne ovire pri čezmejnem zagotavljanju storitev. Evropski parlament in Svet EU sta dogovor o direktivi dosegla 15. novembra 2006, potem ko so bile med zakonodajnim postopkom opravljene bistvene spremembe. Direktiva je bila nato sprejeta 12. decembra 2006.

Direktiva bo ob primernem izvajanju ponudnikom storitev in uporabnikom nedvomno koristila. Prepovedovala bo nekatere omejitve pri zagotavljanju čezmejnih storitev in vzpostavila jasna merila za zahteve, ki jih lahko države članice uporabljajo za izvajalce storitev iz drugih držav EU. Navedena direktiva bo prav tako spodbujala „svobodo ustanavljanja”, s tem ko bo izvajalcem storitev olajšala postopek ustanavljanja podjetij v drugih državah članicah.

Direktiva naj bi EU omogočila izkoristiti še neizkoriščene možnosti za gospodarsko rast in rast zaposlovanja v storitvenem sektorju, zlasti s spodbujanjem čezmejne konkurence in zmanjševanjem stroškov poslovanja podjetij. Zato se pričakuje, da bo direktiva srednje- do dolgoročno spodbujala produktivnost dela ter rast proizvodnje in zaposlovanja ter prispevala k nižjim cenam v storitvenem sektorju in s tem koristila potrošnikom. Prav tako bodo z novo direktivo verjetno pridobili tudi drugi deli gospodarstva, ki storitve uporabljajo kot vložek v svoj proizvodni proces.<sup>4</sup>

2 „The long-term sustainability of public finances in the European Union” („Dolgoročna vzdržnost javnih financ v Evropski uniji”), European Economy št. 4/2006, Evropska komisija.

3 Glej Letno poročilo ECB 2005, str. 140–141.

4 Več informacij je v dokumentu „Competition, productivity and prices in the euro area services sector” („Konkurenca, produktivnost in cene v storitvenem sektorju euroobmočja”), ECB Occasional Paper št. 44, april 2006.

## I.2 INSTITUCIONALNA VPRAŠANJA

### KONVERGENČNA POROČILA

Na zahtevo Litve in Slovenije sta ECB in Evropska komisija v skladu s členom 122 Pogodbe ES pripravili svoji konvergenčni poročili o napredku navedenih držav pri izpolnjevanju pogojev za priključitev euro-območju. Na podlagi teh poročil, ki sta bili objavljeni 16. maja 2006, in predloga Komisije je Svet ECOFIN 11. julija 2006 sprejel sklep, s katerim Sloveniji dovoljuje uvedbo eura kot svoje valute s 1. januarjem 2007 (glej poglavje 3). ECB in Evropska komisija sta 5. decembra 2006 objavili svoji redni konvergenčni poročili, ki ju pripravita vsako drugo leto, tokrat pa sta v njih obravnavali Češko, Estonijo, Ciper, Latvijo, Madžarsko, Malto, Poljsko, Slovaško in Švedsko. Nobena od navedenih držav članic ni izpolnjevala pogojev za prevzem eura.

Po razpravi v Svetu ECOFIN sta Evropska komisija in ECB podrobneje pojasnili razlago in uporabo merila stabilnosti cen v povezavi s širitvijo euroobmočja. Svet ECOFIN je 10. oktobra 2006 znova potrdil, da se referenčna vrednost za stabilnost cen izračuna kot povprečna stopnja inflacije treh držav članic EU z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen, povečana za 1,5 odstotne točke.

### USTAVNA POGODBA

Leta 2006 je ECB še naprej spremljala postopek ratifikacije Pogodbe o Ustavi za Evropo (Ustavne pogodbe), saj je več njenih določb pomembnih za ESCB. ECB se je seznanila, da se postopek ratifikacije nadaljuje kljub zavrtni Ustavne pogodbe v Franciji in na Nizozemskem leta 2005. Do zdaj je Ustavno pogodbo ratificiralo ali se približuje zaključku uradnega postopka ratifikacije 18 držav članic: Belgija, Bolgarija, Nemčija, Estonija, Grčija, Španija, Italija, Ciper, Latvija, Litva, Luksemburg, Madžarska, Malta, Avstrija, Romunija, Slovenija, Slovaška in Finska.

ECB podpira cilje Ustavne pogodbe, katere namen je pojasniti pravni in institucionalni

okvir EU in povečati sposobnost Unije, da ukrepa na evropski in mednarodni ravni, pri čemer potrjuje obstoječi okvir denarne politike. Razprava o nadaljnjem napredku institucionalne reforme EU se bo nadaljevala med nemškimi in portugalskim predsedovanjem EU leta 2007.

### ZUNANJE ZASTOPANJE

Od začetka monetarne unije se je ECB uveljavila kot ključni partner na mednarodni ravni in je zastopana v zadevnih mednarodnih institucijah.

Pri gospodarskih zadevah so mehanizmi zunanega zastopanja EMU manj jasni glede na to, da ostajajo gospodarske politike večinoma v pristojnosti posameznih držav članic. Kljub temu je bil v zadnjih letih narejen določen napredek enotnejšega zastopanja.

Euroskupina in Svet ECOFIN sta pred kratkim obravnavala predloge za okrepitev zastopanja glede zadev EMU na mednarodni ravni in izboljšanje notranje koordinacije v zvezi s tem. Tako sta podprli celovitejše sodelovanje predsednika Euroskupine na srečanjih G7 in udeležbo Evropske komisije v mednarodnih organih, kot je skupina G20.

### REFORMA POSTOPKOV KOMITOLOGIJE EU

Julija 2006 so se Svet EU, Evropski parlament in Evropska komisija dogovorili o reformi postopkov odbora, s katerimi se sprejema zakonodaja Skupnosti, in so znani kot postopki komitologije. Glavna sestavina reforme je uvedba „regulativnega postopka s pregledom“, ki bistveno okrepi pooblastila Evropskega parlamenta v zvezi z izvedbenimi ukrepi.

Reforma je še posebej pomembna za Lamfalussyjev okvir za finančni sektor, kate-rega ključna značilnost je prenos izvedbenih pooblastil na Komisijo. Lamfalussyjevemu procesu bo omogočila, da bo še naprej igral pomembno vlogo pri olajševanju in pospeševanju finančne integracije v EU (glej tudi poglavje 4).

### I.3 GIBANJA V DRŽAVAH PRISTOPNICAH IN DRŽAVAH KANDIDATKAH TER ODNOSI S TEMI DRŽAVAMI

ECB je okrepila svoje sodelovanje s centralnimi bankami držav pristopnic in držav kandidatka, da bi zagotovila nemoten proces monetarne integracije v EU. To sodelovanje se je razvijalo vzporedno s splošnim institucionalnim dialogom med EU in temi državami.

Potem ko sta Bolgarija in Romunija 25. aprila 2005 podpisali pristopno pogodbo, sta guvernerja Banca Națională României in Българска народна банк (bolgarske nacionalne banke) od 16. junija 2005 sodelovala na zasedanjih Razširjenega sveta ECB kot opazovalca, strokovnjaki iz obeh centralnih bank pa so se kot opazovalci udeleževali zasedanj odborov ESCB. Nato sta tudi sestanka na visoki ravni z Banca Națională a României in Българска народна банк (bolgarsko nacionalno banko) sta potekala v Frankfurtu 15. novembra oziroma 6. decembra 2006. Oktobra 2006 so tri NCB euroobmočja (Banque de France, Banca d'Italia in Nederlandsche Bank) končale svoje tehnično sodelovanje z Banca Națională a României v obliki twinning programa, ki ga je financirala EU in se je začel izvajati v začetku leta 2005. Podoben program je bil oktobra 2006 uveden za Българска народна банк (bolgarsko nacionalno banko).

Evropska komisija je 26. septembra 2006 sklenila, da sta Bolgarija in Romunija dosegli dober napredek pri pripravah na vstop v EU. Komisija je predlagala nekaj dodatnih ukrepov za nadaljnje spremljanje izpolnjevanja zahtev EU na omejenem številu področij, od katerih pa se noben ni nanašal na denarno področje. Bolgarija in Romunija sta vstopili v EU 1. januarja 2007, njuni centralni banki pa sta postali polnopravni članici ESCB.

Po začetku pristopnih pogajanj s Turčijo 3. oktobra 2005 je Komisija 12. junija 2006 z njo začela pogajanja o posameznih poglavjih pravnega reda Evropskih skupnosti, 29. novembra 2006 pa je predstavila svoja priporočila glede nadaljevanja pristopnih



pogajanj s to državo. Priporočila je, naj poglavja, za katera so bile tehnične priprave končane, ostanejo odprta, medtem ko naj se začetek pogajanj o osmih drugih poglavjih preloži, dokler Turčija ne izpolni svojih obveznosti. Evropski svet je na svojem zasedanju od 14. do 15. decembra 2006 sklenil, da bo upošteval priporočila Komisije. ECB je nadaljevala svoj dolgoletni politični dialog na visoki ravni s turško centralno banko, vključno z obiskom pri ECB na ravni Izvršilnega odbora 28. junija 2006. Razprave so bile osredotočene na zadnja makroekonomska in finančna gibanja v Turčiji, na prehod denarne politike turške centralne banke v popolno ureditev z inflacijskim ciljanjem ter na gospodarsko in monetarno stanje v euro-območju.

Po sklepu Sveta EU, da se pristopna pogajanja s Hrvaško začnejo 3. oktobra 2005, se je prva faza pogajanj začela junija 2006. ECB je okrepila svoje dvostranske odnose s hrvaško nacionalno banko in oktobra 2006 v Frankfurtu gostila njenega guvernerja na prvem predpristopnem dialogu na visoki ravni.

Nekdanja jugoslovanska republika Makedonija je dobila status države kandidatke decembra 2005. Vendar se je Evropski svet odločil, da se pogajanja ne bodo začela, dokler ne bo izpolnjenih več pogojev, vključno z učinkovitim izvajanjem stabilizacijsko-pridružitvenega sporazuma, podpisanega z EU. Leta 2006 so se okrepili stiki med ECB in makedonsko centralno banko, kar se je med drugim odražalo v zagotavljanju tehnične pomoči ECB kot dopolnilo tisti, ki jo zagotavljajo številne NCB.



## 2 MEDNARODNA VPRAŠANJA

### 2.1 KLJUČNA GIBANJA V MEDNARODNIH DENARNIH IN FINANČNIH SISTEMIH

#### NADZOR MAKROEKONOMSKIH POLITIK V SVETOVNEM GOSPODARSTVU

Eurosistem ima pomembno vlogo v mednarodnem večstranskem nadzoru makroekonomskih politik, ki poteka predvsem na zasedanjih mednarodnih organizacij, kot so MDS, OECD in Banka za mednarodne poravnave, 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 gibanja mednarodne gospodarske politike, da bi prispevala k stabilnemu makroekonomskemu okolju in trdni makroekonomski politiki.

V mednarodnem gospodarskem okolju je tudi leta 2006 prevladovalo vztrajno svetovno neravnotežje tekočih računov.<sup>5</sup> V ZDA je primanjkljaj tekočega računa dosegel skoraj 6,6% BDP glede na 6,4% leto prej. ZDA zdaj absorbirajo okrog 75% svetovnih neto prihrankov. Glavne protipostavke primanjkljaja ZDA je mogoče najti v Aziji in državah izvoznicah nafte. V Aziji so bili presežki tekočega računa še naprej visoki in so dosegali v povprečju okrog 4,3% BDP, kar je približno enako kot leta 2005. Tako so na Kitajskem dosegli več kot 7,2%, na Japonskem okrog 3,7%, v skupini „drugih nastajajočih azijskih trgov“ pa 2,7%. Države izvoznice nafte so imele leta 2006 (18,2% BDP) v povprečju precej višji presežek tekočega računa kot leta 2005 (15,1%).<sup>6</sup> Nekatere azijske države in države izvoznice nafte so še naprej akumulirale velike količine rezervnih sredstev. Akumulacija rezerv je bila še zlasti velika na Kitajskem, kjer je raven deviznih rezerv dosegla okrog 1 bilijona USD.

Eurosistem je ob različnih priložnostih vztrajno poudarjal tveganja in negotovosti, povezane z nadaljevanjem takih neravnotežij in še naprej v celoti podpiral pristop do teh vprašanj na podlagi sodelovanja, kakor je opisano v sporočilih skupine G7, objavljenih 21. aprila in 16. septembra 2006.

Vsa pomembna gospodarstva bi si morala prizadevati prispevati k postopni in urejeni prilagoditvi neravnotežij, da bi se ohranile in okrepile možnosti za svetovno rast in stabilnost. Program mednarodne gospodarske politike vključuje politike: i) za povečanje zasebnih in javnih prihrankov v državah s primanjkljajem, ii) za nadaljnje izvajanje strukturnih reform v razvitih gospodarstvih z razmeroma nizko potencialno rastjo ter v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kjer obstaja potreba po povečanju domače absorpcije in izboljšanju razporejanja kapitala, in iii) za spodbujanje prožnosti deviznega tečaja v pomembnejših državah in regijah, kjer take prožnosti ni. Čeprav se je več dogodkov in ukrepov politike leta 2006 odvijalo v pravi smeri, vključno z dejstvom, da je bilo kitajski valuti renminbi od začetka leta dovoljeno večje nihanje tečaja čez dan, so za občutno zmanjšanje svetovnih neravnotežij potrebne nadaljnje prilagoditve.

V okviru dejavnosti nadzora mednarodne politike se pregleduje tudi samo euroobmočje. Tako sta MDS in Odbor za analizo gospodarstva in razvoja pri OECD poleg pregleda posameznih držav euroobmočja izvajala tudi redne preglede euroobmočja. Pregledi so zajemali denarne, finančne in gospodarske politike v euroobmočju. 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 poročilo o oceni politik euroobmočja.<sup>7</sup>

5 V tem oddelku so ocene za leto 2006 vzete iz projekcij IMF „World Economic Outlook“, september 2006.

6 V odstotkih svetovnega BDP so ustrezni podatki za leto 2006, ki temeljijo na podatkih MDS, naslednji: za ZDA primanjkljaj okrog 1,8% ter presežki okrog 0,4% za Kitajsko, 0,35% za Japonsko, 0,2% za skupino „drugih nastajajočih azijskih trgov“ in 1,2% za države izvoznice nafte.

7 „Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV consultation“ („Politike euroobmočja: poročilo zaposlenih za posvetovanje po IV. členu leta 2006“), IMF, junij 2006 in „Economic survey of the euro area“ („Ekonomska raziskava euroobmočja“), OECD, januar 2007. Obe poročili poudarjata potrebo po hitrejšem izvajanju strukturne reforme v euroobmočju.

## MEDNARODNA FINANČNA ARHITEKTURA

MDS napreduje pri izvajanju strateškega pregleda, katerega cilj je določiti srednjeročne prednostne naloge in izboljšati učinkovitost svojih operativnih instrumentov. ESCB spremlja aktualne razprave, ki ne potekajo samo znotraj samega MDS, temveč tudi v različnih mednarodnih forumih, kot sta G7 in G20, ter sodeluje v teh razpravah. Pomembna področja, ki jih zajema pregled, vključujejo nadzorno dejavnost MDS, vlogo MDS v nastajajočih tržnih gospodarstvih in vprašanja vodenja, kot so kvote in pravice do soodločanja v MDS.

Reforma okvirne ureditve nadzorne dejavnosti MDS dobiva obliko. Med članicami MDS obstaja splošno soglasje, da bi moral nadzor podrobneje zajemati vprašanja finančnih in kapitalskih trgov. Poleg tega je bilo večje poudarjanje večstranskih vprašanj in mednarodnih posledic ukrepov nacionalne politike prepoznano kot pomemben korak za prihodnost. Junija 2006 je MDS začel izvajati nov proces – večstransko posvetovanje, ki zagotavlja forum za razpravo med strankami, ki sodelujejo pri obravnavi skupnega ekonomskega vprašanja, za katerega so značilne povezave med temi strankami in drugimi gospodarstvi. Prvo večstransko pogajanje, ki dopolnjuje dvostranski nadzor MDS, je osredotočeno na urejeno izvajanje politik za odpravo svetovnih neravnotežij in istočasno ohranjanje svetovne rasti. Pri posvetu sodeluje pet strani, in sicer ZDA, Japonska, Kitajska, Saudova Arabija in euroobmočje, pri čemer slednje zastopajo predsedstvo Euroskupine, Evropska komisija in ECB. Poleg tega članice MDS še naprej preučujejo možnost spremembe pravne podlage za nadzor, ki ga izvaja MDS, da bi se izboljšala učinkovitost nadzora. Trenutno potekajo razprave o tem, kako bi bilo treba obravnavati vprašanja deviznih tečajev v kontekstu nadzornih dejavnosti MDS.

Kar zadeva vlogo MDS v državah z nastajajočimi trgi, članice MDS razpravljajo o uvedbi novega instrumenta likvidnosti in njegovih sestavnih delov za države, ki imajo

dostop do mednarodnih kapitalskih trgov in izvajajo močno gospodarsko politiko.

Napredek je bil dosežen tudi pri krepitvi upravljanja MDS in o tem se je v zadnjem letu obširno razpravljalo. Cilj je zagotoviti ustrezno pravico do soodločanja za vse članice MDS. Natančneje, porazdelitev kvot naj bi bila sorazmerna z relativnim položajem držav v svetovnem gospodarstvu, možnost soodločanja držav v razvoju in tranziciji pa bi bilo treba povečati. Članice MDS so se na svoje letnem zasedanju septembra 2006 dogovorile o začasnem povečanju kvot za štiri države (Kitajsko, Južno Korejo, Mehiko in Turčijo). Delo se bo nadaljevalo v zvezi z vprašanjem kvot in glasovanja, med drugim v zvezi z novo formulo za porazdelitev kvot, drugim krogom začasnega povečanja kvot (na podlagi nove formule) za širši krog držav ter povečanjem števila osnovnih glasov, da bi se okrepilo soodločanje in sodelovanje držav z nizkim dohodkom in tranzicijskih držav v MDS. Ta sklop reform naj bi bil dokončan najpozneje do letnega zasedanja leta 2008. V zvezi s financami MDS je generalni direktor maja 2006 imenoval odbor za pripravo posebnih priporočil za trajnostno dolgoročno financiranje tekočih stroškov MDS zaradi strmega upadanja prihodkov, ki temeljijo na posojanju, in strukturnih pomanjkljivosti zdajšnjega modela financiranja. Odbor je svoje ugotovitve predstavil v prvem četrtletju leta 2007.

Nazadnje, spodbujanje preprečevanja in dobro organiziranega reševanja kriz ima že nekaj let pomembno mesto med cilji mednarodne skupnosti. Načela za stabilne kapitalske tokove in pošteno prestrukturiranje dolgov na nastajajočih trgih, ki jih je leta 2004 potrdila skupina G20, pridobivajo mednarodno podporo, pri čemer je aktualno delo osredotočeno na vprašanja izvajanja. Namen navedenih načel, ki temeljijo na trgu in so prostovoljna, je zagotoviti smernice za obnašanje državnih izdajateljcev in njihovih zasebnih upnikov v zvezi z izmenjavo informacij, dialogom in tesnim sodelovanjem. Do zdaj je ta načela podprlo več kot 30 držav izdajateljic in pri tem

izrazilo poseben interes za pospešitev njihovega izvajanja. Kar zadeva vlagatelje, načela podpira vse več finančnih institucij. Ta trajna prizadevanja so pozdravili finančni ministri in guvernerji centralnih bank skupine G20 na svojem srečanju v Melbournu 19. novembra 2006. Proces izvajanja obravnavanih načel temelji na delu Principles Consultative Group („posvetovalne skupine za načela“), ki jo sestavljajo vodilni finančni in centralnobančni uslužbenci iz nastajajočih trgov ter visoki predstavniki zasebnega finančnega sektorja. Za vodenje izvajanja in razvoja načel je bila oblikovana Group of Trustees („skupina skrbnikov“), ki jo sestavljajo vodilni strokovnjaki za svetovne finance. Skupina skrbnikov se je na svojem otvoritvenem zasedanju, ki je septembra 2006 potekalo v Singapuru, v razpravah osredotočila na pregled načel in njihovega izvajanja v okviru mednarodne finančne arhitekture.

## 2.2 SODELOVANJE Z DRŽAVAMI ZUNAJ EU

Eurosistem je v okviru svojih mednarodnih dejavnosti še naprej razvijal stike v centralnobančni skupnosti zunaj EU predvsem z organiziranjem seminarjev in delavnic. Cilj teh stikov je zbrati informacije in izmenjati poglede na gospodarska in denarna gibanja v različnih regijah sveta, kar na bi potem vplivalo na svetovno gospodarsko okolje in na euroobmočje. V zvezi s tem je tehnično sodelovanje postalo pomembno orodje pri podpori izgradnji institucij, krepitvi zmogljivosti in pospeševanju učinkovitega izpolnjevanja evropskih in mednarodnih standardov. Eurosistem je poglobil sodelovanje s centralnimi bankami v sosednjih regijah, ECB pa je manjše število uslužbencev zadolžila za usklajevanje tehnične pomoči Eurosistema.

Eurosistem je oktobra 2006 v Dresdnu organiziral svoj tretji dvostranski seminar na visoki ravni s centralno banko Ruske federacije (Bank of Russia), ki sta ga skupaj organizirali Deutsche Bundesbank in ECB. Namen seminarja je bil okrepiti dialog in poglobiti

odnose med Bank of Russia in Eurosistemom, ki so se v zadnjih letih krepili. Udeleženci so si izmenjali poglede na aktualne izzive za denarno politiko in politiko deviznega tečaja v Rusiji ter na vlogo javnofinančnih pravil v euroobmočju in Rusiji ter razpravljali o dolgoročnih obetih rasti za rusko gospodarstvo. Podobni dogodki bodo še naprej redno organizirani, naslednji seminar pa bo potekal v Moskvi jeseni 2007.

Tretji seminar Eurosistema na visoki ravni z guvernerji centralnih bank partneric EU iz evrosredozemske regije je potekal 25. januarja 2006 v Nafplionu, četrti seminar pa bo 28. marca 2007 v Valenciji. Razprave v Nafplionu so bile med drugim osredotočene na proces liberalizacije kapitalskih računov in posodabljanje operativnih okvirov denarne politike. Tretji seminar Eurosistema z latinskoameriškimi centralnim bankami je bil organiziran 4. decembra 2006 v Madridu. Glavne obravnavane teme so bile monetarne in finančne posledice globalizacije, upravljanje denarne politike in akumulacija deviznih rezerv. Tretji seminar Eurosistema na visoki ravni s centralnimi bankami iz vzhodne azijsko-pacifiške regije je potekal 21. novembra 2006 v Sydneyju in je bil med drugim osredotočen na svetovna neravnotežja in finančno stabilnost ter na regionalno finančno integracijo.

Eurosistem je 1. februarja 2007 v Parizu izpeljal seminar na visoki ravni s centralnimi bankami zahodne in osrednje Afrike<sup>8</sup>, ki sta ga skupaj organizirali ECB in Banque de France. Seminar je zagotovil plodno podlago za razpravo o izkušnjah z regionalno gospodarsko in denarno integracijo, vplivu gibanja cen primarnih surovin na denarne in fiskalne politike v regiji ter o vprašanih upravljanja centralnih bank.

<sup>8</sup> Seminarja so se udeležili predstavniki centralnih bank Zelenortskih otokov, Demokratične republike Kongo, Gambije, Gvineje, Liberije, Mavretanije, São Toméja in Principa, Sierre Leone, Centralne banke zahodnoafriških držav (centralna banka monetarne unije za Benin, Burkino Faso, Slonokoščeno obalo, Gvinejo Bissau, Mali, Niger, Senegal in Togo) in Centralne banke centralnoafriških držav (centralna banka monetarne unije za Kamerun, Centralnoafriško republiko, Čad, Kongo, Ekvatorialno Gvinejo in Gabon).

ECB je skupaj s štirimi NCB (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France in Banca d'Italia) nadaljevala sodelovanje s centralno banko Egipta prek programa tehnične pomoči, ki ga financira EU v okviru sredozemskega programa pomoči (MEDA). Cilj programa, ki se je začel 1. decembra 2005 in bo trajal dve leti, je podpirati centralno banko Egipta pri celoviti reformi njene ureditve bančnega nadzora. Program se je osredotočil na uvedbo novih postopkov in orodij za bančni nadzor, ki jih skupaj razvijata in izvajata Eurosistem in centralna banka Egipta. Prav tako je namenjen razvijanju sposobnosti centralne banke Egipta za makro nadzor varnega in skrbnega poslovanja, regulacije in usposabljanja. Poleg tega je ECB centralni banki Egipta začasno dodelila strokovnjaka, ki je pod pokroviteljstvom MDS pomagal pri reformi njenega operativnega okvira denarne politike.

ECB je še naprej poglobljala svoje odnose z državami zahodnega Balkana. V Frankfurtu je od 10. do 11. aprila 2006 potekala konferenca ECB o denarni politiki in finančni stabilnosti v jugovzhodni Evropi, ki so se je udeležili višji strokovnjaki iz centralnih bank vseh jugovzhodnih držav ter predstavniki Evropske komisije, mednarodnih organizacij in akademskih ustanov.

ECB je 16. februarja 2007 v svojem imenu in v imenu osmih NCB partneric (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank in Banke Slovenije) podpisala tripartitni protokol s centralno banko Bosne in Hercegovine ter Delegacijo Evropske komisije v Bosni in Hercegovini in s tem utrla pot tesnejšemu sodelovanju med pogodbenicami. ECB in njenih osem partneric bodo v šestih mesecih od marca 2007 izvedle oceno potreb, s katero bodo ugotovile, na katerih področjih bo morala centralna banka Bosne in Hercegovine v naslednjih letih doseči napredek, da bi pospešila operativne priprave na izvajanje standardov, skladnih s standardi, ki jih je sprejel ESCB. Program ocenjevanja potreb financira



Evropska komisija prek programa pomoči Skupnosti za obnovo, razvoj in stabilizacijo (CARDS), usklajuje pa ga ECB.

Albanija je podpisala stabilizacijsko-pridružitveni sporazum z EU junija 2006 po koncu pogajanj, ki so se začela leta 2003. ECB je skupaj z drugimi mednarodnimi institucijami in centralnimi bankami sodelovala v dialogu z albansko centralno banko o najboljših načinih uvajanja strategije inflacijskega ciljanja za denarno politiko.

Februarja 2006 se je Svet za sodelovanje arabskih zalivskih držav (GCC), katerega članice so Bahrajn, Kuvajt, Oman, Katar, Saudova Arabija in Združeni arabski emirati, obrnil na ECB s prošnjo za pomoč pri ustanovitvi denarne unije med državami članicami GCC, vključno z oblikovanjem ustreznega institucionalnega okvira. ECB je privolila v prošnjo in predložila dokument, ki navaja glavne pravne in operativne značilnosti, ki jih morajo upoštevati ustrezni organi GCC pri razvoju institucionalnega okvira za denarno unijo.



## **POGLAVJE 6**

# **ODGOVORNOST**

# 1 ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN EVROPSKEGA PARLAMENTA

Odgovornost neodvisne centralne banke na splošno razumemo kot obveznost, da banka svoje odločitve pojasni državljanom in njihovim izvoljenim predstavnikom ter jim tako omogoči, da centralni banki pripisujejo odgovornost za doseganje njenih ciljev. Odgovornost je zato pomembno dopolnilo neodvisnosti centralne banke.

ECB se veskozi zaveda, kako zelo je pomembno, da je odgovorna za svoje odločitve glede politike, zato z državljani EU in Evropskim parlamentom vzdržuje reden dialog. ECB presega zakonske zahteve glede poročanja, določene v Pogodbi ES, tako da na primer namesto zahtevanih četrtletnih poročil objavlja mesečne biltene. Poleg tega po vsakem prvem zasedanju Sveta ECB v mesecu skliče tiskovno konferenco. Zavezanost ECB načelu odgovornosti se kaže tudi v številnih izdanih publikacijah, ki jih objavlja, in v številnih govorih, ki so jih imeli člani Sveta ECB v letu 2006 ter z njimi pojasnjevali politične odločitve ECB.

Na institucionalni ravni ima Evropski parlament kot organ, ki svojo legitimnost črpa neposredno pri državljanih EU, ključno vlogo pri zahtevah glede odgovornosti ECB. Predsednik je skladno z določbami člena 113 Pogodbe ES letno poročilo ECB za leto 2005 predstavil na plenarnem zasedanju Evropskega parlamenta leta 2006. Poleg tega je o denarni politiki ECB in drugih nalogah banke vsako četrtletje še naprej redno poročal pred njegovim Odborom za gospodarske in denarne zadeve. Predsednik je bil prav tako povabljen na zaslihanje pred Evropskim parlamentom, da bi pojasnil vlogo ECB pri pregledu nad delovanjem sistema SWIFT (glej oddelek 2 v tem poglavju).

Tudi drugi člani Izvršilnega odbora so bili ob številnih priložnostih povabljeni, da nastopijo pred Evropskim parlamentom. Podpredsednik je tako pred Odborom za gospodarske in denarne zadeve predstavil letno poročilo ECB za leto 2005. Gertrude Tumpel-Gugerell je pred navedenim odborom nastopila dvakrat, da bi pojasnila stališča ECB o vprašanih plačilnih

sistemov ter o zadnjih gibanjih na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev.

Kakor v preteklih letih je delegacija članov Odbora za gospodarske in denarne zadeve obiskovala ECB in s člani Izvršilnega odbora ECB razpravljala o številnih vprašanjih. ECB je tudi še naprej na prostovoljni podlagi odgovarjala na pisna vprašanja poslancev Evropskega parlamenta o zadevah, povezanih s področji njene pristojnosti.

Člen 112 Pogodbe ES tudi določa, da mora Evropski parlament podati svoje mnenje o kandidatih za Izvršilni odbor, preden so imenovani. Parlament je tako povabil Jürgena Starka, da nastopi pred Odborom za gospodarske in denarne zadeve, tam predstavi svoja stališča in odgovori na vprašanja članov odbora. Po zaslišanju je Evropski parlament podprl njegovo imenovanje.

## 2 IZBRANE TEME, KI SO BILE IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJH Z EVROPSKIM PARLAMENTOM

V okviru raznih izmenjav mnenj med Evropskim parlamentom in ECB je bilo obravnavanih veliko različnih zadev. V nadaljevanju sledi pregled ključnih zadev, ki jih je na teh zasedanjih izpostavil Evropski parlament.

### PRISPEVEK DENARNE POLITIKE K SPLOŠNIM EKONOMSKIM POLITIKAM SKUPNOSTI

Prispevek denarne politike k splošnim ekonomskim politikam Skupnosti je bila ena od obravnavanih tem med zaslišanji predsednika ECB pred Evropskim parlamentom. Predsednik je poudaril, da je stabilnost cen prvi pogoj in sredstvo za krepitev trajnostne gospodarske rasti in blaginje. ECB z verodostojnim sledenjem cilju stabilnosti cen in sidranju inflacijskih pričakovanj po svojih najboljših močeh prispeva k ustvarjanju gospodarskega okolja, ki je ugodno za gospodarsko rast in zaposlovanje. V svoji resoluciji o letnem poročilu ECB za leto 2005 je Evropski parlament pohvalil ECB, ker se je osredotočila na ohranjanje stabilnosti cen, in jo pozval, naj nadaljuje svojo politiko trdnega sidranja inflacijskih pričakovanj na ravneh, ki so skladne s stabilnostjo cen.

### RAZLIKE V INFLACIJI IN RASTI PROIZVODNJE MED DRŽAVAMI EUROOBMOČJA

Poslanci Evropskega parlamenta so obravnavali razlike v inflaciji in rasti proizvodnje med državami euroobmočja. V svoji resoluciji o letnem poročilu ECB za leto 2005 je Evropski parlament menil, da te razlike „dolgoročno pomenijo veliko grožnjo za EMU“.

Predsednik je pojasnil, da so trenutne razlike v inflaciji in rasti proizvodnje med državami euroobmočja še naprej zmerne in niso neobičajne, če jih primerjamo z razmerami na drugih večjih valutnih območjih. Razlike so lahko posledica procesov dohitevanja, razlik v demografskih trendih ali stalnih prilagajanj, ki vodijo k učinkovitejšemu razporejanju sredstev. Vendar je lahko dejansko zaskrbljujoče, če bodo zaradi strukturnih rigidnosti ali neskladnih politik razlike v inflaciji in rasti vztrajale dlje časa. Glede na to je predsednik poudaril potrebo po ustreznih strukturnih

reformah in izrazil svojo podporo vladam, ki so se lotile takih reform (glej okvir 5).

### FINANČNA INTEGRACIJA IN REGULACIJA

Evropski parlament in ECB sta prav tako nadaljevala tesno sodelovanje v zadevah, povezanih s finančno integracijo in stabilnostjo. Evropski parlament je posebej izpostavil močno rast industrije hedge skladov. V svoji resoluciji o letnem poročilu ECB za leto 2005 je izrazil zaskrbljenost v zvezi s tem in pozval ECB, naj poglobi svojo analizo na tem področju

Predsednik je opomnil na koristno vlogo hedge skladov pri povečevanju likvidnosti trga in spodbujanju finančnih inovacij. Istočasno je opozoril na potencialna tveganja za finančno stabilnost, ki izhajajo iz zelo hitrega povečevanja navzočnosti teh skladov v finančnem sistemu (glej oddelek 1 v poglavju 4), in na namen javnih organov, vključno z ECB, da zaradi tega nadaljujejo skrbno spremljanje razvoja na tem področju. Pojasnil je tudi, da bodo morale biti morebitneboljšave obstoječega regulativnega okvira dogovorjene na mednarodni ravni.

ECB je Evropski parlament obvestila tudi o tekočih dejavnostih na področju plačilnih sistemov ter sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, vključno z napredkom pri razvoju sistema TARGET2. Gertrude Tumpel-Gugerell je nastopila pred Odborom za gospodarske in denarne zadeve in pojasnila stališča ECB glede predloga direktive o plačilnih storitvah na notranjem trgu, oblikovanja enotnega območja plačil v eurih (SEPA) in glede standardov za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev, ki sta jih skupaj razvila ESCB in Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev. Parlament je seznanila tudi o mogoči vzpostavitvi infrastrukture Eurosistema za zagotavljanje storitev poravnave poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju, imenovane TARGET2-Securities. Evropski parlament je podprl izvajanje sistema TARGET2 in SEPA. Prav tako se je seznanil z mogočo vzpostavitvijo sistema TARGET2-





Securities in pozval ECB k vzpostavitvi ustreznega okvira upravljanja pred uvedbo takega sistema.

#### **VLOGA ECB PRI PREGLEDU NAD DELOVANJEM ORGANIZACIJE SWIFT**

Evropski parlament je 6. julija 2006 sprejel „Resolution on the interception of bank transfer data from the SWIFT system by the US secret services“ („Resolucijo o prestrzanju podatkov o bančnih nakazilih iz sistema SWIFT s strani ameriških tajnih služb“), v kateri je pozval Evropsko komisijo, Svet EU in ECB, naj pojasnijo, v kolikšnem obsegu so bili seznanjeni o morebitnem tajnem sporazumu med družbo SWIFT in ameriško vlado. Predsednik ECB je bil 4. oktobra 2006 povabljen na javno zaslišanje, ki ga je o tej zadevi organiziral Evropski parlament. Predsednik je pojasnil, da SWIFT ni niti kreditna institucija niti plačilni sistem. Vendar so se zaradi njegove systemske pomembnosti kot globalnega sistema finančnega sporočanja centralne banke skupine G10 in ECB, s soglasjem družbe SWIFT, odločile ustanoviti skupino za pregled (glej oddelek 4.1 v poglavju 4). Naloge in pristojnosti navedene skupine so zagotavljati, da se za SWIFT uporablja ustrezen okvir upravljanja, s katerim je mogoče preprečevati systemska tveganja. Skupina spremlja dejavnosti organizacije SWIFT samo, če so te pomembne za nemoteno delovanje plačilnih sistemov in finančno stabilnost. Skupina za pregled ni pooblaščen za nadziranje delovanja organizacije SWIFT glede skladnosti z zakonodajo o varstvu podatkov, kar spada v pristojnost organov za varstvo podatkov. Skupina za pregled je bila seznanjena z obstojem ameriškega programa za sledenje financiranja

terorističnih dejavnosti, ki se nanaša na SWIFT. Prav tako je bila obveščena, da se je družba SWIFT ustrezno pravno posvetovala z ZDA in EU. Po mnenju skupine za pregled dejstvo, da SWIFT upošteva ameriške sodne pozive, ne bo imelo posledic za finančno stabilnost in je zato zunaj okvira njene nadzorne vloge. Poleg tega za ECB veljajo stroga pravila o zaupnosti, zato podatkov, ki jih prejme v okviru izvajanja dejavnosti pregleda, ne sme uporabljati za druge namene ali jih posredovati organom za varstvo podatkov ali organom kazenskega pregona.





## **POGLAVJE 7**

# **ZUNANJE KOMUNICIRANJE**

## I POLITIKA KOMUNICIRANJA

Namen komuniciranja v ECB je zagotavljati, da bo javnost bolje razumela odločitve ECB. Komuniciranje je sestavni del denarne politike ECB in izvajanja njenih drugih nalog. Komunikacijske dejavnosti ECB vodita dva ključna elementa – odprtost in preglednost. Oba prispevata k učinkovitosti, uspešnosti in verodostojnosti denarne politike ECB. Uporabljata se tudi kot podpora njenim prizadevanjem, da omogoči popoln vpogled v svoje dejavnosti, kot je podrobneje razloženo v poglavju 6.

Praksa, uvedena leta 1999, po kateri ECB redno, sproti in podrobno pojasnjuje svoje sklepe in ocene denarne politike, predstavlja edinstven odprt in pregleden pristop h komuniciranju centralne banke. Sklepi denarne politike 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. Predsednik in podpredsednik sta nato na razpolago medijem za odgovore na vprašanja. 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 Eurosistema so na voljo v vseh uradnih jezikih EU.<sup>1</sup> Druge publikacije, ki jih ECB objavlja v skladu z zakonskimi obveznostmi – letno poročilo, četrletna različica mesečnega biltena in konvergenčno poročilo<sup>2</sup> – so prav tako na voljo v uradnih jezikih EU.<sup>3</sup> Za potrebe zagotavljanja odgovornosti in preglednosti ECB v vseh uradnih jezikih objavlja tudi druge dokumente, zlasti sporočila za javnost o sklepih denarne politike, makroekonomske projekcije strokovnjakov ter stališča denarne politike, 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 Za irščino velja odstopanje.

2 Pri konvergenčnem poročilu sta v vseh jezikih na voljo le uvod in povzetek.

3 Začasno odstopanje, ki se uporablja za malteščino, bo odpravljeno maja 2007.

## 2 KOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI

ECB komunicira z različnimi ciljnimi 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.

ECB objavlja številne študije in poročila, kot je letno poročilo, ki predstavi pregled dejavnosti ECB v preteklem letu in tako prispeva k temu, da je ECB odgovorna 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.

Da bi okrepili identiteto Eurosistema in njegovo prepoznavnost v javnosti, je Svet ECB leta 2006 odobril uvedbo skupnega „podpisa“ Eurosistema v skladu z izjavo o poslanstvu Eurosistema<sup>4</sup>. Do januarja 2007 so ECB in vse NCB euroobmočja besedo „Eurosistem“ vključile v svoj logotip.

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 pogovori za medije. Leta 2006 je predsednik ECB šestkrat nastopil pred Evropskim parlamentom. Istega leta so člani Izvršilnega odbora opravili okrog 200 govorov in številne pogovore za medije, njihovi članki pa so bili objavljeni v zbornikih, revijah in časopisih.

NCB euroobmočja imajo pomembno vlogo pri zagotavljanju sporočanja informacij in obvestil Eurosistema širši javnosti in zainteresiranim strankam na nacionalni ravni. Pri tem komunicirajo z različnimi nacionalnimi in regionalnimi ciljnimi skupinami v njihovih jezikih in okolju.



ECB z objavo delovnih (Working Papers) in priložnostnih dokumentov (Occasional Papers) ter organiziranjem znanstvenih konferenc, seminarjev in delavnic prispeva k razširjanju rezultatov raziskav. Leta 2006 je potekala četrta centralnobančna konferenca ECB, na kateri so o temi z naslovom „Vloga denarja: denar in denarna politika v 21. stoletju“ („The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century“) razpravljali predstavniki centralni bank, akademske skupnosti in medijev z vsega sveta (glej oddelek 5.2 v poglavju 2).

ECB je leta 2006 v sodelovanju z Banko Slovenije organizirala informacijsko kampanjo v okviru priprav na uvedbo eura v Sloveniji 1. januarja 2007. Namen kampanje, ki je bila podobno organizirana kot pri uvedbi eura leta 2006, je bil seznaniti poklicne uporabnike gotovine in širšo javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in kovancev ter načini zamenjave gotovine (glej poglavje 3).

Leta 2006 je ECB v svojih prostorih v Frankfurtu sprejela okrog 10.000 obiskovalcev, ki so prejeli informacije iz prve roke v obliki predavanj in predstavitev, ki so jih pripravili uslužbenci ECB. Obiskovalci so bili večinoma študentje in strokovnjaki na finančnem področju.

Vsi dokumenti, ki jih objavi ECB, in njene različne dejavnosti so predstavljeni na spletnem mestu ECB. Leta 2006 je bilo obravnavanih okrog 90.000 vprašanj javnosti, ki so vključevala zahteve po informacijah o različnih vidikih dejavnosti ECB.

ECB vsako leto priredi program kulturnih dnevor, ki poskuša javnosti in zaposlenim ECB in Eurosistema približati kulturno raznolikost

4 Izjava o poslanstvu je bila objavljena 5. januarja 2005.

držav članic EU. V okviru tega programa se s svojim kulturnim bogastvom vsako leto predstavi druga država in s tem se spodbuja boljše razumevanje različnih kultur v EU. Po Poljski leta 2004 in Madžarski leto pozneje je bila leta 2006 v okviru kulturnih dnevov predstavljena Avstrija. Program dogodkov, ki so potekali od 18. oktobra do 14. novembra, je bil pripravljen v tesnem sodelovanju z Oesterreichische Nationalbank.







**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 euro-območja. Sestavljajo ga ECB in nacionalne centralne banke (NCB) držav članic EU, katerih valuta je euro (13 od 1. januarja 2007). Svet ECB je sprejel izraz „Eurosistem“, da bi olajšal razumevanje strukture centralnega bančništva v euroobmočju. Izraz poudarja skupno identiteto, skupinsko delo in sodelovanje vseh njegovih članic.

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) sestavljajo ECB in NCB vseh držav članic EU (od 1. januarja 2007 jih je 27), tj. vključuje tudi NCB držav članic, ki še niso sprejele eura.

ECB je jedro Eurosistema in ESCB ter zagotavlja, da se njune naloge izvajajo bodisi

prek njegovih dejavnosti ali prek NCB. ECB deluje kot pravna oseba v mednarodnem javnem pravu.

Vsaka NCB je pravna oseba po zakonodaji svoje države. NCB euroobmočja, ki so sestavni del Eurosistema, izvajajo naloge Eurosistema v skladu s pravili, ki so jih določili organi odločanja ECB. NCB prav tako sodelujejo pri delu Eurosistema in ESCB s svojo udeležbo v odborih Eurosistema/ESCB (glej oddelek 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 ECB. Kot tretji organ odločanja ECB je bil ustanovljen Razširjeni svet ECB, 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 znotraj Eurosistema in ESCB je centralizirano. Vendar ECB in NCB euroobmočja strateško in operativno skupaj prispevajo k doseganju skupnih ciljev Eurosistema, pri tem pa skladno s Statutom ESCB ustrezno upoštevajo načela decentralizacije.

To se kaže v načelu „en član, en glas”, ki se uporablja v Svetu ECB.

## I.2 SVET ECB

Svet ECB sestavljajo člani Izvršilnega odbora ECB in guvernerji NCB 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 in sprejme ustrezne sklepe, medtem ko na drugi seji obravnava predvsem vprašanja, povezana z drugimi nalogami in odgovornostmi ECB in Eurosistema. Leta 2006 sta bili dve seji sklicani zunaj Frankfurta: eno je gostila Banco de España v Madridu, drugo pa Banque de France v Parizu.

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.

<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



### **Zadnja vrsta**

#### **(z leve proti desni):**

Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

### **Srednja vrsta**

#### **(z leve proti desni):**

Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

### **Sprednja vrsta**

#### **(z leve proti desni):**

José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

### **Jean-Claude Trichet**

predsednik ECB

### **Lucas D. Papademos**

podpredsednik ECB

### **Lorenzo Bini Smaghi**

član Izvršilnega odbora ECB

### **Jaime Caruana** (do 11. julija 2006)

guverner, Banco de España

### **Vítor Constâncio**

guverner, Banco de Portugal

### **Vincenzo Desario** (do 15. januarja 2006)

v. d. guvernerja, Banca d'Italia

### **Mario Draghi** (od 16. januarja 2006)

guverner, Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

(od 12. julija 2006)

guverner, Banco de España

### **Nicholas C. Garganas**

guverner, Bank of Greece

### **Mitja Gaspari**<sup>2</sup> (od 1. januarja 2007)

guverner, Banka Slovenije

### **José Manuel González-Páramo**

član Izvršilnega odbora ECB

### **John Hurley**

guverner, Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland

### **Otmar Issing** (do 31. maja 2006)

član Izvršilnega odbora ECB

### **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

### **Guy Quaden**

guverner, Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

### **Jürgen Stark** (od 1. junija 2006)

član Izvršilnega odbora ECB

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

članica Izvršilnega odbora ECB

### **Axel A. Weber**

predsednik, Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

predsednik, De Nederlandsche Bank

<sup>2</sup> Guverner Banke Slovenije je leta 2006 sodeloval na sestankih Sveta ECB kot „posebni povabljenec“ po sklepu, ki ga je Svet ECOFIN sprejel 11. julija 2006, da bi s 1. januarjem 2007 odpravil odstopanje za Slovenijo.

### I.3 IZVRŠILNI ODBOR

Izvršilni odbor ECB 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 s tem dajanje potrebnih navo-

dil nacionalnim centralnim bankam euroobmočja,

- vodenje tekočih poslov ECB,
- izvajanje nekaterih pooblastil, ki jih nanj prenese Svet ECB, vključno z nekaterimi pooblastili regulativne narave.

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 vodilnih delavcev.

#### Zadnja vrsta

##### (z leve proti desni):

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

#### Sprednja vrsta

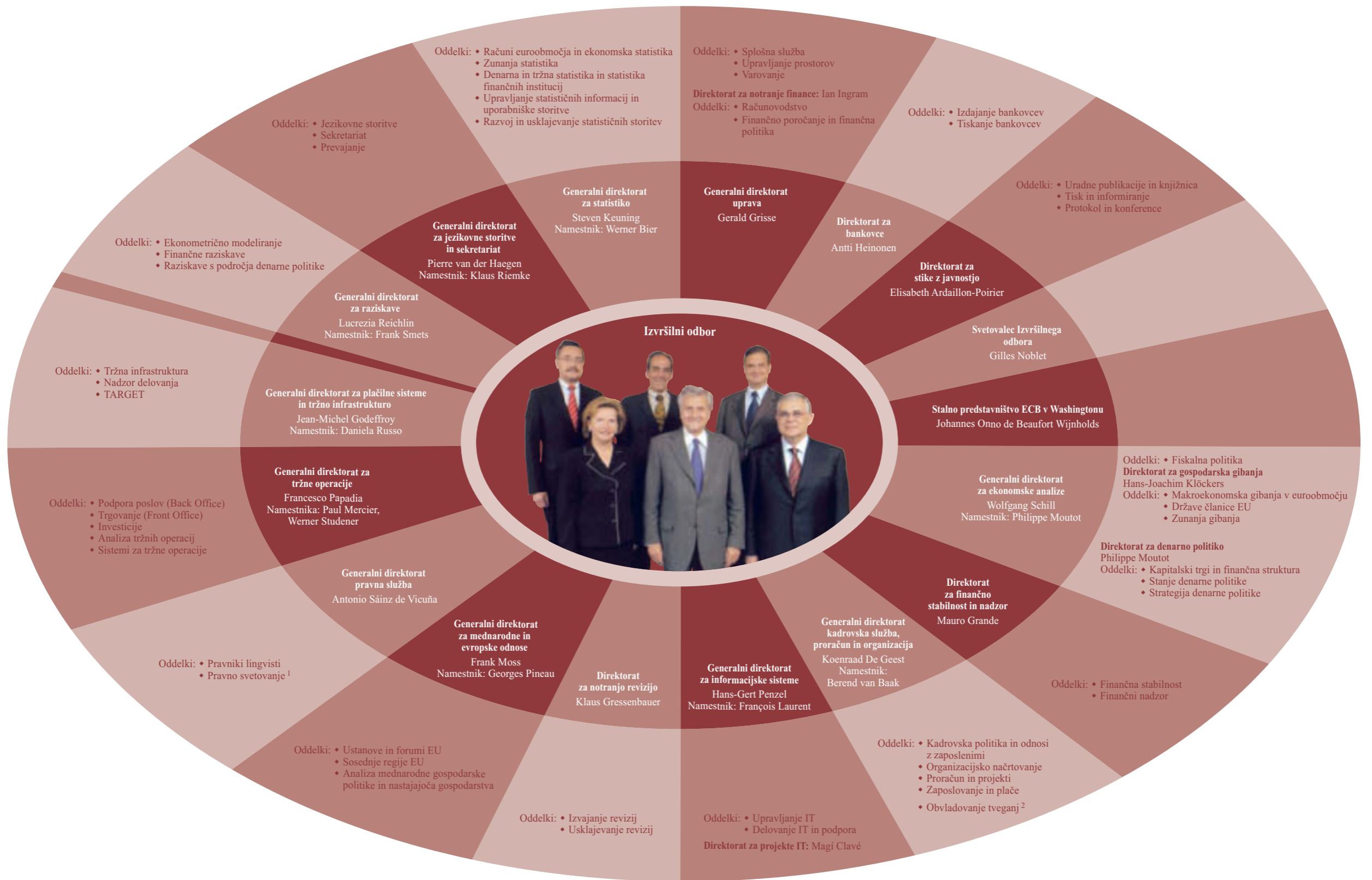
##### (z leve proti desni):

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

**Otmar Issing** (do 31. maja 2006)  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Jürgen Stark** (od 1. junija 2006)  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
članica Izvršilnega odbora ECB



**Izvršilni odbor**

Zadaj (od leve proti desni): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Spredaj (od leve proti desni): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (predsednik), Lucas D. Papademos (podpredsednik)

<sup>1</sup> Vključuje naloge varstva podatkov.

<sup>2</sup> Oddelek poroča neposredno Izvršilnemu odboru.



#### I.4 RAZŠIRJENI SVET ECB

Razširjeni svet ECB 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

2006 se je Razširjeni svet sestal šestkrat. Od januarja 2007 sta guvernerja Българска народна банка (bolgarska nacionalna banka) in Banca Națională a României člana Razširjenega sveta ECB. Potem ko sta podpisali pristopno pogodbo aprila 2005, sta guvernerja sodelovala na zasedanjih Razširjenega sveta kot opazovalca.

**Zadnja vrsta  
(z leve proti desni):**  
Zsigmond Járαι, Ivan Šramko,  
Nils Bernstein, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas, Guy Quaden,  
Stefan Ingves, Mario Draghi,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

**Srednja vrsta  
(z leve proti desni):**  
Erkki Liikanen, Axel A. Weber,  
Christian Noyer, Klaus Liebscher,  
Vitor Constāncio, John Hurley,  
Nout Wellink

**Sprednja vrsta  
(z leve proti desni):**  
Ilmārs Rimšēvičs, Michael C.  
Bonello, Miguel Fernández Ordóñez,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Christodoulos Christodoulou,  
Yves Mersch, Andres Lipstok

Opomba: Mervyn King



**Jean-Claude Trichet** predsednik ECB  
**Lucas D. Papademos** podpredsednik ECB  
**Leszek Balcerowicz** (do 10. januarja 2007)  
predsednik, Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein**  
guverner, Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello**  
guverner, Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana** (do 11. julija 2006)  
guverner, Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
guverner, Centralna banka Cipra  
**Vitor Constāncio** guverner, Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario** (do 15. januarja 2006)  
v. d. guvernerja, Banca d'Italia  
**Mario Draghi** (od 16. januarja 2006)  
guverner, Banca d'Italia  
**Miguel Fernández Ordóñez** (od 12. julija 2006)  
guverner, Banco de España  
**Nicholas C. Garganas**  
guverner, Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** guverner, Banka Slovenije  
**John Hurley** guverner, Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
**Stefan Ingves** guverner, Sveriges Riksbank  
**Mugur Constantin Isărescu** (od 1. januarja 2007)  
guverner, Banca Națională a României

**Ivan Iskrov** (od 1. januarja 2007)  
guverner, Българска народна банка  
(bolgarska narodna banka)  
**Zsigmond Járαι** (do 2. marca 2007)  
guverner, Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King** guverner, Bank of England  
**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  
**Guy Quaden** guverner, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** guverner, Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas** predsednik sveta, Lietuvos  
bankas  
**Sławomir Skrzypek** (od 11. januarja 2007)  
predsednik, Narodowy Bank Polski  
**András Simor** (od 3. marca 2007)  
guverner, Magyar Nemzeti Bank  
**Ivan Šramko** guverner, Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma** guverner, Česká národní banka  
**Axel A. Weber** predsednik, Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** predsednik, De Nederlandsche Bank

## I.5 ODBORI EUROSISTEMA/ESCB, PRORAČUNSKI ODBOR IN KONFERENCA O ČLOVEŠKIH VIRIH



Odbori Eurosistema/ESCB so tudi v letu 2006 veliko prispevali k izpolnjevanju nalog organov odločanja ECB. Na zahtevo Sveta in Izvršilnega odbora ECB so prispevali strokovno znanje in izkušnje s svojega področja pristojnosti ter olajšali proces odločanja. Članstvo v odborih je navadno omejeno na uslužbence centralnih bank Eurosistema. Vendar NCB držav članic, ki še niso uvedle eura, sodelujejo na zasedanjih odbora, kadar ta obravnava zadeve s področja pristojnosti Razširjenega sveta ECB. Po potrebi so lahko povabljeni tudi drugi pristojni organi, kakor so nacionalni nadzorni organi pri Odboru za bančni nadzor. Trenutno je 12 odborov Eurosistema/ESCB, vsi pa so bili ustanovljeni na podlagi člena 9 Poslovnika ECB.

Proračunski odbor, ki je bil ustanovljen po členu 15 Poslovnika ECB, pomaga Svetu ECB pri obravnavi vprašanj v zvezi s proračunom ECB. Konferenca o človeških virih je bila

ustanovljena leta 2005 na podlagi člena 9a Poslovnika ECB, in sicer kot forum za izmenjavo izkušenj, strokovnega znanja in informacij s področja upravljanja človeških virov med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB.

## I.6 UPRAVLJANJE ECB

Poleg organov odločanja ureditev ECB vključuje tudi več plasti zunanjskega in notranjega 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 se okrepilo javno zagotovilo glede neodvisnosti zunanjih revizorjev ECB, se uporablja načelo rotacije revizijskih družb.<sup>3</sup>

### PLASTI NOTRANJEGA NADZORA

Struktura notranjega nadzora v ECB je urejena funkcionalno. Vsaka organizacijska enota (oddelek, odsek, direktorat ali generalni direktorat) je sama odgovorna za notranji nadzor in učinkovitost upravljanja. V zvezi s tem organizacijske enote izvajajo postopke operativnega nadzora v okviru svojih pristojnosti in določajo sprejemljivo raven tveganja. Sklop pravil in postopkov, na primer, znan kot „kitajski zid“, preprečuje širjenje notranjih informacij iz oddelkov, odgovornih za izvajanje denarne politike, v oddelke, odgovorne za upravljanje deviznih rezerv in portfelja lastnih sredstev ECB. Poleg nadzora, ki ga izvaja vsaka organizacijska enota, različni odseki znotraj generalnega direktorata Kadrovska služba, proračun in organizacija spremljajo nadzorni proces in predlagajo izboljšave glede učinkovitosti identifikacije, ocene in zmanjšanja tveganj v ECB kot celoti.

Neodvisno od nadzorne strukture in spremljanja tveganj v ECB revizijske naloge opravlja direktorat Notranja revizija pod pristojnostjo Izvršilnega odbora. V skladu z nalogami in pooblastili, določenimi v Listini ECB o revidiranju<sup>4</sup>, notranji revizorji ECB za vsak primer posebej ocenijo primernost in učinkovitost sistema notranjega nadzora v ECB ter kakovost izpolnjevanja odgovornosti, zaupanih ECB. Notranje revizorje ECB usmerjajo mednarodni standardi strokovnega ravnanja pri notranjem revidiranju, ki jih je določil Inštitut notranjih revizorjev.

Odbor notranjih revizorjev, tj. odbor Eurosistema/ESCB, sestavljen iz predstojnikov oddelkov za notranjo revizijo pri ECB in NCB, je odgovoren za usklajevanje dejavnosti

revidiranja pri skupnih projektih in operativnih sistemih Eurosistema/ECB.

Da bi Svet ECB še naprej krepil okvir upravljanja ECB in Eurosistema, je sklenil, da bo aprila 2007 ustanovil revizijski odbor ECB, ki bo sestavljen iz treh njegovih članov.

### KODEKS RAUNANJA

V ECB veljajo trije kodeksi ravnanja. Prvi kodeks velja za člane Sveta ECB, ki so pri svojem delu dolžni varovati ugled in integriteto 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 tudi imenoval svetovalca, zadolženega, da njegovim članom daje smernice glede nekaterih vidikov poklicnega ravnanja. Drugi kodeks je Kodeks ravnanja ECB, 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 posredno ali neposredno izkoriščati notranjih informacij, do katerih imajo dostop, 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

3 Na podlagi razpisnega postopka iz leta 2002 je bila za zunanjega revizorja ECB imenovana družba KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft s petletnim mandatom v poslovnih letih 2003 do 2007.

4 Listina je objavljena na spletnem mestu ECB, zato da bi spodbujala preglednosti 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 Kadrovskih predpisov ECB, ki vsebujejo pravila o poklicnem ravnanju in poslovni skrivnosti, UL C 92, 16.4.2004, str. 31, in spletno mesto ECB.

banke.<sup>8</sup> Ta dopolnjuje prej omenjena kodeksa, ker določa podrobnejša etična merila, ki veljajo za člane Izvršilnega odbora. Izvršilni odbor je imenoval svetovalca za poklicno etiko, ki zagotavlja dosledno razlago teh pravil.

ter zagotavlja zaupnost nekaterih zadev, specifičnih za izvajanje nalog ECB.<sup>12</sup>

Leta 2006 je število zahtevkov za javni dostop ostalo omejeno.

### UKREPI ZA PREPREČEVANJE GOLJUFIJ

Evropski parlament in Svet EU sta leta 1999 sprejela uredbo<sup>9</sup> o preiskavah, da bi okrepila boj proti goljufijam, korupciji in drugim nezakonitim dejanjem, ki škodujejo finančnim interesom Evropskih skupnosti. Navedena uredba med drugim predvideva, da Evropski urad za boj proti goljufijam (OLAF) izvaja notranje preiskave sumov goljufij 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 Sklep<sup>10</sup> o pogojih za izvajanje notranjih preiskav urada OLAF v ECB, ki je začel veljati 1. julija 2004.

### DOSTOP JAVNOSTI DO DOKUMENTOV ECB

Sklep ECB o javnem dostopu do dokumentov ECB<sup>11</sup>, 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

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 goljufijam (OLAF), UL L 136, 31.5.1999, str. 1.

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 primeru 11/00 *Komisija proti Evropski centralni banki* ECR, I-7147.

11 UL L 80, 18.3.2004, str. 42.

12 V skladu z zavezo ECB glede odprtosti in preglednosti je bil leta 2006 na spletnem mestu ECB dodan nov oddelek z naslovom „Arhiv“, ki omogoča dostop do arhivske dokumentacije.

## 2 ORGANIZACIJSKI RAZVOJ

### 2.1 ČLOVEŠKI VIRI

#### STRUKTURA ZAPOSLENIH

Za leto 2006 je bilo skupno načrtovanih 1.343 delovnih mest v ekvivalentu polnega delovnega časa.<sup>13</sup> Leta 2005 je bilo takih delovnih mest 1.369,5, pri čemer je zmanjšanje za 26,5 delovnih mest posledica ocene ničelnega predračunavanja, opravljene leta 2005.

Vse zaposlovanje od zunaj 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.

Leta 2006 je ECB na začasna delovna mesta (na primer za nadomestitev zaposlenih na porodniškem, starševskem in neplačanem dopustu) zaposlila 99 oseb na podlagi kratkoročnih pogodb o zaposlitvi za manj kot eno leto (106 leta 2005).

Poleg tega je ECB za krajše obdobje zaposlila 93 strokovnjakov iz nacionalnih centralnih bank (vključno z Българска народна банка (bolgarsko centralno banko) in Banca Națională a României), drugih institucij EU in mednarodnih organizacij. Leta 2005 je bilo takih zaposlitev 80. Te kratkoročne zadolžitve dajejo uslužbencem ECB in NCB priložnost za izmenjavo izkušenj, kar krepi skupinski duh po vsem ESCB. Leta 2006 so prav tako še naprej prispevale k integraciji bolgarske nacionalne banke in Banca Banca Națională a României v ESCB.

Septembra 2006 se je ECB na podlagi dveletnih nespremenljivih pogodb pridružilo prvih šest udeležencev programa ECB za diplomante s široko izobrazbo, ki so pred kratkim diplomirali.

ECB je prav tako omogočila opravljanje prakse študentom in diplomantom ekonomije,

statistike, poslovne administracije, prava in prevajalstva. Leta 2006 je prakso v ECB opravljalo 173 oseb.

ECB je tudi podelila dve štipendiji v okviru programa „Wim Duisenberg Research Fellowship Programme”, ki je na voljo vodilnim ekonomistom, in pet štipendij mladim raziskovalcem v okviru svojega raziskovalnega programa „Lamfalussy Fellowship”.

#### NOTRANJA MOBILNOST

Notranja mobilnost omogoča zaposlenim razširiti strokovno znanje in povečuje sinergije med poslovnimi področji. Glede na to politika notranjega zaposlovanja, ki poudarja široko usposobljenost, spodbuja notranjo mobilnost zaposlenih. Poleg tega notranjo mobilnost spodbujajo tudi druge pobude, na primer izmenjave zaposlenih in začasne notranje preместitve na druga delovna mesta za nadomeščanje odsotnih sodelavcev. Leta 2006 je bilo na druga delovna mesta bodisi začasno ali dolgoročno notranje premeščenih več kot 80 zaposlenih, med njimi 15 menedžerjev in svetovalcev.

ECB je leta 2006 uvedla splošna načela mobilnosti, ki spodbujajo zaposlene, da zamenjajo delovno mesto po vsakih petih letih službovanja.

#### ZUNANJA MOBILNOST

Program pridobivanja zunanjih poklicnih izkušenj, ki ga izvaja ECB, omogoča napotitve zaposlenih v 27 nacionalnih centralnih bank ali v ustrezne mednarodne finančne institucije (npr. MDS in Banko za mednarodne poravnave) za obdobja od dveh do dvanajst mesecev. Leta 2006 je v navedenem programu sodelovalo 24 zaposlenih. Poleg tega je ECB odobrila neplačani dopust do 3 let 29 zaposlenim, ki so se zaposlili pri nacionalnih centralnih

<sup>13</sup> Na dan 31. decembra 2006 je bilo delovnih mest v ekvivalentu polnega delovnega časa dejansko 1.367. Ta razlika je predvsem posledica dejstva, da so bile za nadomestitev zaposlenih, ki so bili odsotni več kot 12 mesecev, sklenjene zaposlitve za določen čas, in da je ob koncu leta obstajal manjši presežek iz prestrukturiranja zaradi postopka ničelnega predračunavanja.

bankah, institucijah EU ali mednarodnih organizacijah.

### **UPRAVLJANJE RAZNOLIKOSTI**

ECB zaposluje ljudi iz 27 držav članic EU, zato v svoje prakse na področju človeških virov vključuje upravljanje raznolikosti, da bi se priznale individualne sposobnosti zaposlenih in se v celoti izkoristile pri doseganju ciljev ECB. Politika glede raznolikosti, ki jo je ECB uvedla leta 2005, se je začela uradno izvajati leta 2006. Upravljanje raznolikosti v ECB si prizadeva zagotoviti, da se vsi zaposleni obravnavajo spoštljivo in se upravljajo na podlagi zaslug.

### **KREPITEV ČLOVEŠKIH VIROV**

Poleg spodbujanja mobilnosti, vključno z rotacijo na vodilnih delovnih mestih, se strategija človeških virov osredotoča na razvoj vodilnih kadrov ECB. Zaposleni so svoje menedžerske in vodstvene veščine še naprej krepili z usposabljanjem in individualnim coachingom. Usposabljanje vodilnih delavcev je bilo osredotočeno na krepitev vodstvenih veščin, upravljanje uspešnosti in vodenje organizacijskih sprememb. Po začetku izvajanja strategije ECB glede raznolikosti leta 2006 se je začel izvajati program usposabljanja vodilnih delavcev o „dostojanstvu na delovnem mestu“.

Poleg tega so vodilni delavci sodelovali v letnem obveznem procesu pridobivanja povratnih informacij iz različnih virov, v okviru katerega neposredna poročila, sodelavci in zunanji stiki prepoznajo področja za osebni razvoj vodilnih delavcev. Te informacije se upoštevajo v letni oceni uspešnosti vodilnih delavcev. Individualni coaching se izvaja na podlagi rezultatov navedenega pridobivanja povratnih informacij.

ECB je leta 2006 uvedla „okvir svetovalnih delovnih mest“ (Advisory Positions Framework), ki zagotavlja vzporedno karierno strukturo poleg tradicionalne poslovodne strukture. Vloga svetovalca je zagotavljati tehnično ali politično strokovno znanje na visoki ravni, koordinacijo med organizacijami

in/ali svetovanje pri poslovanju glede širokega spektra tematskih področij.

Šest skupnih vrednot ECB (strokovnost, uspešnost in učinkovitost, poštenost, skupinski duh, preglednost in odgovornost ter delo za Evropo) je bilo nadalje vključenih v politike človeških virov, da bi se tako prenesle v vsakodnevno življenje in delovanje. Orodja in procesi za upravljanje človeških virov (npr. upravljanje uspešnosti, izbiranje in zaposlovanje kadrov, usposabljanje in razvoj) se bodo še naprej usklajevali s temi vrednotami.

Stalno pridobivanje in razvoj znanja, spretnosti in sposobnosti ostajata eden izmed temeljev strategije človeških virov ECB. Temeljno načelo je, da sta učenje in razvoj skupna odgovornost zaposlenih in institucije. ECB zagotovi proračunska sredstva in okvir usposabljanja, vodilni delavci opredelijo potrebe po usposabljanju, da bi pri zaposlenih zagotovili trajno visoko raven strokovnega znanja in veščin, ki so potrebne na njihovem trenutnem delovnem mestu, zaposleni pa so odgovorni za učenje in razvoj. Poleg številnih možnosti za notranje usposabljanje so zaposleni še naprej izkoriščali možnosti zunanjega usposabljanja, da bi zadovoljili posebne individualne potrebe po usposabljanju, ki so bolj „tehnične“ narave. Izkoristili so tudi možnosti za usposabljanje, organizirane kot skupni programi ESCB ali pa jih ponujajo NCB.

ECB je odobrila neplačani študijski dopust 10 zaposlenim in v okviru svoje politike sekundarnega usposabljanja (Secondary Training Policy) ponudila podporo 14 drugim, da bi pridobili kvalifikacijo, s katero bi svojo strokovno usposobljenost povečali na raven, višjo od tiste, ki jo zahteva njihovo trenutno delovno mesto.

### **KONFERENCA O ČLOVEŠKIH VIRIH IN SPREMLJANJE IZVAJANJA IZJAVE O POSLANSTVU EUROSISTEMA**

Da bi še naprej spodbujal sodelovanje in skupinski duh med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB pri upravljanju človeških virov, je Svet ECB leta 2005 ustanovil

Konferenco o človeških virih (HRC) in tako formaliziral dolgoletno sodelovanje med vodji kadrovskih oddelkov centralnih bank EU.

Dejavnosti HRC leta 2006 so zajemale različne vidike usposabljanja in razvoja zaposlenih, vključno s priložnostmi za skupne dejavnosti usposabljanja, kariernimi politikami, sistemi ocenjevanja delovne uspešnosti, politikami glede napotitev in postopki izbire. Delo HRC na tem področju bo razširjeno na razvoj ukrepov za spodbujanje izmenjave zaposlenih.

HRC je prav tako izmenjala informacije o stroških za zaposlene in skupaj z Odborom za komunikacije Eurosistema/ESCB predlagala celovit okvir za obravnavo glavnih tem, zajetih v izjavi o poslanstvu Eurosistema, strateških namenov in organizacijskih načel v skupnih programih Eurosistema/ESCB za uvajanje zaposlenih.

## 2.2 NOVI PROSTORI ECB

Nadaljeval se je napredek v načrtovanju novih prostorov ECB. Po optimizaciji zmagovalne oblikovne zasnove biroja COOP

HIMMELB(L)AU na podlagi pregledanih funkcionalnih, prostorskih in tehničnih zahtev in nižjih stroškov gradnje, je projekt v letu 2006 prešel v fazo načrtovanja. Ta faza zajema:

- pripravo in izvedbo potrebnih postopkov javnega razpisa za dodeljevanje javnih naročil za storitve načrtovalcev, izvedencev, arhitektov, inženirjev in gradbenih podjetij, ki bodo sodelovali pri načrtovanju in gradnji prostorov;
- predložitev načrtov organom mesta Frankfurt za pridobitev potrebnih gradbenih dovoljenj in pregled skladnosti načrtov z veljavnimi gradbenimi predpisi, kot so zakon o gradnji objektov, požarna varnost ter zdravstveni in varnostni standardi;
- pripravo posodobljenega izračuna stroškov za potrditev skupnega okvira stroškov (500 milijonov EUR za gradbene stroške in 850 milijonov EUR skupnih investicijskih stroškov na podlagi cen iz leta 2005);
- pripravo podrobnih načrtov za oblikovno zasnovo na podlagi gradbenih specifikacij in kakovostnega gradbeništva.



V skladu s tem so arhitekti predložili idejni projekt, ki je vseboval več sprememb optimizirane oblikovne zasnove. Prvič, nebotičnik in vhodna stavba, ki bo povezovala Grossmarkthalle z nebotičnikom, sta pomaknjena nekoliko na zahod, v skladu s specifikacijami organov za spomeniško varstvo. Drugič, predvidene funkcije prostorov Grossmarkthalle so bile spremenjene na podlagi zahtev spomeniškega varstva in prostorskih zahtev. Tretjič, fasada nebotičnika je z izboljšanjem zaščite pred soncem energetsko učinkovitejša. Preoblikovana je bila tudi zasnova ureditve krajine, v katero so vgrajeni varnostni ukrepi. Končno, spremenjena je bila oblika vrha nebotičnika, pri čemer nova poševna streha izboljšuje celotno obliko in jasnost stavbe v njenem urbanem kontekstu.

Mesto Frankfurt je v sodelovanju z ECB nadaljevalo pripravo pravno obvezujočega načrta uporabe zemljišča za nove prostore. V zvezi s tem so med letom potekali različni sestanki z mestnimi organi. Proces pridobivanja gradbenih dovoljenj naj bi se po pričakovanjih končal ob koncu oktobra 2007, kakor je bilo načrtovano. Gradnja naj bi se po predvidevanjih začela v začetku leta 2008, konec gradnje pa je predviden za konec leta 2011.

Zgrajen bo tudi spominski in informacijski prostor v spomin na vlogo Grossmarkthalle pri deportaciji judovskih državljanov. Delovna skupina, ki jo sestavljajo predstavniki mesta Frankfurt, frankfurtske judovske skupnosti in ECB, trenutno pripravlja mednarodni natečaj za oblikovanje tega spominskega in informacijskega prostora. Natečaj naj bi se predvidoma začel leta 2007.



### 3 SOCIALNI DIALOG V ESCB

Socialni dialog ESCB je posvetovalni forum, ki vključuje ECB in predstavnike zaposlenih iz skoraj vseh centralnih bank ESCB in evropskih sindikalnih združenj<sup>14</sup>. Njegov namen je zagotoviti izmenjavo informacij in mnenj o vprašanjih, ki lahko pomembno vplivajo na položaj zaposlovanja v centralnih bankah ESCB.

Leta 2006 sta bila v okviru socialnega dialoga v ESCB izvedena dva sestanka, in sicer junija in decembra. Poleg vprašanj v zvezi s proizvodnjo in obtokom bankovcev, plačilnimi sistemi (TARGET2) in finančnim nadzorom, ki so redne teme socialnega dialoga, se je razpravljalo o izvajanju ukrepov, povezanih z izjavo o poslanstvu Eurosistema, strateških namenih in organizacijskih načelih ter njihovem vplivu na vsakodnevno delo zaposlenih v Eurosistemu. Predstavniki zaposlenih so bili prav tako seznanjeni z delom Konference o človeških virih.

ECB je tudi leta 2006 dvakrat na leto izdala glasilo, s katerim je predstavnike zaposlenih seznanila z najnovejšim dogajanjem na zgoraj navedenih področjih.

Na decembrskem sestanku so se obravnavale dodatne možnosti za izboljšanje socialnega dialoga v ESCB, ECB in evropska sindikalna združenja pa so v zvezi s tem dosegli dogovor. Vzpostavljen je bil mehanizem, s katerim je mogoče predstavnike zaposlenih v zgodnji fazi obveščati o vprašanjih, ki jih bo obravnaval Svet ECB in so pomembna za socialni dialog.

Na povabilo združenj sindikatov se je ECB udeležila tudi dveh seminarjev o odnosih med delojemalci in delodajalci ter korporativni kulturi, ki sta bila namenjena predvsem predstavnikom zaposlenih iz NCB držav članic, ki so v EU vstopile maja 2004 in januarja 2007.

<sup>14</sup> Stalni odbor sindikatov evropskih centralnih bank (Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU), mednarodno združenje sindikatov UNI-Finance in Evropska federacija sindikatov javnih služb (European Federation of Public Service Unions – EPSU).

## 4 LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB

# POROČILO POSLOVODSTVA ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2006

## 1 NARAVA POSLOVANJA

Dejavnosti ECB v letu 2006 so podrobno opisane v ustreznih poglavjih Letnega poročila.

## 2 CILJI IN NALOGE

Cilji in naloge ECB so opisane v Statutu ESCB (člena 2 in 3). Ti cilji so na kratko predstavljeni tudi v predgovoru predsednika k Letnemu poročilu.

## 3 KLJUČNI VIRI, TVEGANJA IN POSTOPKI

### UPRAVLJANJE ECB

Upravljanje ECB je obravnavano v poglavju 8 Letnega poročila.

### ČLANI IZVRŠILNEGA ODBORA

Za člane Izvršilnega odbora se imenujejo osebe 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 voditeljev držav ali vlad.

Pogoje za zaposlitev članov 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.

### ZAPOSLENI

Povprečno število zaposlenih v ECB (v ekvivalentu polnega delovnega časa) po pogodbi za nedoločen ali določen čas se je povečalo s 1.331 v letu 2005 na 1.360 v letu 2006. Ob koncu leta je število zaposlenih znašalo 1.367. To področje je podrobneje obravnavano v pojasnilih k izkazu poslovnega izida 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 njenega 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 poglavju 2 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, tako 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. Izkazi se objavijo potem, ko jih odobri 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 jeni 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. Tako je bil na dan 31. decembra 2005 v teh rezervacijah zabeležen znesek v višini 992 milijonov EUR. Na dan 31. decembra 2006 je bilo zabeleženih dodatnih 1.379 milijonov EUR, tako da se je velikost rezervacij povečala na 2.371 milijonov EUR, čisti dobiček pa se je enako kot leta 2005 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 potrebnost teh rezervacij se ugotavljata letno.

### POSLOVNI IZID ZA LETO 2006

Če se leta 2006 rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu ne bi povečale, bi čisti dobiček ECB znašal 1.379 milijonov EUR.

Leta 2006 se je zaradi apreciacije eura do japonskega jena znižala eurska knjigovodska vrednost imetij ECB v jeni za okrog 0,6 milijarde EUR, kar se je v izkazu poslovnega izida priznalo kot odhodek.

V letu 2006 so se neto obrestni prihodki v primerjavi z letom 2005 (1.270 milijonov EUR) povečali na 1.972 milijonov EUR predvsem (a) zaradi povečanja 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, ter (b) zaradi dviga dolarskih obrestnih mer.

Neto realizirani prihodki iz finančnih sredstev so se leta 2006 v primerjavi s prejšnjim letom povečali s 149 milijonov EUR na 475 milijonov EUR. Povečanje je posledica depreciacije eura do zlata ter povečanega obsega prodaje zlata v letu 2006. 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 348 milijonov EUR v letu 2005 na 361 milijonov EUR v letu 2006.

Stroški dela so se zvišali predvsem zaradi povečanja povprečnega števila zaposlenih med letom ter višjih pokojninskih stroškov v letu 2006. Denarna nadomestila članom Izvršilnega odbora ECB so znašala 2,2 milijona EUR (2005: 2,1 milijona EUR).

## BILANCA STANJA NA DAN 31. DECEMBER 2006

AKTIVA	ŠT. POJASNILA	2006 EUR	2005 EUR
<b>Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>1</b>	<b>9.929.865.976</b>	<b>10.064.527.857</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>		
Terjatve do MDS		414.768.308	170.162.349
Računi pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, tuja posojila in druge terjatve do tujine		29.313.377.277	31.062.557.242
		<b>29.728.145.585</b>	<b>31.232.719.591</b>
<b>Terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>	<b>2.773.828.417</b>	<b>2.908.815.389</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v evrih</b>	<b>3</b>		
Računi pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila		4.193.677	13.416.711
<b>Druge terjatve do kreditnih institucij euroobmočja v eurih</b>	<b>4</b>	<b>33.914</b>	<b>25.000</b>
<b>Terjatve znotraj Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Terjatve, povezane z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema		50.259.459.435	45.216.783.810
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)		3.545.868.495	5.147.038.409
		<b>53.805.327.930</b>	<b>50.363.822.219</b>
<b>Druga sredstva</b>	<b>6</b>		
Opredmetena osnovna sredstva		175.180.989	175.237.902
Druga finančna sredstva		8.220.270.389	6.888.490.580
Razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov		29.518.315	0
Aktivne časovne razmejitev		1.094.509.354	679.603.366
Razno		5.580.697	4.397.807
		<b>9.525.059.744</b>	<b>7.747.729.655</b>
<b>Skupna aktiva</b>		<b>105.766.455.243</b>	<b>102.331.056.422</b>

PASIVA	ŠT. POJASNILA	2006 EUR	2005 EUR
<b>Bankovci v obtoku</b>	<b>7</b>	<b>50.259.459.435</b>	<b>45.216.783.810</b>
<b>Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>8</b>	<b>1.065.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>9</b>	<b>105.121.522</b>	<b>649.304.896</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>10</b>		
Vloge, stanja in druge obveznosti		330.955.249	855.933.000
<b>Obveznosti znotraj Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Obveznosti, ustrezne prenosu deviznih rezerv		39.782.265.622	39.782.265.622
<b>Druge obveznosti</b>	<b>12</b>		
Pasivne časovne razmejitev		1.262.820.884	919.344.079
Razno		899.170.800	632.012.224
		<b>2.161.991.684</b>	<b>1.551.356.303</b>
<b>Rezervacije</b>	<b>13</b>	<b>2.393.938.510</b>	<b>1.027.507.143</b>
<b>Računi prevrednotenja</b>	<b>14</b>	<b>5.578.445.671</b>	<b>8.108.628.098</b>
<b>Kapital in rezerve</b>	<b>15</b>		
Kapital		4.089.277.550	4.089.277.550
<b>Presežek prihodkov nad odhodki tekočega leta</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Skupna pasiva</b>		<b>105.766.455.243</b>	<b>102.331.056.422</b>

## IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2006

	ŠT. POJASNILA	2006 EUR	2005 EUR
Obrestni prihodki od deviznih rezerv		1.318.243.236	889.408.789
Obrestni prihodki iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema		1.318.852.000	868.451.848
Drugi obrestni prihodki		2.761.697.060	1.794.267.421
<i>Obrestni prihodki</i>		<i>5.398.792.296</i>	<i>3.552.128.058</i>
Obrestovanje terjatev NCB v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami		(965.331.593)	(710.160.404)
Drugi obrestni odhodki		(2.461.625.254)	(1.572.338.709)
<i>Obrestni odhodki</i>		<i>(3.426.956.847)</i>	<i>(2.282.499.113)</i>
<b>Neto obrestni prihodki</b>	<b>20</b>	<b>1.971.835.449</b>	<b>1.269.628.945</b>
Realizirani prihodki/odhodki iz finančnih sredstev	21	475.380.708	149.369.135
Zmanjšanje knjigovodske vrednosti finančnih sredstev in pozicij	22	(718.467.508)	(97.494.081)
Prenos v/črpanje rezervacij za tečanja in cenovna tveganja		(1.379.351.719)	(992.043.443)
<b>Neto rezultat finančnih sredstev, zmanjšanja knjigovodske vrednosti in rezervacij za tveganja</b>		<b>(1.622.438.519)</b>	<b>(940.168.389)</b>
<b>Neto odhodki iz provizij</b>	<b>23</b>	<b>(546.480)</b>	<b>(182.373)</b>
<b>Prihodek iz lastniških vrednostnih papirjev in udeležb v drugih družbah</b>	<b>24</b>	<b>911.866</b>	<b>853.403</b>
<b>Drugi prihodki</b>	<b>25</b>	<b>11.407.583</b>	<b>17.428.558</b>
<b>Skupaj neto prihodki</b>		<b>361.169.899</b>	<b>347.560.144</b>
Stroški dela	26	(160.847.043)	(153.048.314)
Upravni stroški	27	(166.426.595)	(158.457.219)
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev		(29.162.141)	(31.888.637)
Storitve tiskanja bankovcev	28	(4.734.120)	(4.165.974)
<b>Presežek prihodkov nad odhodki tekočega leta</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Frankfurt na Majni, 27. februar 2007

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, denominiranih 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, denominiranimi v tuji valuti, se izračunajo in knjižijo 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. Uporaba te spremembe v računovodskih usmeritvah za nazaj, za predhodna obdobja, ni možna.

## 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 evidentira ena sama razlika zaradi vrednotenja, ki temelji na ceni za unčo

- 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.
- 2 Te usmeritve so skladne z določbami člena 26.4 Statuta ESCB, ki zahtevajo usklajen pristop k pravilom, ki urejajo računovodenje in finančno poročanje operacij Eurosistema.



zlata v eurih. Za leto, končano 31. decembra 2006, je bila ta cena določena na podlagi tečaja EUR/USD na dan 29. decembra 2006.

### VREDNOSTNI PAPIRJI

Vsi tržni vrednostni papirji in podobna sredstva se vrednotijo po srednjih tržnih cenah na datum bilance stanja, in sicer vsak vrednostni papir posebej. Za leto, ki se je končalo 31. decembra 2006, so bile uporabljene srednje tržne cene, ki so veljale na dan 29. decembra 2006. Netržni vrednostni papirji se vrednotijo po nabavni vrednosti.

### 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 nasprotne 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 2006 ECB ni prejela nobenega zavarovanja v obliki gotovine za obdobje trajanja takšnih transakcij.

### ZABILANČNI INSTRUMENTI

Instrumenti v tuji valuti, tj. termenske 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 o obrestni meri se evidentirajo v izkazu poslovnega izida. Vrednotenje terminskih transakcij z vrednostnimi papirji 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 – transevropskega sistema bruto poravnave v realnem času (glej Poglavlje 2) –, nastanejo dvostranski saldi na računih med tistimi centralnimi bankami EU, ki so povezane v TARGET. Ti dvostranski saldi se dnevno dodelijo ECB, posamezni NCB pa ostane samo ena neto dvostranska pozicija do ECB. Ta pozicija v knjigah ECB predstavlja neto terjatve ali obveznost vsake NCB 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 povezavi 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 (Danmarks Nationalbank in Bank of England) pri ECB in izhajajo iz njihovega sodelovanja v sistemu TARGET, se razkrijejo pod „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”. Na dan 31. decembra 2006 je Sveriges Riksbank prenehala sodelovati v sistemu TARGET.

### 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 dobe koristnosti sredstva, kakor sledi:

Računalniki, in strojna/programska oprema ter motorna vozila	4 leta
Oprema, pohištvo in tehnična infrastruktura	10 let
Kapitalizirani izdatki za zgradbe in obnovo	25 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 se zagotovil popoln odpis teh sredstev pred selitvijo ECB v novo stavbo.

### POKOJNINSKI NAČRT IN DRUGI POZAPOSLITVENI 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,

prilagojena za nepriznane aktuarske dobičke ali izgube.

Obvezo za določene prejemke letno izračunajo neodvisni aktuarji z uporabo metode predvidene pomembnosti enot. Njena sedanja vrednost se določi z diskontiranjem ocenjenih prihodnjih denarnih tokov 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 službovanja zaposlencev v poslovnem letu;
- (b) obresti od obveze za določene prejemke po diskontni stopnji;
- (c) pričakovani donos sredstev načrta; ter
- (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 tehle velikosti, (a) 10% sedanje vrednosti obveze za določene prejemke in (b) 10% poštene vrednosti sredstev načrta, se amortizirajo med pričakovano povprečno preostalo delovno dobo 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. Pričakovani stroški teh prejemkov se izračunajo na podlagi trajanja mandata/zaposlitve člana Izvršilnega odbora/zaposlenca 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 se v računovodskih izkazih ustvari ustrezna obveznost.

#### BANKOVCI V OBTOKU

ECB in 12 nacionalnih centralnih bank euroobmočja, ki skupaj tvorijo Eurosistem, izdajajo eurobankovce<sup>3</sup>. Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku se centralnim bankam Eurosistema razdeli zadnji delovni dan v mesecu v skladu s ključem za razdelitev bankovcev<sup>4</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 eurobankovcev je krit s terjatvami do NCB. Te terjatve, ki se obrestujejo<sup>5</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

3 Sklep ECB/2001/15 z dne 6. decembra 2001 o izdajanju eurobankovcev, UL L 337, 20.12.2001, str. 52, z vsemi spremembami.

4 „Ključ za razdelitev bankovcev“ pomeni odstotke, ki izhajajo iz upoštevanja deleža ECB v skupni izdaji eurobankovcev in uporabe ključa vpisanega kapitala na deležu NCB v tej skupni količini.

5 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.

prihodki". Do leta 2005 se je ta prihodek posebej razdelil NCB v obliki vmesne razdelitve po koncu vsakega četrtertletja<sup>6</sup>. Svet ECB je odločil, da od leta 2006 dalje ta prihodek zapade v plačilo v poslovnem letu, v katerem nastane, razdeli pa se drugi delovni dan naslednjega leta<sup>7</sup>. Razdeli se v celoti, razen če čisti dobiček ECB tekočega leta ni 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 ter njegovem zmanjšanju za stroške, 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 Wirtschaftsprüfungsgesellschaft imenuje za zunanjega revizorja ECB za obdobje petih let do konca poslovnega leta 2007.

- 6 Sklep ECB/2002/9 z dne 21. novembra 2002 o razdelitvi prihodka Evropske centralne banke iz naslova eurobankovcev v obtoku med nacionalne centralne banke sodelujočih držav članic, UL L 323, 28.11.2002, str. 49.
- 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. Ta sklep je razveljavil Sklep ECB/2002/9.

## POJASNILA K BILANCI STANJA

### 1 ZLATO IN TERJATVE V ZLATU

Na dan 31. decembra 2006 je imela ECB 20,6 milijona unč čistega zlata (2005: 23,1 milijona unč). Zmanjšanje je posledica prodaj zlata v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu z dne 27. septembra 2004, ki ga je podpisala tudi ECB. Zmanjšanje vrednosti tega imetja v eurih zaradi teh prodaj se je delno izravnalo zaradi precejšnjega povečanja cene zlata v letu 2006 (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 2006. 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

Te terjatve obsegajo račune pri bankah in posojila v tuji valuti ter naložbe v vrednostne papirje, denominirane v ameriških dolarjih in japonskih jenih, kakor sledi:

<i>Terjatve do nerezidentov euroobmočja</i>	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	1.388.630.590	5.149.756.962	(3.761.126.372)
Vloge na denarnem trgu	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Pogodbe o povratni prodaji	330.983.321	1.306.216.228	(975.232.907)
Naložbe v vrednostne papirje	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
Skupaj	29.313.377.277	31.062.557.242	(1.749.179.965)

<i>Terjatve do rezidentov euroobmočja</i>	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	18.535	25.019	(6.484)
Vloge na denarnem trgu	2.621.949.594	2.908.790.370	(286.840.776)
Pogodbe o povratni prodaji	151.860.288	0	151.860.288
Skupaj	2.773.828.417	2.908.815.389	(134.986.972)

Zmanjšanje teh stanj v letu 2006 je predvsem posledica oslabitve ameriškega dolarja in v manjši meri japonskega jena do eura (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

Neto devizna imetja ECB<sup>8</sup> v ameriških dolarjih in japonskih jenih na dan 31. decembra 2006 so bila naslednja:

	(v milijonih denarnih enot)
Ameriški dolar	35.000
Japonski jen	856.308

8 Neto sredstva, denominirana v zadevni tuji valuti, se prevrednotijo zaradi spremembe deviznega tečaja. Vključijo se pod postavke „Terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „Terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „Aktivne časovne razmejitve”, „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti” in „Pasivne časovne razmejitve”, tudi ob upoštevanju valutnih terminkskih transakcij in zamenjav v zabilančnih postavkah. Prihodki prevrednotenja zaradi sprememb cen vrednostnih papirjev v tuji valuti niso vključeni.

### 3 TERJATVE DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

Na dan 31. decembra 2006 so te terjatve vključevale bančne vloge pri nerezidentih euroobmočja.

### 4 DRUGE TERJATVE DO KREDITNIH INSTITUCIJ EUROOBMOČJA V EURIH

Na dan 31. decembra 2006 so te terjatve vključevale bančne vloge pri rezidentih euroobmočja.

	2006 EUR	2005 EUR
Terjatve do NCB euroobmočja iz naslova TARGET	83.764.470.700	75.906.443.905
Obveznosti do NCB euroobmočja iz naslova TARGET	(80.218.602.205)	(71.393.877.603)
Neto stanje TARGET	3.545.868.495	4.512.566.302
Terjatve/obveznosti do NCB euroobmočja v zvezi z vmesno razdelitvijo prihodka ECB iz bankovcev	0	634.472.107
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)	3.545.868.495	5.147.038.409

### 5 TERJATVE ZNOTRAJ EUROSISTEMA

#### TERJATVE V POVEZAVI Z RAZDELITVIJO EUROBANKOVCEV ZNOTRAJ EUROSISTEMA

Ta postavka vključuje terjatve ECB do NCB 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, ki jih imajo NCB euroobmočja do ECB, in zneske v zvezi z vmesnimi razdelitvami prihodka ECB iz bankovcev. Na dan 31. decembra 2005 je obveznost NCB euroobmočja v zvezi z vmesnimi razdelitvami prihodka ECB iz bankovcev znašala 634 milijonov EUR. Ta znesek je predstavljal vmesne razdelitve tega prihodka nacionalnim centralnim bankam euroobmočja v prvih treh četrletjih leta, ki pa so bile kasneje preklicane. Te vmesne razdelitve so prenehale z letom 2006 (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam in pojasnilo 20, „Neto obrestni prihodki”).

### 6 DRUGA SREDSTVA

#### OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA

Na dan 31. decembra 2006 so ta sredstva obsegala naslednje glavne postavke:

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
<b>Nabavna vrednost</b>			
Zemljišča in zgradbe	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Računalniška strojna in programska oprema	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	26.670.476	26.238.407	432.069
Sredstva v gradnji in izdelavi	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Druga osnovna sredstva	1.232.143	1.126.210	105.933
<b>Skupaj nabavna vrednost</b>	<b>374.538.759</b>	<b>345.502.425</b>	<b>29.036.334</b>

<b>Nabrana amortizacija</b>	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Zemljišča in zgradbe	(39.696.727)	(29.694.172)	(10.002.555)
Računalniška strojna in programska oprema	(135.057.096)	(117.129.048)	(17.928.048)
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	(24.471.251)	(23.308.719)	(1.162.532)
Druga osnovna sredstva	(132.696)	(132.584)	(112)
<b>Skupaj nabrana amortizacija</b>	<b>(199.357.770)</b>	<b>(170.264.523)</b>	<b>(29.093.247)</b>
<b>Neto knjigovodska vrednost</b>	<b>175.180.989</b>	<b>175.237.902</b>	<b>(56.913)</b>

Povečanje nabavne vrednosti postavke „Zemljišča in zgradbe” se pretežno nanaša na nakup nove uradne rezidence za predsednike ECB decembra 2006. Prvotna rezidenca, kupljena leta 2001, je bila prodana januarja leta 2007.

Povečanje postavke „Sredstva v gradnji in izdelavi” se pretežno nanaša na začetna dela na lokaciji nove stavbe 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:

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Vrednostni papirji v eurih	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Pogodbe o povratni prodaji v eurih	874.669.464	1.136.043.600	(261.374.136)
Druga finančna sredstva	42.187.167	42.190.637	(3.470)
<b>Skupaj</b>	<b>8.220.270.389</b>	<b>6.888.490.580</b>	<b>1.331.779.809</b>

(a) Vrednostni papirji, denominirani v eurih, in pogodbe o povratni prodaji v eurih predstavljajo naložbe lastnih sredstev ECB (glej pojasnilo 12, „Druge obveznosti”). Povečanje imetij v vrednostnih papirjih se pretežno nanaša na naložbo v portfelj lastnih sredstev protipostavke rezervacij ECB za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu, ki jih je ECB oblikovala leta 2005.

(b) ECB ima 3.211 delnic Banke za mednarodne poravnave (BIS), ki so v bilanco stanja vključene po nakupni ceni 41,8 milijona EUR.

## RAZLIKE ZARADI PREVREDNOTENJA ZABILANČNIH INSTRUMENTOV

Ta postavka vključuje razlike zaradi prevrednotenja valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti, nedospelih na dan 31. decembra 2006 (glej pojasnilo 19, „Valutne zamenjave in terminske transakcije v tuji valuti”). Te razlike izhajajo iz prevedbe takšnih transakcij v euro po tečajih, ki so veljali na datum bilance stanja, v primerjavi z zneski v eurih, v katerih so te transakcije izkazane v knjigah (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE

V letu 2005 so se natečene obresti od terjatev ECB v povezavi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam) poročale v bruto zneskih pod „Aktivne časovne razmejitve” in „Pasivne časovne razmejitve”. Te obresti se sedaj prikazujejo v neto zneskih pod „Aktivne časovne razmejitve”, kar naj bi bolje odražalo ekonomsko realnost. Za zagotovitev primerljivosti se je 412.341.791 EUR (v bilanci stanja za poslovno leto 2005 prikazanih pod „Pasivne časovne razmejitve”) prerazporedilo v „Aktivne časovne razmejitve”, pri čemer sta se salda obeh pozicij ustrezno zmanjšala.

Ta postavka vključuje tudi natečene obresti, vključno z amortizacijo diskontov, od vrednostnih papirjev in drugih finančnih sredstev.

## RAZNO

V to postavko je vključena 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), ki jih ECB uporablja za zavarovanje plačil EBA, poravnanih prek sistema TARGET.

## 9 OBVEZNOSTI DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

Te obveznosti predstavljajo predvsem stanja, ki jih imajo nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pri ECB in izhajajo iz transakcij prek sistema TARGET (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. V letu 2006 ni bilo prilagoditev.

Ta stanja se obrestujejo po zadnji razpoložljivi mejni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema, ki je prilagojena tako, da odraža ničelno stopnjo donosa zlata (glej pojasnilo 20, „Neto obrestni prihodki”).

	Kapitalski ključ %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banka Grčije	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
<b>Skupaj</b>	<b>71,4908</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 DRUGE OBVEZNOSTI

Ta postavka pretežno vključuje obresti, plačljive nacionalnim centralnim bankam iz naslova njihovih terjatev v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami (glej pojasnilo 11, „Obveznosti znotraj Eurosistema”). Obsega tudi (a) druge pasivne časovne razmejitve, vključno z amortizacijo premij kuponskih obveznic, in nedospele pogodbe o povratnem nakupu v višini



772 milijonov EUR, ki so bile sklenjene v okviru upravljanja lastnih sredstev ECB (glej pojasnilo 6, „Druga sredstva”), ter (b) neto obveznost v zvezi s pokojninsko obvezo ECB.

### 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:

	2006 v milijonih EUR	2005 v milijonih EUR
Sedanja vrednost obveze	258,5	223,5
Poštena vrednost sredstev načrta	(195,3)	(161,2)
Nepriznani aktuarski dobički/(izgube)	17,3	6,5
Obveznost, priznana v bilanci stanja	80,5	68,8

Sedanja vrednost obveze vključuje tudi obvezo v višini 32,6 milijona EUR (2005: 30,4 milijona EUR) iz naslova pokojnin članov Izvršilnega odbora in rezervacij za invalidnine zaposlenecv, ki se financirajo brez skladov.

Zneski, priznani v izkazu poslovnega izida za leti 2006 in 2005 v zvezi s „Stroški sprotnega službovanja”, „Obrestmi od obveze za določene prejemke” in „Pričakovanim donosom sredstev načrta”, so naslednji:

	2006 v milijonih EUR	2005 v milijonih EUR
Stroški sprotnega službovanja	27,3	24,6
Obresti od obveze	6,8	6,2
Pričakovani donos sredstev načrta	(6,7)	(5,2)
Neto aktuarski (dobički)/izgube, priznani v letu	0	0
Skupaj, vključeno med „Stroške dela“	27,4	25,6

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 2006 niso priznali aktuarski dobički.

Spremembe v sedanji vrednosti obveze za določene prejemke so naslednje:

	2006 v milijonih EUR	2005 v milijonih EUR
Začetna obveza za določene prejemke	223,5	178,5
Stroški službovanja	27,3	24,6
Stroški obresti	6,8	6,2
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	10,4	9,3
Druge neto spremembe v obveznostih, povezane s prispevki udeležencev načrta	3,7	6,1
Plačani prejemki	(2,6)	(2,2)
Aktuarski (dobički)/izgube	(10,6)	1,0
Končna obveza za določene prejemke	258,5	223,5

Spremembe v pošteni vrednosti sredstev načrta so naslednje:

	2006 v milijonih EUR	2005 v milijonih EUR
Začetna poštena vrednost sredstev načrta	161,2	120,2
Pričakovani donos	6,7	5,2
Aktuarski dobički/(izgube)	0,2	7,5
Prispevki, ki jih plača delodajalec	15,4	14,7
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	10,3	9,3
Plačani prejemki	(2,2)	(1,8)
Druge neto spremembe v sredstvih, povezane s prispevki udeležencev načrta	3,7	6,1
Končna poštena vrednost sredstev načrta	195,3	161,2

Pri vrednotenju postavk iz tega pojasnila so aktuarji uporabili predpostavke, ki jih je za namen računovodstva in razkritij sprejel Izvršilni odbor.

Glavne predpostavke, ki so jih aktuarji uporabili pri izračunu obveznosti iz pokojninskega načrta

zaposlencev, so naslednje. Aktuarji za izračun letne bremenitve izkaza poslovnega izida uporabijo pričakovano stopnjo donosa sredstev načrta.

	2006 %	2005 %
Diskontna stopnja	4,60	4,10
Pričakovani donos sredstev načrta	6,00	6,00
Prihodnja rast plač	2,00	2,00
Prihodnja rast pokojnin	2,00	2,00

### 13 REZERVACIJE

Ob upoštevanju velike izpostavljenosti ECB tečajnim, obrestnim in cenovnim tveganjem pri zlatu ter velikosti računov prevrednotenja je Svet ECB sklenil, da je primerno oblikovati rezervacije za zaščito pred temi tveganji. Tako se je na dan 31. decembra 2005 v teh rezervacijah zabeležil znesek v višini 992 milijonov EUR. Na dan 31. decembra 2006 se je zabeležilo dodatnih 1.379 milijonov EUR, tako da se je velikost rezervacij povečala na 2.371 milijonov EUR, čisti dobiček pa, enako kot leta 2005, 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 ugotavlja letno na podlagi ocene ECB o svoji prihodnji izpostavljenosti tečajnim tveganjem, obrestnim tveganjem in cenovnim tveganjem pri zlatu. Ta ocena temelji na splošno sprejetih metodah za ocenjevanje finančnih tveganj.

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 rezerve iz prevrednotenja, ki izhajajo iz nerealiziranih prihodkov od sredstev in obveznosti.

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Zlato	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Tuja valuta	701.959.896	3.737.934.137	(3.035.974.241)
Vrednostni papirji	14.909.786	8.234.660	6.675.126
<b>Skupaj</b>	<b>5.578.445.671</b>	<b>8.108.628.098</b>	<b>(2.530.182.427)</b>

Pri prevrednotenju ob koncu leta so se uporabili naslednji devizni tečaji:

Devizni tečaji	2006	2005
USD za EUR	1,3170	1,1797
JPY za EUR	156,93	138,90
EUR za SDR	1,1416	1,2099
EUR za unčo čistega zlata	482,688	434,856

### 15 KAPITAL IN REZERVE

#### KAPITAL

Vpisani kapital ECB znaša 5,565 milijarde EUR. Vplačani kapital znaša 4,089 milijarde EUR. Nacionalne centralne banke euroobmočja so v celoti vplačale svoj delež kapitala v višini 3,978 milijarde EUR (v letu 2006 ni bilo sprememb), kakor sledi:<sup>9</sup>

	Kapitalski ključ %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banka Grčije	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
<b>Skupaj</b>	<b>71,4908</b>	<b>3.978.226.562</b>

<sup>9</sup> Posamezni zneski so zaokroženi na najbližji euro. Mogoče je, da se vsote v tabelah v tem razdelku ne izidejo zaradi zaokroževanja.

Trinajst nacionalnih centralnih bank zunaj euroobmočja mora kot svoj prispevek k stroškom poslovanja ECB vplačati 7% svojega deleža vpisanega kapitala. Skupaj z zneski, prejetimi od desetih novih NCB zunaj euroobmočja, je ta prispevek konec leta 2006 znašal 111.050.988 EUR, enako kot konec leta 2005. 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.

Nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja so vplačale naslednje zneske:

	Kapitalski ključ %	EUR
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Centralna banka Cipra	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
<b>Skupaj</b>	<b>28,5092</b>	<b>111.050.988</b>

## 16 DOGODKI PO DATUMU BILANCE STANJA

### SPREMEMBE KLJUČA ZA VPIS KAPITALA ECB

#### OZADJE

Na podlagi člena 29 Statuta ESCB se deleži NCB v ključu za vpis kapitala ECB ponderirajo glede na delež zadevne države v celotnem prebivalstvu in v BDP Evropske unije, pri čemer sta si deleža enakovredna, Evropski centralni banki pa ju sporoči Evropska komisija. Ti ponderji se prilagodijo vsakih pet let ali ob pridružitvi nove 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 Evropske centralne banke, so se deleži ključa za vpis kapitala nacionalnih centralnih bank 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 dalje %
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
Banka Grčije	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 (Българска народна банка)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Ina banka Cipra	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>

## VSTOP SLOVENIJE V EUROOBMOČJE

Na podlagi Odločbe Sveta 2006/495/ES z dne 11. julija 2006, sprejete v skladu s členom 122(2) Pogodbe, je Slovenija 1. januarja 2007 sprejela enotno valuto. V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB in pravnih aktov, ki jih je Svet ECB sprejel 30. decembra 2006<sup>10</sup>, je Banka Slovenije s 1. januarjem 2007 vplačala znesek v višini 17.096.556 EUR, ki je predstavljal preostanek njenega vpisanega kapitala ECB. Banka Slovenije je dne 2. in 3. januarja 2007 v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB na ECB prenesla devizne rezerve v skupni protivrednosti 191.641.809 EUR. Skupni znesek za prenos se je določil tako, da se je pomnožila vrednost v eurih po tečajih na dan 29. decembra 2006 tistih deviznih rezerv, ki so že bile prenesene na ECB, z razmerjem med številom delnic, ki jih je vpisala Banka Slovenije, in številom delnic, ki so jih že vplačale druge NCB brez odstopanja. Te devizne rezerve so obsegale znesek v ameriških dolarjih v obliki gotovine in zlato v razmerju 85 proti 15.

Banki Slovenije se je priznala terjatev v višini vplačanega kapitala in prenesenih deviznih rezerv. Ta se mora obravnavati povsem enako kot obstoječe terjatve drugih sodelujočih NCB (glej pojasnilo 11, „Obveznosti znotraj Eurosistema”).

## POSLEDICE SPREMENB

### KAPITAL ECB

Širitev Evropske unije s pristopom Bolgarije in Romunije ter posledične spremembe vpisanega kapitala in ključa za vpis kapitala ECB, slednje v povezavi z vstopom Slovenije v euroobmočje, so imeli za posledico povečanje vplačanega kapitala ECB za 37.858.680 EUR.

### TERJATVE NCB, USTREZNE PRENOSU DEVIZNIH REZERV NA ECB

Spremembe ponderjev nacionalnih centralnih bank v ključu za vpis kapitala ECB in prenos

deviznih rezerv Banke Slovenije so povečali terjatve NCB za 259.568.376 EUR.

## 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 posle posojanja vrednostnih papirjev z večjim številom nasprotnih strank, ki jih je ECB določila kot primerne. V okviru tega sporazuma so nedospele povratne transakcije na dan 31. decembra 2006 znašale 2,2 milijarde EUR (2005: 0,9 milijarde EUR) (glej „Povratne transakcije” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

### 18 TERMINSKE POGODBE O OBRESTNI MERI

V letu 2006 so se termenske pogodbe o obrestni meri uporabljale v okviru upravljanja deviznih rezerv in lastnih sredstev ECB. Na dan 31. decembra 2006 so bile nedospele naslednje transakcije:

Termenske pogodbe o obrestni meri v tuji valuti	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	9.192.862.566
Prodaje	367.444.345

Termenske pogodbe o obrestni meri v eurih	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	40.000.000
Prodaje	147.500.000

<sup>10</sup> 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; Sporazum z dne 30. decembra 2006 med Evropsko centralno banko in Banko Slovenije v zvezi s terjatvijo, priznано Banki Slovenije s strani Evropske centralne banke po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, UL C 17, 25.1.2007, str. 26.

## **19 VALUTNE ZAMENJAVE IN TERMINSKE TRANSAKCIJE V TUJI VALUTI**

Na dan 31. decembra je bilo nedospelih za 207 milijonov EUR terjatev in 204 milijone EUR obveznosti iz naslova valutnih zamenjav in terminskih transakcij v tuji valuti. Te transakcije so se opravile v okviru upravljanja deviznih rezerv ECB.

## POJASNILA K IZKAZU POSLOVNEGA IZIDA

### 20 NETO OBRESTNI PRIHODKI

#### OBRESTNI PRIHODKI OD DEVIZNIH REZERV

Ta postavka vključuje obrestne prihodke, neto, brez obrestnih odhodkov, in sicer od sredstev in obveznosti, denominiranih v tuji valuti, kot sledi:

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Obrestni prihodki od tekočih računov	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Obrestni prihodki od vlog na denarnem trgu	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Pogodbe o povratni prodaji	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Neto obrestni prihodki od vrednostnih papirjev	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Neto obrestni prihodki od valutnih terminskih transakcij in zamenjav	3.853.216	0	3.853.216
<b>Skupaj obrestni prihodki od deviznih rezerv</b>	<b>1.350.067.201</b>	<b>927.258.045</b>	<b>422.809.156</b>
Obrestni odhodki od tekočih računov	(225.549)	(221.697)	(3.852)
Pogodbe o povratnem nakupu	(31.598.416)	(37.562.595)	5.964.179
Neto obrestni odhodki od valutnih terminskih transakcij in zamenjav	0	(64.964)	64.964
<b>Obrestni prihodki od deviznih rezerv (neto)</b>	<b>1.318.243.236</b>	<b>889.408.789</b>	<b>428.834.447</b>

Obrestni prihodki so se leta 2006 močno povečali zaradi zviševanja obrestnih mer za sredstva v ameriških dolarjih.

#### 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 2006 odraža tako splošno povečanje eurobankovcev v obtoku kot povečanja 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 2006 sklenil, da zadrži razdelitev celotnega tega prihodka.

#### OBRESTOVANJE TERJATEV NCB V ZVEZI S PRENESENIMI DEVIZNIMI REZERVAMI

V tej postavki so prikazane obresti, plačane NCB 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 2,5 milijarde EUR (2005: 1,6 milijarde EUR) in obrestne odhodke v višini 2,4 milijarde EUR (2005: 1,5 milijarde EUR) v zvezi s stanji na računih v sistemu TARGET. Obrestni prihodki in odhodki od drugih sredstev in obveznosti v eurih so tudi prikazani tukaj.

### 21 REALIZIRANI PRIHODKI/ODHODKI IZ FINANČNIH SREDSTEV

Neto realizirani prihodki od finančnih sredstev v letu 2006 so bili naslednji:

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Neto realizirani prihodki/(odhodki) v zvezi s cenami vrednostnih papirjev in terminskih pogodb o obrestni meri	(103.679.801)	14.854.774	(118.534.575)
Neto realizirane pozitivne tečajne razlike in prihodki v zvezi s ceno zlata	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Realizirani prihodki v zvezi s finančnimi operacijami	475.380.708	149.369.135	326.011.573

## 22 ZMANJŠANJE KNJIGOVODSKE VREDNOSTI FINANČNIH SREDSTEV IN POZICIJ

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Nerealizirani odhodki vrednotenja vrednostnih papirjev	(73.609.623)	(97.487.772)	23.878.149
Nerealizirane negativne tečajne razlike	(644.857.885)	(6.309)	(644.851.576)
Skupaj	(718.467.508)	(97.494.081)	(620.973.427)

Negativne tečajne razlike so predvsem posledica zmanjšanja povprečne nabavne vrednosti imetja ECB v japonskih jenih v skladu z deviznim tečajem, ki je veljal ob koncu leta, potem ko se je vrednost te valute do eura med letom zmanjševala.

## 23 NETO ODHODKI IZ PROVIZIJ

	2006 EUR	2005 EUR	Sprememba EUR
Prihodki iz provizij	338.198	473.432	(135.234)
Odhodki iz provizij	(884.678)	(655.805)	(228.873)
Neto odhodki iz provizij	(546.480)	(182.373)	(364.107)

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 o obrestni meri v tuji valuti (glej pojasnilo 18, „Terminske pogodbe o obrestni meri“).

## 24 PRIHODEK IZ LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN UDELEŽB V DRUGIH DRUŽBAH

Prejete dividende na delnice BIS (glej pojasnilo 6, „Druga sredstva“) so bile prej vključene pod „Druge prihodke“ (853.403 EUR v letu 2005), sedaj pa so prikazane pod to postavko.

## 25 DRUGI PRIHODKI

Razni drugi prihodki so nastali med letom predvsem zaradi prenosa neizkoriščenih upravnih rezervacij v izkaz poslovnega izida.

## 26 STROŠKI DELA

Plače, nadomestila in stroški zavarovanja zaposlenih v višini 133,4 milijona EUR (2005: 127,4 milijona EUR) so vključeni v to postavko. Stroški dela v višini 1,0 milijona EUR, nastali v povezavi z gradnjo nove stavbe ECB, so se kapitalizirali in so izključeni iz te postavke. V letu 2005 se niso kapitalizirali nobeni stroški dela.

Denarna nadomestila članom Izvršilnega odbora ECB so znašala 2,2 milijona EUR (2005: 2,1 milijona EUR). Bivši člani Izvršilnega odbora prejemajo prehodna plačila še določeno obdobje po koncu svojega mandata. V letu 2006 so ta plačila znašala 0,3 milijona EUR (2005: 0,4 milijona EUR). Med letom so bile bivšim članom Izvršilnega odbora ali njihovim vzdrževanim družinskim članom plačane pokojnine v višini 0,1 milijona EUR (2005: 0,1 milijona EUR).

Plače in nadomestila, vključno z denarnimi nadomestili nosilcem visokih vodstvenih funkcij, so v bistvu oblikovane na temelju

plačnega sistema Evropskih skupnosti in so z njim primerljive.

Ta postavka vključuje tudi znesek v višini 27,4 milijona EUR (2005: 25,6 milijona EUR), ki se prizna v zvezi s pokojninskim načrtom in drugimi pozaposlitvenimi prejemki ECB (glej pojasnilo 12, „Druge obveznosti”).

Konec leta 2006 je ECB za nedoločen ali določen čas zaposlovala 1.367 oseb, izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa, od katerih jih je 138 imelo vodstvene položaje. Spremembe v številu zaposlenih so bile v letu 2006 naslednje:

	2006	2005
Na dan 1. januarja	1.351	1.309
Novi zaposleni <sup>1)</sup>	55	82
Reorganizacije/ izteki pogodb <sup>2)</sup>	39	40
Na dan 31. decembra	1.367	1.351
Povprečno število zaposlenih	1.360	1.331

1) Ta postavka vključuje tudi posledice sprememb zaposlitev za določen čas v zaposlitve za nedoločen čas.

2) Ta postavka vključuje tudi posledice sprememb zaposlitev za določen čas v zaposlitve za nedoločen čas.

Število zaposlenih na dan 31. decembra 2006 vključuje tudi 63 oseb (2005: 59 oseb) na neplačanem/starševskem dopustu, izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa. Poleg tega število zaposlenih na dan 31. decembra 2006 vključuje tudi 70 oseb (2005: 57 oseb), zaposlenih po kratkoročnih pogodbah za nadomeščanje zaposlenih na neplačanem/starševskem dopustu.

ECB tudi nudi možnost osebju drugih centralnih bank ESCB, da prevzamejočasne zadolžitve v ECB. Na dan 31. decembra 2006 je v tem programu sodelovalo 61 zaposlenih ESCB (2005: 46), njihovi stroški pa so vključeni v to postavko.

## 27 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.

## 28 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.





# POJASNILO K RAZDELITVI DOBIČKA/RAZPOREDITVI IZGUBE

*To pojasnilo ni del računovodskih izkazov ECB za leto 2006.*

## **PRIHODKI OD DELEŽA ECB V SKUPNI VREDNOSTI BANKOVCEV V OBTOKU**

Po odločitvi Sveta ECB je leta 2005 ECB zadržala 868 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 2006 zadržala 1.319 milijonov 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 najve 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 odločitve 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>1</sup>.

Zaradi prenosa v rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu leta 2006 v višini 1.379 milijonov EUR se je čisti dobiček zmanjšal na natanko nič. Zaradi tega tako kot leta 2005 ni bilo prenosa v sklad splošnih rezerv ali razdelitve dobička med delničarje ECB. Ravno tako ni bilo potrebe po pokritju izgube.

<sup>1</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 2006, 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 Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. 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 2006 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 Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

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 2006, izkaz poslovnega izida za tedaj končano leto ter povzetek bistvenih računovodskih usmeritev in druge pojasnjevalne opombe.

### *Odgovornost Izvršilnega odbora Evropske centralne banke za računovodske izkaze*

Izvršilni odbor je odgovoren za pripravo in pošteno predstavitev teh računovodskih izkazov v skladu z načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v sklepih o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke. Ta odgovornost vključuje: vzpostavitev, delovanje in vzdrževanje notranjega kontroliranja, povezanega s pripravo in pošteno predstavitvijo računovodskih izkazov, ki ne vsebujejo pomembno napačne navedbe zaradi prevare ali napake, izbiro in uporabo ustreznih računovodskih usmeritev ter pripravo računovodskih ocen, ki so utemeljene v danih okoliščinah.

### *Revizorjeva odgovornost*

Naša odgovornost je izraziti mnenje o teh računovodskih izkazih na podlagi revizije. Revizijo smo opravili v skladu z mednarodnimi standardi revidiranja. Ti standardi zahtevajo od nas izpolnjevanje etičnih zahtev ter načrtovanje in izvedbo revizije za pridobitev sprejemljivega zagotovila, da računovodski izkazi ne vsebujejo pomembno napačne navedbe.

Revizija vključuje izvajanje postopkov za pridobitev revizijskih dokazov o zneskih in razkritjih v računovodskih izkazih. Izbrani postopki so odvisni od revizorjeve presoje in vključujejo tudi ocenjevanje tveganj napačne navedbe v računovodskih izkazih zaradi prevare ali napake. Pri ocenjevanju teh tveganj prouči revizor notranje kontroliranje, povezano s pripravljanjem in poštenim predstavljanjem računovodskih izkazov družbe, da bi določil okoliščinam ustrezne revizijske postopke, ne pa, 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 računovodskih izkazov.

Verjamemo, da so pridobljeni revizijski dokazi zadostna in ustrezna podlaga za naše revizijsko mnenje.

### *Mnenje*

Po našem mnenju so računovodski izkazi resničen in pošten prikaz finančnega stanja Evropske centralne banke na dan 31. decembra 2006 ter njenega poslovnega izida za tedaj končano leto v skladu načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v sklepih o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke.

Frankfurt na Majni, 27. februar 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5 KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31. DECEMBER 2006

(V MILIJONIH EUR)

AKTIVA	31. DECEMBER 2006	31. DECEMBER 2005
<b>1 Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>176.768</b>	<b>163.881</b>
<b>2 Terjatve v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>142.288</b>	<b>154.140</b>
2.1 Terjatve do IMF	10.658	16.391
2.2 Računi pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, zunanja posojila in druga zunanja sredstva	131.630	137.749
<b>3 Terjatve v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>23.404</b>	<b>23.693</b>
<b>4 Terjatve v eurih do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>12.292</b>	<b>9.185</b>
4.1 Računi pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila	12.292	9.185
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>450.541</b>	<b>405.966</b>
5.1 Operacije glavnega refinanciranja	330.453	315.000
5.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	120.000	90.017
5.3 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
5.4 Povratne strukturne operacije	0	0
5.5 Odprta ponudba mejnega posojanja	88	949
5.6 Krediti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	0	0
<b>6 Druge terjatve v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>11.036</b>	<b>3.636</b>
<b>7 Vrednostni papirji rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>77.614</b>	<b>92.367</b>
<b>8 Dolg širše opredeljene države v eurih</b>	<b>39.359</b>	<b>40.113</b>
<b>9 Druga sredstva</b>	<b>216.728</b>	<b>145.635</b>
<b>Skupaj aktiva</b>	<b>1.150.030</b>	<b>1.038.616</b>

Zaradi zaokrožanja vsote/vmesni seštevki morda niso skladni.

PASIVA	31. DECEMBER 2006	31. DECEMBER 2005
<b>1 Bankovci v obtoku</b>	<b>628.238</b>	<b>565.216</b>
<b>2 Obveznosti v eurih, povezane z operacijami denarne politike, kreditnim ustanovam euroobmočja</b>	<b>174.051</b>	<b>155.535</b>
2.1 Tekoči računi (ki zajemajo sistem obveznih rezerv)	173.482	155.283
2.2 Odprta ponudba mejnega deponiranja likvidnosti čez noč	567	252
2.3 Vezani depoziti	0	0
2.4 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
2.5 Depoziti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	2	0
<b>3 Druge obveznosti v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>65</b>	<b>207</b>
<b>4 Izdani dolžniški certifikati</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>53.374</b>	<b>41.762</b>
5.1 Sektor država	45.166	34.189
5.2 Druge obveznosti	8.208	7.573
<b>6 Obveznosti do rezidentov zunaj euroobmočja v eurih</b>	<b>16.614</b>	<b>13.224</b>
<b>7 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>89</b>	<b>366</b>
<b>8 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>12.621</b>	<b>8.405</b>
8.1 Depoziti, računi in druge obveznosti	12.621	8.405
8.2 Obveznosti iz posojil v okviru ERM II	0	0
<b>9 Protipostavka posebnih pravic črpanja, ki jih dodeli IMF</b>	<b>5.582</b>	<b>5.920</b>
<b>10 Ostale obveznosti</b>	<b>71.352</b>	<b>67.325</b>
<b>11 Računi revalorizacije</b>	<b>121.887</b>	<b>119.094</b>
<b>12 Kapital in rezerve</b>	<b>66.157</b>	<b>61.562</b>
<b>Skupna pasiva</b>	<b>1.150.030</b>	<b>1.038.616</b>



**PRILOGE**



## PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli je seznam pravnih instrumentov, ki jih je sprejel ECB v letu 2006 in na začetku leta 2007 in ki so bili objavljeni v *Uradnem listu Evropske unije*. Izvode Uradnega lista je mogoče dobiti od Urada za uradne

publikacije Evropskih skupnosti. Za seznam vseh pravnih instrumentov, ki jih je sprejel ECB od svoje ustanovitve in ki so bili objavljeni v Uradnem listu, glej oddelek „Pravni okvir“ na spletni strani ECB.

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2006/1	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 1. februarja 2006 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih centralne banke Oesterreichische Nationalbank	UL C 34, 10.2.2006, str. 30
ECB/2006/2	Smernica Evropske centralne banke z dne 3. februarja 2006 o spremembah Smernice ECB/2005/5 z dne 17. februarja 2005 o zahtevah za statistično poročanje Evropske centralne banke in o postopkih za izmenjavo statističnih podatkov znotraj Evropskega sistema centralnih bank na področju državno-finančne statistike	UL L 40, 11.2.2006, str. 32
ECB/2006/3	Sklep Evropske centralne banke z dne 13. marca 2006 o spremembah Sklepa ECB/2002/11 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke	UL L 89, 28.3.2006, str. 56
ECB/2006/4	Smernica Evropske centralne banke z dne 7. aprila 2006 o opravljanju storitev na področju upravljanja rezerv v eurih prek Eurosistema za centralne banke in države zunaj euroobmočja in za mednarodne organizacije	UL L 107, 20.4.2006, str. 54
ECB/2006/5	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 13. aprila 2006 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih centralne banke Banque de France	UL C 98, 26.4.2006, str. 25
ECB/2006/6	Smernica Evropske centralne banke z dne 20. aprila 2006 o spremembah Smernice ECB/2002/7 o zahtevah za statistično poročanje Evropske centralne banke na področju četrletnih finančnih računov	UL L 115, 28.4.2006, str. 46
ECB/2006/7	Sklep Evropske centralne banke z dne 19. maja 2006 o spremembi Sklepa ECB/2001/16 o razporeditvi denarnega prihodka nacionalnih centralnih bank sodelujočih držav članic za poslovno leto 2002	UL L 148, 2.6.2006, str. 56
	Dopolnilni kodeks etičnih meril za člane Izvršilnega odbora Evropske centralne banke	UL C 230, 23.9.2006, str. 46

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2006/8	Uredba Evropske centralne banke z dne 14. junija 2006 o zahtevah za statistično poročanje v zvezi s poštnimi žiro institucijami, ki sprejemajo vloge nedenarnih finančnih institucij rezidentov euroobmočja	UL L 184, 6.7.2006, str. 12
ECB/2006/9	Smernica Evropske centralne banke z dne 14. julija 2006 o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o predobavi in posredni predobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja	UL L 207, 28.7.2006, str. 39
ECB/2006/10	Smernica Evropske centralne banke z dne 24. julija 2006 o menjavi bankovcev po nepreklicni določitvi deviznih tečajev v zvezi z uvedbo eura	UL L 215, 5.8.2006, str. 44
ECB/2006/11	Smernica Evropske centralne banke z dne 3. avgusta 2006 o spremembah Smernice ECB/2005/16 z dne 30. decembra 2005 o transevropskem sistemu bruto poravnave v realnem času (TARGET)	UL L 221, 12.8.2006, str. 17
ECB/2006/12	Smernica Evropske centralne banke z dne 31. avgusta 2006 o spremembah Smernice ECB/2000/7 o instrumentih denarne politike in postopkih Eurosistema	UL L 352, 13.12.2006, str. 1
ECB/2006/13	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 6. oktobra 2006 o sprejetju nekaterih ukrepov za učinkovitejšo zaščito eurobankovcev pred ponarejanjem	UL C 257, 25.10.2006, str. 16
ECB/2006/14	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 9. oktobra 2006 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih Banke Slovenije	UL C 257, 25.10.2006, str. 19
ECB/2006/15	Uredba Evropske centralne banke z dne 2. novembra 2006 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura v Sloveniji	UL L 306, 7.11.2006, str. 15
ECB/2006/16	Smernica Evropske centralne banke z dne 10. novembra 2006 o pravnem okviru za računovodstvo in finančno poročanje v Evropskem sistemu centralnih bank	UL L 348, 11.12.2006, str. 1
ECB/2006/17	Sklep Evropske centralne banke z dne 10. novembra 2006 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke	UL L 348, 11.12.2006, str. 38
ECB/2006/18	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 13. novembra 2006 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih centralne banke Banco de España	UL C 283, 21.11.2006, str. 16

Številka	Naziv	Referenca UL
ECB/2006/19	Sklep Evropske centralne banke z dne 24. novembra 2006 o odobritvi obsega izdaje kovancev v letu 2007	UL L 348, 11.12.2006, str. 52
ECB/2006/20	Uredba Evropske centralne banke z dne 14. decembra 2006 o spremembah Uredbe ECB/2001/13 o konsolidirani bilanci stanja v sektorju monetarnih finančnih institucij	UL L 2, 5.1.2007, str. 3
ECB/2006/21	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2006 o odstotnih deležih nacionalnih centralnih bank v ključu za vpis kapitala Evropske centralne banke	UL L 24, 31.1.2007, str. 1
ECB/2006/22	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2006 o določitvi ukrepov, potrebnih za vplačilo kapitala Evropske centralne banke s strani sodelujočih nacionalnih centralnih bank	UL L 24, 31.1.2007, str. 3
ECB/2006/23	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2006 o pogojih za prenos kapitalskih deležev Evropske centralne banke med nacionalnimi centralnimi bankami in uskladitev vplačanega kapitala	UL L 24, 31.1.2007, str. 5
ECB/2006/24	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2006 o določitvi ukrepov, potrebnih za prispevek v vrednost akumuliranega lastnega kapitala Evropske centralne banke in za usklajevanje terjatev nacionalnih centralnih bank, ki so enakovredne prenesenim sredstvom deviznih rezerv	UL L 24, 31.1.2007, str. 9
ECB/2006/25	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2006 o spremembah Sklepa ECB/2001/15 z dne 6. decembra 2001 o izdaji eurobankovcev	UL L 24, 31.1.2007, str. 13
ECB/2006/26	Sklep Evropske centralne banke z dne 18. decembra 2006 o določitvi ukrepov, potrebnih za vplačilo kapitala Evropske centralne banke s strani nesodelujočih nacionalnih centralnih bank	UL L 24, 31.1.2007, str. 15
ECB/2006/27	Smernica Evropske centralne banke z dne 18. decembra 2006 o spremembi Smernice ECB/2005/5 o zahtevah za statistično poročanje Evropske centralne banke in o postopkih za izmenjavo statističnih podatkov znotraj Evropskega sistema centralnih bank na področju državnofinančne statistike	UL C 17, 25.1.2007, str. 1

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2006/28	Smernica Evropske centralne banke z dne 21. decembra 2006 o upravljanju deviznih rezerv Evropske centralne banke s strani nacionalnih centralnih bank in o pravni dokumentaciji za posle, ki vključujejo te rezerve	UL C 17, 25.1.2007, str. 5
	Memorandum o soglasju o spremembah Memoranduma o soglasju o Kodeksu ravnanja za člane Sveta ECB	UL C 10, 16.1.2007, str. 6
ECB/2006/29	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 21. decembra 2006 Svetu Evropske unije o zunanjih revizorjih centralne banke Oesterreichische Nationalbank	UL C 5, 10.1.2007, str. 1
ECB/2006/30	Sklep Evropske centralne banke z dne 30. decembra 2006 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv in prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke, ki ga opravi Banka Slovenije	UL C 24, 31.1.2007, str. 17

## MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli so navedena mnenja, ki jih je ECB sprejela leta 2006 in na začetku leta 2007 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	Tema
CON/2006/1	Madžarska	Splošni pogoji in pravila delovanja organizacij, ki opravljajo dejavnosti klirinške družbe
CON/2006/2	Madžarska	Zaščita bankovcev in kovancev v forintih in eurih pred nezakonitimi ali neustreznimi reprodukcijami
CON/2006/3	Estonija	Zahteve glede obveznih rezerv
CON/2006/4	Ciper	Spremembe statuta centralne banke Central Bank of Cyprus v okviru priprav na prevzem eura
CON/2006/5	Litva	Razširitev področja uporabe predpisov o dokončnosti poravnave v plačilnih sistemih in sistemih poravnave poslov z vrednostnimi papirji
CON/2006/6	Finska	Izredna pooblastila in pristojnosti ESCB
CON/2006/7	Madžarska	Splošni pogoji in notranji predpisi klirinških družb za kreditne institucije
CON/2006/9	Ciper	Spremembe regulativnega okvira centralne depotne družbe in centralnega registra vrednostnih papirjev
CON/2006/10	Malta	Pravni okvir za prevzem eura
CON/2006/11	Latvija	Razširitev osnove za obvezne rezerve in uvedba diferenciranih stopenj obveznih rezerv
CON/2006/15	Poljska	Integracija nadzora bank, kapitalskih trgov, zavarovalnic in pokojninskih skladov
CON/2006/16	Litva	Vzpostavitev pravne podlage za pridružitve Lietuvos bankas korespondenčnemu centralnobančnemu modelu
CON/2006/17	Slovenija	Spremembe statuta Banke Slovenije v okviru priprav na prevzem eura

<sup>1</sup> Decembra 2004 je Svet ECB sklenil, da se bodo mnenja ECB, ki se izdajo na zahtevo nacionalnih organov, večinoma objavila takoj po njihovem sprejetju in naknadnem prenosu na posvetovalni organ.

<sup>2</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Tema
CON/2006/19	Latvija	Spremembe statuta centralne banke Latvijas Banka
CON/2006/20	Nizozemska	Nadzor finančnega sektorja
CON/2006/22	Portugalska	Kodifikacija različnih zakonov o izdajanju, kovanju, dajanju v obtok in trženju kovancev
CON/2006/23	Malta	Spremembe statuta centralne banke Central Bank of Malta v okviru priprav na prevzem eura
CON/2006/24	Slovenija	Spremembe Zakona o finančnih zavarovanjih
CON/2006/25	Belgija	Uvedba sistema neposrednega poročanja statističnih podatkov o plačilni bilanci in stanju mednarodnih naložb
CON/2006/26	Latvija	Spremembe minimalnih likvidnostnih zahtev
CON/2006/27	Latvija	Sprememba latvijske ustave glede statusa centralne banke Latvijas Banka
CON/2006/28	Estonija	Redenominacija kapitala in delnic družb ter uvedba kosovnih delnic zaradi uvedbe eura
CON/2006/29	Slovenija	Uvedba eura
CON/2006/30	Švedska	Predpisi centralne banke Sveriges Riksbank o nakupu in vračanju gotovine
CON/2006/31	Poljska	Določbe, ki bankam, delujočim kot delniške družbe, dovoljujejo delitev v skladu z zakonom o gospodarskih družbah
CON/2006/32	Francija	Spremembe statuta centralne banke Banque de France
CON/2006/33	Ciper	Spremembe statuta centralne banke Central Bank of Cyprus v okviru priprav na prevzem eura
CON/2006/34	Belgija	Razširitev seznama neposrednih udeležencev v sistemih poravnave poslov z vrednostnimi papirji
CON/2006/37	Ciper	Spremembe regulativnega okvira centralne depotne družbe in centralnega registra vrednostnih papirjev
CON/2006/38	Grčija	Vzpostavitev sistema varstva potrošnikov v okviru vloge centralne banke Bank of Greece pri nadzoru skrbnega in varnega poslovanja ter druge s tem povezane določbe

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Tema
CON/2006/39	Poljska	Sprememba sestave Komisije za bančni nadzor
CON/2006/40	Belgija	Sprememba statuta centralne banke Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique glede zastave terjatev v njeno korist kot zavarovanje za njene kreditne operacije
CON/2006/41	Slovenija	Obvezne rezerve
CON/2006/42	Ciper	Pogoji za povezovanje združenih kreditnih institucij s centralnim organom
CON/2006/43	Slovenija	Pravna podlaga za prehod na eurogotovino ter preddobavo in posredno preddobavo
CON/2006/44	Italija	Splošna revizija statuta centralne banke Banca d'Italia
CON/2006/45	Češka	Reprodukcija bankovcev, kovancev in drugih denarnih simbolov na Češkem
CON/2006/46	Madžarska	Predlog madžarske zakonodaje o plačilnem prometu, plačilnih storitvah in elektronskih plačilnih instrumentih
CON/2006/47	Češka	Nekatere naloge centralne banke Česká národní banka na področju varstva potrošnikov
CON/2006/48	Slovenija	Splošna revizija Zakona o bančništvu
CON/2006/49	Latvija	Instrumenti denarne politike
CON/2006/50	Ciper	Spremembe statuta centralne banke Central Bank of Cyprus v okviru priprav na prevzem eura
CON/2006/51	Italija	Razdelitev pristojnosti med nadzornimi organi
CON/2006/52	Latvija	Sistem poravnave vrednostnih papirjev centralne banke Latvijas Banka
CON/2006/53	Poljska	Nadzor upravljavcev sistemov kliringa in poravnave
CON/2006/54	Nizozemska	Vključitev novih načel upravljanja družb v statut centralne banke De Nederlandsche Bank
CON/2006/55	Madžarska	Uskladitev statuta centralne banke Magyar Nemzeti Bank s pravom Skupnosti
CON/2006/56	Luksemburg	Trgi finančnih instrumentov

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Tema
CON/2006/58	Malta	Spremembe statuta centralne banke Central Bank of Malta v okviru priprav na prevzem eura
CON/2006/59	Estonija	Zahteve glede obveznih rezerv
CON/2006/61	Portugalska	Preverjanje pristnosti eurokovancev in ravnanje z eurokovanci, ki niso primerni za vrnitev v obtok
CON/2006/62	Portugalska	Vzpostavitev okvira delovanja za odkrivanje ponaredkov in razvrščanje bankovcev glede na primernost za uporabo v obtoku
CON/2007/01	Ciper	Pravni okvir za prevzem eura in nemoteno zamenjavo gotovine
CON/2007/02	Madžarska	Vzpostavitev sistema neposrednega poročanja statističnih podatkov o plačilni bilanci
CON/2007/03	Irska	S premoženjem zavarovani vrednostni papirji



**(b) Mnenja ECB po posvetovanju z evropsko institucijo<sup>3</sup>**

Številka <sup>4</sup>	Izvor	Tema	Referenca UL
CON/2006/8	Svet EU	Razveljavitev zastarelih predpisov v zvezi z evropskim monetarnim sistemom	UL C 49, 28.2.2006, str. 35
CON/2006/12	Svet EU	Revizija programa prenosa podatkov o nacionalnih računih v ESR 95	UL C 55, 07.3.2006, str. 61
CON/2006/13	Svet EU	Časovni okvir zbiranja cen v harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin (HICP)	UL C 55, 7.3.2006, str. 63
CON/2006/14	Svet EU	Imenovanje člana Izvršilnega odbora ECB	UL C 58, 10.3.2006, str. 12
CON/2006/18	Svet EU	Večje spremembe skupne statistične klasifikacije gospodarskih dejavnosti v Skupnosti (NACE)	UL C 79, 1.4.2006, str. 31
CON/2006/21	Svet EU	Plačilne storitve na notranjem trgu	UL C 109, 9.5.2006, str. 10
CON/2006/35	Svet EU	Sprememba in podaljšanje programa izmenjave, pomoči in usposabljanja za zaščito eura proti ponarejanju (program „Pericles”)	UL C 163, 14.7.2006, str. 7
CON/2006/36	Svet EU	Menjalni tečaj med eurom in slovenskim tolarjem ter drugi ukrepi, potrebni za uvedbo eura v Sloveniji	UL C 163, 14.7.2006, str. 10
CON/2006/57	Svet EU	Predlog direktive Komisije o izvajanju Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) glede razjasnitve nekaterih opredelitev	UL C 31, 13.2.2007, str. 1

<sup>3</sup> Objavljeno tudi na spletnem mestu ECB.

<sup>4</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.

Številka <sup>4</sup>	Izvor	Tema	Referenca UL
CON/2006/60	Svet EU	Predlog direktive o spremembi nekaterih direktiv Skupnosti, kar zadeva postopkovna pravila in ocenjevalna merila za oceno varnega in skrbnega poslovanja pri pridobitvah in zvišanju imetništva delnic v finančnem sektorju	UL C 27, 7.2.2007, str. 1
CON/2007/4	Svet EU	Uvedba novega postopka komitologije v osmih direktivah v zvezi z akcijskim načrtom za finančne storitve	UL C 39, 23.2.2007, str. 1



# KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 12. JANUAR IN 2. FEBRUAR 2006

Svet ECB sklene, da najnižja obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč ostane nespremenjena na stopnji 2,25%, 3,25% oziroma 1,25%.

## 2. MAREC 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 baznih 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 posojanja in odprte ponudbe mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih točk na 3,50% oziroma na 1,50% z veljavnostjo od 8. marca 2006.

## 6. APRIL IN 4. MAJ 2006

Svet ECB sklene, da najnižja obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč ostane nespremenjena na stopnji 2,50%, 3,50% oziroma 1,50%.

## 8. JUNIJ 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 baznih 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 posojanja in odprte ponudbe mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih točk na 3,75% oziroma na 1,75% z veljavnostjo od 15. junija 2006.

## 6. JULIJ 2006

Svet ECB sklene, da najnižja obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto

ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč ostane nespremenjena na stopnji 2,75%, 3,75% oziroma 1,75%.

## 3. AVGUST 2006

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 baznih 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 posojanja in odprte ponudbe mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih točk na 4,0% oziroma na 2,0% z veljavnostjo od 9. avgusta 2006.

## 31. AVGUST 2006

Svet ECB sklene, da najnižja obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč ostane nespremenjena na stopnji 3,0%, 4,0% oziroma 2,0%.

## 5. OKTOBER 2006

Svet ECB sklene zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 baznih 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 posojanja in odprto ponudbo mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih 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 na straneh od 176 do 180 ECB Annual Report 1999, na straneh od 205 do 208 ECB Annual Report 2000, na straneh od 219 do 220 ECB Annual Report 2001, na straneh 234 do 235 ECB Annual Report 2002, na straneh 217 do 218 ECB Annual Report 2003, na strani 217 ECB Annual Report 2004 in na strani 209 ECB Annual Report 2005.

## **2. NOVEMBER 2006**

Svet ECB sklene, da najnižja obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in za odprto ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč ostane nespremenjena na stopnji 3,25%, 4,25% oziroma 2,25%.

## **7. DECEMBER 2006**

Svet ECB sklene zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 baznih 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 posojanja in odprto ponudbo mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih 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 zadovoljujejo 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 sklene, da ostajajo izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojanja ter za odprto ponudbo mejnega

deponiranja likvidnosti čez noč 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 baznih 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 posojanja in odprte ponudbe mejnega deponiranja likvidnosti čez noč za 25 baznih točk na 4,75% oziroma na 2,75% z veljavnostjo od 14. marca 2007.

## DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA EVROPSKA CENTRALNA BANKA OD LETA 2006

Ta seznam je sestavljen zato, da bi bralca seznanil z izbranimi dokumenti, ki jih je objavila Evropska centralna banka od januarja 2006. Seznam delovnih dokumentov se nanaša samo na dokumente, objavljene od decembra 2006 do februarja 2007. Objavljeni dokumenti so zainteresiranim strankam brezplačno na voljo v Oddelku za tisk in informacije.

Prosimo, da pisna naročila naslovite na poštni naslov na drugi strani. 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

„Annual Report 2005”, april 2006.

### KONVERGENČNO POROČILO

„Konvergenčno poročilo, maj 2006”.

„Konvergenčno poročilo, december 2006”.

### ČLANKI IZ MESEČNIH BILTENOV

„The predictability of the ECB’s monetary policy”, januar 2006.

„Hedge funds: developments and policy implications”, januar 2006.

„Assessing house price developments in the euro area”, februar 2006.

„Fiscal policies and financial markets”, februar 2006.

„The importance of public expenditure reform for economic growth and stability”, april 2006.

„Portfolio management at the ECB”, april 2006.

„Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories”, april 2006.

„The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration”, maj 2006.

„The single list in the collateral framework of the Eurosystem”, maj 2006.

„Equity issuance in the euro area”, maj 2006.

„Measures of inflation expectations in the euro area”, julij 2006.

„Competitiveness and the export performance of the euro area”, julij 2006.

„Sectoral money holding: determinants and recent developments”, avgust 2006.

„The evolution of large-value payment systems in the euro area”, avgust 2006.

„Demographic change in the euro area: projections and consequences”, oktober 2006.

„Integrated financial and non-financial accounts for the institutional sectors in the euro area”, oktober 2006.

„Monetary policy ‚activism’”, november 2006.

„The Eurosystem’s experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period”, november 2006.

„Financial development in central, eastern and south-eastern Europe”, november 2006.

„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.

### STATISTIKA NA KRATKO

Na razpolago vsak mesec od avgusta 2003.

### SERIJA PRAVNIH DELOVNIH DOKUMENTOV

- 1 „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments”, K. M. Löber, februar 2006.
- 2 „The application of multilingualism in the European Union context”, P. Athanassiou, marec 2006.
- 3 „National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview”, J. García-Andrade in P. Athanassiou, oktober 2006.

### SERIJA OBČASNI DOKUMENTI

- 43 „The accumulation of foreign reserves”, an International Relations Committee Task Force, februar 2006.
- 44 „Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, delovna skupina Odbora za monetarno politiko evropskega sistema centralnih bank, april 2006.
- 45 „Output growth differentials across the euro area countries: Some stylised factors”, N. Benelal, J. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi in N. Vidalis, maj 2006.
- 46 „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence”, F. Altissimo, M. Ehrmann in F. Smets, junij 2006.
- 47 „The reform and implementation of the Stability and Growth Pact”, R. Morris, H. Ongena in L. Schuknecht, junij 2006.
- 48 „Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries”, the International Relations Committee Task Force on Enlargement, julij 2006.
- 49 „Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem”, U. Bindseil in F. Papadia, avgust 2006.
- 50 „Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market”, M. Laganá, M. Peřina, J. von Köppen-Mertes in A. Persaud, avgust 2006.
- 51 „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area”, A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger in T. Westermann, avgust 2006.
- 52 „Cross-border labour mobility within an enlarged EU”, F. F. Heinz in M. Ward-Warmedinger, oktober 2006.
- 53 „Labour productivity developments in the euro area”, R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker in J. Turunen, oktober 2006.
- 54 „Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics”, V. Damia in C. Picón Aguilar, november 2006.
- 55 „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges”, U. Baumann in F. di Mauro, februar 2007.

## SERIJA DELOVNI DOKUMENTI

- 699 „The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data”, E. Gautier, december 2006.
- 700 „Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?”, C. De Mol, D. Giannone in L. Reichlin, december 2006.
- 701 „Is there a single frontier in a single European banking market?”, J. W. B. Bos in H. Schmiedel, december 2006.
- 702 „Comparing financial systems: a structural analysis”, S. Champonnois, december 2006.
- 703 „Co-movements in volatility in the euro money market”, N. Cassola in C. Morana, december 2006.
- 704 „Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach”, B. E. Jones in L. Stracca, december 2006.
- 705 „What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions”, L. Dedola in S. Neri, december 2006.
- 706 „What drives investors’ behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis”, O. Castrén, C. Osbat in M. Sydow, december 2006.
- 707 „Ramsey monetary policy with labour market frictions”, E. Faia, januar 2007.
- 708 „Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting”, I. Vansteenkiste, januar 2007.
- 709 „Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment”, P. Levine, P. McAdam in J. Pearlman, januar 2007.
- 710 „Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories”, J. Tapking, januar 2007.
- 711 „What ,hides’ behind sovereign debt ratings?”, A. Afonso, P. Gomes in P. Rother, januar 2007.
- 712 „Opening the black box: structural factor models with large cross-sections”, M. Forni, D. Giannone, M. Lippi in L. Reichlin, januar 2007.
- 713 „Balance of payments crises in emerging markets: how early were the ,early’ warning signals?”, M. Bussière, januar 2007.
- 714 „The dynamics of bank spreads and financial structure”, R. Gropp, C. Kok Sørensen in J.-D. Lichtenberger, januar 2007.
- 715 „Emerging Asia’s growth and integration: how autonomous are business cycles?”, R. Ruffer, M. Sánchez in J.-G. Shen, januar 2007.
- 716 „Adjusting to the euro”, G. Fagan in V. Gaspar, januar 2007.
- 717 „Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?”, S. Sauer, januar 2007.
- 718 „Drift and breaks in labour productivity”, L. Benati, januar 2007.
- 719 „US imbalances: the role of technology and policy”, R. Bems, L. Dedola in F. Smets, januar 2007.
- 720 „Real price wage rigidities in a model with matching frictions”, K. Kuester, februar 2007.
- 721 „Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?”, R. Mestre, februar 2007.
- 722 „Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach”, F. Smets in R. Wouters, februar 2007.
- 723 „Asset allocation by penalised least squares”, S. Manganelli, februar 2007.
- 724 „The transmission of emerging market shocks to global equity markets”, L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher in C. Thimann, februar 2007.
- 725 „Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area”, C. Altavilla in M. Ciccarelli, februar 2007.



- 726 „Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions”, M. Andersson, februar 2007.
- 727 „Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data”, P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini in H. Stahl, februar 2007.
- 728 „Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data”, S. Kurri, februar 2007.
- 729 „Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation? ”, F. Altissimo, B. Mojon in P. Zaffaroni, februar 2007.
- 730 „What drives business cycles and international trade in emerging market economies?”, M. Sánchez, februar 2007.
- 731 „International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: a GVAR analysis of the US manufacturing sector”, P. Hiebert in I. Vansteenkiste, februar 2007.
- 732 „Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles”, R. Adalid in C. Detken, februar 2007.
- 733 „Mortgage interest rate dispersion in the euro area”, C. Kok Sørensen in J.-D. Lichtenberger, februar 2007.
- 734 „Inflation risk premia in the term structure of interest rates”, P. Hördahl in O. Tristani, februar 2007.

#### DRUGE PUBLIKACIJE

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, januar 2006 (online only).
- „Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling”, januar 2006 (online only).
- „Euro Money Market Survey 2005”, januar 2006.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, februar 2006.
- „Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)”, februar 2006 (with the exception of the English version, online only).
- „Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet”, februar 2006 (online only).
- „Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment”, februar 2006 (online only).
- „National implementation of Regulation ECB/2001/13”, februar 2006 (online only).
- „Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data” (Blue Book), marec 2006.
- „ECB statistics: an overview”, april 2006.
- „TARGET Annual Report 2005”, maj 2006.
- „Financial Stability Review”, junij 2006.
- „Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)”, junij 2006 (online only).
- „Communication on TARGET2”, julij 2006 (online only).
- „Government Finance Statistics Guide”, avgust 2006.
- „Implementation of Banknote Recycling Framework”, avgust 2006.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, september 2006.
- „Differences in MFI interest rates across euro area countries”, september 2006.
- „Indicators of financial integration in the euro area”, september 2006.

„Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, oktober 2006 (online only).

„EU banking structures”, oktober 2006.

„EU banking sector stability”, november 2006.

„The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics”, november 2006.

„Third progress report on TARGET2”, november 2006 (online only).

„The Eurosystem’s view of a ,SEPA for cards”, november 2006 (online only).

„Financial Stability Review”, december 2006.

„The European Central Bank – History, role and functions”, second revised edition, december 2006.

„Assessment of accounting standards from a financial stability perspective”, december 2006 (online only).

„Research Bulletin No 5”, december 2006.

„Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries”, december 2006.

„Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data” (Blue Book), december 2006.

„Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework”, december 2006 (online only).

„Correspondent central banking model (CCBM) – Procedure for Eurosystem counterparties”, december 2006 (online only).

„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 and institutions subject to minimum reserves”, februar 2007 (online only).

„Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, februar 2007.

„Euro Money Market Study 2006”, februar 2007 (online only).

„Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, ” februar 2007.

#### **INFORMATIVNE BROŠURE**

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”, maj 2006.

„TARGET2-Securities brochure”, september 2006.

„The Single Euro Payments Area (SEPA): An integrated retail payments market”, november 2006.



## GLOSAR

*Ta glosar vsebuje izbrane izraze, uporabljene v letnem poročilu. Obsežnejši in podrobnejši glosar je na voljo na spletnem mestu ECB.*

**Bruto poslovni presežek:** presežek (ali primanjkljaj) v vrednosti rezultata 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 država:** država, kot je opredeljena v **Evropskem sistemu računov 1995**, vendar brez regionalne in lokalne ravni države (glej tudi **širše opredeljena država**).

**Centralni register vrednostnih papirjev (CRVP):** pravna oseba, ki hrani in upravlja vrednostne papirje in omogoča obdelavo poslov z vrednostnimi papirji v nematerializirani obliki. Vrednostni papirji so lahko v fizični (vendar imobilizirani) ali nematerializirani obliki (obstajajo le v obliki elektronskih zapisov). Poleg hrambe in upravljanja vrednostnih papirjev lahko centralni register vrednostnih papirjev opravlja tudi klirinške in poravnalne dejavnosti.

**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 depozitov **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.

**Dolgoročneje finančne obveznosti MFI:** vezane vloge nad 2 leti, vloge na odpoklic z odpoklicem nad 3 mesece, **dolžniški vrednostni papirji**, ki jih izdajo **MFI euroobmočja** s prvotno dospelostjo 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.

**Donosnost podjetja:** merilo uspešnosti poslovanja podjetja, predvsem glede na obseg prodaje, finančno premoženje in kapital. Obstaja več meril donosnosti podjetij, ki temeljijo na računovodskih izkazih, na primer razmerje med prihodki iz poslovanja (prihodki od prodaje, zmanjšanimi za operativne stroške) 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 nacionalni računih, na primer v razmerju do BDP ali dodane vrednosti.

**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, depoziti in/ali depozitom podobni instrumenti od institucionalnih subjektov, ki niso MFI. 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 (EER) eura (nominalni/realni):** tehtano povprečje dvostranskih deviznih tečajev eura proti valutam pomembnih trgovinskih partneric **euroobmočja**. **Evropska centralna banka** objavlja nominalne indekse EER za euro v primerjavi z valutami dveh skupin trgovinskih partneric: EER-24 (obsega 14 držav članic EU zunaj euroobmočja in 10 glavnih trgovinskih partneric zunaj EU) ter EER-44 (obsega EER-24 in 20 drugih držav). Uporabljene uteži odražajo delež vsake države partnerice v trgovini euroobmočja in upoštevajo konkurenčnost na trgih tretjih držav. Realni EER so nominalni EER, zmanjšani za tehtano povprečje tujih cen ali stroškov glede na domače. Tako predstavljajo merila 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 **Sveta EU** in **Evropske komisije**. Med njegove naloge spada spremljanje gospodarskih in finančnih razmer v državah članicah in Skupnosti ter nadzor proračuna.

**Elektronska izmenjava podatkov brez ročne intervencije (STP):** avtomatizirana obdelava prenosov poslov/plačil, vključno z avtomatizirano izvedbo ustvarjanja, potrditve, obračuna in poravnave navodil.

**EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih):** 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 politike deviznih tečajev med državami v **euroobmočju** in državami članicami EU, ki niso del euroobmočja.

**EURIBOR (medbančna obrestna mera za vloge v eurih):** obrestna mera, po kateri je prvorazredna banka pripravljena posoditi drugi prvorazredni banki finančna sredstva v eurih in ki se izračunava vsak dan za medbančne vloge z različno strukturo dospelosti do 12 mesecev.

**Euroobmočje:** območje, ki zajema države članice EU, ki so sprejele euro za 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, Luksemburg, 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 ECB** 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, kar pomeni, da poleg članic **Eurosistema** vključuje tudi nacionalne centralne banke držav članic, ki še niso sprejele eura. ESCB upravljajo **Svet ECB** in **Izvršilni odbor ECB** 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 možnosti.

**Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP):** merilo cen življenjskih potrebščin, ki ga pripravlja **Eurostat** in se usklajuje za vse države članice EU.

**Implicitna nestanovitnost:** 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 **nasprotna 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 posojanja** in obrestno mero za **odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč**.

**Konsolidirana bilanca stanja sektorja monetarnih finančnih institucij (MFI):** bilanca stanja, nastala z izravnavo 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**.

**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 iii), 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 stranaka** ne bo poravnala svojih obveznosti v celotni vrednosti bodisi ob zapadlosti ali kadar koli pozneje. Kreditno tveganje vključuje tveganje nadomestitvene vrednosti in tveganje izgube glavnice ter tveganje neizpolnitve poravnalne banke.

**Lastniški kapital:** vrednostni papirji, ki predstavljajo lastništvo deleža neke družbe. Mednje spadajo delnice, s katerimi se trguje na borzi (delnice v borzni kotaciji), delnice, ki ne kotirajo na borzi, in druge oblike lastniškega kapitala. Lastniški kapital običajno ustvarja dohodek v obliki dividend.

**Likvidnostno tveganje:** tveganje, da **nasprotna stranaka** ne bo poravnala svojih obveznosti v celotni vrednosti ob zapadlosti, temveč ob nedoločenem poznejšem datumu.

**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 **MFI** 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 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 **MFI**.

**MFI (monetarne finančne institucije):** finančne institucije, ki skupaj tvorijo sektor, ki izdaja denar v **euroobmočju**. Vključujejo **Eurosistem**, rezidenčne **kreditne institucije** (kakor so opredeljene v pravu Skupnosti) in vse druge rezidenčne finančne institucije, ki se ukvarjajo s sprejemanjem depozitov in/ali depozitom podobnih instrumentov od subjektov, ki niso MFI, in za svoj račun (vsaj v ekonomskem smislu) z odobravanjem kreditov in/ali z naložbami v vrednostne papirje. 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:** neto 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 MFI, z dospelostjo do vključno 2 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 **MFI**, razen centralnih bank in skladov **denarnega trga**, za v eurih nominirane vloge in posojila za gospodinjstva in nefinančne družbe, 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**.

**Odrpta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč:** **odrpta ponudba Eurosistema**, ki jo **nasprotna stranke** lahko uporabijo za deponiranje likvidnosti čez noč pri NCB po vnaprej določeni obrestni meri (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).



**Odprta ponudba mejnega posojanja: odprta ponudba Eurosistema**, ki jo **nasprotne stranke** lahko uporabijo za pridobitev posojila čez noč od NCB po vnaprej določeni obrestni meri ob zastavi ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).

**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 posojanja** in **odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč**.

**Okvir Eurosistema za ocenjevanje bonitete (ECAE):** okvir, ki opredeljuje postopke, pravila in metode, ki zagotavljajo, da vse ustrezno finančno premoženje za zavarovanje terjatev izpolnjuje visoke kreditne standarde **Eurosistema**.

**Opcija:** finančni instrument, ki imetniku daje pravico, ne pa 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 izvaja Eurosistem v obliki **povratne transakcije**. Take operacije se izvajajo kot mesečne standardne avkcije in imajo navadno rok dospelosti 3 mesece.

**Operacija finega upravljanja: operacija odprtega trga**, ki jo **Eurosistem** izvaja za izravnavanje nepričakovanih nihanj likvidnosti 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 nacionalne 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 so 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**.

**O srednja nasprotna stranka:** pravna oseba, ki posreduje med **nasprotnimi strankami** v trgovini in pri tem deluje kot kupec vsakemu prodajalcu in prodajalec vsakemu kupcu.

**Pakt o stabilnosti in rasti:** namen pakta o stabilnosti in rasti 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 gospodarski rasti in ustvarjanju novih delovnih mest. V ta namen pakt o stabilnosti in rasti državam članicam predpisuje srednjeročne proračunske cilje in vsebuje 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 okrepitevi 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 o stabilnosti in rasti dopolnjuje poročilo Sveta ECOFIN z naslovom „Izboljšanje izvajanja pakta o stabilnosti in rasti“, ki ga je sprejel Evropski svet v Bruslju 22. in 23. marca 2005. Dopolnjuje ga tudi novi kodeks ravnanja „Specifikacije izvajanja pakta o stabilnosti in rasti in smernice o obliki in vsebini stabilnostnih in konvergenčnih programov“, ki ga je sprejel Svet ECOFIN 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 odkupu finančnega premoženja po vnaprej določeni ceni na določen datum v prihodnosti ali na poziv. Tak posel je podoben zavarovani izposoji, le da pri slednji prodajalec ne obdrži lastništva nad vrednostnim papirjem.

**Poravnalno tveganje:** splošen izraz, ki označuje tveganje, da poravnava v plačilnem sistemu ne bo izvedena po pričakovanjih. Poravnalno tveganje se lahko pojavi v obliki **kreditnega** ali **likvidnostnega tveganja**.

**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 zneske, 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 pospešitvi 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 o stabilnosti in rasti**.

**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, ustvarjena na podlagi ciljev za likvidnost, 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 za **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 za nefinančne družbe:** 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, izračunanemu na podlagi neodplačanih zneskov (popravljenih za učinke vrednotenja) in popravljenemu glede na inflacijska pričakovanja.

**Referenčna vrednost za rast M3:** medletna stopnja rasti **M3** v srednjeročnem obdobju, ki je skladna z ohranjanjem **stabilnosti cen**. Trenutna referenčna vrednost za letno rast M3 znaša 4,5%.

**Sistem BPRČ (bruto poravnava v realnem času):** poravnavni 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, ki omogoča imetje in prenos vrednostnih papirjev, bodisi brez plačila ali proti plačilu (dostava proti plačilu) ali proti drugemu finančnemu premoženju (dostava proti dostavi). Sestavljajo ga vse institucionalne in tehnične ureditve, potrebne za poravnavo prometa z vrednostnimi papirji in za hrambo vrednostnih papirjev. Sistem lahko deluje na osnovi bruto poravnave v realnem času, bruto poravnave ali neto poravnave ter omogoča izračun (obračun) obveznosti udeležencev.

**Sistemska tveganje:** tveganje, da zaradi nesposobnosti ene institucije, da bi poravnala svoje obveznosti do datuma zapadlosti, tudi druge institucije do datuma zapadlosti ne bodo mogle poravnati svojih obveznosti. To lahko povzroči hude likvidnostne ali kreditne težave in ogrozi stabilnost trgov ali zaupanje vanje.

**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 (i. i. p.):** vrednost in sestava neporavnanih neto finančnih terjatev (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**. Ti količniki se uporabljajo za izračun **obveznih rezerv**.

**Svet ECB:** najvišji organ odločanja **Evropske centralne banke (ECB)**. Sestavljajo ga vsi člani **Izvršilnega odbora** ECB in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav članic, ki so uvedle euro.

**Svet ECOFIN:** Svet EU v sestavi ministrov, pristojnih za gospodarstvo in finance.

**Širše opredeljena država:** sektor, ki po definiciji **Evropskega sistema računov 1995** obsega rezidenčne enote, ki se ukvarjajo predvsem s proizvodnjo netržnega 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 (vseevropski samodejni ekspresni transferni sistem bruto poravnay v realnem času): sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ)** za euro. Decentralizirani sistem, ki ga sestavlja 17 nacionalnih sistemov BPRČ, plačilni mehanizem ECB (EPM) in povezovalni mehanizem.

**TARGET2:** nova generacija sistema **TARGET**, v kateri bo zdajšnje decentralizirano tehnično strukturo nadomestila enotna skupna platforma, ki bo zagotavljala 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, da se bo vrednost naložbe zmanjšala zaradi gibanja tržnih dejavnikov. Na splošno velja, da obstajajo štiri dejavniki tržnega tveganja: tveganje lastniškega kapitala, obrestno tveganje, valutno tveganje in blagovno tveganje.

**Upravljanje podjetja:** postopki in procesi, po katerih je organizacija vodena in nadzirana. Struktura upravljanja podjetja določa razdelitev pravic in odgovornosti na različne udeležence 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 termimska prodaja (ali nakup).

**Zavarovanje:** finančno premoženje, zastavljeno (zastavijo ga na primer **kreditne institucije** pri centralnih bankah) kot garancija za poplačilo posojil, in finančno premoženje, prodano (prodajo ga na primer kreditne institucije centralnim bankam) na podlagi **pogodbe o povratnem nakupu**.

ISSN 1830293-9



9 771830 293009