



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

LETNO POROČILO 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

LETNO POROČILO  
2008

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

2008





EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM



## LETNO POROČILO 2008

V letu 2009 je na  
vseh publikacijah ECB  
motiv z bankovca  
za 200 €.

© Evropska centralna banka, 2009

**Naslov**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt na Majni,  
Nemčija

**Poštni naslov**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt na Majni,  
Nemčija

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Spletna stran**

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

**Faks**

+49 69 1344 6000

*Vse pravice so pridržane.*

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

*Fotografije:*

*Claudio Hils*

*Martin Joppen*

*Presečni dan za podatke v tem  
poročilu je 27. februar 2009.*

ISSN 1830-3013 (elektronska izdaja)

# KAZALO

<b>PREGOVOR</b>	<b>9</b>	<b>4 STATISTIKA</b>	<b>124</b>
<b>POGLAVJE I</b>		4.1 Nova oziroma izboljšana statistika	
<b>GOSPODARSKA GIBANJA</b>		euroobmočja	<b>124</b>
<b>IN DENARNA POLITIKA</b>		4.2 Druga statistična gibanja	<b>125</b>
		4.3 Srednjeročni program dela	
<b>I SKLEPI O DENARNI POLITIKI</b>	<b>16</b>	na področju statistične funkcije	
		ECB (2009-12)	<b>126</b>
<b>2 DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA</b>		<b>5 EKONOMSKE RAZISKAVE</b>	<b>128</b>
<b>GIBANJA</b>	<b>22</b>	5.1 Prednostna raziskovalna področja	
2.1 Svetovno makroekonomsko		in dosežki	<b>128</b>
okolje	<b>22</b>	5.2 Posredovanje informacij	
2.2 Denarna in finančna gibanja	<b>26</b>	o raziskavah: publikacije in	
2.3 Gibanja cen in stroškov	<b>53</b>	konference	<b>129</b>
2.4 Gibanja proizvodnje in		<b>6 DRUGE NALOGE IN DEJAVNOSTI</b>	<b>131</b>
povpraševanja ter gibanja		6.1 Skladnost s prepovedjo denarnega	
na trgu dela	<b>62</b>	financiranja in privilegiranega	
2.5 Fiskalna gibanja	<b>69</b>	dostopa	<b>131</b>
2.6 Gibanja deviznih tečajev in		6.2 Svetovalne naloge	<b>131</b>
plačilne bilance	<b>76</b>	6.3 Upravljanje operacij najemanja	
<b>3 GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA</b>		in dajanja posojil Evropske	
<b>V DRŽAVAH ČLANICAH EU ZUNAJ</b>		skupnosti	<b>135</b>
<b>EUROOBMOČJA</b>	<b>86</b>	6.4 Storitve Eurosistema za	
		upravljanje rezerv	<b>135</b>
<b>POGLAVJE 2</b>		<b>POGLAVJE 3</b>	
<b>CENTRALNOBANČNE OPERACIJE IN DEJAVNOSTI</b>		<b>VSTOP SLOVAŠKE V EUROOBMOČJE</b>	
<b>I OPERACIJE DENARNE POLITIKE,</b>		<b>I GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA</b>	
<b>OPERACIJE NA DEVIZNIH TRGIH IN</b>		<b>NA SLOVAŠKEM</b>	<b>138</b>
<b>INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI</b>	<b>98</b>	<b>2 PRAVNI VIDIKI VKLJUČITVE SLOVAŠKE</b>	
1.1 Operacije denarne politike	<b>98</b>	<b>CENTRALNE BANKE V EUROSISTEM</b>	<b>142</b>
1.2 Devizne operacije	<b>110</b>	<b>3 OPERATIVNI VIDIKI VKLJUČITVE</b>	
1.3 Investicijske dejavnosti	<b>110</b>	<b>SLOVAŠKE CENTRALNE BANKE</b>	
<b>2 PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI</b>		<b>V EUROSISTEM</b>	<b>143</b>
<b>PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV</b>	<b>113</b>	3.1 Operacije denarne politike	<b>143</b>
2.1 Sistem TARGET	<b>113</b>	3.2 Prispevki v kapital, rezerve in	
2.2 TARGET2-Securities	<b>115</b>	devizne rezerve ECB	<b>143</b>
2.3 Postopki poravnave v zvezi		<b>4 ZAMENJAVA GOTOVINE NA SLOVAŠKEM</b>	<b>145</b>
s finančnim premoženjem za			
zavarovanje terjatev	<b>116</b>		
<b>3 BANKOVCI IN KOVANCI</b>	<b>119</b>		
3.1 Obtok bankovcev in kovancev			
ter ravnanje z gotovino	<b>119</b>		
3.2 Ponarejanje bankovcev in			
preprečevanje ponarejanja	<b>120</b>		
3.3 Tiskanje in izdajanje bankovcev	<b>122</b>		

<b>POGLAVJE 4</b>		<b>POGLAVJE 7</b>	
<b>FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA</b>		<b>ZUNANJE KOMUNICIRANJE</b>	
<b>I FINANČNA STABILNOST</b>	<b>150</b>	<b>I POLITIKA KOMUNICIRANJA</b>	<b>188</b>
1.1 Spremljanje finančne stabilnosti	150	<b>2 KOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI</b>	<b>189</b>
1.2 Ukrepi za finančno stabilnost	152		
<b>2 FINANČNA REGULACIJA IN NADZOR</b>	<b>154</b>	<b>POGLAVJE 8</b>	
2.1 Splošne zadeve	154	<b>INSTITUCIONALNI OKVIR, ORGANIZACIJA IN</b>	
2.2 Bančništvo	155	<b>LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI</b>	
2.3 Vrednostni papirji	156	<b>I ORGANI ODLOČANJA TER UPRAVLJANJE</b>	
<b>3 FINANČNA INTEGRACIJA</b>	<b>157</b>	<b>IN VODENJE ECB</b>	<b>195</b>
<b>4 PREGLED NAD DELOVANJEM PLAČILNIH</b>		1.1 Eurosistem in Evropski sistem	
<b>SISTEMOV IN TRŽNIH INFRASTRUKTUR</b>	<b>161</b>	centralnih bank	<b>195</b>
4.1 Plačilni sistemi velikih vrednosti	161	1.2 Svet ECB	<b>196</b>
in ponudniki storitev infrastrukture	161	1.3 Izvršilni odbor	<b>198</b>
4.2 Sistemi in instrumenti za plačila	164	1.4 Razširjeni svet	<b>200</b>
malih vrednosti	164	1.5 Odbori Eurosistema/ESCB,	
4.3 Kliring in poravnava vrednostnih	164	Odbor za proračun, Kadrovska	
papirjev in izvedenih finančnih	164	konferenca in Odbor Eurosistema	
instrumentov	164	za koordinacijo projektov IT	<b>201</b>
4.4 Druge dejavnosti	166	1.6 Upravljanje in vodenje ECB	<b>202</b>
		<b>2 ORGANIZACIJSKI RAZVOJ</b>	<b>205</b>
<b>POGLAVJE 5</b>		2.1 Človeški viri	<b>205</b>
<b>EVROPSKI IN MEDNARODNI ODNOSI</b>		2.2 Kadrovska konferenca	<b>207</b>
<b>I EVROPSKA VPRAŠANJA</b>	<b>170</b>	2.3 Novi prostori ECB	<b>207</b>
1.1 Usmeritve politik	170	2.4 Urad Eurosistema za	
1.2 Institucionalna vprašanja	173	usklajevanje naročil	<b>207</b>
1.3 Dogajanja v državah kandidatkah	173	<b>3 SOCIALNI DIALOG V ESCB</b>	<b>209</b>
in odnosi z njimi	173	<b>4 LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB</b>	<b>210</b>
<b>2 MEDNARODNA VPRAŠANJA</b>	<b>175</b>	Poslovno poročilo za leto,	
2.1 Glavna dogajanja v mednarodnem	175	ki se je končalo 31. decembra 2008	<b>211</b>
denarnem in finančnem sistemu	175	Bilanca stanja na dan	
2.2 Sodelovanje z državami zunaj EU	178	31. decembra 2008	<b>214</b>
		Izkaz poslovnega izida za leto, ki se je	
<b>POGLAVJE 6</b>		končalo 31. decembra 2008	<b>216</b>
<b>ODGOVORNOST</b>		Računovodske usmeritve	<b>217</b>
<b>I ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN</b>		Pojasnila k bilanci stanja	<b>221</b>
<b>EVROPSKEGA PARLAMENTA</b>	<b>182</b>	Pojasnila k izkazu poslovnega izida	<b>233</b>
<b>2 IZBRANE TEME, KI SO BILE</b>		Revizijsko poročilo	<b>237</b>
<b>IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJH</b>		Pojasnilo k razdelitvi dobička/	
<b>Z EVROPSKIM PARLAMENTOM</b>	<b>183</b>	razporeditvi izgube	<b>238</b>

<b>5 KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31. DECEMBRA 2008</b>	<b>240</b>	2 Dogajanja na denarnem trgu euroobmočja ob trenutnih finančnih pretresih	<b>31</b>
<b>PRILOGE</b>		Graf A Obrestne mere ECB in obrestna mera čez noč	<b>32</b>
<b>PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJELA ECB</b>	<b>244</b>	Graf B Implicitna volatilnost, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR z zapadlostjo marca 2009	<b>34</b>
<b>MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB</b>	<b>248</b>	3 Volatilnost in likvidnost na delniških trgih in trgih državnih obveznic	<b>43</b>
<b>KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA</b>	<b>256</b>	Graf A Realizirana volatilnost tedenske donosnosti delnic in obveznic	<b>44</b>
<b>PREGLED DEJAVNOSTI KOMUNICIRANJA ECB V ZVEZI Z ZAGOTAVLJANJEM EURSKE LIKVIDNOSTI</b>	<b>258</b>	Graf B Korelacija med tedensko donosnostjo delnic in obveznic	<b>44</b>
<b>DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA ECB</b>	<b>266</b>	Graf C Obseg trgovanja s terminskimi pogodbami na državne obveznice	<b>45</b>
<b>GLOSAR</b>	<b>272</b>	Graf D Obseg trgovanja na delniških trgih	<b>45</b>
<b>SEZNAM OKVIRJEV</b>		4 Cene primarnih surovin in inflacija po HICP	<b>55</b>
1 Vpliv napetosti na finančnih trgih na denarna gibanja	<b>27</b>	Graf A Cene primarnih surovin	<b>56</b>
Graf A Mesečni prilivi ali odlivi točk/delnic skladov denarnega trga in kratkoročnih dolžniških instrumentov MFI	<b>27</b>	Graf B Inflacija po HICP	<b>56</b>
Graf B Mesečni prilivi ali odlivi gotovine v obtoku in vlog čez noč	<b>28</b>	Graf C Izbrane podskupine v skupini storitev indeska HICP	<b>57</b>
Graf C Mesečni tokovi posojil drugim finančnim posrednikom, dolžniški vrednostni papirji, ki so jih kupile MFI, in posojil MFI z odpravljenim pripoznanjem	<b>29</b>	Graf D Dolgoročna inflacijska pričakovanja na podlagi anket in izvedena stopnja inflacije	<b>57</b>
Graf D Imetja sredstev v kreditnih institucijah in posojila zasebnemu sektorju	<b>29</b>	5 Gibanja na trgu dela v euroobmočju leta 2008	<b>67</b>
		Graf A Realna rast BDP in rast skupne zaposlenosti v euroobmočju	<b>67</b>
		Graf B Razčlenitev rasti števila opravljenih delovnih ur	<b>68</b>
		Graf C Razčlenitev rasti zaposlenosti po vrstah pogodb	<b>68</b>
		Graf D Zaposlitev s krajšim delovnim časom v euroobmočju	<b>69</b>

6	Izdajanje in razponi donosnosti državnih dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja	71	4	Gibanja na trgu dela	66
	Graf A Razčlenitev sprememb v plačilnih obrestih za obdobje 1999–2008	71	5	Fiskalni položaj v euroobmočju in v državah euroobmočja	70
	Tab. A Letne stopnje rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja	71	6	Realna rast BDP v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju	86
	Tab. B Struktura stanja dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja	72	7	Inflacija po HICP v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju	87
	Graf B Razponi donosnosti državnih obveznic glede na nemške državne obveznice	73	8	Fiskalni položaj v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju	88
	Graf C Instrumenti zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic	73	9	Plačilna bilanca držav članic EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju	89
7	Posledice finančne krize za javnofinančni primanjkljaj in dolg z vidika statističnega poročanja	74	10	Uradna strategija denarne politike držav članic EU zunaj euroobmočja	93
8	Finančna kriza in fiskalna politika	77	11	Plačilni promet v sistemu TARGET	114
9	Novejša gibanja v konkurenčnosti euroobmočja	81	12	Razporeditev proizvodnje eurobankovcev v letu 2008	122
	Graf A Nominalni in realni efektivni devizni tečaj eura	81	13	Glavni gospodarski kazalniki za Slovaško	139
	Graf B Spremembe harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti v različnih državah euroobmočja	82	<b>SEZNAM GRAFOV</b>		
	Graf C Gibanja harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti znotraj in zunaj euroobmočja	83	1	Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga	17
10	Operacije denarne politike v obdobju volatilitnosti na finančnih trgih	99	2a	Glavna gibanja v večjih industrijsko razvitih državah	22
	Graf A Zagotavljanje likvidnosti prek operacij odprtega trga in uporabo odprtih ponudb	101	2b	Glavna gibanja v večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih	24
	Graf B Razpon med EONIA in obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja	101	3	Glavna gibanja na trgih primarnih surovin	25
11	Širitev euroobmočja na Slovaško in posledice za statistiko	140	4	M3 in posojila zasebnemu sektorju	26
12	Deset let EMU	172	5	Glavne komponente M3	35
<b>SEZNAM TABEL</b>			6	Obrestne mere MFI za kratkoročne vloge in obrestna mera denarnega trga	36
	1 Gibanja cen	53	7	Vloge po sektorjih	36
	2 Kazalniki stroškov dela	60	8	Krediti rezidentom euroobmočja	37
	3 Sestava realne rasti BDP	63	9	Obrestne mere nezavarovanega denarnega trga	39
			10	Trimesečni EUREPO, EURIBOR in obrestne zamenjave na obrestno mero čez noč	40
			11	Donosnost dolgoročnih državnih obveznic	41

12	Izvedene stopnje inflacije na podlagi brez kuponovskih instrumentov v euroobmočju	<b>42</b>	35	Uvozne cene iz držav zunaj euroobmočja	<b>84</b>
13	Najpomembnejši delniški indeksi	<b>43</b>	36	Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja	<b>84</b>
14	Implicitna volatilitnost delniških trgov	<b>47</b>	37	Neto stanje mednarodnih naložb	<b>85</b>
15	Posojila MFI gospodinjstvom	<b>48</b>	38	Gibanja v ERM II	<b>90</b>
16	Obrestne mere za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam	<b>48</b>	39	Gibanja valut držav članic EU zunaj-ERM II	<b>91</b>
17	Zadolženost gospodinjstev in plačilo obresti	<b>49</b>	40	Ključne obrestne mere ECB in EONIA	<b>98</b>
18	Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb v euroobmočju	<b>50</b>	41	Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2008	<b>104</b>
19	Razčlenitev realne medletne stopnje rasti zunanjega financiranja nefinančnih družb	<b>51</b>	42	Bankovci v obtoku	<b>104</b>
20	Kazalniki dobičkonosnosti javnih delniških nefinančnih družb v euroobmočju	<b>51</b>	43	Primerno zavarovanje po vrsti finančnega premoženja	<b>107</b>
21	Finančna vrzel nefinančnih družb in glavne komponente	<b>52</b>	44	Dano zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema v primerjavi s stanjem posojil v operacijah denarne politike	<b>108</b>
22	Zadolženost nefinančnih družb	<b>53</b>	45	Razčlenitev finančnega premoženja (skupaj z bančnimi posojili), danega kot zavarovanje, po vrsti finančnega premoženja	<b>109</b>
23	Razčlenitev inflacije po HICP: glavne skupine	<b>54</b>	46	Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008	<b>119</b>
24	Prispevki glavnih skupin k inflaciji po HICP	<b>55</b>	47	Vrednost eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008	<b>119</b>
25	Razčlenitev cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih	<b>59</b>	48	Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008	<b>120</b>
26	Sredstva za zaposlene po dejavnostih	<b>60</b>	49	Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2007	<b>121</b>
27	Gibanja cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju	<b>61</b>	50	Porazdelitev ponarejenih eurobankovcev po apoenih leta 2008	<b>121</b>
28	Kvalitativne ocene o zaznani inflaciji in inflacijskih pričakovanjih potrošnikov v euroobmočju	<b>62</b>			
29	Prispevki k četrtletni realni rasti BDP	<b>63</b>			
30	Kazalniki zaupanja	<b>64</b>			
31	Brezposelnost	<b>66</b>			
32	Fiskalna gibanja v obdobju 1999-2009	<b>75</b>			
33	Saldo tekočega računa in njegove komponente	<b>80</b>			
34	Obseg izvoza euroobmočja v izbrane trgovinske partnerice	<b>80</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	Priročnik za plačilno bilanco MDS (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
EGP	Evropski gospodarski prostor
EDT	efektivni devizni tečaj
EMI	Evropski monetarni inštitut
EMU	ekonomska in monetarna unija
ESR 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 proizvodov pri proizvajalcih
ULCM	stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih

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

# **PREDGOVOR**



Leta 2008 je Evropska centralna banka praznovala svojo deseto obletnico. S povprečno medletno inflacijo v euroobmočju le nekoliko nad 2% smo bili priče desetletju sorazmerno stabilnih cen v skladu z mandatom ECB, da zagotavlja stabilnost cen. Podobno so v tem obdobju ostajala dolgoročna inflacijska pričakovanja večinoma zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen, kar kaže visoko stopnjo verodostojnosti, ki jo je uživala denarna politika ECB. Ta uspeh je tudi oprijemljiv dokaz za institucionalno trdnost, povezanost in enotnost Euro sistema – za zmožnost, da deluje v resničnem evropskem duhu na podlagi skupnih vrednot, visokih standardov in skupnih načel. Euro je že od samega začetka stabilna valuta. Zdaj ga uporablja 329 milijonov državljanov v 16 državah euroobmočja, široko sprejet pa je tudi na mednarodnih finančnih trgih. Ob tej priložnosti želim izreči dobrodošlico državljanom Slovaške v euroobmočju. Potem ko sta leta 2008 euro sprejela Ciper in Malta, se je 1. januarja 2009 kot 16. članica euroobmočju pridružila še Slovaška.

Leto 2008 je bilo izjemno leto, za katerega so bila značilna izjemna gospodarska in finančna gibanja. V prvi polovici leta 2008 se je zaradi visoke rasti cen primarnih surovin precej povišala inflacija, v tem obdobju pa so prevladovala navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, je dosegla vrhunec sredi leta, ko je junija in julija znašala 4,0%. Videti je bilo, da zlasti naraščajo plačni pritiski. Denarna analiza je potrdila oceno, da prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Svet ECB je, da bi preprečil širše sekundarne učinke in ohranil inflacijska pričakovanja trdno zasidrana, julija 2008 dvignil ključne obrestne mere. Od srede septembra so se finančne napetosti občutno okrepile in se vedno bolj širile v realno gospodarstvo povsod po svetu. To je skupaj z močnim padcem cen energentov in drugih primarnih surovin povzročilo zmanjšanje inflacijskih pritiskov v svetu in euroobmočju. Hkrati se je izjemno povečala negotovost, ki je prizadela likvidnost, cene finančnega premoženja in bilance stanja. Na splošno so ta gibanja pomenila tudi precej večja tveganja za znižanje rasti in občutno srednjeročno zmanjšanje inflacijskih pritiskov.

ECB in druge večje centralne banke so 8. oktobra 2008 usklajeno zmanjšale svoje obrestne mere. Med oktobrom 2008 in marcem 2009 je Svet ECB zmanjšal ključno obrestno mero ECB za skupaj 275 bazičnih točk. Obrestne mere denarnega trga čez noč so se v tem obdobju še bolj strmo znižale, ko je ECB precej povečala zagotavljanje likvidnosti bankam euroobmočja. V razmerah padanja inflacijskih pritiskov in tveganj so bile te izjemne odločitve popolnoma v skladu z mandatom ECB, da ohrani stabilnost cen. Denarna analiza je pokazala, da so se navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen počasi znižala, ko se je osnovna dinamika rasti denarja zlasti v drugi polovici leta 2008 umirila. Rast posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju se je med letom prav tako umirila, in sicer v skladu z zaostrovanjem pogojev financiranja in šibkejšo gospodarsko aktivnostjo.

Kljub jasnemu padanju stopenj inflacije od srede leta 2008 naprej je leta 2008 povprečna

medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, dosegla 3,3%, kar je najvišja raven po uvedbi eura. V letih prej je namreč dosegala okoli 2%. Denarna politika ECB je ne glede na skokovita nihanja skupne inflacije uspela trdno zasidrati srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo skozi vse leto 2008. Hkrati se je realna rast BDP leta 2008 v euroobmočju upočasnila na 0,8%, potem ko je dosegla solidno stopnjo rasti v višini 2,7% leta 2007 in 3,0% leta 2006. Medtem ko je bila gospodarska rast v euroobmočju na začetku leta še sorazmerno vztrajna, pa se je med letom hitro upočasnila glede na izrazito upočasnitev svetovne gospodarske aktivnosti.

Kar zadeva fiskalno politiko, so se leta 2008 relativno ugodni fiskalni rezultati, doseženi v zadnjih letih, deloma obrnili, ko se je finančna kriza okrepila in se je makroekonomsko okolje hitro poslabšalo. Na podlagi vmesne napovedi Evropske komisije iz januarja 2009 je povprečni javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju narasel z 0,6% BDP leta 2007 na 1,7% leta 2008, pričakovati pa je, da se bo leta 2009 še povečal na 4,0%. Oktobra 2008 so se države euroobmočja dogovorile, da bodo usklajeno ukrepale za stabiliziranje bančnega sistema, vključno z dokapitalizacijo finančnih institucij ter jamstvom za posojila in vloge. Decembra 2008 je Evropski svet odobril Evropski načrt za oživitev gospodarstva, katerega namen je podpreti okrevanje gospodarstva z okrepitevijo skupnega povpraševanja in večjimi prizadevanji za izvajanje strukturnih reform, ki jih predvideva lizbonska strategija. Naraščajoči javnofinančni primanjkljaj in javni dolg ter zelo negotovi obeti pomenijo velike izzive za fiskalno politiko v euroobmočju. Da bi podprli zaupanje javnosti v vzdržnost javnih financ, je nujna verodostojna zaveza v smeri konsolidacije, da bi ponovno dosegli zdrav javnofinančni položaj in v celoti upoštevali določbe Pakta za stabilnost in rast.

Na področju strukturnih politik trenutno šibka gospodarska aktivnost in visoka stopnja negotovosti glede gospodarskih obetov zahtevata okrepitev prožnosti gospodarstva euroobmočja. V sedanjem obdobju je nujno voditi gospo-

darske politike v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco in preprečiti vsakršne protekcionistične pritiske. Poleg tega bi morale konkurenco spodbujati tudi reforme na trgih proizvodov in storitev. Reforme trga dela bi morale spodbujati primerno določanje plač in s tem zavarovati delovna mesta ter spodbujati mobilnost delavcev med sektorji in regijami. To bo še posebno pomembno za tista področja in sektorje, ki jih je najbolj prizadel šok negativnega povpraševanja. V več državah je ravno tako ključnega pomena, da sprejmejo ukrepe, ki bodo obravnavali padeč konkurenčnosti v zadnjih letih.

\*\*\*

Izzivi na finančnih trgih so se med letom 2008 kar vrstili. Za eurski denarni trg so bili še naprej značilni visoki kreditni razponi in zelo nizek obseg trgovanja, ne glede na to, da so imeli posebni ukrepi, ki jih je ECB začela uvajati leta 2007 in nadaljevala leta 2008, stabilizirajoč učinek na te spremenljivke. Ti ukrepi so bili zlasti „preddobavljanje“ likvidnosti bančnemu sektorju znotraj posameznih obdobj izpolnjevanja obveznih rezerv, povečanje povprečne zapadlosti operacij refinanciranja Eurosistema in zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih v sodelovanju z ameriškim sistemom centralnih bank.

Ko so se sredi septembra 2008 močno povečale napetosti na vseh segmentih denarnega trga, zapadlosti pa so se izjemno zaostriale, je Eurosystem sprejel nadaljnje ukrepe za upravljanje likvidnosti, da bi bankam še naprej zagotovil možnost refinanciranja. Za operacije glavnega refinanciranja in vse operacije dolgoročnejšega refinanciranja je bil sprejet avkcijski postopek s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, nabor finančnega premoženja, sprejetega v operacijah refinanciranja, pa je bil začasno razširjen. Poleg tega je bil začasno zožen koridor, ki ga oblikujeta obrestni meri za odprte ponudbe. Zaradi teh ukrepov so imele banke še naprej širok dostop do likvidnosti v eurih, čeprav so napetosti ostale, zlasti pri daljših ročnostih.

\*\*\*

ECB je dejavno prispevala h ključnim odzivom politik in zakonodajalcev, ki so bili leta 2008 sprejeti za reševanje finančne krize in krepitev finančnega sistema. Na svetovni ravni je ECB sodelovala v razpravah, ki so aprila 2008 privedle do priporočil Foruma za finančno stabilnost finančnim ministrom držav skupine G7 in guvernerjem centralnih bank. Cilj teh priporočil je okrepiti skrbno in varno poslovanje, preglednost in okvir vrednotenja ter izboljšati uporabo bonitetnih ocen, odzivnost organov oblasti na tveganja in ureditev za obvladovanje stresa v finančnem sistemu. ECB je prispevala tudi k drugim večjim svetovnim odzivom politike, kot je načrt ukrepov, o katerem so se 15. novembra 2008 dogovorile države skupine G20.

Na evropski ravni je ECB svetovala o ukrepih javnih organov za podporo delovanju bančnega sektorja. Pariška deklaracija držav euro-območja z dne 12. oktobra 2008 – pozneje jo je 16. oktobra podprl Evropski svet – je določila načrt usklajenih ukrepov za povrnitev zaupanja in izboljšanje pogojev financiranja v gospodarstvu. Med njimi so bili odobritev državnih jamstev za bančne obveznice in dokapitalizacija bank. Svet ECB je izdal priporočila o glavnih značilnosti in vrednotenju državnih jamstev ter instrumentov za dokapitalizacijo. Cilji priporočil so bili ohraniti enake konkurenčne pogoje med finančnimi institucijami, okrepiti stabilnost finančnega sistema, omogočiti lažje vračanje na normalne tržne pogoje in zagotoviti pravilno financiranje gospodarstva. Države članice so v svojih ukrepih ustrezno upoštevale priporočila in navodila, ki jih je izdala Evropska komisija v zvezi z izpolnjevanjem pravil o državnih pomočeh iz Pogodbe.

Na začetku leta 2009 je ECB prispevala k opredelitvi vodilnih načel o ukrepih za odkup finančnih sredstev, katerih cilj je odpraviti

negotovost glede vrednotenja nekaterih listinjenih finančnih sredstev v bilanci stanja finančnih institucij. Prispevek ECB je bil upoštevan v navodilih, ki jih je izdala Evropska komisija o teh ukrepih.

\*\*\*

ECB je v letu 2008 še naprej dejavno spodbujala proces evropske finančne integracije. Svetovala je zlasti o finančni ureditvi in nadzoru, pa tudi o sistemih kliringa in poravnave vrednostnih papirjev ter o plačilnih sistemih. Poleg tega je bila še naprej dejavna v vlogi pospeševalca pri dejavnostih zasebnega sektorja s spodbujanjem kolektivnega delovanja. Pobuda za enotno območje plačil v eurih (SEPA), ki jo ECB močno podpira že od samega začetka, je dosegla prvi mejnik z uvedbo kreditnih plačil SEPA in kartičnega okvira SEPA januarja 2008. Od tedaj so se prve koristi SEPA že uresničile za banke in, še pomembneje, že dosegajo končne uporabnike plačilnih storitev.

Na področju centralnobančnih storitev, ki ravno tako spodbujajo finančno integracijo, je maja 2008 sistem druge generacije TARGET na enotni platformi (TARGET2) v celoti nadomestil decentralizirani sistem TARGET prve generacije – plačilni sistem Eurosistema za plačila velikih vrednosti. TARGET2 je prva tržna infrastruktura, ki je popolnoma integrirana in usklajena na evropski ravni. Julija 2008 je Svet ECB tudi sklenil, da bo zgradil novo platformo za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji, imenovano TARGET2-Securities (TS2). TS2 bo ponujal usklajene, čezmejne in nevtralne poravnalne storitve v eurih in drugih valutah ter bo velik korak naprej k vzpostavljanju integriranega trga vrednostnih papirjev v Evropi. Svet ECB je julija 2008 ravno tako sklenil, da vzpostavi enotno skupno platformo (CCBM2) za

mobilizacijo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, z možnostjo upravljanja likvidnosti in finančnega premoženja nasprotnih strank Eurosistema.

\*\*\*

Ob koncu leta 2008 je imela ECB odobrenih 1.357,5 zaposlenih v ekvivalentu polnega delovnega časa, medtem ko jih je imela ob koncu leta 2007 1.348. Zaposleni v ECB prihajajo iz vseh 27 držav EU in se zaposlujejo z javnim izbirnim postopkom za prosta delovna mesta, ki so objavljena na spletni strani ECB. V skladu s politiko mobilnosti ECB je bilo leta 2008 165 zaposlenih notranje premeščenih na druga delovna mesta, 23 zaposlenih je bilo poslanih v druge organizacije, 30 pa jih je bilo na neplačanem dopustu, večinoma zato, da so se zaposlili v drugih organizacijah. Stalno pridobivanje in razvoj znanj in sposobnosti vseh zaposlenih, vključno z vodstvenimi delavci, ostaja eden temeljnih kamnov kadrovske strategije ECB.

Leta 2008 je ECB ob upoštevanju najnovejših gibanj pričakovane življenjske dobe in finančne vzdržnosti začela revidirati pokojninski načrt, ki ga ponuja svojim zaposlenim. Pričakovati je, da se bodo rezultati te revizije začeli izvajati spomladi leta 2009.

\*\*\*

Leto 2008 je prineslo nove izzive pri projektu nove stavbe ECB, saj z javnim razpisom za glavnega izvajalca ni bil dosežen zadovoljiv ekonomski rezultat. Zato so bile v poletnih mesecih natančno preučene vse možnosti, pregledana pa sta bila tudi izračun stroškov in razpisna strategija. Na podlagi te analize je Svet ECB sklenil, da bo gradbena dela razdelil med različne izvajalce in tako ponovno objavil razpis.

Glede na nadaljnje raziskave, ki jih je ECB opravila na gradbenem trgu, ostaja odločena, da bo projekt izpeljala v okviru danega proračuna.

\*\*\*

ECB je imela leta 2008 presežek v višini 2,66 milijarde EUR, medtem ko je leta 2007 znašal 0,29 milijarde EUR. Svet ECB je sklenil, da bo na dan 31. decembra 2008 prenesel 1,34 milijarde EUR v rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu. Obseg te rezervacije, ki po prenosu iz leta 2008 znaša 4,01 milijarde EUR, se revidira vsako leto. Neto poslovni izid ECB je leta 2008 po prenosu v rezervacije znašal 1,32 milijarde EUR. Ta znesek je bil razdeljen med nacionalne centralne banke euroobmočja sorazmerno z njihovim vplačanim deležem v kapitalu ECB.

Frankfurt na Majni, marec 2009



Jean-Claude Trichet



Prvi Svet ECB leta 1998



Svet ECB leta 2008

Opomba: Mario Draghi in Athanasios Orphanides nista bila prisotna pri fotografiranju.



POGLAVJE I

**GOSPODARSKA  
GIBANJA IN  
DENARNA  
POLITIKA**



## I SKLEPI O DENARNI POLITIKI

ECB je leta 2008 svojo denarno politiko vodila v razmerah finančnih pretresov, ki so se začeli avgusta 2007. Svet ECB je ključne obrestne mere ECB v prvi polovici leta 2008 ohranjal nespremenjene, julija jih je zvišal za 25 bazičnih točk ter jih nato v zadnjem četrtletju leta v treh fazah znižal za skupno 175 bazičnih točk. Gibanja ključnih obrestnih mer ECB v letu 2008 odražajo razvoj tveganj za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju, na katera sta močno vplivala naslednja globalna pojava: gibanje svetovnih cen primarnih surovin, zlasti cen energentov in hrane, ter gospodarski vpliv finančnih pretresov, ki so se okrepili v sredini septembra.

Inflacijski pritiski v euroobmočju so se v prvi polovici leta 2008 povišali predvsem zaradi izredno hitrega naraščanja svetovnih cen primarnih surovin. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, je v tem obdobju ostala krepko nad 2%, pri čemer je narasla s 3,2% v januarju na rekordno visoko raven 4,0% v juniju in juliju, predvsem kot posledica gibanja cen energentov in hrane. Ob inflacijskih pritiskih, ki so naraščali ob relativno zaostrenih razmerah na trgu dela, se je povečalo tveganje sekundarnih učinkov. Poleg tega je osnovna dinamika rasti širokega denarja ostala živahna, kljub temu da se je v primerjavi z rekordno vrednostjo v drugi polovici leta 2007 postopno umirjala. Svet ECB je julija 2008, zato da bi zajezil navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen in zagotovil, da dolgoročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana v skladu z opredelitvijo ECB o stabilnosti cen, povišal izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 4,25%.

V tretjem četrtletju so razpoložljivi podatki do sredine septembra 2008 kazali, da tveganja za srednjeročno stabilnost cen ostajajo usmerjena navzgor. Negotovost glede gospodarskih obetov je ostala precejšnja, med drugim tudi zaradi zelo visokih in spremenljivih cen primarnih surovin ter nadaljevanja napetosti na finančnih trgih. V celoti so prevladovala tveganja upočasnitve gospodarske rasti.

Sredi septembra so se finančni pretresi močno zaostri, kar je povzročilo hude motnje in likvi-

dnostne primanjkljaje v številnih segmentih finančnega trga ter privedlo do precejšnjega poslabšanja svetovnih gospodarskih obetov. V zadnjih nekaj mesecih leta se je močno znižala tudi inflacija, inflacijski pritiski pa so oslabei. Ker so se znižale cene primarnih surovin, predvsem cene nafte, se je v drugi polovici leta znižala tudi medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, ki je decembra dosegla 1,6%. Trendi v denarnih gibanjih, ki so se v drugi polovici leta še naprej umirjali, so podpirali stališče, da se inflacijski pritiski znižujejo. V takšnih razmerah je bila 8. oktobra v usklajenem delovanju z drugimi večjimi centralnimi bankami obrestna mera glavnega refinanciranja znižana za 50 bazičnih točk na 3,75%. Obrestna mera glavnega refinanciranja je bila nato novembra znižana za nadaljnjih 50 bazičnih točk in decembra za dodatnih 75 bazičnih točk, tako da je ob koncu leta znašala 2,50% (glej graf 1).

Realna rast BDP v euroobmočju se je nadaljevala, vendar nekoliko pod trendom v prvi polovici leta, čeprav so četrtletne stopnje rasti zaradi vpliva nenavadnih vremenskih razmer na gradbeno dejavnost nihale. Gospodarske razmere so se v drugi polovici leta 2008 poslabšale, predvsem po zaostritvi napetosti na finančnih trgih v sredini septembra. Finančna kriza se je razširila na realno gospodarstvo bolj, kot je bilo pričakovano. V tretjem četrtletju se je realni BDP v euroobmočju znižal za 0,2% glede na prejšnje četrtletje, predvsem zaradi velikega negativnega prispevka neto trgovinske menjave, ki je bil posledica nizke rasti izvoza in močne okrepite uvoza. V zadnjem četrtletju je ob povečani negotovosti prišlo do vsesplošnega krčenja gospodarske aktivnosti, pri čemer se je realni BDP zmanjšala za nadaljnjih 1,5%. Realni BDP euroobmočja se je, gledano v celoti, v letu 2008 povečal za 0,8%, kar je precej manj kot v letu 2007, ko je bila rast 2,7%.

Povprečna medletna inflacija po HICP je bila v letu 2008 zelo visoka, in sicer 3,3%, kar je največ od uvedbe eura, potem ko je v preteklih letih znašala blizu 2% (npr. 2,1% v letu 2007). Inflacija se je od januarja, ko je znašala 3,2%, povišala na 4,0% v juniju in juliju, nato pa se

## Graf | Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; dnevni podatki)

- izklicna obrestna mera/fiksna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja
- ... obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita
- - - obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila
- obrestna mera čez noč (EONIA)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnja navedba je za 27. februar 2009.

je zmanjšala in decembra dosegla 1,6%. Takšna inflacijska gibanja so bila predvsem posledica svetovnih gibanj cen primarnih surovin, zlasti cen energentov in hrane. Cene nafte so narasle s približno 100 USD za sod v januarju na rekordno raven v juliju, ko je cena nafte za sod znašala 150 USD, nato pa so decembra padle na 40 USD. Večino leta 2008 je bila stopnja inflacije precej nad opredelitvijo ECB glede stabilnosti cen, predvsem zaradi gibanja cen primarnih surovin. Rast stroškov dela na enoto proizvoda je ostala visoka zaradi močnejšega naraščanja plač v okolju bolj zaostrenih razmer na trgu dela in nekaterih sekundarnih učinkov, pa tudi zaradi ciklične upočasnitve rasti produktivnosti dela kasneje v letu. Proti sredini leta so se pojavili znaki povečanja dolgoročnih inflacijskih pričakovanj, izvedenih iz instrumentov finančnega trga, vendar so po dvigu obrestnih mer in obratu v cenah primarnih surovin, predvsem nafte, izginili, zaradi česar se je zmanjšala zaskrbljenost glede pojavitve sekundarnih učinkov. Anketni kazalniki dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so kljub skokovitim nihanjem inflacije zaradi velikih sprememb cen primarnih surovin ostali večinoma zasidrani na ravni, ki je

skladna s stabilnostjo cen, kar je v skladu s srednjeročno usmeritvijo denarne politike ECB.

Osnovna dinamika denarne rasti se je v letu 2008 umirila, vendar je še vedno ostala živahna. Čeprav je rast denarnega agregata M3 izkazovala previsok trend osnovne denarne dinamike predvsem zaradi položne krivulje donosnosti in drugih začasnih dejavnikov zlasti v prvi polovici leta, je širša ocena komponent in protipostavk agregata M3 potrdila, da je osnovna denarna rast ostala visoka. Prav tako se je med letom v skladu z zaostrovanjem pogojev financiranja in ob slabši gospodarski aktivnosti umirila rast posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju. Povečan stres v finančnem sistemu zaradi krepitve finančnih napetosti v septembru je bil jasno razviden iz podatkov o denarju proti koncu leta. Kar zadeva denarne agregate, je povečan stres sprožil predvsem premike med komponentami M3, ni pa vplival na sam M3. Umirjena gibanja posojil ob koncu leta so potrdila, da je kreditiranje podjetij precej oslabilo po dolgem obdobju dinamične rasti. Ta gibanja so bila predvsem rezultat upočasnitve realne gospodarske aktivnosti, čeprav bi po anketi Eurosistema o bančnih

posojilih določeno vlogo lahko imeli tudi dejavniki na strani ponudbe. V celoti gledano denarna gibanja potrjujejo mnenje, da so se inflacijski pritiski proti koncu leta 2008 umirili.

### **INFLACIJSKI PRITISKI SO POVZROČILI DVIG KLJUČNIH OBRETNIH MER ECB JULIJA 2008**

Če podrobneje pogledamo sklepe o denarni politiki v letu 2008, lahko to leto razdelimo na dva dela: obdobje do poletja 2008, ko so razpoložljivi podatki v tistem času nakazovali naraščanje navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen, ter obdobje po poletju, ko so novi podatki kazali, da trenutni finančni pretresi in svetovna gospodarska upočasnitev močneje vplivajo na aktivnost v euroobmočju in da se inflacijski pritiski umirjajo.

Gospodarske razmere so bile v prvi polovici leta zaznamovane z veliko negotovostjo glede prevrednotenja tveganj na finančnih trgih in morebitnega vpliva na realno gospodarstvo. Četrletna rast se je v letu 2007 začela umirjati. Kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov so se ravno tako začeli zniževati, vendar so na začetku leta 2008 ostali na ravneh, ki kažejo nadaljevanje rasti. Obeti v zvezi z gospodarsko rastjo so se nekoliko umirili, vendar so bili na začetku leta 2008 vseeno razmeroma ugodni. Pričakovati je bilo umiritev domačega in tujega povpraševanja, ki pa naj bi kljub temu še naprej podpiralo nadaljnjo rast. Kljub zaviralnemu učinku višjih cen primarnih surovin se je pričakovalo, da bo rast potrošnje pozitivno vplivala na gospodarsko rast v skladu z naraščajočo zaposlenostjo, saj je stopnja brezposelnosti dosegla najnižje ravni v zadnjih 25 letih. Ker naj bi vztrajna gospodarska aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih predvidoma ublažila vpliv, ki ga je imelo gospodarsko upočasnjevanje v ZDA na tuje povpraševanje euroobmočja, naj bi zunanje povpraševanje še naprej spodbujalo izvoz euroobmočja.

Tako so v prvi polovici leta makroekonomski podatki kazali, da se bo realna rast BDP sicer umirila, vendar samo malo. Projekcije strokovnjakov Eurosistema, ki so bile pripravljene junija 2008, so predvidevale povprečno letno realno rast BDP med 1,5% in 2,1% v letu 2008

ter med 1,0% in 2,0% v letu 2009. Medtem ko so projekcije za leto 2008 ostale v spodnjem delu razpona, objavljenega decembra 2007, so bile projekcije za leto 2009 nekoliko popravljen navzdol. Negotovost v zvezi z obeti glede gospodarske rasti je bila precejšnja, tveganja pa so bila na strani upočasnitve. Nanašala so se predvsem na možnost, da bodo imela gibanja na finančnih trgih širši vpliv na pogoje financiranja in gospodarsko klimo od pričakovanega, z negativnim učinkom na svetovno rast in rast v euroobmočju. Nadalje so ta tveganja izhajala iz možnosti dodatne rasti cen nafte in drugih primarnih surovin, zaskrbljenosti glede protekcionističnih pritiskov ter morebitnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Hkrati je v euroobmočju medletna stopnja inflacije rasla, predvsem zaradi občutne rasti cen energentov in hrane na svetovni ravni. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, je v začetku leta 2008 znašala več kot 3% ter se je povečala s 3,2% v januarju na 3,7% v maju, pri čemer so bili pritiski na rast skupne inflacije kratkoročno okrepljeni. Zato je junija Svet ECB opozoril, da so se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju dodatno povečala. Pričakovati je bilo, da bo inflacija po HICP ostala visoka dlje časa, kot je bilo pričakovano. Pojavljati so se začeli tudi znaki naraščanja dolgoročnih inflacijskih pričakovanj. Junijske projekcije strokovnjakov Eurosistema so predvidevale, da bo povprečna medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, znašala med 3,2% in 3,6% v letu 2008 ter med 1,8% in 3,0% v letu 2009. Vrednosti teh razponov so bile izrazito višje kot v prejšnjih projekcijah, predvsem zaradi višjih cen nafte in hrane ter vse večjih inflacijskih pritiskov v storitvenih dejavnostih. Glede na visoko raven izkoriščenosti zmogljivosti, zaostrene razmere na trgu dela in tveganje sekundarnih učinkov je bila zaskrbljujoča tudi rast plač, ki bi bila lahko višja od pričakovane.

Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 je kljub umirjanju ostala živahna. Številni začetni dejavniki, zlasti razmeroma položna krivulja donosnosti, so kazali, da rast M3 izkazuje previsoko dinamiko osnovne rasti denarja. Širša

ocena podatkov o denarju je tudi ob upoštevanju teh učinkov potrdila, da je osnovna stopnja denarne in kreditne rasti ostala visoka. Rast zadolževanja gospodinjstev se je zaradi vpliva povišanja ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005 dalje in ohlajanja stanovanjskega trga v več delih euroobmočja nekoliko umirila. Rast posojil nefinančnim družbam pa je po drugi strani ostala okrepljena.

V takih razmerah je Svet ECB ocenil, da so tveganja za stabilnost cen nedvomno na strani naraščanja cen in so se še povečala. Navedena tveganja so izhajala zlasti iz možnosti pojava sekundarnih učinkov pri oblikovanju plač in cen, pa tudi iz možnosti nadaljnje rasti cen nafte in hrane. Tveganje za dvig inflacije je bila tudi možnost večjega povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov od takrat predvidenega. To oceno je podpirala tudi rast denarja in kreditov. Denarna analiza je ob močni rasti denarnih in kreditnih agregatov potrdila znamenja iz ekonomske analize, ki so kazala, da v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Svet ECB je poudaril svojo odločenost, da trdno zasedra srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja v skladu s stabilnostjo cen.

Svet ECB se je 3. julija 2008, zato da bi preprečil širše sekundarne učinke in zajezil vse večja tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju, odločil zvišati ključne obrestne mere ECB za 25 bazičnih točk, potem ko je obrestne mere od junija 2007 zaradi velike negotovosti in finančnih pretresov ohranjal nespremenjene. Svet ECB je poudaril svojo trdno odločenost, da ohrani srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen. To naj bi v euroobmočju ohranilo kupno moč v srednjeročnem obdobju ter še naprej podpiralo vzdržno rast in zaposlenost.

Na začetku tretjega četrletja leta 2008 so bila pričakovanja, da bo po objavljenih podatkih za drugo četrletje realna rast BDP v drugem četrletju leta veliko slabša od tiste v prvem četrletju. To je bil delno tehničen odziv na visoko rast v prvih mesecih leta, pa tudi posledica zniževanja rasti BDP zaradi počasnejše rasti na svetovni ravni ter zaviralnih učinkov visokih in nestabilnih cen nafte in hrane. Negotovost glede gospodarskih obetov je ostala precejšnja, med drugim zaradi zelo visokih in nestabilnih cen primarnih surovin in nadaljevanja napetosti na finančnih trgih. V celoti so prevladovala tveganja nižje rasti.

Hkrati so podatki, ki so bili na voljo avgusta in septembra, potrdili, da bo medletna stopnja inflacije verjetno še nekaj časa ostala krepko nad ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Podatki so tudi kazali, da ostajajo tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju usmerjena navzgor. Potem ko je inflacija junija dosegla 4,0%, je predvsem zaradi neposrednih in posrednih učinkov pretekle visoke rasti cen energentov in hrane na svetovni ravni v juliju ostala 4,0% in v avgustu znašala 3,8%. Poleg tega je bilo ugotovljeno, da se je rast plač precej pospešila. Ob upočasnitvi produktivnosti dela so se stroški dela na enoto proizvoda strmo povečali.

**OB UMIRJANJU INFLACIJSKIH PRITISKOV JE DENARNA POLITIKA PROTI KONCU LETA 2008 POSTALA BOLJ OHLAPNA**

Septembra so se finančne napetosti okrepile predvsem zaradi dogodkov na trgih v ZDA, zlasti po stečaju banke Lehman Brothers 15. septembra. To je povzročilo znatno volatilitnost na vseh segmentih finančnega trga, nizko likvidnost na številnih segmentih trga, obsežno prestrukturiranje v številnih velikih finančnih institucijah, finančno krizo v Islandiji in učinke okužbe na druge države ter doslej največje vladne ukrepe politik. Finančni pretresi so vplivali tudi na precejšnje povišanje nenaklonjenosti tveganju. To je bilo med drugim opazno v velikem povečanju razponov podjetniških in državnih obveznic, kar je močno negativno vplivalo na realno gospodarstvo. Svet ECB je na seji 2. oktobra obširno razpravljal o nedavni okrepitvi pretresov na finančnih trgih in možnih učinkih na gospodarsko aktivnost in inflacijo, pri čemer je ugotovil visoko raven negotovosti, ki je izhajala iz novejših gibanj. Gospodarska aktivnost je postajala vse šibkejša tudi v euroobmočju, saj je negativne učinke daljšega in intenzivnega obdobja pretre-

sov na finančnih trgih občutilo svetovno gospodarstvo kot celota.

Inflacijski pritiski so se v euroobmočju in številnih drugih pomembnejših državah v svetovnem gospodarstvu začeli umirjati predvsem zaradi izrazitega padca cen energentov in drugih primarnih surovin. Inflacijska pričakovanja so se znižala in vrnila na raven, ki je skladna z opredelitvijo stabilnosti cen ECB. Zaostrovanje finančne krize je s povečanim tveganjem upočasnitve rasti prispevalo tudi k zmanjšanju navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen.

V usklajenem delovanju so 8. oktobra centralne banke Bank of Canada, Bank of England, ECB, Federal Reserve System, Sveriges Riksbank in Swiss National Bank objavile znižanje obrestnih mer denarne politike. Svet ECB je takrat znižal ključne obrestne mere ECB za 50 bazičnih točk ob upoštevanju dejstva, da so se navzgor usmerjena inflacijska tveganja v euroobmočju nedavno zmanjšala ter da so se začela inflacijska pričakovanja umirjati. Svet ECB je sprejel tudi dva začasna ukrepa v podporo izvajanju denarne politike, in sicer je zožil koridor, ki ga oblikujeta obrestni meri odprtih ponudb, in v avkcijah napovedal polno dodelitev po fiksni obrestni meri.

Napetosti so se vedno bolj prelivale iz finančnega sektorja v realno gospodarstvo ter iz razvitih gospodarstev v nastajajoča tržna gospodarstva. Obeti glede svetovne gospodarske rasti so se strmo slabšali, kar je pomenilo zmanjšanje tujega povpraševanja, ki naj bi negativno vplivalo na gospodarsko aktivnost euroobmočja. Kazalniki zaupanja podjetij, ki so začeli upadati v sredini leta 2007, so začeli upadati še hitreje in z vsakim mesecem dosegali nove rekordno nizke vrednosti. Zadnje četrletje sta zaznamovala vsesplošna gospodarska upočasnitev z visoko stopnjo negotovosti, vlade pa so napovedale obsežne svežnje gospodarskih spodbud. Nove informacije o tekočih gospodarskih gibanjih so upravičile bolj pesimistične obete, zlasti zaradi uresničitve prej ugotovljenih tveganj, ki so izhajala iz napetosti na finančnih trgih. Gledano v prihodnost, je bilo pričakovati,

da se bosta šibko svetovno gospodarstvo in zelo počasno domače povpraševanje nadaljevala tudi v naslednjih nekaj četrletjih. Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih decembra 2008 pripravili strokovnjaki Eurosistema, so dejansko kazale, da so se gospodarski obeti močno poslabšali. Letna realna rast BDP je bila napovedana med -1,0% in 0,0% za leto 2009 ter med 0,5% in 1,5% za leto 2010. Te številke so predstavljale precejšen popravek navzdol v primerjavi s prejšnjimi projekcijami. Gospodarske obete je še vedno spremljala izjemno visoka stopnja negotovosti, tveganja pa so ostala na strani znižanja gospodarske rasti.

Kar zadeva gibanje cen, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, znatno upadla, in sicer s 3,6% v septembru na 3,2% v oktobru in na 2,1% v novembru. Pričakovati je bilo, da se bo stopnja inflacije tudi v prihajajočih mesecih zniževala. Zaradi krepitve in širitve pretresov na finančnih trgih je bilo verjetno, da se bo za daljše obdobje zmanjšalo povpraševanje na svetovni ravni in v euroobmočju. Ob močnem znižanju cen primarnih surovin v zadnjih mesecih je bilo pričakovati, da se bodo cenovni, stroškovni in plačni pritiski v euroobmočju umirili. Strokovnjaki Eurosistema so v svojih projekcijah decembra 2008 napovedali, da bo medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, znašala med 1,1% in 1,7% v letu 2009 ter med 1,5% in 2,1% v letu 2010. Projekcije za leto 2009 so bile v primerjavi s prejšnjimi znatno popravljene navzdol predvsem zaradi velikega padca cen primarnih surovin in vpliva oslabiljenega povpraševanja. Tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju, ki je pomembno z vidika denarne politike, so bila bolj uravnotežena kot v prejšnjem četrletju.

Na področju denarne analize so razpoložljivi podatki proti koncu leta 2008 kazali, da so medletne stopnje rasti agregatov širokega denarja in kreditov sicer ostale visoke, vendar so še naprej upadale. Zaostritev pretresov na finančnih trgih od sredine septembra naprej bi bila lahko prelomnica v razvoju denarnih gibanj, pri čemer so podatki o denarju in kreditih za oktober kazali precejšen vpliv na vedenje tržnih udeležencev.

Novembra so se vseeno pojavili nekateri znaki vračanja k dinamiki denarnih gibanj pred stečajem banke Lehman Brothers. V celoti je bila za širši denarni agregat M3 in zlasti za posamezne komponente, ki so bile najtesneje povezane s finančnimi napetostmi – kot so na primer imetja skladov denarnega trga – v zadnjih mesecih leta 2008 značilna občutna mesečna volatilitnost. Če zanemarimo to volatilitnost, se je osnovna dinamika rasti širokega denarja še naprej postopno umirjala v primerjavi z rekordno visokimi ravni v letu 2007. Od septembra 2008 dalje pa je krepitev finančnih pretresov povzročila precejšnje premike med komponentami denarnega agregata M3. Denarna analiza je pokazala tudi nadaljnje umirjanje stopnje rasti posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju. Do decembra je bilo to predvsem posledica šibkega kreditiranja gospodinjstev, zlasti za nakup stanovanj, ob prelomu leta pa je bilo opaziti tudi nedvomno zmanjšanje stopnje rasti posojil nefinančnim družbam. Umirjena gibanja posojil so bila predvsem posledica upočasnitve aktivnosti v realnem gospodarstvu, čeprav so rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih kazali, da so k temu verjetno prispevali tudi dejavniki ponudbe. Povečan stres v finančnem sistemu je ostal razviden iz denarnih podatkov proti koncu leta. Denarni trendi so na splošno podpirali stališče o nadaljnji oslabitvi inflacijskih pritiskov.

Zaradi popravljenih obetov glede gospodarske aktivnosti in s tem inflacije je bila potrebna precej bolj ohlapna denarna politika. Na podlagi redne ekonomske in denarne analize je Svet ECB na seji 6. novembra sklenil znižati ključne obrestne mere ECB za nadaljnjih 50 bazičnih točk v skladu z zmanjševanjem navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen, ki so izhajala iz uresničenega tveganja znižane rasti. Na seji 4. decembra je Svet ECB sklenil znižati ključne obrestne mere ECB še za nadaljnjih 75 bazičnih točk. Podatki po prejšnji seji so kazali, da so inflacijski pritiski dodatno oslabilili, v prihodnosti pa naj bi bile stopnje inflacije v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, skladne s stabilnostjo cen.

## 2. DENARNA, FINANČNA IN GOSPODARSKA GIBANJA

### 2.1 SVETOVNO MAKROEKONOMSKO OKOLJE

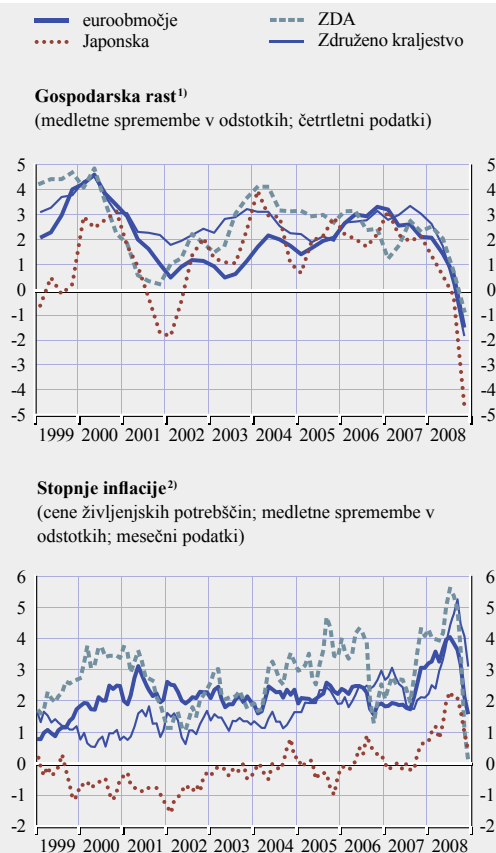
#### POSLEDICE PRETRESOV NA FINANČNIH TRGIH ZA GLOBALNO GOSPODARSKO AKTIVNOST

Pretrresi na finančnih trgih so se v letu 2008 okrepili in dosegli razsežnosti, ki jih nismo videli že več desetletij – z resnimi posledicami za realno gospodarstvo proti koncu leta. Gospodarska šibkost v ZDA se je v prvi polovici leta razširila prek nepremičninskega sektorja, medtem ko so se globalne posledice finančne krize pretvorile v upočasnjeno gospodarsko rast v večjih razvitih gospodarstvih. Svetovno gospodarsko aktivnost so na splošno še naprej razmeroma dobro podpirale vztrajnejše gospodarske razmere na nastajajočih trgih. Od sredine septembra, ko je finančna kriza privedla do propada velike ameriške investicijske banke in številnih velikih akterjev v globalnem finančnem sistemu, so se izzivi, s katerimi se je spopadala gospodarska aktivnost, še povečali. Svetovne gospodarske razmere so se hitro slabšale predvsem zaradi vse manjšega zaupanja potrošnikov in podjetij, strožjih kreditnih pogojev po vsem svetu in negativnih premoženjskih posledic, ki so izvirale iz padajočih cen stanovanj in vrednosti finančnega premoženja. Čeprav so vlade in centralne banke po vsem svetu sprejele pomembne ukrepe, doslej brez primere, da bi zajezile sistemska tveganja in ponovno vzpostavile finančno stabilnost, so finančni pretresi pripeljali do vse bolj sočasnega globalnega gospodarskega upada, kar je povečalo negativne povratne učinke med finančno krizo in realno gospodarsko aktivnostjo. Večina razvitih gospodarstev je bila proti koncu leta že v recesiji ali pa na njenem robu. Gospodarska šibkost se je nato začela močneje širiti še na nastajajoča tržna gospodarstva. Tako so se gospodarske razmere v državah z visokimi zunanji in notranji neravnovesji hitro slabšale, medtem ko se je gospodarska rast v majhnih odprtih gospodarstvih v zelo kratkem času precej umirila.

Svetovne gospodarske razmere in skokovita nihanja cen primarnih surovin so močno vplivali na gibanje svetovne inflacije. V prvi polovici leta so se globalni inflacijski pritiski povečali. V državah članicah OECD je skupna medletna

inflacija dosegla najvišjo vrednost julija 2008, ko je znašala 4,8%. V glavnem je bila posledica naraščajočih cen hrane in energentov. Cene surove nafte Brent so 11. julija 2008 rekordno narasle na 147,5 USD za sod. Države v gospodarskem vzponu z večjo utežjo hrane v potrošniški košarici pa so doživele še močnejše inflacijske pritiske. Toda v drugi polovici leta je močan zasuk v cenah primarnih surovin v povezavi z upočasnitvijo svetovnega gospodarstva prispeval k ublažitvi svetovnih stopenj inflacije. Cene nafte so v drugi polovici leta upadle in ob koncu leta 2008 znašale blizu 40 USD za sod. Temu primerno se je medletna inflacija držav članic OECD decembra 2008 znižala na 1,5%,

Graf 2a Glavna gibanja v večjih industrijsko razvitih državah



Viri: nacionalni podatki, BIS, Eurostat in izračuni ECB.

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

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

potem ko je v juliju 2008 dosegla najvišjo vrednost. Cene življenjskih potrebščin brez hrane in energentov so se v letu do decembra zvišale za 2,0%.

## ZDA

V ZDA se je gospodarska aktivnost v letu 2008 močno upočasnila. V celem letu se je realni BDP v ZDA povečal za 1,1%. Čeprav je bila rast v prvi polovici leta pozitivna predvsem zaradi začasnih spodbujevalnih fiskalnih ukrepov in podpore s strani zunanje trgovinske menjave, so naraščajoče napetosti na finančnih trgih, restriktivni kreditni pogoji in šibkejšje tuje povpraševanje prispevali k dokončnemu krčenju proizvodnje v drugi polovici leta 2008. Na zasebno potrošnjo so negativno vplivali vse slabše razpoloženje potrošnikov in razmere na trgu dela, vključno z upadom stanovanjskega premoženja gospodinjstev, kar je bilo posledica padajočih cen stanovanj in vrednotenja finančnega premoženja. Istočasno so se zaradi upadanja podjetniškega dobička, strožjih posojilnih standardov in splošno šibkega povpraševanja zmanjšale podjetniške naložbe. Popravki na nepremičninskem trgu, ki so se s finančnimi pretresi le še okrepili, so še naprej zavirali gospodarstvo, pri čemer je bila zaradi stanovanjskih naložb rast BDP v letu 2008 nižja za 0,9 odstotne točke. Zunanja trgovina je v večjem delu leta 2008 močno prispevala k rasti, kar je bilo posledica živahnega zunanjega povpraševanja na začetku leta in zapoznelega učinka pretekle deprecijacije ameriškega dolarja. Kljub temu je pozitiven učinek trgovinske menjave proti koncu leta oslabil, ko je strma gospodarska upočasnitev v številnih trgovinskih partnericah ZDA negativno vplivala na tuje povpraševanje in izvoz. Ne glede na to se je primanjkljaj na tekočem računu v povprečju znižal s 5,3% BDP v letu 2007 na 5,0% v prvih treh četrtletjih leta 2008, čeprav je bilo to izboljšanje nekoliko manjše zaradi višjih cen nafte in drugih primarnih surovin v večjem delu tega obdobja, kar je povečevalo povprečno vrednost uvoženega blaga v primerjavi s prejšnjim letom.

Kar zadeva gibanja cen v ZDA, je povprečna medletna stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin v letu 2008 znašala 3,8%, kar

je več kot v letu prej (2,9%). Skupna inflacija je nihala v širšem razponu od običajnega, kar je odraz nestabilnosti cen nafte in drugih primarnih surovin. Inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, se je v prvi polovici leta 2008 povzpela na visoko raven in julija zaradi hitro rastočih stroškov energije dosegla najvišjo raven (5,6%). Medletna stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin se je proti koncu leta močno zmanjšala in decembra dosegla 0,1%, kar je bilo posledica strmega upada cen primarnih surovin in okrepljenega upočasnjevanja gospodarstva, ko se je recesija poglobila. Medletna inflacija na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin brez cen hrane in energentov je v letu 2008 ostala na ravni 2,3% (tako kot v letu 2007). Trend upadanja prek celega leta je bil deloma posledica upočasnjevanja v skupini najemnin.

Zvezni odbor za odprti trg (FOMC) pri ameriškem sistemu centralnih bank je svojo ciljno obrestno mero znižal s 4,25% na začetku leta 2008 na razpon od 0,0% do 0,25% ob koncu leta. Odbor je na seji decembra 2008 pričakoval, da bodo zaradi šibkih gospodarskih razmer do nadaljnjega verjetno potrebne izredno nizke obrestne mere denarne politike. FOMC je v luči poslabšanih razmer sprejel številne ciljne programe za povečanje likvidnosti in pomoč finančnim trgovom.

Kar zadeva javnofinančno politiko, se je zvezni proračunski primanjkljaj v fiskalnem letu 2008, ki se je začelo oktobra 2007, povečal v primerjavi s prejšnjim letom. To je izviralo iz kombinacije nižjih davčnih prihodkov ob upočasnitvi gospodarstva in povečanega državnega trošenja, kar delno odraža tudi izvajanje spodbujevalnih fiskalnih ukrepov. Po ocenah kongresnega proračunskega urada je zvezni proračunski primanjkljaj v fiskalnem letu 2008 znašal 3,2% BDP.

## JAPONSKA

Na Japonskem se je gospodarska rast v letu 2008 naglo končala, pri čemer je bila v prvem četrtletju nekoliko pozitivna, nato pa se je skupna proizvodnja izrazito zmanjšala. Realno rast BDP je v prvem četrtletju spodbujalo močno zuna-



nje povpraševanje in domače naložbe. Kljub temu je znatni upad neto izvoza in podjetniških naložb, ki so v prejšnjih letih predstavljali gonilo japonskega okrevanja, skupaj z omejeno potrošnjo zaradi povečane negotovosti na trgu dela in upadom realnega dohodka, izničil pozitivno rast v prvem četrtletju leta in posledično pripeljal do negativne rasti BDP v preostanku leta. Inflacija cen življenjskih potrebščin se je v prvi polovici leta izrazito pospešila, pri čemer je najvišjo raven dosegla v juliju (2,3%), nato pa se je zmanjševala in decembra dosegla 0,4%. Medtem ko je japonski bančni sektor kljub pretresom na globalnih finančnih trgih ostal razmeroma vzdržljiv, so precejšnje izgube na borzi in okrepitev finančnih pretresov negativno vplivale na investicijsko aktivnost podjetij in potrošnjo v drugi polovici leta. Močna efektivna apreciacija japonskega jena je okrepila pritiske na zmanjšanje dobičkonosnosti in naložb v izvozno usmerjenih dejavnostih. Japonska centralna banka se je ob hitrem poslabšanju gospodarskih razmer na sejah 31. oktobra in 19. decembra 2008 odločila kumulativno znižati ciljno obrestno mero za nezavarovana posojila čez noč za 40 bazičnih točk na 0,1%, potem ko je od februarja 2007 ciljna obrestna mera ostala nespremenjena.

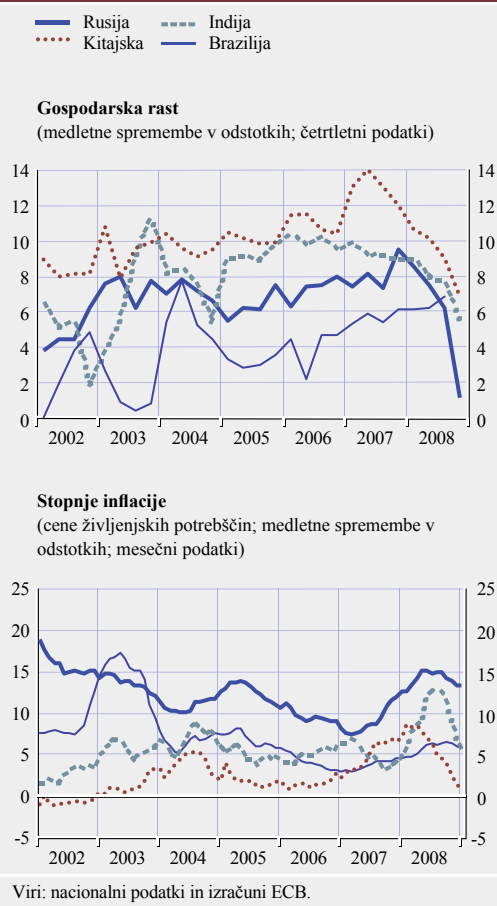
### RASTOČA AZIJSKA GOSPODARSTVA

Gospodarska aktivnost na azijskih trgih v gospodarskem vzponu se je tekom leta 2008 postopno upočasnjevala. Ob širjenju gospodarskega upočasnjevanja in zaostrenih globalnih finančnih pogojih je rast izvoza v drugi polovici leta strmo padla, zlasti v majhnih odprtih gospodarstvih, kot so Singapur, Tajvan in Hong Kong. Vsesplošno upočasnitev gospodarske aktivnosti je poganjalo šibko domače povpraševanje, predvsem zaradi vse slabšega zaupanja potrošnikov in podjetij ter upada nepremičninskih naložb.

Naraščajoče cene primarnih surovin in hrane so v številnih državah povzročile povišanje inflacije cen življenjskih potrebščin v prvi polovici leta. V nekaterih državah je to povzročilo zmanjšanje kupne moči potrošnikov in določeno oslabitev izdatkov za potrošnjo. Vendar so inflacijski pritiski v drugi polovici leta začeli

popuščati predvsem na račun precejšnjega upada cen nafte in prehrabnih izdelkov. Ob razmeroma dobri makroekonomski uspešnosti teh držav in omejeni neposredni izpostavljenosti izvedenim finančnim instrumentom, povezanih z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili, je bilo do sredine septembra opaziti nizko raven prelivanja finančnih pretresov na gospodarsko aktivnost. Vendar pa sta nenaden zasuk k nenaklonjenosti tveganju in okrepljeno razdolževanje na globalni ravni povzročila precejšnje odprodaje na trgih delnic in strmo depreciacijo lokalnih valut v večini rastočih azijskih gospodarstev. Volatilnost finančnih trgov je bila od države do države precej različna. Vpliv na Kitajsko je bil bolj omejen zaradi relativno

**Graf 2b Glavna gibanja v večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih**



zaprtega in manj razvitega finančnega sistema, medtem ko je bilo mogoče močnejšo volatilnost opaziti na finančnih trgih v Koreji in Indoneziji, predvsem zaradi visoke ravni domačega dolga in padanja cen primarnih surovin.

Kar zadeva kitajsko gospodarstvo, je realna rast BDP upadla s 13% v letu 2007 na 9% v letu 2008. Na gospodarsko upočasnitev so vplivali zunanji in notranji dejavniki. Zaradi trgovinskega presežka in pritoka denarja, ki so ga spodbujala pričakovanja o vztrajni apreciaciji tečaja in pozitivne razlike v obrestnih merah do septembra 2008, so se devizne rezerve še naprej povečevale in so v letu 2008 znašale 1,9 bilijona USD. Inflacija cen življenjskih potrebščin je februarja dosegla svojo najvišjo raven (8,7%), vendar se je nato precej znižala kot odziv na stabilizacijo domačih cen hrane. Ko je v septembru inflacija začela popuščati, globalna finančna kriza pa se je zaostrovala, so kitajske oblasti svojo politiko preusmerile v ukrepe, katerih cilj je bil pospešiti gospodarsko rast. Kitajska centralna banka je začela popuščati naravnost denarne politike: 1-letne primerjalne obrestne mere za posojila in vloge so bile znižane petkrat oziroma štirikrat za skupno 216 oziroma 189 bazičnih točk, medtem ko je bil količnik obveznih rezerv znižan za 200–400 bazičnih točk, odvisno od institucije. Poleg tega se je vztrajna apreciacija renminbija do ameriškega dolarja v zadnjem četrtletju ustavila.

### LATINSKA AMERIKA

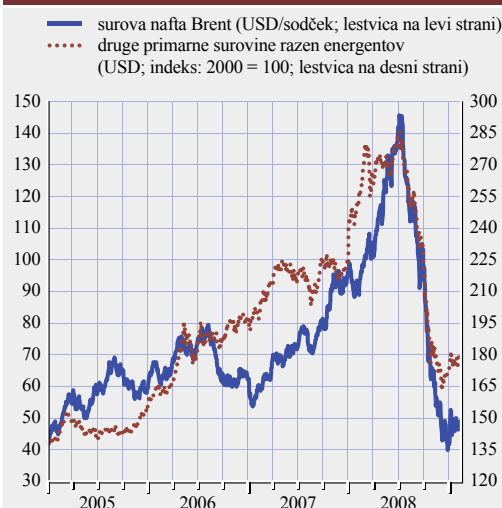
Gospodarska rast v Latinski Ameriki je bila v prvi polovici leta 2008 okrepljena (okoli 5% v Južni Ameriki, vendar le 2,1% v Mehiki), medtem ko so bili inflacijski pritiski visoki in so se med letom povečali, pri čemer se je inflacija v regiji povečala s 6,1% v letu 2007 na 8,7% v letu 2008. Države s fiksnim ali delno fiksnim deviznim tečajem so imele višjo inflacijo kot države s ciljno inflacijo. Gospodarske možnosti so v prvi polovici leta 2008 še naprej spodbujali izboljšani makroekonomski temelji, visoke cene primarnih surovin in visoko domače povpraševanje, vendar je to pripeljalo tudi do povečanih inflacijskih pritiskov. Toda od sredine sep-

tembra 2008 dalje so se zunanji finančni pogoji poslabšali, ko se je globalna finančna kriza razširila. Tako so se razponi v zamenjavah kreditnega tveganja na državni dolg Latinske Amerike občutno povečali, zlasti v Argentini in Venezueli (okoli 4.000 oziroma 3.000 bazičnih točk ob koncu leta). Poleg tega so valute do ameriškega dolarja izgubile vrednost, delniški trgi so tekom leta precej padli (za približno 50%) in pokazalo se je prvo pomanjkanje likvidnosti. Brazilija in Mehika sta bili zaradi pomanjkanja likvidnosti še posebno prizadeti, saj so na finančni sistem regije vplivali veliki odlivi.

### STRM PADEC CEN PRIMARNIH SUROVIN V DRUGI POLOVICI LETA 2008

Gibanja cen primarnih surovin med letom 2008 so pritegnila precej pozornosti. V prvi polovici leta so cene nafte nadaljevale vse hitrejšo rast in 11. julija dosegle rekordno vrednost 147,5 USD za sod surove nafte Brent (glej graf 3). Potem so cene začele padati, trend upadanja pa so še okrepili finančni pretresi. Ob koncu leta 2008 so cene za sod znašale 39,5 USD, kar merjeno v eurih približno sovpadajo z ravnijo, ki je

Graf 3 Glavna gibanja na trgih primarnih surovin



Vira: Bloomberg in Hamburg Institute of International Economics.

bila dosežena decembra 2004. Povprečna cena surove nafte Brent za sod je v celotnem letu znašala 98,3 USD, kar je bilo 35% več od povprečja v predhodnem letu.

Prvo polovico leta so zaznamovali zelo zaostreni tržni pogoji. Na strani ponudbe so bili podatki o dobavi držav nečlanic OPEC ves čas pod pričakovanji. To je države članice OPEC prisililo k povečanju proizvodnje, da bi zadovoljili povpraševanje. To je po drugi strani povzročilo izredno majhne proste zmogljivosti držav članic OPEC, kar je povečalo zaskrbljenost glede možnih motenj v ponudbi nafte zaradi geopolitičnih dogodkov. Po drugi strani se je povpraševanje še naprej močno povečevalo. Medtem ko je rast cen vplivala na umiritev povpraševanja v državah članicah OECD, se to v nastajajočih tržnih gospodarstvih ni zgodilo, kjer je bil uvoz nafte zaradi visoke gospodarske rasti in vladnih subvencij živahen. V takih razmerah so se zaloge v državah članicah OECD zmanjšale, cene pa so bile izjemno občutljive na kakršne koli novice ali govorice o poslabšanju ravnovesja med ponudbo in povpraševanjem.

Sredi julija so se zaloge v ZDA v nasprotju s sezonskimi gibanji začele povečevati, kar je sprožilo posledičen popravek cen. Upad cen so pospešili pretresi na finančnih trgih in vpliv na prihodnja svetovna gospodarska gibanja. Posledično so bile projekcije povpraševanja močno popravljene navzdol, tudi za države v gospodarskem vzponu. V takšnih razmerah je OPEC ukrepal in z obsežnim zmanjšanjem ponudbe stabiliziral cene.

Cene drugih primarnih surovin razen energentov so bile med letom prav tako izjemno nestabilne (glej graf 3). Indeks se je v prvem četrtletju leta 2008 močno povišal, predvsem zaradi kmetijskih surovin, nato pa ostal nespremenjen. Ko so cene energentov začele upadati, so sledile tudi cene drugih primarnih surovin, pri čemer so finančni pretresi zlasti prizadeli cene kovin. Skupno so se cene drugih primarnih surovin razen energentov (izražene v ameriških dolarjih) leta 2008 v primerjavi s preteklim letom povprečno zvišale za približno 14%.

## 2.2 DENARNA IN FINANČNA GIBANJA

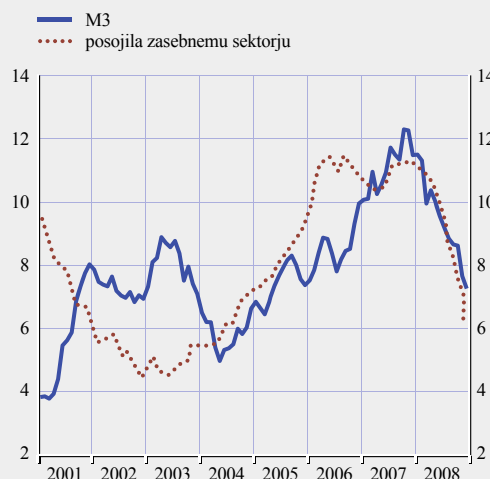
### OSNOVNA DINAMIKA RASTI ŠIROKEGA DENARJA SE JE MED LETOM UMIRILA, ČEPRAV JE KLJUB TEMU OSTALA MOČNA

Osnovna dinamika rasti širokega denarja in kreditov, ki je dosegla vrhunec v zadnjem četrtletju leta 2007, se je v letu 2008 upočasnila. To se je kazalo v nižji medletni stopnji rasti širšega denarnega agregata M3 in posojil MFI zasebnemu sektorju, ki se je decembra 2008 zmanjšala na 7,3% oziroma 5,8%, kar je precej manj od 11,5% oziroma 11,2% v prejšnjem letu (glej graf 4).

Kljub vztrajnemu umirjanju je ostala rast M3 v letu 2008 močna. To je bilo delno posledica stimulatívne učinka razmeroma položne krivulje donosnosti v euroobmočju, ki je spodbujala preusmeritve iz dolgoročnejših sredstev v kratkoročne denarne instrumente (predvsem vezane vloge MFI), ki so ponujali podobno obrestovanje, vendar so bili izpostavljeni manjšemu tveganju. Takih učinkov verjetno ne bo več, ko se bo krivulja donosnosti normalizirala. Toda, ko na podlagi širše analize denarnih podatkov upoštevamo te in drugečasne učinke, ugotovimo

Graf 4 M3 in posojila zasebnemu sektorju

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

vimo, da je trendna stopnja širše denarne rasti ob koncu leta ostala močna, kar se na primer kaže v visoki rasti vlog gospodinjstev.

Upočasnitev rasti širokega denarja in kreditov v letu 2008 je bila predvsem posledica učinka preteklega zvišanja obrestnih mer, na splošno zaostrenih finančnih pogojev in upočasnitve gospodarske aktivnosti. Čeprav so prevladujoče finančne napetosti včasih precej vplivale na tiste komponente in protipostavke M3, ki

so bile najtesneje povezane z naravo pretresov (npr. imetja delnic/točk skladov denarnega trga), pa finančni pretresi večinoma niso povzročili nenadnih prekinitev v trendu umirjanja rasti širokega denarja in kreditov. Medtem rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih kažejo na postopno zaostrovanje kreditnih standardov tekom leta. Podrobnejša analiza učinka, ki so ga imeli finančni pretresi na denarno analizo na ravni euroobmočja, je predstavljena v okvirju 1.

## Okvir I

### VPLIV NAPETOSTI NA FINANČNIH TRGIH NA DENARNA GIBANJA

Finančne napetosti, ki so se začele avgusta 2007, so izredno močno vplivale na kratkoročna gibanja nekaterih postavk v bilanci stanja MFI ter v številnih primerih povzročile precej večjo volatilitnost in spremenile smer rasti. V tem okvirju obravnavamo primere takih vidnih učinkov v različnih fazah napetosti. Kot referenčne točke smo uporabili tri širše faze: fazo, v kateri so se napetosti začele in ki vključuje obdobje od avgusta 2007 do februarja 2008 (skupaj z negotovostjo, ki je prevladovala konec leta 2007), fazo od marca 2008 do sredine septembra 2008 in fazo od sredine septembra 2008 dalje, v kateri so se napetosti okrepile.

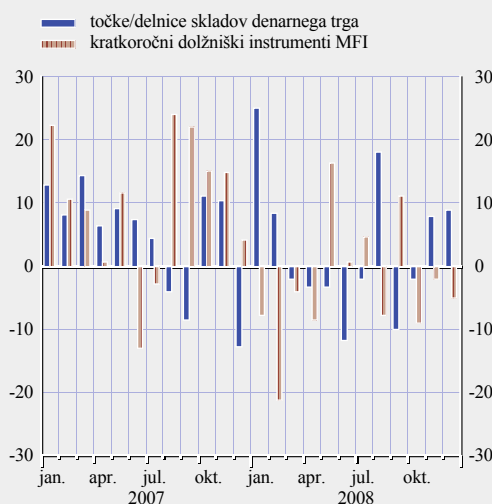
#### Vidni učinki na komponente M3

Eden od primerov jasnega učinka finančnih napetosti na komponente denarnega agregata M3 je učinek na tržne instrumente, kot so točke/delnice skladov denarnega trga ali kratkoročni dolžniški vrednostni papirji MFI. Volatilnost mesečnih odlivov/prilivov teh instrumentov se je povečala, čeprav so bila obdobja izrazitih odlivov in obdobja izrazitih prilivov (glej graf A). Povečana volatilitnost je sovpadla z znatnim znižanjem medletnih stopenj rasti teh instrumentov.

Povečanje negotovosti v prvi fazi napetosti se je izražalo v velikih odlivih iz skladov denarnega trga na samem začetku napetosti avgusta 2007 in spet decembra 2007 zaradi zaskrbljenosti glede izpostavljenosti nekaterih skladov denarnega trga euroobmočja do kolateraliziranih vrednostnih papirjev. Kot kaže, pa so se ti odlivi v naslednjih mesecih obrnili v nasprotno smer in okrepitev januarja 2008 je

**Graf A Mesečni prilivi ali odlivi točk/delnice skladov denarnega trga in kratkoročnih dolžniških instrumentov MFI**

(v milijardah EUR; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

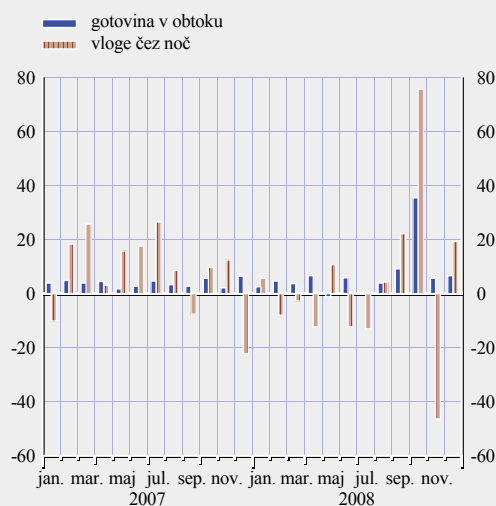
pomenila največji priliv od začetka monetarne unije. V drugi fazi so bili mesečni tokovi večinoma negativni, vendar skromni, kumulativne odlive pa je bolj ali manj izravnal močan priliv v avgustu tik pred okrepitevijo napetosti. V tretji fazi smo bili nato priča odlivom v septembru in oktobru, ki so bili v nasprotju z odlivi v prvi fazi posledica povečane nenaklonjenosti tveganju v razmerju do skladov denarnega trga, ki so jo sprožili propad banke Lehman Brothers in izgube skladov denarnega trga v ZDA zaradi naložb v njene komercialne zapise. Stanje je še poslabšalo dejstvo, da so se sredstva zaradi načina financiranja bank preusmerila iz skladov denarnega trga v ugodno obrestovane bančne vloge. Vendar so bili v zadnjih dveh mesecih leta 2008 spet opaženi pozitivni tokovi, čeprav razširjena jamstva za vloge, ki so jih najavile države, ne vključujejo skladov denarnega trga, kar pomeni, da so začeli strahovi rezidentov euroobmočja glede morebitnega propada teh skladov izginjati.

Gibanja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev z zapadlostjo do dveh let so bila do neke mere zrcalna slika gibanj skladov denarnega trga, kar pomeni, da je bil celoten učinek na kratkoročnejša gibanja širših denarnih agregatov omejen. To lahko pojasnimo s privlačnim obrestovanjem kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, kar je predvsem institucionalne vlagatelje verjetno spodbudilo, da so na začetku z njimi nadomestili točke skladov denarnega trga, ko so bili ti instrumenti ocenjeni kot izpostavljeni kreditnemu tveganju nasprotne stranke. V drugi fazi se je ocenjeno kreditno tveganje nasprotne stranke postopoma preusmerilo na kreditne institucije, zaradi česar so nedenarni sektorji kupovali veliko manj kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev MFI. V tretji fazi so bili mesečni tokovi v zadnjih treh mesecih leta 2008 negativni kljub velikemu prilivu v dolžniške vrednostne papirje v septembru in so izražali nenaklonjenost nedenarnega sektorja do neto nakupov teh instrumentov.

V nasprotju s tržnimi instrumenti je bil učinek na druge komponente M3 skoraj neopazen. Učinek na M1 je bilo mogoče opaziti le v tretji fazi krize, ko je propad banke Lehman Brothers sprožil splošno zaskrbljenost glede stabilnosti bančnega sistema in povzročil dvige gotovine iz bank euroobmočja (glej graf B). Oktobra 2008 je bilo za okrog 35 milijard EUR več gotovine v obtoku kot v preteklih mesecih. Tokovi so se novembra in decembra spet normalizirali, čeprav se oktobrsko povečanje ni zmanjšalo, kar kaže, da je bil velik delež dodatne gotovine v obtoku lahko posledica povpraševanja nerezidentov. Podoben vzorec je bilo mogoče opaziti pri vlogah čez noč, ki so imele oktobra velike prilive, saj so nedenarni sektorji zaradi visoke stopnje negotovosti sredstva raje hranili v visoko likvidnih vlogah. V zvezi s tem so se vloge čez noč začasno uporabljale za hranjenje sredstev, prenesenih iz drugih vrst vlog ali prejetih od prodaje dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev in delnic. Ti prilivi so se novembra obrnili v skladu z objavo

**Graf B Mesečni prilivi ali odlivi gotovine v obtoku in vlog čez noč**

(v milijardah EUR; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

državnih ukrepov za podporo bančnemu sistemu, s čimer se je pri razporejanju sredstev spet upoštevalo obrestovanje. Ponovni prilivi so bili zabeleženi v decembru, vendar bi bili lahko zgolj posledica odločitve nedenarnih sektorjev in zlasti nedenarnih finančnih posrednikov razen zavarovalnic in pokojninskih skladov (drugi finančni posredniki), da ob koncu leta obdržijo likvidna sredstva.

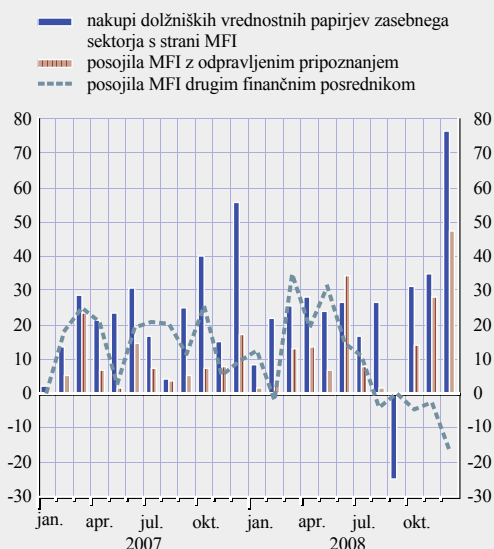
### Vidni učinki na protipostavke M3

Če pogledamo protipostavke M3, se dinamika skupnih kreditov zasebnemu sektorju zaradi finančnih napetosti ni znatno spremenila. Na bolj dezagregiranih ravneh pa so bile spremembe bolj vidne.

Tako je bil v prvi fazi napetosti tok posojil drugim finančnim posrednikom močan, ker so prehodne družbe, ki so jih ustanovile banke in so bile opredeljene kot drugi finančni posredniki, izkoriščale kreditne linije, ki so jih odobrile njihove sponzorske banke, saj so bili vlagatelji vse manj pripravljeni financirati te družbe (glej graf C). Tok je ostal precejšen tudi v večjem delu druge faze, vendar je bilo to verjetno vedno bolj posledica kratkoročne potrebe investicijskih skladov po financiranju in likvidnostnih rezervah. Medtem ko so MFI v prvi fazi zagotavljale financiranje svojim prehodnim družbam v sektorju drugih finančnih posrednikov neposredno prek posojil, so v drugi fazi to počele z nakupom dolžniških vrednostnih papirjev prehodnih družb. To se je vse pogosteje dogajalo v obliki „zadržanih operacij listinjenja”, pri katerih so MFI del svojih posojil prodale družbam za posebne namene in spet odkupile osnovne vrednostne papirje, ki so jih uporabile kot zavarovanje v operacijah Eurosistema. To je pripeljalo do zmanjšanja prispevka posojil k povečanju skupnih kreditov MFI in temu ustrezno do poveča-

**Graf C Mesečni tokovi posojil drugim finančnim posrednikom, dolžniški vrednostni papirji, ki so jih kupile MFI, in posojila MFI z odpravljenim pripoznanjem**

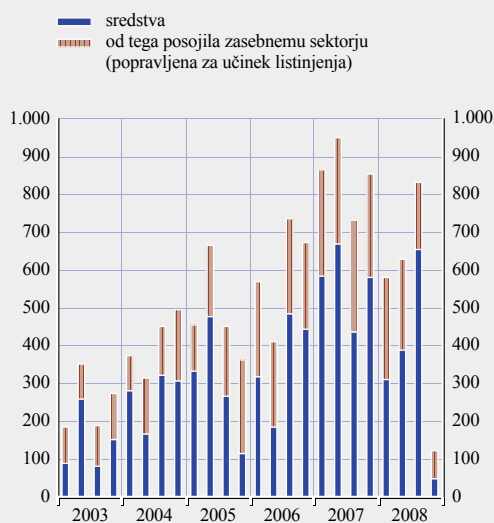
(v milijardah EUR; desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

**Graf D Imetja sredstev v kreditnih institucijah in posojila zasebnemu sektorju**

(četrtletni tokovi; v milijardah EUR; desezonirano)



Vir: ECB.

nja prispevka dolžniških vrednostnih papirjev. V tretji fazi napetosti so postale zadržane operacije listinjenja in njihov učinek na bilanco stanja MFI še pomembnejše, ker so MFI vse bolj uporabljale dolžniške vrednostne papirje za prejemanje likvidnosti od Eurosistema. Hkrati se je zmanjšalo posojanje drugim finančnim posrednikom, kar je bilo posledica zmanjšanja posredništva v zvezi z upočasnitvijo realne gospodarske aktivnosti.

Veliko število operacij listinjenja, zlasti v drugi in tretji fazi napetosti, je vplivalo tudi na dinamiko posojil zasebnemu sektorju (zlasti gospodinjstvom), saj je odprava pripoznanja listinjenih posojil zmanjšala neto tokove posojil do 35 milijard EUR na mesec. To je na splošno kazalo na večje zmanjšanje razpoložljivosti financiranja za nefinančni zasebni sektor, kot je bilo v resnici. Kljub zniževanju stopnje rasti posojil zasebnemu sektorju je bil njihov prispevek k spremembam tokov v skupnih sredstvih MFI večinoma stabilen. Volatilnost tokov v sredstvih MFI je bila predvsem posledica sredstev brez upoštevanja posojil zasebnemu sektorju (glej graf D). Vendar se je to v zadnjih dveh mesecih leta spremenilo, ko je bil ugotovljen odliv sredstev kreditnih institucij, medtem ko so bili tokovi posojil zasebnemu sektorju decembra negativni – tudi po korekciji učinka operacij listinjenja. To je mogoče pojasniti s povečanim razdolževanjem ob koncu leta, da bi „olepšali“ bilance stanja.

### Sklepna ugotovitev

Obdobje finančnih napetosti je sprožilo občutne kratkoročne premike v posameznih podkomponentah širokega denarja in kreditov. Zaradi tega je bilo težje ugotoviti osnovni trend denarnih gibanj, ki je pomemben za denarno politiko, hkrati pa je to omogočalo pomemben vpogled v razmere v finančnem sektorju in dostopnost nefinančnega sektorja do financiranja.

### KREPITEV FINANČNIH NAPETOSTI SREDI SEPTEMBRA JE VPLIVALA NA DENARNA GIBANJA

Gibanja finančnih trgov po stečaju banke Lehman Brothers sredi septembra so sprožila spremembe v vedenju bančnih in nedenarnih sektorjev. Ker lahko krepitev finančnih pretresov vpliva na cene finančnih sredstev, premoženje, finančne institucije in zaupanje, bo bilanca stanja MFI verjetno prizadeta na različne načine z različno stopnjo intenzivnosti in z različnimi časovnimi zamiki. Krepitev napetosti na finančnih trgih lahko na primer sproži portfeljske premike med denarnimi in nedenarnimi sredstvi ter tudi med posameznimi denarnimi instrumenti. Zato je splošen učinek težko predvideti.

Razpoložljivi podatki do decembra 2008 kažejo, da je zaostritev finančnih napetosti povzročila precejšnje preusmeritve med različnimi komponentami širokega denarja. Tako so se prilivi v M1 septembra in oktobra precej povečali, ker so ob finančni negotovosti (vključno z negotovo-

stjo glede stabilnosti bančnega sektorja) likvidna sredstva bolj privlačna, zaradi česar je prišlo do preobrata splošnega trenda upadanja M1. Vendar je bil splošen učinek na skupni M3 razmeroma skromen, zlasti če zanemarimo mesečno volatilitnost. Čeprav so se morale banke zatekati k različnim mehanizmom financiranja (kot kažejo njihove izdaje in imetja dolžniških vrednostnih papirjev), pa po sredini septembra ni bilo veliko znamenj o nenadni prekinitvi ponudbe bančnih posojil, ki bi pomenila presahnitev posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju, čeprav so se mesečna gibanja od takrat umirila. Rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih vendarle kažejo na postopno zaostrovanje kreditnih standardov za posojila.

### NA GIBANJA V KOMPONENTAH M3 JE VPLIVALA PREDVSEM POLOŽNA KRIVULJA DONOSNOSTI

Kar zadeva komponente, se je medletna stopnja rasti M1 do tretjega četrtletja leta 2008 še naprej umirjala in je avgusta znašala 0,2%, kar je izra-

zito manj od 6% stopnje, dosežene v zadnjem četrtletju leta 2007. To umirjanje je bilo predvsem posledica gibanj vlog čez noč, pri katerih je bil v tretjem četrtletju opažen negativni letni tok. V celoti gledano je na rast agregata M1 v letu 2008 še naprej vplival predvsem zavr-ralni učinek dviga oportunitetnih stroškov ime-

tja M1, povezanega z zviševanjem obrestnih mer od decembra 2005. Ta učinek je bil verjetno deloma izravnán z željo po imetju M1 kot rezervo v okviru pretresov na finančnih trgih. Od sredine septembra dalje pa so se imetja M1 po okrepitvi finančnih napetosti nekoliko okre-pila (glej okvir 2).

## Okvir 2

### DOGAJANJA NA DENARNEM TRGU EUROOBMOČJA OB TRENUTNIH FINANČNIH PRETRESIH

Pretrsi na finančnih trgih, ki so se začeli avgusta 2007 in nadaljevali tudi v letu 2008, so se jeseni istega leta okrepili in tako močno ogrozili delovanje medbančnega denarnega trga in upravljanje likvidnosti s strani Eurosistema. V tem okvirju opisujemo dogajanja na glavnih segmen-tih denarnega trga euroobmočja v letu 2008, jih povezujemo s temeljnimi dejavniki na svetovnih finančnih trgih in razlagamo sklepe o upravljanju likvidnosti, ki jih je kot odgovor na finančne napetosti sprejel Eurosistem.

#### Izvori krize

Avgusta 2007 je svetovni finančni sistem vstopil v obdobje precejšnjih pretresov, ki jih je sprožil predvsem učinek, ki ga je imela povečana nerednost odplačevanja drugorazrednih hipo-tekarnih posojil v ZDA na vrednotenje širokega razreda hipotekarnih vrednostnih papirjev. Zaradi kompleksnosti in nejasnosti strukturiranih vrednostnih papirjev ter zato, ker v mnogih primerih za te instrumente ni tržne cene, je bilo te produkte težko vrednotiti, kar je neugodno vplivalo na vrednotenje skupne bilance stanja bank. Vlagatelji so se umaknili iz institucij za investiranje v strukturirane naložbe (*structured investment vehicles*) in iz prehodnih družb (*conduits*), ki so temeljile na kolateraliziranih vrednostnih papirjih, izvedenih iz listinjenja drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, ter se niso več odločali za držanje ali obnovitev kolateraliziranih komercialnih zapisov (ABCP), ki so jih izdale navedene investicijske družbe. Posledica tega je bila, da so bile banke pred tveganjem, da bodo morale institucije za investira-nje v strukturirane naložbe ponovno umestiti v svoje bilance oziroma zagotoviti finančna sred-stva tem institucijam in prehodnim družbam, ki izdajajo ABCP. Ko so banke postajale vse bolj zaskrbljene glede svoje likvidnosti in bilance stanja, se je zmanjšala tudi njihova pripravljenost zagotavljati finančna sredstva drugim bankam. Zaradi kompleksnosti in nejasnosti številnih od navedenih produktov se bile banke manj pripravljene sodelovati v medbančnih transakcijah, ker so dvomile o kreditni sposobnosti svojih potencialnih nasprotnih strank in bile negotove glede svoje izpostavljenosti (v zvezi s kapitalom in likvidnostjo) do prehodnih družb in insti-tucij za investiranje v strukturirane naložbe. Zato so banke tezavrirale likvidnost. Likvidnost na medbančnem denarnem trgu se je zmanjšala, kar je oslabilo zlasti delovanje dolgoročnejših nezavarovanih depozitnih trgov (ker so bile banke zaskrbljene zaradi morebitne izpostavlje-nosti njihovih nasprotnih strank tveganjem), nedržavnih repo trgov, trgov komercialnih zapi-sov in trgov valutnih zamenjav.

Čeprav je bil od takrat pri ugotavljanju in vrednotenju izpostavljenosti do kompleksnih vredno-stnih papirjev, ki so bili v žarišču tržnih pretresov, dosežen precejšen napredek, je še vedno pri-



sotna negotovost glede izgub, ki jih bodo na koncu utrpeli vlagatelji in finančne institucije po vsem svetu. Denarni trgi so bili v letih 2007 in 2008 zato še vedno pod pritiskom.

### Razvoj krize v letu 2008

Pri pregledu dogajanja na denarnih trgih v letu 2008 je koristno leto razdeliti na štiri širša obdobja: od januarja do februarja, od marca do junija, od junija do septembra in od septembra naprej. Za vsako od teh obdobj so opisani dogodki, ki so spodbujali dogajanja, odzivi trga in ukrepi, ki jih je sprejela ECB.

#### Obdobje od januarja do februarja 2008

Prvo obdobje zajema prva dva meseca leta 2008, ko na denarnem trgu euroobmočja ni bilo večjih motenj. Kljub temu so bili nezavarovani denarni trgi še naprej volatilni, pri čemer so se obrestne mere zaradi oslabitve vplivov ob koncu leta na splošno znižale glede na rekordne vrednosti ob koncu leta 2007 (glej graf 9). Obrestne mere na zavarovanem trgu so ostale bolj ali manj stabilne glede na to, da se denarna politika ECB ni spreminjala. Zato se je razpon med obrestnimi merami na zavarovanem in nezavarovanem denarnem trgu na splošno zmanjšal (glej graf 10).

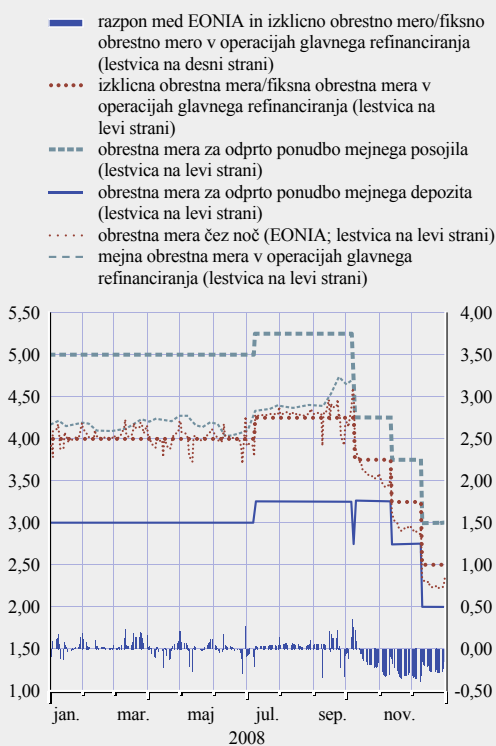
Leta 2008 je ECB še naprej poudarjala pomen ločevanja med sklepi o denarni politiki in upravljanjem likvidnosti, ki je potrebno za nemoteno delovanje trgov. ECB je nadaljevala svojo politiko dodeljevanja višje likvidnosti od referenčnega zneska v operacijah glavnega refinanciranja in si pri tem še naprej prizadevala dosežati uravnotežene likvidnostne razmere ob koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Poleg tega je ECB povečala zapadlost svojih operacij z zvišanjem dodeljenih zneskov v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja na račun operacij glavnega refinanciranja, da bi ublažila razmere na dolgoročnejših denarnih trgih, ter izvajala operacije finega uravnavanja ob koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, da bi izravnala likvidnostna neravnovesja. Na splošno je ECB v celoti izkoristila prožnost, ki jo omogoča okvir zagotavljanja likvidnosti. Likvidnostni okvir se ni spreminjal do septembra. Zato je obrestna mera EONIA ostala precej blizu izklicni obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja, čeprav je bila razmeroma volatilna (glej graf A).

#### Obdobje od marca do junija 2008

Propad banke Bear Stearns, ene največjih investicijskih bank oziroma družb za trgovanje in posredništvo z vrednostnimi papirji v ZDA, ki se je zgodil sredi marca, je sprožil obdobje obno-

**Graf A Obrestne mere ECB in obrestna mera čez noč**

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Viri: ECB, Bloomberg in Reuters.

vljene napetosti na trgih zaradi zaskrbljenosti glede nadaljnjih izgub bank, vse slabšega makroekonomskega okolja in naraščajočih cen nafte. To je trajalo do približno sredine junija. V tem obdobju so se izrazito zvišale obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu, zlasti dolgoročneje. To gibanje je bilo deloma posledica povečanih napetosti na denarnem trgu, zlasti pri daljših ročnostih, ter povečanih pričakovanih trgov glede prihodnje smeri gibanja ključnih obrestnih mer ECB, zlasti za drugi del leta 2008, kar je imelo zato večji učinek na obrestne mere daljših ročnosti. Obrestne mere na zavarovanem trgu so bile še naprej v glavnem stabilne, zato je na razpon med obrestnimi merami na nezavarovanem in zavarovanem trgu ponovno vplivalo predvsem obnašanje obrestnih mer na nezavarovanem trgu. Za to obdobje sta bili značilni višja volatilitnost obrestne mere EONIA in povečane potrebe po likvidnosti, ki jo zagotavlja Eurosistem, kar je razvidno iz višjih mejnih obrestnih mer v operacijah glavnega refinanciranja. K zadovoljevanju teh potreb je prispevalo predvsem nadaljnje izvajanje likvidnostnih ukrepov Eurosistema.

### **Obdobje od junija do septembra 2008**

Od sredine junija do sredine septembra 2008 je na trgih na splošno prevladovala stabilnost. Nadaljnji dogodki, povezani s finančno stabilnostjo v drugih večjih gospodarstvih (kot je prevzem paradržavnih hipotekarnih podjetij Fannie Mae in Freddie Mac s strani vlade ZDA 7. septembra), niso povzročili vznemirjenja na denarnih trgih. Nezavarovani trgi so bili stabilnejši, čeprav še vedno pod pritiskom, medtem ko so se obrestne mere na zavarovanih trgih nekoliko zvišale, kar je bilo v skladu s sklepom Sveta ECB z dne 3. julija o povečanju izklicne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja na 4,25%. Zato se je razlika med obrestnimi merami na nezavarovanem trgu in obrestnimi merami na zavarovanem trgu pri 3-mesečni ročnosti zmanjšala, vendar ni dosegla nizkih ravni iz januarja in februarja. EONIA je izkazovala nizko volatilitnost od julija do začetka septembra, ko so se napetosti zopet pojavile pred dogodki sredi septembra.

### **Obdobje od septembra 2008 naprej**

Težavnejše obdobje je nastopilo sredi septembra in močno vplivalo na obnašanje denarnih trgov do konca leta. Sredi septembra so napetosti narasle na do tedaj najvišjo raven, trgi pa so bili samo v nekaj dneh priča odprodaji banke Merrill Lynch, stečajju banke Lehman Brothers (dveh od preostalih štirih globalnih investicijskih bank), likvidnostni injekciji, ki jo je vlada ZDA namenila največji ameriški zavarovalnici AIG, ter zasegu banke Washington Mutual, največje hranilnice in posojilnice v ZDA, ki so ga izvedli zvezni regulatorji. Oktobra so se ti učinki širše prenesli na euroobmočje, medtem ko so denarni trgi utrpeli dodatne napetosti zaradi strmega padca na delniških trgih ob vse slabšem makroekonomskem okolju.

Napetosti na trgih so se močno zaostriale, premije za kreditno tveganje pa so presegle ravni, ki so bile pred tem dosežene v obdobju pretresov na finančnih trgih. Obrestne mere na nezavarovanem trgu so se zlasti pri kratkih ročnostih močno povišale po propadu banke Lehmann Brothers, saj so se učinki propada razširili v bančni sistem euroobmočja. Implicitna nestanovitnost obrestnih mer, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR, ki je vse od marca do septembra vztrajno upadala, se je sredi septembra dramatično povečala in oktobra dosegla rekordno visoke ravni (glej graf B).

Eurosistem se je na ponovno silovito zaostrovanje pretresov na trgih odzval hitro in odločno. Svet ECB je uvedel vrsto začasnih sprememb v okviru zagotavljanja likvidnosti, ki so bile usmer-

jene zlasti v krepitev posredniške funkcije in pomiritev trgov glede likvidnostnih tveganj. Eurosistem je 8. oktobra sprejel izjemen sklep, da bo operacije glavnega refinanciranja začasno izvajal kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo po obrestni meri glavnega refinanciranja ter koridor, ki ga okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja oblikujeta odprti ponudbi, zmanjšal z 200 bazičnih točk na 100 bazičnih točk (sklep je bil razveljavljen 18. decembra z začetkom veljavnosti 21. januarja 2009). Poleg tega se je Eurosistem 15. oktobra odločil, da bo okrepil dolgoročno refinanciranje do prvega četrtertletja leta 2009 ter razširil sistem zavarovanja terjatev. Hkrati so si evropske vlade v euroobmočju usklajeno prizadevale reševati težave bank s solventnostjo.

Zato so se od oktobra 2008 dalje obrestne mere na nezavarovanem trgu ponovno znižale in se spustile na raven, ki je bila nižja kot na začetku leta. K temu so dodatno prispevala tržna pričakovanja o dodatnem znižanju ključnih obrestnih mer ECB v prihodnjih mesecih. Prav tako se je zmanjševala implicitna volatiliteta obrestnih mer, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR, čeprav je bila še vedno precej večja kot v obdobju pred septembrom.

Razpon med 3-mesečnimi obrestnimi merami na zavarovanem in nezavarovanem trgu se je v tednih po stečaju banke Lehman Brothers precej in rekordno povečal. V tem obdobju so se obrestne mere na zavarovanem in nezavarovanem trgu gibale v nasprotnih smereh, saj so se prve hitro zniževale v pričakovanju prihodnjega znižanja ključnih obrestnih mer denarne politike. Strmo upadanje obrestnih mer na zavarovanem trgu je trajalo od konca oktobra do konca leta, kar je bilo v skladu z znižanjem ključnih obrestnih mer ECB in tržnimi pričakovanji o nadaljnjem znižanju. Zaradi sočasnega padca obrestnih mer na zavarovanem in nezavarovanem trgu od konca oktobra dalje je bil razpon med njimi precej velik in nestabilen.

Če nazadnje pogledamo še obrestne mere zelo kratkih ročnosti, so finančni pretresi v obdobju od septembra do oktobra drastično povečali povpraševanje bank po likvidnosti, kar potrjuje precejšen razpon, ki je nastal med mejno in izklicno obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja. To je privedlo do radodarne ponudbe likvidnosti s strani Eurosistema, zaradi česar se je EONIA spustila pod obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja. Pred uvedbo novega okvira se je zniževanje obrestne mere EONIA obrnilo v drugo smer ob koncu vsakega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Po uvedbi sprememb okvira sredi oktobra in v novembru pa se je

**Graf B Implicitna volatiliteta, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na 3-mesečni EURIBOR z zapadlostjo marca 2009**

(odstotki na leto; bazične točke; dnevni podatki)



Viri: Bloomberg, Reuters in izračuni ECB.  
Opomba: Merilo bazičnih točk je zmnožek implicitne volatilitete in ustrezne obrestne mere (glej tudi okvir z naslovom „Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures“, Monthly Bulletin ECB, maj 2002).

EONIA v večjem delu obdobja ohranjala na nižjih ravneh kot fiksna obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja, kar je bilo v skladu s ponudbo obilne likvidnosti trgov.

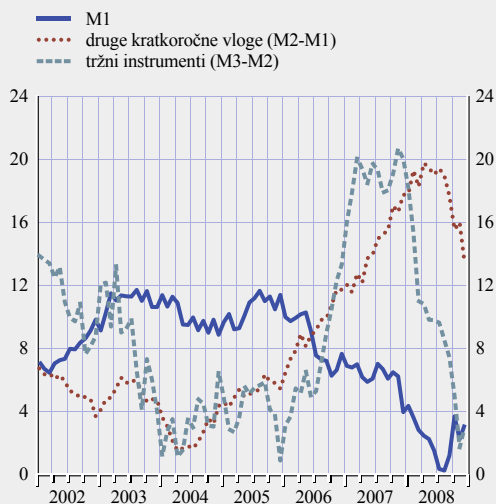
Na splošno so bili denarni trgi euroobmočja v letu 2008 precej volatilni in so se spopadali z velikimi izzivi. Tako so se v zadnjem četrtletju leta napetosti na finančnih trgih v primerjavi z letom 2007 močno okrepile, saj so bančni in finančni sistem prizadeli številni neugodni šoki. Hkrati so se makroekonomske razmere vztrajno slabšale in dodatno obremenile že tako krhke finančne trge. Zato so bile napetosti na denarnem trgu v zadnjem četrtletju leta 2008 dokaj močne in so imele dolgotrajnejši učinek na obrestne mere denarnega trga. Kljub temu je Eurosystem okrepil svoja prizadevanja, da bi udeležencem na trgu zagotovil dostop do likvidnosti, kar je, skupaj z ukrepi posameznih vlad, prispevalo k preprečevanju morebitnega nadaljnega poslabšanja v bančnem sektorju. V zvezi s tem je ECB med letom v celoti izkoristila prožnost, ki jo omogoča njen okvir zagotavljanja likvidnosti, ter prek svojih dejavnosti komuniciranja še naprej poudarjala, da je za zagotavljanje nemotene delovanja trgov pomembno ločevati med sklepi o denarni politiki in izvajanjem likvidnostne politike. Naravnost denarne politike je bila usmerjena v doseganje cilja stabilnosti cen, medtem ko so bili ukrepi na področju upravljanja likvidnosti namenjeni spodbujanju kontinuitete in nemotene delovanja denarnih trgov.

Leta 2008 so kratkoročne vloge razen vlog čez noč (tj. M2-M1) ostale najbolj dinamična komponenta agregata M3. Po vztrajni krepitvi, ki se je začela sredi leta 2004 in se je – čeprav bolj umirjeno – nadaljevala v prvi polovici leta 2008, se je medletna stopnja rasti kratkoročnih vlog razen vlog čez noč v drugi polovici

leta znižala in je decembra 2008 padla na 13,3% (glej graf 5). Prispevek teh vlog k medletni rasti agregata M3 se je leta 2008 še naprej povečeval in je v tretjem četrtletju znašal 7,4 odstotne točke, kar je deloma izravnalo zmanjšanje pri drugih komponentah agregata M3. Ta prispevek pa se je v zadnjem četrtletju leta v skladu z znižanjem stopnje rasti zmanjšal. Visoka rast zakriva različna gibanja po posameznih podkomponentah, saj je nadaljnje močne prilive kratkoročnih vezanih vlog (tj. vlog z dogovorjeno zapadlostjo do dveh let), ki so leta 2008 rasle z letno stopnjo okrog 40%, spremljalo nadaljnje zniževanje imetij vlog na odpoklic do treh mesecev, ki so se med letom povprečno znižale za več kot 2%.

### Graf 5 Glavne komponente M3

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in koledarsko prilagojeno)

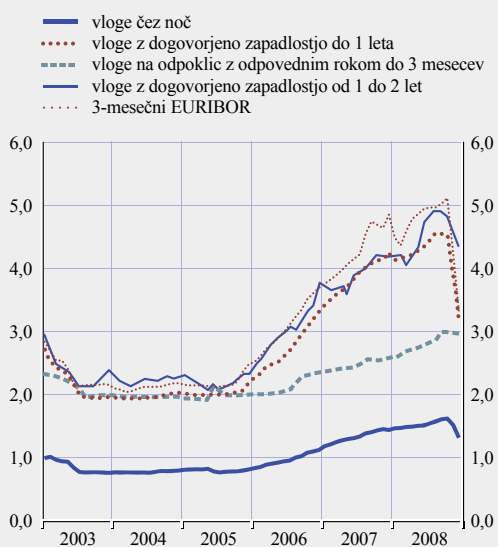


Vir: ECB.

Obrestovanje kratkoročnih vezanih vlog je do zadnjega četrtletja večinoma sledilo dvigu kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga. Razpon v primerjavi z obrestovanjem kratkoročnih hranilnih vlog in vlog čez noč se je tako povečal, saj se je obrestovanje slednjih povečevalo počasneje in skromneje (glej graf 6). To je pripomoglo k preusmeritvam znotraj M3, in sicer iz agregata M1 in hranilnih vlog v vezane vloge. Hkrati pri razmeroma položni krivulji donosnosti kratkoročne vezane vloge ponujajo obrestovanje, ki je podobno obrestovanju dolgoročnejših sredstev.

**Graf 6 Obrestne mere MFI za kratkoročne vloge in obrestna mera denarnega trga**

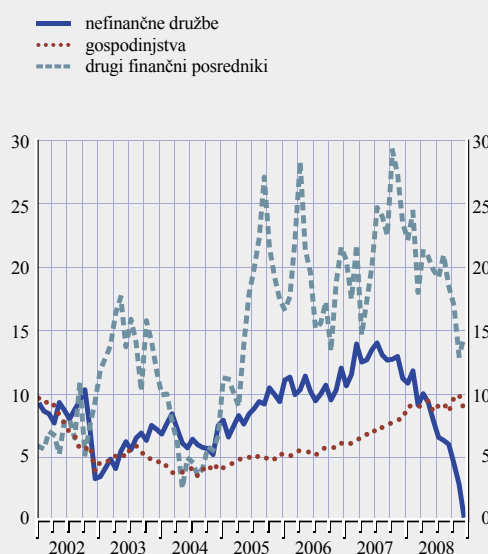
(odstotki na leto)



Vir: ECB.

**Graf 7 Vloge po sektorjih**

(medletne spremembe v odstotkih; ni desezonirano in koledarsko prilagojeno)



Vir: ECB.

Opomba: Poročevalski sektor vključuje MFI brez Eurosistema in centralne države.

Ker so dolgoročnejša sredstva manj likvidna in njihovo imetje navadno pomeni nekoliko večje tveganje, položna krivulja donosnosti ponavadi poveča privlačnost preusmerjanja sredstev zunaj agregata M3 v denarna sredstva. Z okrepitvijo finančnih napetosti v zadnjem četrtletju leta se je še povečala privlačnost vezanih vlog, saj so se banke v času, ko je bilo na grosističnih denarnih trgih težko pridobiti financiranje in so se jamstva za bančne vloge povečala, še dodatno potrudile, da bi pridobile take vloge.

Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (tj. M3-M2), ki se je leta 2007 vztrajno krepila, se je leta 2008 močno znižala in novembra dosegla najnižjo vrednost (1,7%). Nato se je nekoliko okrepila in decembra znašala 3,0% (decembra 2007 je znašala 20,0%). Gibanja v teh instrumentih so bila predvsem posledica izrazitega znižanja medletnih stopenj rasti delnic/točk skladov denarnega trga in dolžniških vrednostnih papirjev z zapadlostjo do dveh let. Zaradi tega se je prispevek tržnih instrumentov k medletni stopnji rasti M3 zmanjšal in

v zadnjem četrtletju leta 2008 znašal 0,6 odstotne točke, v primerjavi z 2,7 odstotne točke v zadnjem četrtletju leta 2007.

### RAST DENARNIH IMETIJ GOSPODINJSTEV JE OSTALA MOČNA

Najširše agregiranje komponent M3, za katerega so na voljo zanesljive informacije po nedejavnih sektorjih, obsega kratkoročne vloge in repo pogodbe (v nadaljevanju „vloge M3“). Medletna stopnja rasti vlog M3 gospodinjstev je decembra 2008 dosegla 8,8% (glej graf 7) in je s tem najbolj prispevala k skupni rasti vlog M3. Tako se je trend povečevanja stopnje rasti vlog M3 gospodinjstev, ki je bil zabeležen od sredine leta 2004 dalje, leta 2008 nadaljeval, čeprav se je v skladu z oslavitvijo gospodarske aktivnosti nekoliko ustalil. Nadaljevanje močne rasti vlog M3 gospodinjstev – sektorska komponenta, ki pokriva glavnino tradicionalnih bančnih vlog, torej tistih, na katere finančne inovacije najmanj vplivajo – potrjuje mnenje, da je osnovna rast širokega denarja konec leta 2008 ostala močna.

Nasprotno se je medletna stopnja rasti vlog M3 nefinančnih družb, ki se je sredi leta 2007 ustalila in v drugi polovici istega leta nekoliko znižala, v letu 2008 še dodatno znižala in decembra znašala 0,3% (konec leta 2007 je znašala 11,3%). Zaradi ciklične narave povpraševanja tega sektorja po denarju je to lahko posledica nadaljnega izrazitega poslabšanja denarnih tokov nefinančnih družb. Lahko tudi kaže, da nefinančne družbe uporabljajo denarne tokove, da bi nadomestile zmanjšanje rasti posojil. Podobno je stopnja rasti vlog M3 drugih finančnih posrednikov med letom kazala visoko stopnjo volatilitnosti in se je leta 2008 znižala za več kot 5 odstotnih točk, tako da je decembra medletno znašala 17,5%. Vseeno je medletna stopnja rasti vlog M3 drugih finančnih posrednikov ostala precej višja kot v drugih sektorjih. To je bilo verjetno posledica tega, da so investicijski skladi zaradi trenutnih finančnih razmer morali ohranjati rezerve gotovine, da bi zadovoljili morebitna poplačila. K tem rezervam so verjetno prispevala tudi posojila matičnih MFI.

### RAST KREDITIRANJA ZASEBNEGA SEKTORJA SE JE UMIRILA

Medletna stopnja rasti kreditov MFI rezidentom euroobmočja se je po krepitvi v letu 2007 leta 2008 znižala, in sicer z 10,1% v decembru 2007 na 6,5% v decembru 2008 (glej graf 8). To je bilo predvsem posledica precejšnjega znižanja medletne stopnje rasti kreditov zasebnemu sektorju, medtem ko je medletna stopnja rasti kreditov širši državi dosegla pozitivne vrednosti. Trimesečne stopnje rasti na letni ravni (kazalniki kratkoročnih gibanj) so upadle izraziteje, saj so se znižale z 12,0% decembra 2007 na 6,9% septembra 2008 in 3,9% decembra 2008.

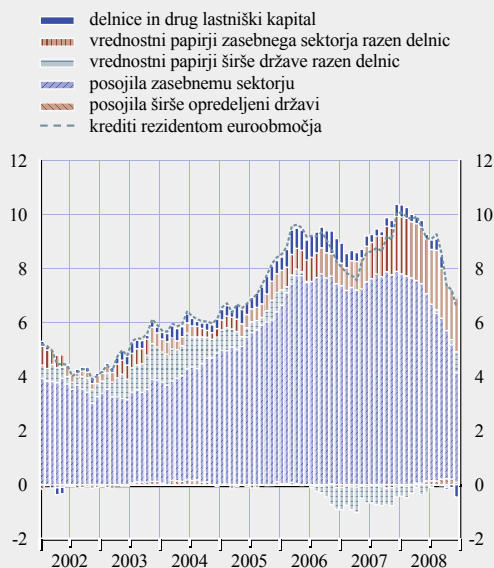
Posojila MFI širši državi so se zlasti v drugi polovici leta nekoliko povečala in medtem ko se je obseg dolžniških vrednostnih papirjev širše države v portfeljih MFI na začetku leta zmanjšal, se je v zadnjem četrtletju močno povečal. V zvezi s tem je treba omeniti tudi, da je bilo proti koncu leta mogoče opaziti nekaj volatilitnosti, saj so se septembra in oktobra zmanjšala imetja državnih dolžniških vrednostnih papirjev v sektorju MFI. To zmanjšanje je povezano

z razdolževanjem kreditnih institucij zaradi likvidnosti trgov državnih obveznic in ugodnih gibanj cen. To zmanjšanje je lahko znak, da so kreditne institucije svoja bolj likvidna sredstva uporabljale kot rezerve za ublažitev pritiskov na kapitalske pozicije in financiranje, da bi tako zaščitile svojo osnovno poslovno dejavnost, ki temelji na poslovnih odnosih, to je izdajanje posojil podjetjem in gospodinjstvom. Nasprotno podatki za november in december kažejo znatno povečanje imetij državnih dolžniških vrednostnih papirjev.

Medletna stopnja rasti kreditov MFI zasebnemu sektorju je na začetku leta 2008 ostala močna, s čimer se je nadaljevala trend iz leta 2007, v drugi polovici leta pa se je znižala. Posojila zasebnemu sektorju so bila kljub izrazitemu upočasnjevanju še naprej prevladujoča oblika kreditiranja, ki so ga v letu 2008 zagotavljale MFI, čeprav se je prispevek nakupov vrednostnih papirjev razen delnic s strani MFI nekoliko povečal. Večji prispevek je bil večinoma posledica

Graf 8 Krediti rezidentom euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: ECB.

Opomba: Poročevalski sektor vključuje MFI brez Eurosistema.

nakupov vrednostnih papirjev, ki so jih v okviru listinjenja izdali drugi finančni posredniki.

Medletna stopnja rasti posojil MFI zasebnemu sektorju (največja komponenta v postavki kreditov zasebnemu sektorju) se je znižala in znašala 7,3% v zadnjem četrtletju leta 2008 oziroma 5,8% decembra, potem ko se je na začetku leta gibala okrog 11%. To znižanje je bilo v skladu s pričakovanim učinkom zviševanja posojilnih obrestnih mer bank od konca leta 2005 dalje, z nadaljnjo upočasnitvijo nepremičninskega trga, zaostritvijo kreditnih standardov med letom in s splošnim gibanjem gospodarske aktivnosti. Trimesečna stopnja rasti na letni ravni se je konec leta 2008 strmo znižala, in sicer s 6,8% v septembru na 2,7% v decembru, pri čemer je upoštevan učinek listinjenja.

Splošno upočasnitev posojil zasebnemu sektorju je bilo mogoče opaziti v vseh nedenarnih sektorjih, čeprav se je raven prilagajanja med sektorji razlikovala. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je izrazito znižala in nadaljevala trend iz leta 2007, medtem ko so se medletne stopnje rasti posojil nefinančnim družbam in nedenarnim finančnim posrednikom znižale nekoliko manj. Dejansko se je v prvem četrtletju leta 2008 nadaljevala dinamika posojil nefinančnim družbam in nedenarnim finančnim posrednikom iz konca leta 2007, pri čemer vse do drugega četrtletja ni bilo opaziti znižanja medletnih stopenj rasti posojil sektorju nefinančnih družb.

Umiritev medletne stopnje rasti posojil gospodinjstvom je spodbujalo predvsem upadanje medletne stopnje rasti stanovanjskih posojil zaradi umirjanja nepremičninskega trga v številnih gospodarstvih euroobmočja, zaostritve pogojev financiranja in učinka preteklega zviševanja obrestnih mer ter slabših gospodarskih obetov. Hkrati je rast posojil še naprej deloma izkrivljalo listinjenje. Dejansko se je medletna stopnja rasti posojil MFI kot posledica učinka, ki ga je imelo listinjenje za pravo prodajo na letne tokove, decembra znižala za okrog 1,7 odstotne točke (nekoliko nad povprečjem tega leta). Vendar je bila narava tega listinjenja drugačna kot pred nastopom pretresov na trgu, saj so MFI listinjena

sredstva ohranjale v svoji bilanci stanja, da bi jih v operacijah Eurosistema predložile kot zavarovanje. Tudi če upoštevamo te prilagoditve, se je rast posojil tekom leta znatno upočasnila.

Medletna stopnja rasti posojil MFI nefinančnim družbam se je leta 2008 znižala, čeprav je zgodovinsko gledano ostala visoka. Povpraševanje teh družb po posojilih je v prvi polovici leta ostalo močno, čeprav je anketa Eurosistema o bančnih posojilih pokazala rahlo umirjanje. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je začela upadati v drugi polovici leta 2008, vendar je bila še naprej močna. Na dinamiko teh posojil lahko vplivajo različni dejavniki. Prvič, dejstvo, da so posojila z daljšo zapadlostjo najvztrajnejša komponenta, lahko pomeni, da je v pričakovanju prihodnjega poslabšanja razpoložljivosti kreditov prišlo do vnaprejšnjega zadolževanja. Poleg tega je lahko tudi posledica preusmeritve financiranja nefinančnih družb s strani MFI od dolžniških vrednostnih papirjev na posojila. Podatki za zadnje četrtletje leta 2008 kažejo na nadaljnje umirjanje kratkoročne dinamike posojil nefinančnim družbam, kar je v skladu s trenutnim cikličnim okoljem in zaostrenimi finančnimi pogoji, čeprav ne moremo izključiti morebitne vloge dejavnikov na strani ponudbe.

Če sklenemo, kaže, da so bila gibanja posojil v letu 2008 posledica okrepljenega, vendar padajočega toka financiranja od bank k nefinančnim družbam in gospodinjstvom, pri čemer ni veliko znamenj, da bi bil dostop teh sektorjev do bančnih posojil občutno oviran, tudi po okrepitvi finančnih napetosti v sredini septembra. Kljub temu je bilo ob koncu leta zabeleženo precejšnje zmanjšanje rasti kreditiranja podjetij. Poleg tega rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih kažejo na precejšnjo zaostritev kreditnih standardov.

Med drugimi protipostavkami agregata M3 se je močno znižala medletna stopnja rasti dolgoročnejsih finančnih obveznosti MFI (brez kapitala in rezerv) do nedenarnega sektorja, ki je v zadnjem četrtletju leta 2008 znašala 1,0%, decembra 2008 pa -0,1%, potem ko je konec leta 2007 dosegla 8,5%. Gibanja so zlasti

pomembna pri dveh podkomponentah, in sicer pri dolgoročnejših vlogah in dolžniških vrednostnih papirjih MFI. Znižanje stopnje rasti imetij dolgoročnejših vlog je lahko posledica preusmeritve v vloge s krajšo zapadlostjo zaradi oblike krivulje donosnosti in okrepitev finančnih napestosti, medtem ko gibanja pri dolgoročnih vrednostnih papirjih, ki jih izdajajo MFI, kažejo na težave s pridobivanjem financiranja prek tega vira.

Stanje neto tuje aktive sektorja MFI je leta 2008 izkazovalo dva različna trenda. V prvi polovici leta so bili opaženi obsežni kapitalski odlivi, ki so mesečno znašali povprečno 30 milijard EUR, temu pa so v drugi polovici leta sledili manjši prilivi. Ti odlivi so bili verjetno predvsem posledica prodaja finančnega premoženja euroobmočja s strani nerezidentov euroobmočja (tj. premiki iz finančnega premoženja euroobmočja), medtem ko so prilivi posledica tega, da so se tuje obveznosti zmanjšale bolj kot tuja aktiva. Zaradi tega so se letni prilivi v stanju neto tuje aktive MFI, ki so bili zabeleženi v letu 2007, na začetku leta 2008 spremenili v letne odlive. Letni odlivi so julija dosegli najvišjo vrednost (skoraj 300 milijard EUR), potem pa so se zmanjšali. Nadaljevanje odlivov je bilo verjetno posledica uravnoveženja mednarodnih portfeljev, zlasti v povezavi s slabšimi gospodarskimi pričakovanji v euroobmočju in potrebami po pridobivanju likvidnosti. Denarni prikaz plačilne bilance razkriva, da so bili letni odlivi v stanju neto tuje aktive MFI predvsem posledica zmanjšanja neto portfeljskih naložb v lastniške vrednostne papirje.

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

Eurski denarni trgi so celo leto 2008 še naprej kazali hude napetosti, ki so sledile nastopu svetovnih finančnih pretresov avgusta 2007. Obseg medbančnega trgovanja je ostal zelo skromen, zlasti pri daljših zapadlostih, razpon med obrestnimi merami na zavarovanem in nezavarovanem denarnem trgu pa je bil zgodovinsko gledano zelo velik.

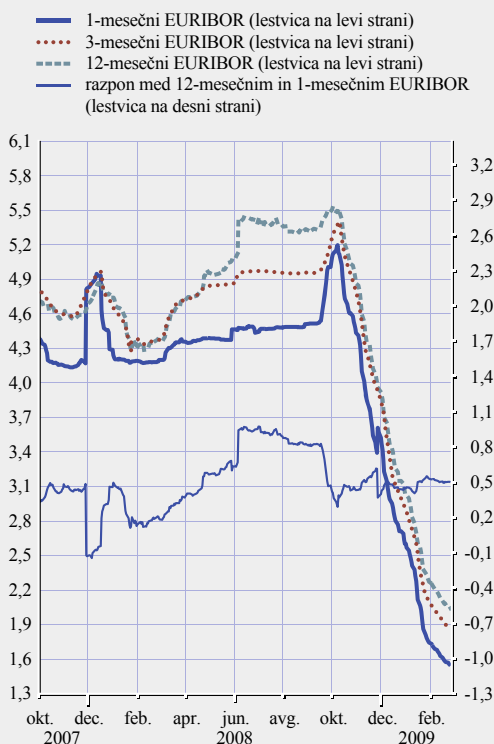
Obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu so se med januarjem in oktobrom zvi-

šale v celotnem razponu ročnosti, nato pa so se znatno znižale. Trimesečna obrestna mera EUREPO, ki je januarja 2008 znašala blizu 4%, se je konec julija in na začetku avgusta dvignila na najvišjo vrednost okrog 4,35%. Na tej ravni je ostala do sredine septembra, nato se je znižala in ob koncu februarja 2009 znašala okrog 0,94%. To je bilo predvsem posledica gibanja ključnih obrestnih mer ECB in tržnih pričakovanj glede teh obrestnih mer (glej razdelek 1 v tem poglavju).

Poleg gibanj obrestnih mer denarne politike so na oblikovanje obrestnih mer na nezavarovanem denarnem trgu pomembno vplivale tudi spremembe v intenzivnosti napetosti na finančnih trgih ter njihov učinek na kreditne in likvidnostne premije (glej okvir 2). Tako se je trimesečni EURIBOR zvišal z najnižje vre-

**Graf 9 Obrestne mere nezavarovanega denarnega trga**

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Vira: ECB in Reuters.



dnosti 4,29% na dan 29. januarja na rekordno vrednost 5,39% na dan 9. oktobra. To zvišanje je bilo zlasti strmo po propadu banke Lehman Brothers sredi septembra (glej graf 9). Trimesečni EURIBOR se je nato znižal in konec leta 2008 znašal 2,89%, kar je bilo posledica pričakovanj o znižanju obrestnih mer denarne politike, pa tudi objave vladnih svežnjev držav članic za pomoč finančnim institucijam. Ob koncu februarja 2009 je trimesečni EURIBOR znašal 1,83%.

Nagib krivulje donosnosti denarnega trga – merjen kot razpon med 12-mesečnim in enomesečnim EURIBOR – je med letom 2008 kazal nekaj volatilitnosti, pri čemer se je razpon z najnižje vrednosti, ki je konec januarja 2008 znašala 12 bazičnih točk, junija povečal na najvišjo vrednost 97 bazičnih točk, nato pa se je spet zmanjšal in se ob koncu februarja 2009 ustalil na ravni okrog 50 bazičnih točk.

Tudi razpon med obrestnimi merami na zavarovanem in nezavarovanem denarnem trgu je bil leta 2008 zelo volatilen ter je zgodovinsko gledano ostal velik in presegal ravni iz druge polovice leta 2007, ko so se začeli finančni pretresi. Razpon med trimesečnim EURIBOR in EUREPO, ki je sredi januarja 2008 znašal okrog 40 bazičnih točk, se je marca, ko je JPMorgan Chase prevzel investicijsko banko Bearn Stearns, povečal na okrog 70 bazičnih točk. Najvišjo vrednost 184 bazičnih točk je dosegel na začetku oktobra, nato pa se je ob koncu februarja 2009 zmanjšal na okrog 90 bazičnih točk (glej graf 10).

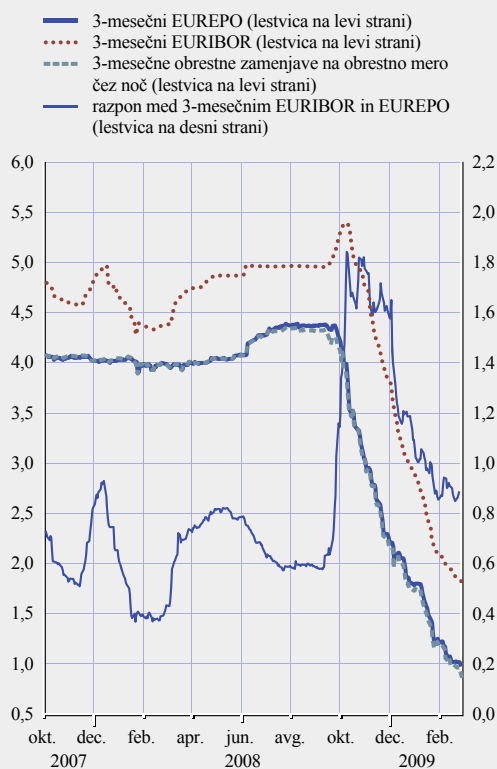
Tudi implicitna volatilitnost obrestnih mer, izpeljana iz opcij na terminske pogodbe na trimesečni EURIBOR, je leta 2008 precej nihala, kar je bilo posledica nestabilnih pogojev denarnega trga ter negotovosti glede makroekonomskih obetov in s tem usmeritve denarne politike. Zaradi visokih stopenj negotovosti, ki so sledile propadu banke Lehman Brothers, je to merilo volatilitnosti obrestnih mer (tj. implicitna volatilitnost, izpeljana iz terminskih pogodb na trimesečni EURIBOR z zapadlostjo marca 2009) doseglo najvišjo vrednost 10. oktobra.

## DONOSNOST DRŽAVNIH OBVEZNIC SE JE LETA 2008 OB VISOKI VOLATILNOSTI ZMANJŠALA

Leta 2008 so bila za trge državnih obveznic v euroobmočju in drugje po svetu značilna velika nihanja donosnosti, ki so jih spodbudile predvsem neposredne in posredne posledice zaostrene finančne krize. Ob visoki dnevni volatilitnosti se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju in ZDA leta 2008 na splošno izrazito zmanjšala, predvsem zaradi zanimanja vlagateljev za visoko likvidne in varne vrednostne papirje, močnega znižanja obrestnih mer denarne politike ter nazadnje strmih popravkov navzdol v predvidevanjih trgov glede gospodarske aktivnosti in inflacije. Izjemna negotovost glede morebitnih učinkov finančne krize na prihodnje stanje svetovnega gospodarstva in posledični odzivi denarne politike so se izražali v povečani dejanski in pričakovani volatilitnosti

**Graf 10 Trimesečni EUREPO, EURIBOR in obrestne zamenjave na obrestno mero čez noč**

(odstotki na leto; dnevni podatki)



Viri: ECB, Bloomberg in Reuters.

trgov obveznic, pri čemer se je negotovost vlagateljv povečala zlasti proti koncu leta zaradi zaostrenih napetosti na finančnih trgih po stečaju banke Lehman Brothers. Poleg tega so se tudi v letu 2008 povečevali razponi med donosnostjo dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja in donosnostjo dolgoročnih nemških državnih obveznic, kar je bilo posledica razlik v premijah za kreditno in likvidnostno tveganje (več podrobnosti je v okvirju 6). Ob koncu leta 2008 je donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju in ZDA znašala približno 3,6% oziroma 2,2%, kar je 75 oziroma 184 bazičnih točk manj kot leto prej (glej graf 11).

Gibanja na večjih trgih obveznic je mogoče vsaj deloma razložiti z dogodki, povezanimi s trenutnimi finančnimi pretresi, njihovim nadaljnjim zaostrovanjem od septembra 2008 dalje in z njihovimi vplivi na realno gospodarstvo. Med letom 2008 se je ob številnih pretresljivih dogodkih finančno okolje drastično spremenilo. Zato so vlada ZDA in vlade držav euroobmočja najavile vrsto ukrepov, namenjenih podpori finančnemu sistemu, krepitvi zaupanja potrošnikov, spodbujanju gospodarske aktivnosti ter zagotavljanju razpoložljivosti kreditov gospodinjstvom in podjetjem. V ZDA je poslovni model samostojne investicijske banke izginil, kar se je začelo kazati marca, ko je investicijsko banko Bear Stearns prevzela banka JPMorgan Chase. Finančna kriza se je zaostрила pozno poletje/na začetku jeseni, ko sta med drugim ameriški paradržavni podjetji Fannie Mae in Freddie Mac prešli v javno last, ko je banka Lehman Brothers napovedala stečaj in ko je ameriška centralna banka (*Federal Reserve*) zavarovalniški skupini AIG odobrila izredno posojilo v zameno za 80% delež v njej. Do konca septembra so se hudi finančni pretresi razširili tudi na euroobmočje in povzročili napetosti v več finančnih institucijah. Zato je v euroobmočju prišlo do številnih posegov, katerih cilj je bil pomagati bančnemu sistemu. Kot je poročala Evropska komisija o usklajenem evropskem akcijskem načrtu držav euroobmočja, ki je bil sprejet na vrhu 12. oktobra, je namen teh posegov „uskladiti nacionalna prizadevanja za podporo bankam in zaščito vlagateljv ter povečati

**Graf 11 Donosnost dolgoročnih državnih obveznic**



Viri: Bloomberg, EuroMTS, Reuters in ECB.

Opomba: Pred januarjem 2007 se donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju nanaša na desetletne obveznice ali obveznice z najbližjo razpoložljivo zapadlostjo. Od januarja 2007 predstavlja donosnost 10-letnih obveznic euroobmočja 10-letna kuponska donosnost državnih obveznic euroobmočja z boniteto AAA.

razpoložljivost posojil. Po načrtu naj bi vlade držav članic z neposrednimi nakupi deležev bank povečale finančna sredstva bank, začasno jamčile refinanciranje bank in tako olajšale kreditni krč.” Glede na to in ob slabšanju makroekonomskih obetov sta ameriška centralna banka in ECB sprejeli vrsto pobud, namenjenih izboljšanju svojih instrumentov za zagotavljanje likvidnosti in podpori finančnim trgom. Poleg tega sta obe centralni banki večkrat znižali svoje ključne obrestne mere in s tem vplivali na donosnost obveznic. Tako so 16. decembra 2008 ukrepi ameriške centralne banke dosegli višek z znižanjem ključnih obrestnih mer na rekordno nizko raven. Centralna banka je ciljno obrestno mero za medbančna posojila (*federal funds*) ohranjala v razponu med nič in 0,25% in ne na neki določeni ravni, poleg tega je med drugim naznanila možnost nakupa dolgoročnejših državnih vrednostnih papirjev, kar je verjetno prav tako prispevalo k zmanjševanju donosnosti obveznic.

V teh razmerah se je do začetka pomladi 2008 na obeh straneh Atlantika nadaljeval trend upadanja donosnosti dolgoročnih državnih obveznic, ki se je začel sredi leta 2007, ko je začela naraščati zaskrbljenost glede stanja na nepre-

mičninskem trgu ZDA. To je povzročilo izrazit upad nagnjenosti k tveganju, zaradi česar je prišlo do preusmeritev portfeljev z delnic in drugega tveganega finančnega premoženja k državnim obveznicam ter posledično do zmanjšanja donosnosti. Donosnost 10-letnih državnih obveznic se je med pomladjo in koncem poletja povečala ter se nato močno zmanjšala. Medtem ko je treba povečanje donosnosti pripisati zaznavanju večjih inflacijskih tveganj na svetovni ravni ob močnem pritisku na dvig cen primarnih surovin in hrane, pa je mogoče poznejši upad donosnosti razložiti z umiki h kakovostnim in likvidnim naložbam zaradi obnovljene zaskrbljenosti glede finančnega sektorja ter, konkretnije, zaradi nadaljnega zaostrovanja finančnih pretresov. Poleg tega so jeseni k zmanjšanju donosnosti obveznic gotovo prispevali najnovejši makroekonomski podatki, ki so kazali na izrazito upočasnitev svetovne rasti in spremembo v zaznavanju inflacijskih tveganj, ki so bila popravljena navzdol. Ni presenetljivo, da je bil v ZDA, kjer je finančna kriza postala zelo huda, upad donosnosti obveznic izrazitejši kot v euroobmočju. Poleg tega so na splošno državne obveznice ZDA v povprečju veljale za likvidnejše od državnih obveznic euroobmočja, kar je prav tako prispevalo k nadaljnjemu zmanjšanju donosnosti državnih obveznic v ZDA.

V euroobmočju se je od začetka leta do približno sredine septembra realna donosnost državnih obveznic gibala okrog 2%, nato pa se je do približno konca oktobra povečala. Petletna termimska realna donosnost čez pet let se je, potem ko je oktobra dosegla najvišjo vrednost okrog 3%, nato zmanjšala in ob koncu leta znašala nekoliko manj kot 2%. Medtem ko je realna donosnost med septembrom in oktobrom naraščala zaradi nizke likvidnosti in tehničnih dejavnikov, ki so povzročali motnje na trgu inflacijsko indeksiranih obveznic, se je trend pozneje obrnil zaradi zaskrbljenosti glede makroekonomskih obetov.

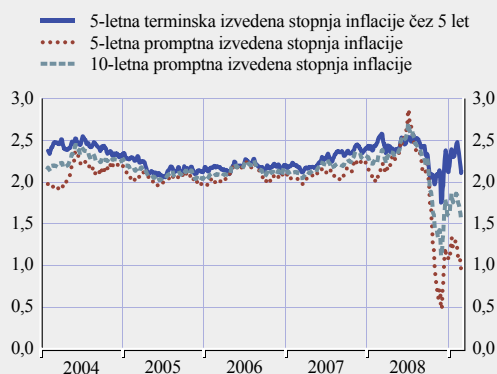
V letu 2008 so na gibanje petletne termimske izvedene stopnje inflacije čez pet let, ki meri dolgoročno inflacijska pričakovanja udeležencev na trgu in ustrezne premije za tveganje, vplivali

tudi gibanja na finančnih trgih in makroekonomski obeti. Potem ko se je to merilo dolgoročnih inflacijskih pričakovanj udeležencev na trgu in ustreznih premij za tveganje v euroobmočju do poletja povečalo na okrog 2,5%, kar je bil odraz vse večjih pritiskov na cene primarnih surovin in hrane, se je jeseni močno zmanjšalo (glej graf 12) in ob koncu leta 2008 znašalo okrog 2%. K zmanjšanju so prispevali umirjanje inflacijskih pričakovanj ob vse slabših gospodarskih obetih in tehnični dejavniki, ki so izkrivljali relativno vrednotenje običajnih nominalnih obveznic glede na navadno manj likvidne inflacijsko indeksirane državne obveznice. Zato so razlago izvedenih stopenj inflacije kot pokazateljev inflacijskih pričakovanj udeležencev na trgu in ustreznih premij za tveganje močno oteževali posebni tržni dejavniki, zlasti po zaostrovi finančne krize v septembru.

Ocena udeležencev na trgu glede negotovosti trga obveznic v euroobmočju in ZDA, merjena z implicitno volatilitnostjo, je vse leto stalno naraščala in se od septembra dalje skokovito povečala, ko je na svetovnih finančnih trgih prihajalo do velikih nemirov. V tem času je bila volatilitnost trga obveznic po propadu številnih velikih akterjev v finančnem sistemu ter posledičnem umiku k varnim in likvidnim naložbam še posebno izrazita v ZDA. Vendar se je do konca

**Graf 12 Izvedene stopnje inflacije na podlagi brezakuponskih instrumentov v euroobmočju**

(odstotki na leto; 5-dnevna drseča sredina dnevnih podatkov; desezonirano)



Vira: Reuters in izračuni ECB.

septembra, ko je finančna nestabilnost postala močnejša tudi v Evropi, volatilitnost trga obveznic povečala tudi na tej strani Atlantika (več podrobnosti je v okvirju 3).

V prvih dveh mesecih leta 2009 se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju zmeroma povečala za okrog 10 bazičnih točk, medtem ko je bila rast donosnosti obveznic v ZDA izrazitejša in je znašala okrog 80 bazičnih točk. Na dan 27. februarja je donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju in ZDA znašala približno 3,7% oziroma 3,0%. Gibanja donosnosti dolgoročnih obveznic na obeh straneh Atlantika so bila pod vplivom oslabiljenih gospodarskih obetov, povečane nenaklonjenosti tveganju in s tem povezanih umikov v varne naložbe ter povečane zaskrbljenosti o potrebah državnih izdajateljev po financiranju. Medtem ko bi lahko prva dva dejavnika potisnila donosnost navzdol, bi lahko tretji, ki je prevladoval nad prvima dvema dejavnikoma zlasti v ZDA, potisnil donosnost navzgor. V istem obdobju se je povečala tudi donosnost dolgoročnih inflacijsko indeksiranih obveznic v euroobmočju, kar je bilo verjetno posledica nadaljnjih napetosti na trgu inflacijsko indeksiranih obveznic.

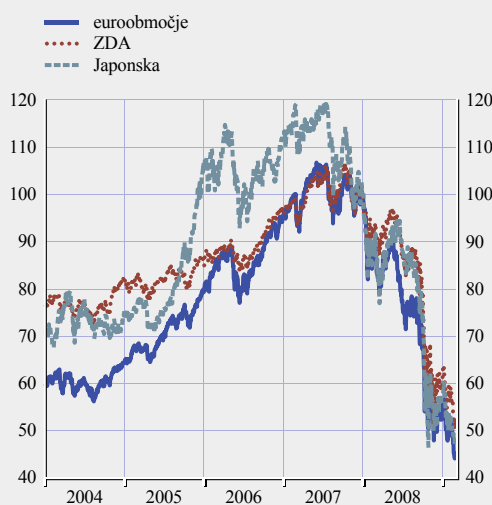
#### LETA 2008 SO TEČAJI DELNIC STRMO PADLI

Leto 2008 so zaznamovali visoka volatilitnost in močni padci tečajev delnic po vsem svetu zaradi številnih dogodkov, ki so zlasti v ZDA preoblikovali finančno okolje, ter slabšanje globalnih makroekonomskih razmer. V celoti gledano so bile ob koncu leta 2008 cene delnic v euroobmočju, ZDA in na Japonskem, izmerjene

z indeksom Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500 oziroma Nikkei 225, za približno 46%, 39% oziroma 42% nižje v primerjavi s koncem leta 2007 (glej graf 13). Nihanja tečajev delnic so bila zaradi nemirnega dogajanja na svetovnih finančnih trgih zlasti izrazita marca in od septembra naprej. Poleg tega je k negativnim rezultatom delniških trgov prispevalo tudi zmanjševanje dejanske in pričakovane rasti dobička na obeh straneh Atlantika. Do teh gibanj je prihajalo v času visoke volatilitnosti, ki je oktobra in novembra postala še posebno visoka.

#### Graf 13 Najpomembnejši delniški indeksi

(indeksi so bili 31. decembra 2007 preračunani na osnovo 100; dnevni podatki)



Vira: Reuters in Thomson Financial Datastream.

Opomba: Širši indeks Dow Jones EURO STOXX za euroobmočje, indeks Standard & Poor's 500 za ZDA in indeks Nikkei 225 za Japonsko.

#### Okvir 3

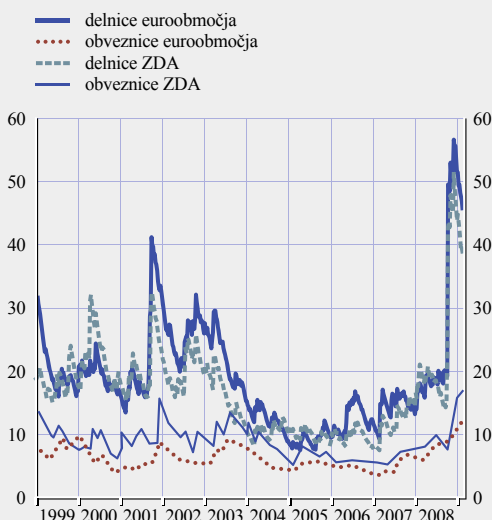
#### VOLATILNOST IN LIKVIDNOST NA DELNIŠKIH TRGIH IN TRGIH DRŽAVNIH OBVEZNIC

Delniški in obvezniški trgi so med finančno krizo postajali vse bolj volatilni, kar je razvidno iz grafa A.<sup>1</sup> Visoka stopnja volatilitnosti trgov izhaja iz kombinacije zapiranja finančno vzvodenih pozicij, velikega števila informacijskih šokov, ki so vplivali na trge, velike negotovosti ter povišane nenaklonjenosti tveganju med udeleženci na trgu. Povečana nenaklonjenost tveganju je

<sup>1</sup> Glej okvir z naslovom „Abnormal volatility in global stock markets“, Monthly Bulletin ECB, november 2008.

### Graf A Realizirana volatilnost tedenske donosnosti delnic in obveznic

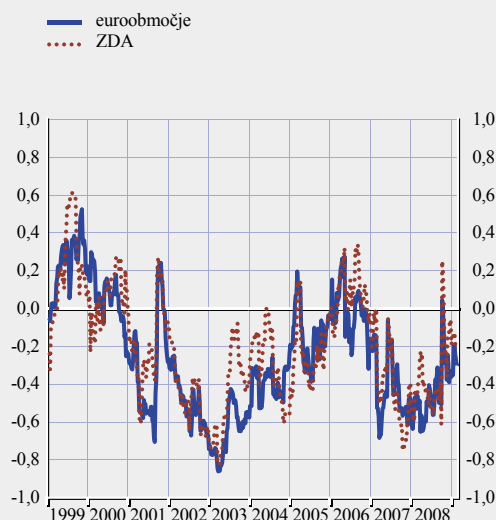
(odstotki na leto; tedenski podatki)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.  
Opombe: Donosnost delnic je bila izračunana z indeksom Dow Jones EURO STOXX za euroobmočje in z indeksom Standard & Poor's 500 za ZDA. Donosnost obveznic je bila izračunana na podlagi brezakupskih obveznic ZDA in Nemčije po podatkih Bloombergga. Volatilnost je bila izračunana z eksponentno tehtano drsečo sredino.

### Graf B Korelacija med tedensko donosnostjo delnic in obveznic

(tedenski podatki)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.  
Opombe: Donosnost je bila izračunana tako, kot je navedeno v grafu A. Korelacija je bila izračunana na podlagi eksponentno tehtane drseče sredine.

verjetno še okrepila vpliv informacijskih šokov in negotovosti na gibanje cen, zato so bila nihanja cen večja, kot bi bila, če bi bila nenaklonjenost tveganju manjša.

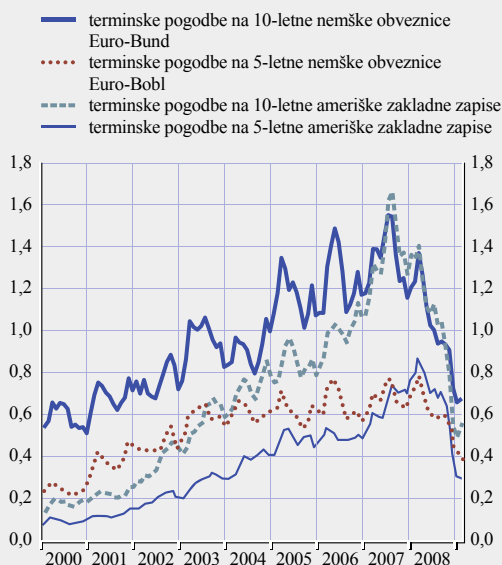
Med krizo se je že dolgo časa pojavljala visoka negativna korelacija med donosnostjo delnic in obveznic (glej graf B), ki si jo je mogoče razlagati kot dokaz o preusmerjanju v varne naložbe, tj. z delniških trgov v najlikvidnejše segmente trgov državnih obveznic. Takšna izrazita negativna korelacija je bila nazadnje zabeležena leta 2003, približno v času, ko je delniški trg dosegel najnižjo raven. V zadnjih mesecih leta 2008 je negativna korelacija med navedenimi trgi postala manj izrazita, ko so tudi obvezniški trgi postali bolj volatilni. To je bilo v skladu z vse jasnejšimi znamenji o tem, da so se negativni učinki krize s finančnih trgov v precejšnji meri prenesli v realno gospodarstvo. Poleg večje spremenljivosti inflacijskih pričakovanj in premij za tveganje so k povečani volatilnosti dolgoročnih obveznic verjetno prispevali tudi veliki popravki pričakovanj udeležencev na trgu glede prihodnjega gibanja obrestnih mer denarne politike.

Zaradi povečane volatilnosti na trgu državnih obveznic so postali tržni udeleženci na splošno manj naklonjeni zagotavljanju stalne likvidnosti drug drugemu z objavljanim trgovalnim ponudb za velike zneske na trgih omejenih naročil. Čeprav so najlikvidnejše državne obveznice, na primer ameriške in nemške državne obveznice, med finančno krizo delovale kot varna oblika naložb za vlagatelje, je bila likvidnost pod pritiskom tudi pri tej vrsti finančnega premoženja.<sup>2</sup> Z državnimi obveznicami se nasprotno kot pri delnicah trguje predvsem zunaj borz, kar neizogibno pomeni, da je slika o trgovanju na teh trgih bolj razdrobljena. Razpoložljivi podatki iz elektroni-

<sup>2</sup> Glej okvir 6, v katerem so prikazane nadaljne analize, kako so tokovi umikanja v varne naložbe vplivali na trge državnih obveznic v euroobmočju.

### Graf C Obseg trgovanja s terminskimi pogodbami na državne obveznice

(v milijonih pogodb; trimesečna drseča sredina dnevnih podatkov)

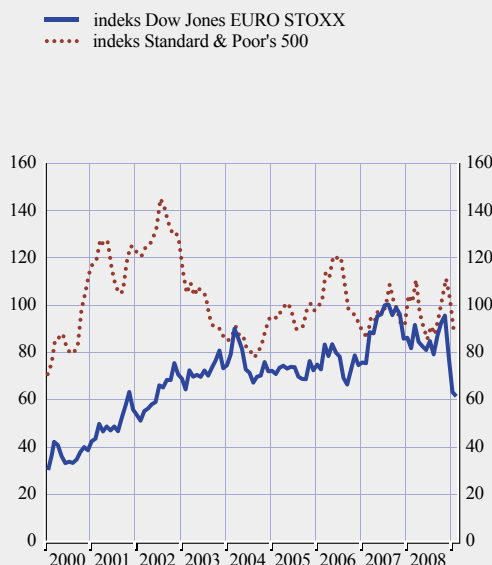


Viri: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade in Eurex Deutschland.

Opomba: Hipotetična vrednost vsake pogodbe je 100.000 EUR pri terminski pogodbi na Euro-Bobl in Euro-Bund ter 100.000 USD pri terminski pogodbi na 5-letne in 10-letne zakladne zapise.

### Graf D Obseg trgovanja na delniških trgih

(indeks: julij 2007 = 100; trimesečna drseča sredina mesečnih podatkov)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Obseg je merjen kot skupno število trgovanih delnic podjetij, ki tvorijo indeks.

skih platform, ki se uporabljajo za trgovanje z evropskimi državnimi obveznicami, kažejo na občutno zmanjšanje obsega sklenjenih poslov in globine trgovanja, tudi pri najlikvidnejših vrednostnih papirjih. Znaki slabšanja likvidnosti trgov so se kazali tudi v razponih med prodajno in nakupno ceno, ki so se močno povečali. Tako kot v preteklih obdobjih likvidnostnih pritiskov (na primer pretresi leta 1998) je bilo poslabšanje likvidnosti najhujše pri vrednostnih papirjih, ki so bili razmeroma nelikvidni že pred nastopom finančne krize. Tako je na primer videti, da so na nekaterih trgih na donosnost inflacijsko indeksiranih obveznic močno vplivale likvidnostne premije.<sup>3</sup>

Po mnenju udeležencev na trgu predvsem večje posle v vse večjem obsegu izvajajo posredniki med borznimi trgovci, zato upad obsega trgovanja prek elektronskih platform verjetno izkazuje prevelik upad splošne trgovalne dejavnosti. Raven trgovalne dejavnosti na trgu državnih obveznic euroobmočja pa je mogoče izmeriti tudi na podlagi terminskega trga. Terminske pogodbe na državne obveznice spadajo med najbolj trgovane instrumente na svetu in predstavljajo enega od maloštevilnih trgov, kjer ostaja likvidnost relativno nespremenjena. Kar zadeva merjenje dejavnosti na trgu, je nedvomna prednost terminskih pogodb v tem, da gre za instrumente, s katerimi se trguje na borzi, za katere so takoj na voljo podatki o celotni dejavnosti.

<sup>3</sup> Glej okvir z naslovom „Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations“, Monthly Bulletin ECB, november 2008.

Po nepreverjenih podatkih naj bi trgovalci z obveznicami močno zmanjšali velikost svojih bilanc kot odgovor na povečano volatilitnost v donosnosti in višje stroške financiranja. Ker se termske pogodbe zelo pogosto uporabljajo za zaščito pred obrestnim tveganjem v portfelju trgovalcev z obveznicami, se je število terminskih pogodb, s katerimi se trguje za ta namen, verjetno zmanjšalo. Graf C kaže, da se je obseg trgovanja s terminskimi pogodbami od začetka finančnih pretresov sredi leta 2007 dejansko zmanjšal. Tako se je obseg trgovanja z najpogosteje uporabljenim instrumentom – terminsko pogodbo na 10-letne državne obveznice – od sredine leta 2007 v ZDA zmanjšal za več kot dve tretjini in v Nemčiji za več kot polovico. Nekoliko manj se je zmanjšal obseg trgovanja s terminskimi pogodbami na 5-letne obveznice.

Iz grafa D je razvidno, da je obseg trgovanja na delniških trgih, merjen kot povprečno mesečno število trgovanih delnic, v euroobmočju in ZDA ostal razmeroma vztrajen, čeprav se je zlasti v euroobmočju na začetku leta 2009 nekoliko zmanjšal. Kot je navedeno zgoraj, je lahko razmeroma velik obseg trgovanja na delniških trgih izraz številnih informacijskih šokov, ki so prizadeli trge. Če vse drugo ostane enako, bi se morale tržne cene prilagoditi, ko postanejo dostopne nove informacije. Kadar torej informacijski šoki prizadenejo trge pogosteje kot običajno, se bo povečala tudi pogostost trgovanja. Pri delniških trgih so lahko ti informacijski šoki izraz popravljenih pričakovanj glede prihodnjih dividend in sprememb diskontnega faktorja. Nasprotno so denarni tokovi iz standardnih državnih obveznic nominalno določeni, zato se vrednotenje odziva samo na spremembe v diskontnem faktorju.

Občutno povečanje makroekonomske negotovosti v letu 2008 je skupaj z zmanjševanjem vrednosti bilance stanja udeležencev na trgu povzročilo skoke v volatilitnosti in resno poslabšanje tržne likvidnosti v številnih segmentih finančnega trga. To je prizadelo celo trge, ki navadno veljajo za visoko likvidne in za katere so običajno značilne minimalne ravni tveganja, kot so trgi državnih obveznic euroobmočja. Volatilitnost naj bi se sčasoma zmanjšala, ko se bo umirila makroekonomska negotovost in izteklo obdobje pridobivanja likvidnosti z razdolževanjem, kar bo pripeljalo do določene normalizacije tržne likvidnosti.

Od začetka leta do sredine marca 2008 so tečaji delnic v euroobmočju, ZDA in na Japonskem upadali. Trend se je deloma obrnil, ko je banka JP Morgan Chase prevzela banko Bear Stearns, potem ko je od ameriške centralne banke prejela posojilo v okviru financiranja brez regresa. Paket za reševanje banke Bear Stearns so udeleženci na trgu zaznavali z naklonjenostjo ter spremenili svoje ocene tveganj in tako prispevali k podpiranju delniških trgov. Glede na to je od sredine marca do začetka junija indeks Dow Jones EURO STOXX narasel za skoraj 10%, Standard & Poor's 500 za okrog 8,5% in Nikkei 225 za 22,5%.

Poleti pa so tečaji delnic močno padli zaradi obnovljene zaskrbljenosti glede finančnega sektorja in obetov v svetovnem gospodarstvu.

V tem obdobju se je povečal pritisk na ameriški paradržavni podjetji Fannie Mae in Freddie Mac ter na zavarovalnice obveznic. Poleg tega so v prvi polovici poletja hitro naraščale cene primarnih surovin in poslabšale obete za svetovno gospodarstvo. Septembra so se dogodki na finančnih trgih še zaostri, ko sta v ZDA navedeni paradržavni podjetji prešli v javno last, ko se je ameriška centralna banka skupaj z državno zakladnico ZDA (*US Treasury*) dogovorila o svežnju ukrepov za reševanje zavarovalniške skupine AIG in ko je po stečaju banke Lehman Brothers, prevzemu banke Merrill Lynch s strani Bank of America ter preoblikovanju družb Goldman Sachs in Morgan Stanley v bančni holding prenehal obstajati poslovni model samostojne investicijske banke. Po teh izjemnih dogodkih in kot odgovor na širitev finančnih pretresov

zunaj finančnega sistema ZDA so bili vladni reševalni načrti uvedeni tudi za številne evropske finančne institucije. Vlade in javne institucije na obeh straneh Atlantika so začele izvajati številne ukrepe za stabilizacijo finančnega sistema, ki so vključevali jamstva za vloge fizičnih oseb, ukrepe za dokapitalizacijo bank in ukrepe za krepitev likvidnosti bank. Poleg tega so večje centralne banke zaradi zaostrovanja pretresov na finančnih trgih in slabšanja makroekonomskih obetov znižale svoje obrestne mere denarne politike.

Upad na delniških trgih je spodbudilo tudi zmanjševanje dejanske in pričakovane rasti dobička na obeh straneh Atlantika. Med decembrom 2007 in decembrom 2008 je rast dejanskega dobička, izračunana kot dobiček na delnico družb iz indeksa Dow Jones EURO STOXX, postala negativna in se znižala na okrog -16%. Podobno so bila močno navzdol popravljeni tudi pričakovanja glede dobička. Napovedana letna stopnja rasti dobička na delnico v naslednjih 12 mesecih

se je znižala z okrog 9%, kolikor je znašala ob koncu decembra 2007, na okrog 1,6% ob koncu decembra 2008. Zmanjšanje dobičkonosnosti podjetij euroobmočja je skupaj z negativnimi novicami iz makroekonomskih kazalnikov negativno vplivalo na vrednotenje na delniških trgih.

Ob nadaljevanju nemirnega dogajanja na finančnih trgih in slabšanju makroekonomskih razmer je delniške trge zaznamovala visoka stopnja negotovosti, merjena z implicitno volatilnostjo, izpeljano iz delniških opcij. Volatilnost delniških trgov je bila še posebno visoka med večjimi dogodki, ki so pretresali finančne trge, tj. marca in od septembra dalje (glej graf 14). Glede na to je verjetno, da so se premije za tveganje lastniškega kapitala v euroobmočju in ZDA zvišale ter tako prispevale k potiskanju cen delnic navzdol.

Z vidika posameznih sektorjev so med decembrom 2007 in decembrom 2008 tako v euroobmočju kot tudi v ZDA največje izgube utrpeli tečajni delnic v finančnem sektorju, ki so se znižali za okrog 57% oziroma 51%. Močno so padli tudi tečajni delnic v nefinančnem sektorju, in sicer za okrog 41% v euroobmočju in 36% v ZDA.

Na začetku leta 2009 so vse slabši svetovni gospodarski obeti ter obnovljena zaskrbljenost glede zdravja finančnega sistema nadalje potisnili tečaje delnic navzdol. Med koncem leta 2008 in 27. februarjem 2009 se je indeks Dow Jones EURO STOXX in Standard & Poor's 500 zmanjšal za približno 17% oziroma 19%.

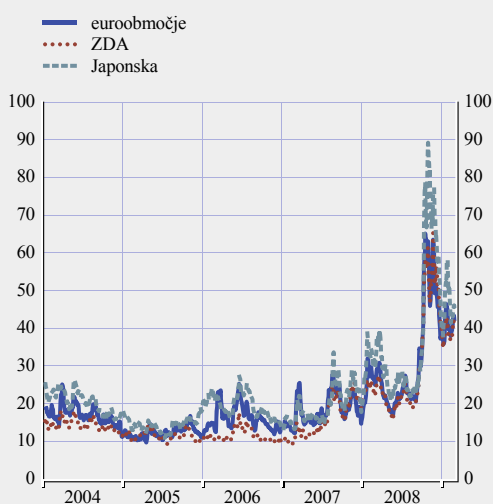
### ZADOLŽEVANJE GOSPODINJSTEV SE JE DODATNO UPOČASNILO

Dinamika zadolževanja gospodinjstev se je leta 2008 še naprej umirjala, predvsem zaradi učinkov, kot so zaostreni pogoji financiranja, slabšanje gospodarskih obetov in trenutno umirjanje dinamike na nepremičninskem trgu.

Medletna stopnja rasti posojil MFI gospodinjstvom, ki so bila glavni vir zadolževanja gospodinjstev v letu 2008, se je znižala in je decembra znašala 1,8%, potem ko je konec leta 2007 znašala 6,2%. Hkrati je bila medletna stopnja rasti zadolževanja gospodinjstev pri institucijah

**Graf 14 Implicitna volatilnost delniških trgov**

(odstotki na leto; 5-dnevna drseča sredina dnevni podatkov)



Vir: Bloomberg.

Opombe: Časovna vrsta implicitne volatilnosti kaže pričakovan standardni odklon odstotnih sprememb v tečaju delnic v obdobju do 3 mesecev, kot jih kažejo cene opcij na indekse tečajev delnic. Indeksi tečajev delnic, na katere se nanaša implicitna volatilnost, so Dow Jones EURO STOXX 50 za euroobmočje, Standard & Poor's 500 za ZDA in Nikkei 225 za Japonsko.



razen MFI (tj. pri drugih finančnih posrednikih, zavarovalnicah in pokojninskih skladih) še naprej višja od letne stopnje rasti posojil MFI, ki je v tretjem četrtletju leta 2008 znašala 10,4%. To je delno posledica poslov listinjenja za pravo prodajo, pri katerih je pripoznanje posojila odpravljeno in s tem umaknjeno iz bilance stanja MFI, nato pa evidentirano kot posojilo drugih finančnih posrednikov.

Razčlenitev posojil MFI gospodinjstvom po namenu kaže, da je glavni razlog za umiritev počasnejša stopnja rasti stanovanjskih posojil. Medletna stopnja rasti stanovanjskih posojil gospodinjstvom je decembra 2008 znašala 1,7%, potem ko je decembra 2007 dosegla 7,1% (glej graf 15). To znižanje je bilo skladno z upočasnitvijo rasti cen stanovanj in aktivnosti na nepremičninskem trgu v številnih gospodarstvih euroobmočja. Rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih to oceno potrjujejo, saj so bili po ugotovitvah bank slabši obeti na stanovanjskem trgu in manjše zaupanje potrošnikov v letu 2008 glavni dejavniki, ki so prispevali k zmanjšanju povpraševanja gospodinjstev po stanovanjskih posojilih.

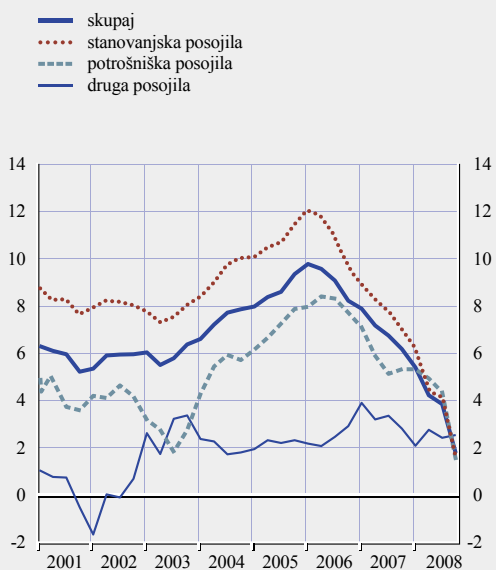
Slabši obeti na stanovanjskem trgu so bili poleg tega tudi delno odgovorni za zaostritev kreditnih standardov bank, kar je imelo pomembno vlogo pri upočasnitvi rasti posojil.

Umirjanje medletne stopnje rasti stanovanjskih posojil gospodinjstvom je bilo tudi posledica zaviralnega učinka višjih ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005 dalje. Sledeč trendu iz leta 2006 in 2007, čeprav s počasnejšo dinamiko, so se obrestne mere MFI za stanovanjska posojila od decembra 2007 do septembra/oktobra 2008 zvišale za 31 bazičnih točk, nato pa so se v zadnjem četrtletju znižale za 10 bazičnih točk (glej graf 16). Zvišanje je bilo v prvih treh četrtletjih splošno v celotnem razponu ročnosti, čeprav je bilo nekoliko večje pri posojilih s fiksno začetno obrestno mero do enega leta in od enega do pet let.

Tudi medletna stopnja rasti potrošniških posojil se je znižala in je decembra 2008 znašala 1,5%, kar je okrog 4 odstotne točke manj kot konec leta 2007. Medletna stopnja rasti potrošniških posojil se je v zadnjih četrtletjih znižala

**Graf 15 Posojila MFI gospodinjstvom**

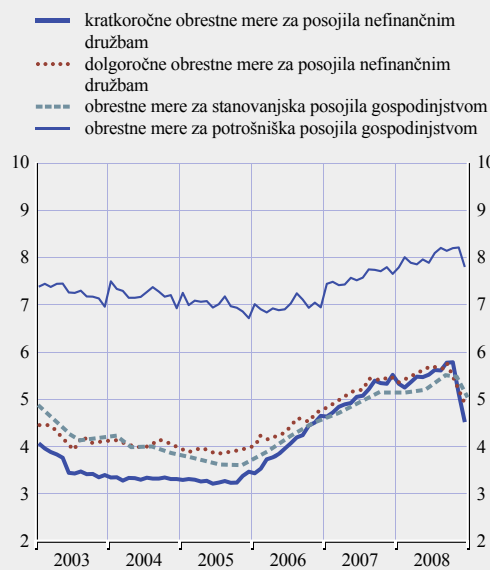
(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

**Graf 16 Obrestne mere za posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam**

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



Vir: ECB.

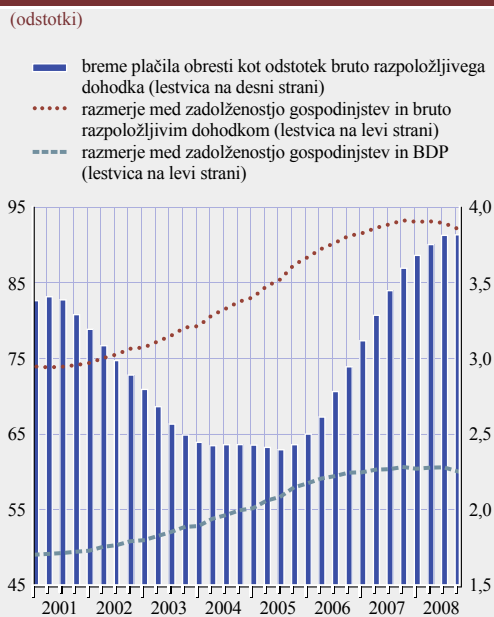
v skladu z zmanjševanjem zaupanja potrošnikov in postopnim umirjanjem zasebne potrošnje v euroobmočju. Rezultati ankete Eurosistema o bančnih posojilih poleg tega kažejo, da so se kreditni standardi za potrošniška posojila leta 2008 še naprej zaostrovali v skladu z gibanji v zadnjem četrtletju leta 2007, in sicer zaradi slabših pričakovanj glede splošne gospodarske aktivnosti in poslabšanja kreditne sposobnosti posojiljemalcev. Obrestne mere MFI za potrošniška posojila, ki so leta 2008 ostale precej višje od obrestnih mer za stanovanjska posojila, so se med decembrom 2007 in novembrom 2008 zvišale za 56 bazičnih točk, kar je zmanjševalo povpraševanje po potrošniških posojilih. Nato so se znižale, tako da so bile obrestne mere decembra 2008 15 bazičnih točk nad ravniyo iz decembra 2007.

### ZADOLŽENOST GOSPODINJSTEV SE JE STABILIZIRALA

V drugi polovici leta 2008 se je zaradi dolgotrajnega umirjanja stopnje rasti posojil gospodinjstvom in trenutnega zviševanja razpoložljivega dohodka razmerje med zadolženostjo gospodinjstev in razpoložljivim dohodkom nekoliko znižalo ter je v zadnjem četrtletju leta 2008 po ocenah znašalo okrog 92% (glej graf 17). Podoben vzorec lahko opazimo pri razmerju med zadolženostjo in BDP, ki je po podatkih integriranih računov euroobmočja v zadnjem četrtletju leta 2008 znašalo okrog 60%. Kljub temu je stopnja zadolženosti gospodinjstev v euroobmočju v primerjavi z ZDA in Združenim kraljestvom še vedno razmeroma nizka. Umirjanje rasti zadolženosti gospodinjstev je prispevalo k stabiliziranju njihove izpostavljenosti spremembam v obrestnih merah, dohodku in cenah finančnega premoženja. Treba je tudi omeniti, da se zadolženost gospodinjstev v euroobmočju od države do države zelo razlikuje. Tako so stopnje tveganja višje zlasti za gospodinjstva v tistih delih euroobmočja, kjer je gospodarska upočasnitev izrazitejša ali kjer je stanovanjski trg še vedno precenjen.

Hkrati se je zaradi preteklega zviševanja obrestnih mer za posojila gospodinjstvom kljub stabilizaciji zadolženosti gospodinjstev v letu 2008

**Graf 17 Zadolženost gospodinjstev in plačilo obresti**



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Zadolženost gospodinjstev vključuje vsa posojila iz vseh institucionalnih sektorjev, vključno s tujino. Plačila obresti ne vključujejo celotnih stroškov financiranja, saj ne vključujejo provizij za finančne storitve. Podatki za zadnje četrtletje delno temeljijo na ocenah.

dodatno povečalo breme servisiranja dolga gospodinjstev, merjeno kot odstotek plačila obresti in odplačila glavnice v razpoložljivem dohodku. Breme plačila obresti naj bi se namreč v drugi polovici leta 2008 zvišalo na 3,8% v primerjavi s 3,6% v letu 2007. To presega tudi prejšnjo najvišjo vrednost, ki je bila zabeležena leta 2001.

### STROŠKI ZUNANJEGA FINANCIRANJA ZA NEFINANČNE DRUŽBE SO SE LETA 2008 OBČUTNO POVIŠALI

Leta 2008, sredi pretresov na finančnih trgih, so se realni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju v primerjavi s prejšnjimi leti občutno povišali. Čeprav se je dobičkonosnost družb v prvi polovici leta 2008 vztrajno nadaljevala, je v preostanku leta kazala znake hitrega poslabšanja, najizraziteje v zadnjem četrtletju. Po skokovitem povišanju v prvem četrtletju predvsem zaradi močne dinamike posojil MFI se je rast zunanjega financiranja nefinančnih

družb umirila. Kljub temu naj bi se stopnja zadolženosti sektorja nefinančnih družb leta 2008 še dodatno povišala.

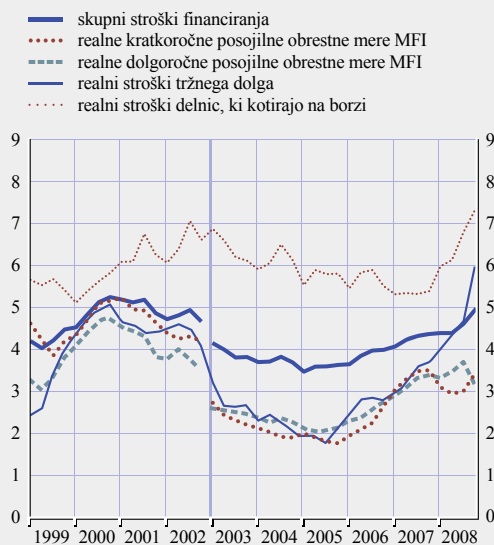
Sredi vse večjih napetosti na finančnih in kreditnih trgih so se skupni realni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe euroobmočja leta 2008 močno povečali (glej graf 18). V zadnjem četrtletju leta 2008 je očitno poslabšanje makroekonomskih razmer in obetov prispevalo k strmi rasti stroškov zunanjega financiranja podjetij, saj so večja pričakovanja o neizpolnjevanju obveznosti in popravki dobička navzdol otežili ocene kreditnih in tržnih tveganj investitorjev. Rast je vse leto spodbujalo predvsem strmo povišanje realnih stroškov tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja.

Če si ogledamo komponente stroškov zunanjega financiranja družb, so se obrestne mere za posojila MFI nefinančnim družbam realno zmanjšale (glej graf 18), če jih primerjamo s koncem leta 2007. Primerjava podatkov ob koncu leta pa zakriva izrazito dinamiko tekom leta. Nominalne kratkoročne obrestne mere so na splošno rasle večino leta in tesno sledile trendu višanja 3-mesečnih obrestnih mer EURIBOR, čeprav je učinek realno nekoliko ublažilo povečanje kratkoročnih inflacijskih pričakovanj do septembra. Novembra in decembra so se kratkoročne obrestne mere občutno znižale, kar je bilo odraz znižanja obrestnih mer denarne politike in nižjih obrestnih mer na denarnem trgu. Posledično so se nominalne obrestne mere za posojila s spremenljivo obrestno mero in fiksno začetno obrestno mero do enega leta znižale za 70 oziroma 106 bazičnih točk za manjša oziroma večja posojila.

Dolgoročne obrestne mere MFI za posojila so se, potem ko so do septembra 2008 naraščale, v zadnjem četrtletju leta znižale, pri čemer je bil padec izrazitejši za večja posojila. V primerjavi s koncem leta 2007 so ostale dolgoročne obrestne mere MFI za manjša posojila večinoma nespremenjene, za večja posojila pa so se znižale za 72 bazičnih točk. Tudi donosnost državnih obveznic primerljive zapadlosti je tekom leto izkazovala mešan trend, saj se je najprej povečala in

**Graf 18 Realni stroški zunanjega financiranja nefinančnih družb v euroobmočju**

(odstotki na leto)



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

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

pozneje strmo padla. Na splošno je bila donosnost 5-letnih državnih obveznic decembra 2008 za 85 bazičnih točk nižja v primerjavi s koncem leta 2007. Kot posledica teh gibanj so se razponi med dolgoročnimi posojilnimi obrestnimi merami bank in primerljivimi tržnimi obrestnimi merami v drugi polovici leta povečali. Povečanje razponov se je pojavilo ob hitrem naraščanju stroškov financiranja bank na kapitalskih trgih.

Realni stroški tržnega dolga za nefinančne družbe so leta 2008 poskočili in okrepili trend zviševanja, ki se je začel konec leta 2007. Do decembra 2008 je ta strošek za 200 bazičnih točk presegal lanskoletno raven in za 420 bazičnih točk rekordno nizko raven iz leta 2005. Raven, dosežena konec leta 2008, je bila rekordno visoka od samega začetka EMU in je bila visoko nad ravni iz leta 2000. V nasprotju s tem in kot že omenjeno se je donosnost državnih obveznic primerljive zapadlosti zmanjšala. Kot posledice

dica tega so se razponi podjetniških obveznic v drugi polovici leta 2008 močno povečali. Povečanje razponov je tudi odraz zaostrovanja kreditnih standardov in večjega zaznavanja kreditnega tveganja med vlagatelji.

Realni stroški delnic, ki kotirajo na borzi in so jih izdale nefinančne družbe, so se med letom izrazito povišali. Opazno poslabšanje se je zgodilo v drugi polovici leta 2008, ko so cene na delniških trgih strmo padle (merjene na primer z indeksom Dow Jones EURO STOXX, širšim indeksom za euroobmočje) in je nenaklonjenost tveganju dosegla izjemno visoko raven. Rast dobička javnih delniških družb je v prvi polovici leta zaznamovala precejšnja vztrajnost, vendar se je nato močno poslabšala in bila novembra medletno negativna.

### DINAMIKA ZUNANJEGA FINANCIRANJA NEFINANČNIH DRUŽB SE JE UMIRILA

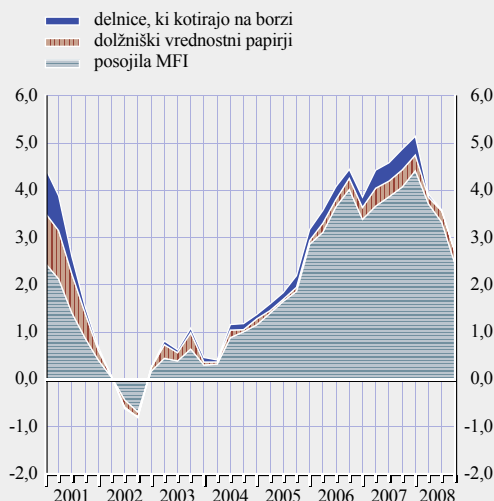
Zunanje financiranje nefinančnih družb se je leta 2008 postopoma umirjalo. V zadnjem četrtletju leta 2008 je realna medletna stopnja rasti financiranja nefinančnih družb znašala 2,7%, v primerjavi s 4,9% v zadnjem četrtletju leta 2007 in 5,1% v prvem četrtletju leta 2008. To je bilo predvsem posledica upočasnjene rasti prispevka posojil MFI, čeprav z visoke ravni, in v manjši meri manjše izdaje delnic, ki kotirajo na borzi, medtem ko je ostal prispevek dolžniških vrednostnih papirjev večinoma nespremenjen (glej graf 19).

Kot kažejo agregirani podatki posameznih podjetij, zbrani iz računovodskih izkazov javnih delniških družb, je dobiček v prvi polovici leta 2008 še naprej vztrajno rasel (glej graf 20). Merila dobičkonosnosti podjetij pa so v drugi polovici leta 2008 občutno upadla. Vzporedno s tem so bila pričakovanja o dobičku v euroobmočju v zadnjem četrtletju leta 2008 nenadoma popravljena navzdol. Število popravkov navzdol za javne delniške družbe euroobmočja je proti koncu leta doseglo rekordno visoko vrednost.

Stopnja rasti posojil MFI nefinančnim družbam se je leta 2008 upočasnila. Potem ko je marca 2008 dosegla nominalno najvišjo rast (15,0%), se

**Graf 19 Razčlenitev realne medletne stopnje rasti zunanje financiranja nefinančnih družb<sup>1)</sup>**

(medletne spremembe v odstotkih)

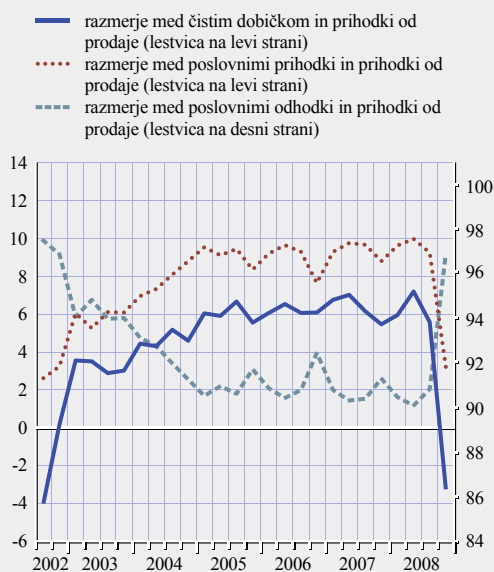


Vir: ECB.

1) Realna medletna stopnja rasti je opredeljena kot razlika med dejansko medletno stopnjo rasti in stopnjo rasti deflatorja BDP.

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

(četrtletni podatki; odstotki)



Vira: Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.

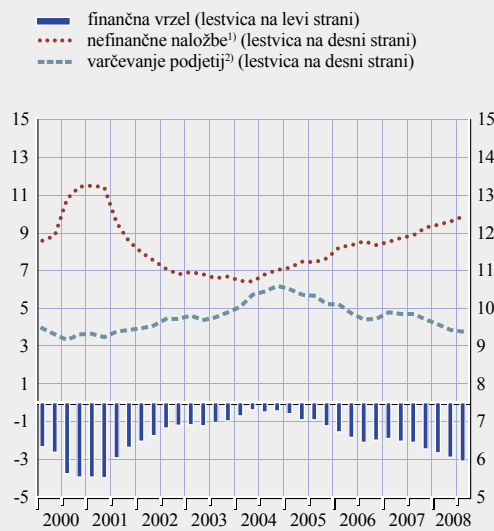
Opombe: Izračun temelji na agregiranih četrtletnih računovodskih izkazih javnih delniških nefinančnih družb v euroobmočju. Osamelci so bili odstranjeni iz vzorca. V primerjavi s poslovnimi prihodki, ki so opredeljeni kot prihodki od prodaje minus poslovni odhodki, se čisti dobiček nanaša na poslovne prihodke in druge prihodke po obdavčitvi in izrednih postavkah.

je decembra umirila na 9,4%. Takšna še vedno okrepljena medletna stopnja rasti nekoliko prikriva šibkejšo dinamiko rasti posojil MFI podjetniškemu sektorju zaradi učinka prenosa visoke rasti v prvi polovici leta 2008. Kot kažejo kratkoročne stopnje rasti, je res prišlo do pospešene upočasnitve proti koncu leta (izraziteje decembra), ker so se poslabšali pogoji financiranja. Upočasnitev je večinoma v skladu z zaostrovanjem pogojev financiranja, o čemer poročajo ankete Eurosistema o bančnih posojilih skozi vse leto, z zmanjšano aktivnostjo na področju združitvev in prevzemov ter z umiritvijo gospodarske aktivnosti. Obstaja več možnih razlag, zakaj je bila rast posojil MFI, čeprav se je umirjala, vsaj do novembra še vedno relativno okrepljena. Podjetniška gibanja v euroobmočju so bila v prvi polovici leta 2008 še naprej razmeroma vztrajna in s tem ohranjala povpraševanje po posojilih za namene financiranja. K temu je lahko prispeval še en dejavnik, in sicer črpanje kreditov, dogovorjenih v ugodnejših časih. Povpraševanje po bančnih posojilih bi lahko spodbujal tudi učinek nadomestitve, ki izhaja iz omejenega financiranja prek kapitalskih trgov, zmanjšanja notranje ustvarjenih sredstev in krčenja komercialnih kreditov. Poleg tega kratkoročno prilagajanje trošenja podjetij pogosto onemogočajo ovire pri takojšnji prilagoditvi proizvodnih zmogljivosti in izvajanje programov za znižanje stroškov. To lahko deloma pojasni vztrajno povpraševanje po kreditih v drugi polovici leta, čeprav so bili obeti za rast vse slabši.

Rast tržnega financiranja (z dolžniškimi in lastniškimi instrumenti) se je upočasnila vzporedno s strmo rastjo stroškov teh virov financiranja. Medletna stopnja rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe, je padla s približno 9,0% na začetku leta na 6,6% decembra 2008. Tudi izdajanje kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki se je povečalo po začetku finančne krize poleti leta 2007, se je postopoma umirilo. Ta vzorec potrjujejo kratkoročna gibanja desezoniranih podatkov. Poleg tega, da so ta gibanja prispevala k povečanju razponov v donosnosti podjetniških obveznic, lahko nadalje kažejo zmanjšano dejavnost na področju združitvev in prevzemov. Medletna stopnja rasti

**Graf 21 Finančna vrzel nefinančnih družb in glavne komponente**

(v odstotkih BDP; drseča sredina štirih četrtletij)



Vir: ECB.

1) Vključuje zaloge in akumulacijo nefinančnih sredstev.

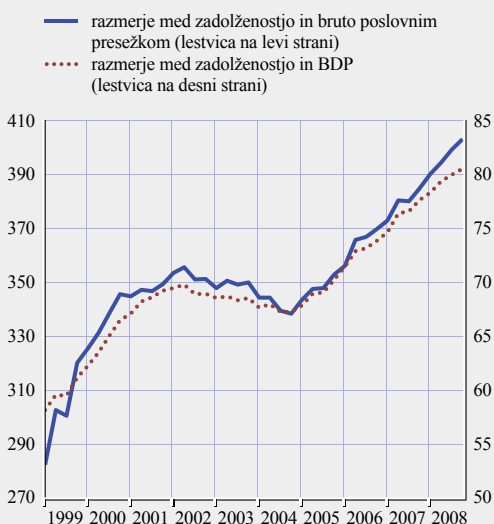
2) Vključuje neto kapitalske transferje.

delnic, ki kotirajo na borzi in so jih izdale nefinančne družbe, se je leta 2008 občutno znižala in decembra dosegla ničelno stopnjo rasti. Zanimljiv prispevek neto izdaje delnic, ki kotirajo na borzi, k neto financiranju podjetniškega sektorja euroobmočja lahko pripišemo izredno hitri rasti realnih stroškov lastniških vrednostnih papirjev in zelo nestabilnim razmeram na trgu lastniških vrednostnih papirjev.

Rast zunanjšega financiranja nefinančnih družb, ki se sicer še umirja, lahko povežemo z večjo finančno vrzeljo ali neto zadolževanjem – izračunano kot razmerje med bruto varčevanjem in bruto investicijami v osnovna sredstva (glej graf 21). Finančna vrzel nefinančnih družb v euroobmočju, ki je bila zabeležena leta 2007 in vse do tretjega četrtletja leta 2008, je bila posledica manjšega varčevanja podjetij in deloma tudi večjih realnih naložb v razmerju do BDP. V prvem delu leta 2008 je bilo zmanjšano varčevanje podjetij predvsem posledica vse večjih plačil obresti.

## Graf 22 Zadolženost nefinančnih družb

(odstotki)



Viri: ECB, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki o zadolženosti temeljijo na četrtletnih evropskih sektorskih računih. Vključujejo posojila, izdane dolžniške vrednostne papirje in rezervacije pokojninskih skladov. Vključeni so podatki do zadnjega četrtletja leta 2008.

### DODATNO POVEČANJE DOLGA DRUŽB

Kar zadeva bilančni položaj nefinančnih družb v euroobmočju, so se zaradi dolgotrajne rasti dolžniškega financiranja dodatno povečali

količniki dolga (glej graf 22). V zadnjem četrtletju leta 2008 se je razmerje med dolgom in BDP ter med dolgom in bruto poslovnim presežkom povečalo na 80,5% oziroma 403%. Po obdobju konsolidacije med letoma 2002 in 2004 so se količniki dolga nefinančnih družb v zadnjih štirih letih ves čas povečevali. Razmerje med dolgom in finančnimi sredstvi nefinančnih družb se je večino leta 2008 nekoliko povečalo, kar je prekinilo trend upadanja od prvega četrtletja leta 2003 dalje. Kombinacija večjega dolga in rastočih obrestnih mer je povzročila precejšnje povečanje neto bremena plačil obresti nefinančnih družb v letu 2008.

### 2.3 GIBANJA CEN IN STROŠKOV

Skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, je leta 2008 v povprečju znašala 3,3%, kar pomeni strmo povečanje v primerjavi s preteklimi leti – ko so se medletne stopnje inflacije gibale okrog 2,2% – in je visoko nad opredeljeno stabilnost cen ECB v srednjeročnem obdobju (glej tabelo 1). Rast v letu 2008 kot celoti je posledica dveh zelo različnih vzorcev gibanja HICP med letom: medletna stopnja inflacije je bila visoka že konec leta 2007 (3,1%) in je še naraščala, dokler ni

## Tabela 1 Gibanja cen

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

	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 dec.	2009 jan.
<b>HICP in njegove komponente</b>										
Skupni indeks	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energenti	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Nepredelana hrana	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Predelana hrana	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Industrijsko blago razen energentov	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Storitve	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Drugi kazalniki cen in stroškov</b>										
Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Cene nafte (EUR za sod) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Cene primarnih surovin <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

Opomba: Podatki o cenah industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se nanašajo na euroobmočje, ki vključuje tudi Slovaško.

1) Brez gradbeništva.

2) Znamke Brent (za termisko dostavo v enem mesecu).

3) Brez energentov; v EUR.

junija in julija 2008 dosegla najvišje vrednosti (4,0%), v zadnjih mesecih leta pa naglo padla, dokler ni decembra pristala na 1,6%.

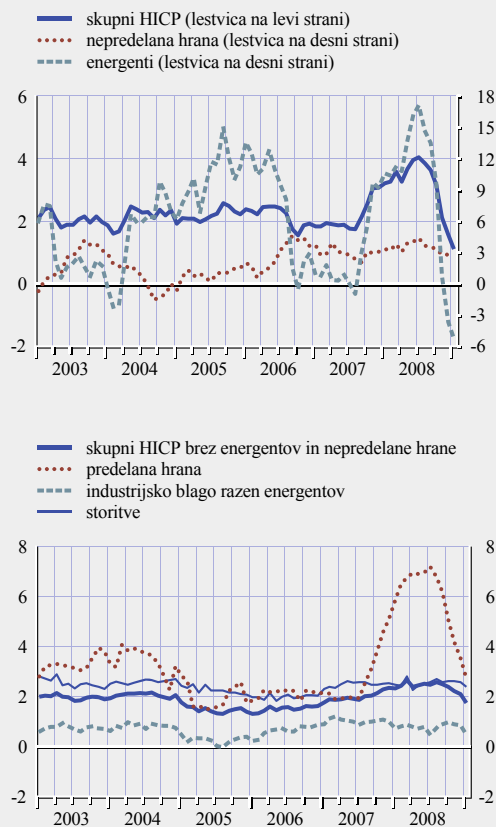
Izrazito kontrastno gibanje skupne inflacije, merjene z indeksom HICP, je leta 2008 zaznamoval vzorec gibanja svetovnih cen primarnih surovin (cen energentov ter cen drugih primarnih surovin skupaj s hrano) (glej graf 23). V prvi polovici leta je izredno močno svetovno povpraševanje še naprej potiskalo svetovne cene primarnih surovin navzgor, ki so dosegle skrajno visoke ravni, medtem ko jih je nagla upočasnitev gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta, ki se je do konca leta še stopnjevala in močno skrčila, nenadoma spet potisnila navzdol. Najizrazitejše gibanje je bilo opaziti pri cenah nafte, ki so se v prvi polovici leta 2008 še naprej močno dvigovale, potem ko so že leta 2007 hitro rasle, ter na začetku julija dosegle rekordno visoko raven zaradi zaostrenih razmer na strani ponudbe in povpraševanja. V drugi polovici leta so cene nafte strmo padle do ravni, ki so bile veliko nižje od tistih na začetku leta. Vzporedno s tem se je v prvi polovici leta močno povišala inflacija, merjena s cenami predelane hrane, ki je bila že konec leta 2007 zelo visoka kot posledica zmanjšanih zalog prehrabnih surovin po vsem svetu, proti koncu leta pa je hitro upadla. V nasprotju s tem je ostala inflacija, merjena z indeksom HICP razen energentov in hrane (predelane in nepredelane), na splošno stabilna (na ravni 1,9% leta 2008 v primerjavi z 1,8% leta 2007).

Stroški dela so se v prvi polovici leta 2008 pospešili, pri čemer so bili stroški dela na enoto proizvoda pod močnim pritiskom naraščanja zaradi izrazitega cikličnega upada rasti produktivnosti dela. To je povzročilo resno in vse večjo zaskrbljenost zaradi tveganja precejšnjih sekundarnih učinkov v euroobmočju, ki so sredi leta dosegli najvišjo stopnjo. Zaskrbljenost se je jeseni zmanjšala, ko je v gospodarstvu nastopila faza izrazitega krčenja.

V skladu s tem so se zaznavanje inflacije in inflacijska pričakovanja potrošnikov, ki so se

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

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

v prvi polovici leta izrazito povečala in dosegla najvišjo raven od uvedbe eura, začeli proti koncu leta umirjati.

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

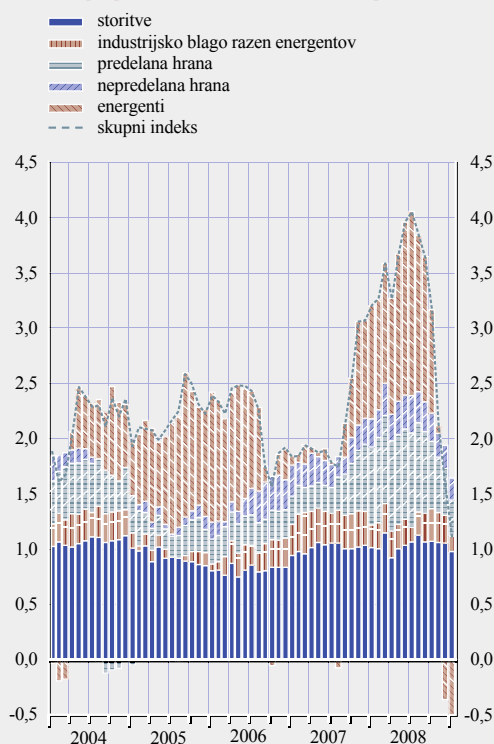
Volatilnost cen primarnih surovin je bila glavni dejavnik, ki je usmerjal izrazita gibanja inflacije po HICP v euroobmočju leta 2008. Vztrajno naraščanje medletne stopnje inflacije do 4,0% v juniju in juliju je bilo posledica rekordne rasti cen energentov ter industrijskih in prehrabnih surovin (glej okvir 4). Nasprotno je bil poznejši nagel padec inflacije po HICP na 1,6% do konca leta posledica precejšnjega znižanja cen surove nafte in širokega

nabora drugih svetovnih cen primarnih surovin (vključno s hrano) ter ugodnega baznega učinka v okviru naglega nazadovanja gospodarske aktivnosti.

Izrazita gibanja v skupini energentov – ki obsega 9,8% skupnega HICP – so bila posledica nenadne spremembe cen tekočih goriv (nafta, dizelsko gorivo in kurilno olje), na katere so vplivale svetovne cene nafte, ter zapoznelega odziva drugih energentov razen nafte (elektrika in plin), ki z zamikom sledijo cenam surove nafte (glej graf 24). Junija 2008 so bile cene nafte v eurih za približno 63% višje kot leto prej. Do decembra 2008 so bile 49% nižje kot leto prej, kar pomeni, da so padle za približno 63% v primerjavi z najvišjo vrednostjo junija 2008. Takšne izrazite spremembe v medletni dinamiki je okrepilo tudi izrazito gibanje rafinerijske marže. Medletna sprememba cen energentov v indeksu HICP je julija 2008 dosegla vrh na ravni 17,0% (v primerjavi z 9,1% decembra 2007), nato pa se je naglo znižala in bila decembra celo negativna, ko je znašala -3,6%.

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

(medletni prispevki v odstotnih točkah; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

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

#### Okvir 4

#### CENE PRIMARNIH SUROVIN IN INFLACIJA PO HICP

Cene širokega nabora primarnih surovin so se v obdobju od začetka leta 2005 do julija 2008 močno zvišale (glej graf A). Od takrat so se hitro znižale ob izrazitem poslabšanju svetovne gospodarske aktivnosti. Ta gibanja – zlasti cen nafte in hrane – so močno vplivala na potrošniške cene v euroobmočju in v glavnem pojasnjujejo skokovit dvig skupne inflacije po HICP leta 2008. V tem okvirju so obravnavani učinki cen primarnih surovin na inflacijo euroobmočja.<sup>1</sup>

#### Neposredni in posredni učinki

Rast cen primarnih surovin neposredno vpliva na inflacijo po HICP prek takojšnjega učinka na potrošniške cene energentov in hrane, ki obsegajo skoraj 30% skupnega indeksa HICP. Na potrošniške cene lahko vplivajo tudi posredno prek cen pri proizvajalcih, saj podjetja, ki se spo-

<sup>1</sup> Glej članek z naslovom „Oil prices and the euro area economy” in okvir z naslovom „Recent oil price developments and their impact on euro area prices”, Monthly Bulletin ECB, november 2004 oziroma julij 2004.



padajo z višjimi vhodnimi stroški, te višje stroške prenesejo na prodajne cene, da tako ohranijo ali popravijo svoje profitne marže.

V kakšnem obsegu se višji stroški prenesejo v nadaljnje proizvodne faze in na potrošnike, je odvisno od več dejavnikov, vključno s konkurenčnimi pritiski na trgu in razmerami v poslovnem ciklusu. Ker se stroškovni šoki šele sčasoma prenesejo po dobavni verigi, se posredni učinki običajno uresničijo z daljšo zamudo in trajajo dlje kot neposredni učinki.

Kot kažejo podatki, je bil večji del zvišanja skupne inflacije po HICP od avgusta 2007 posledica neposrednih in posrednih učinkov cenovnih šokov zaradi cen primarnih surovin. V skladu s tem so se cene predelane in nepredelane hrane ter energentov – te komponente HICP so bolj neposredno izpostavljene šokom – do julija 2008 močno zvišale, medtem ko so ostale stopnje inflacije brez hrane in energentov v tem obdobju v glavnem nespremenjene (glej graf B).

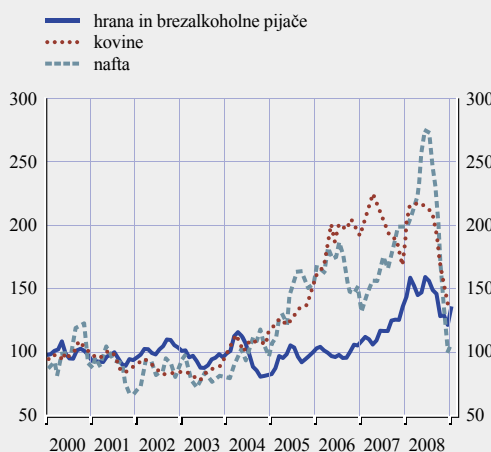
Posredni učinki so se pojavili tudi v drugih komponentah HICP, ki kot proizvodni dejavnik uporabljajo nafto in nepredelano hrano. V skupini storitev na primer so se cene prevoznih storitev, počitnic v paketu in cene v restavracijah – ki uporabljajo nafto in hrano kot proizvodni dejavnik – leta 2008 precej povečale, ko so poskočile cene primarnih surovin (glej graf C). Vendar lahko to zvišanje kaže tudi druge dejavnike poleg višjih cen nafte in hrane, na primer gibanje plač in velikost povpraševanja potrošnikov, zlasti v prvi polovici leta.

### Sekundarni učinki

Poleg neposrednih in posrednih učinkov, ki jih ponavadi označujemo kot primarne učinke, cenovni šok primarnih surovin prinaša tudi tveganje tako imenovanih sekundarnih učinkov, ki lahko potrošniške cene še bolj potisnejo navzgor. Sekundarni učinki se navadno nanašajo na dvig potrošniških cen, ki presega primarne učinke, zaradi vpliva, ki ga ima šok na pogajanja

**Graf A Cene primarnih surovin**

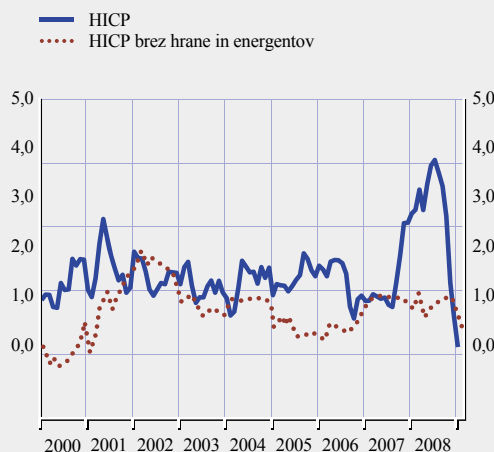
(mesečni podatki v eurih; indeks: 2000 = 100)



Vira: Hamburg Institute of International Economics in izračuni ECB.

**Graf B Inflacija po HICP**

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

o plačah in na oblikovanje cen. Povišanje inflacije zaradi neposrednih in posrednih učinkov cenovnega šoka primarnih surovin lahko pripelje do sekundarnih učinkov, če ekonomski subjekti (zlasti tisti, ki oblikujejo cene in določajo plače) poskušajo nadomestiti izgubo realnega dohodka, ki je posledica učinka inflacijskih šokov. To pa lahko vpliva na inflacijska pričakovanja ter še dodatno vpliva na oblikovanje cen in določanje plač. Tako se lahko sicer prehodni inflacijski šok zakorenini, zaradi česar postane njegovo odpravljjanje toliko dražje.

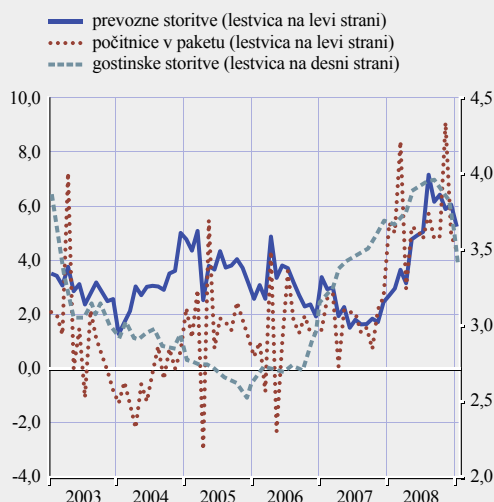
Verjetnost, da cenovni šok zaradi cen primarnih surovin privede do sekundarnih učinkov, je odvisna od več dejavnikov, ki vključujejo ciklično stanje gospodarstva, prožnost trga proizvodov in trga dela (zlasti obstoj mehanizmov samodejne indeksacije, ki vplivajo na pogajanja o plačah in postopke določanja cen), mehanizme oblikovanja inflacijskih pričakovanj in – najpomembneje – verodostojnost centralne banke.

Za spremljanje tveganja sekundarnih učinkov se lahko uporabijo inflacijska pričakovanja in gibanja stroškov dela. Inflacijska pričakovanja, ki izhajajo iz anket o napovedih strokovnjakov, so se v obdobju od sredine leta 2007 do sredine leta 2008 nekoliko povečala. Pričakovanja, ki jih kažejo izvedene stopnje inflacije, izpeljane iz donosnosti obveznic, so v istem obdobju sledila očitnemu trendu naraščanja, vendar se je ta trend z okrepitevijo finančnih pretresov in poznejšim padcem cen nafte pozneje obrnil (glej graf D). Tudi podatki, ki izhajajo iz pogajanj o plačah v letu 2008, kažejo na močno rast plač v več državah euroobmočja, čeprav je težko točno določiti, kolikšen delež rasti lahko pripišemo sekundarnim učinkom (več podrobnosti o nedavnem gibanju plač v euroobmočju je v okvirju 5).

Medtem ko so neposredni, „mehanski“ učinki cenovnega šoka primarnih surovin na potrošniške cene neizogibni, posredni učinki pa so

**Graf C Izbrane podskupine v skupini storitev indeksa HICP**

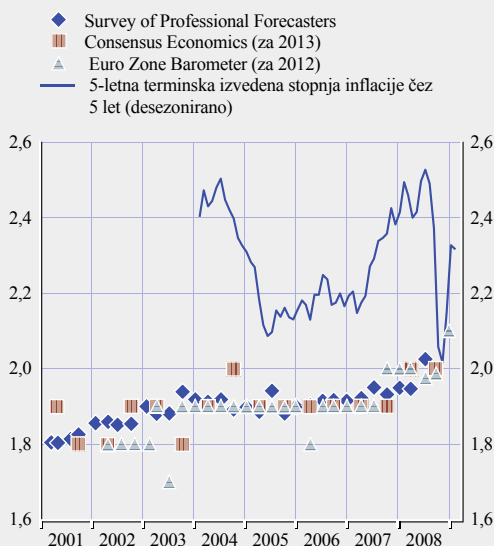
(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.

**Graf D Dolgoročna inflacijska pričakovanja na podlagi anket in izvedena stopnja inflacije**

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opomba: Dolgoročnejša inflacijska pričakovanja navadno preverjajo polletno v Consensus Economics ter četrtno v anketi Survey of Professional Forecasters in anketi Euro Zone Barometer.

Zadnje meritve: izvedena stopnja inflacije: 27. februar 2009; Survey of Professional Forecasters in Euro Zone Barometer: januar 2009; Consensus Economics: oktober 2008.

odvisno od prenosa šoka po cenovni verigi mogoči, se je nujno izogibati splošnim inflacijskim pritiskom, povezanim s sekundarnimi učinki. Vloga denarne politike, ki je usmerjena k srednjeročnemu vzdrževanju stabilnosti cen, je zagotoviti, da cenovni šok primarnih surovin ne vpliva na dolgoročno inflacijska pričakovanja in sproži še večjih cenovnih pritiskov. Posledično se je ECB zaradi vse močnejših inflacijskih pritiskov julija 2008 odločila, da poviša ključne obrestne mere in tako stabilizira inflacijska pričakovanja. Vendar so bile obrestne mere pozneje istega leta znižane, ko je postalo jasno, da bodo inflacijske pritiske precej ublažila strm padec cen primarnih surovin in upad gospodarske aktivnosti.

Medletna stopnja rasti cen v skupini predelane hrane v indeksu HICP euroobmočja je sledila podobnemu profilu kot skupina energentov: jeseni leta 2007 se je močno dvignila, potem pa od sredine leta 2008 naprej močno padla. Medletna stopnja spremembe cen predelane hrane je julija 2008 dosegla vrh na ravni 7,2% (julija 2007 je znašala 2,0%), decembra 2008 pa je padla na 3,6%. Velik delež skokovite rasti in poznejšega padca cen predelane hrane je bil povezan s skupinami, na katere močno vplivajo svetovne cene kmetijskih primarnih surovin, kot so kruh in žita, mlečni izdelki ter olja in maščobe. Če si ogleđamo leto kot celoto, je inflacija, merjena s cenami predelane hrane, leta 2008 povprečno dosegla 6,1% v primerjavi z 2,8% leta 2007. V nasprotju s tem so se cene nepredelane hrane leta 2008 dvignile za 3,5% v primerjavi s 3,0% leta 2007.

Če izvzamemo energente in hrano (predelano in nepredelano), je bila inflacija po HICP v letu 2008 večinoma stabilna. Učinek opazno višjih vhodnih cen, ki izhajajo iz visokih cen primarnih surovin (energentov in drugih skupin), so izravnali zaviralni učinki manjših pritiskov uvoznih cen v razmerah apreciacije eura do sredine leta in močne mednarodne konkurence ter ugodni bazni učinki, povezani z dejstvom, da je dvig DDV za 3 odstotne točke, ki ga je 1. januarja 2007 uvedla Nemčija, na začetku leta 2008 izpadel iz medletnih stopenj inflacije.

Cene industrijskega blaga razen energentov so se leta 2008 dvignile za 0,8%, kar kaže rahlo umiritev v primerjavi z letom 2007, ko je stopnja rasti znašala 1,0%. Kljub pritiskom vhodnih

cen, ki so jih razkrivali domači proizvajalci in visoke stopnje izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, se je inflacija cen industrijskega blaga razen energentov v prvi polovici leta 2008 umirila. Od julija se je nekoliko povišala, med drugim zaradi učinka nenadne apreciacije ameriškega dolarja v drugi polovici leta in zaradi izjemnih sezonskih popustov, ki so poleti vplivali na cene tekstila.

Inflacija, merjena s cenami storitev, je bila na splošno stabilna večji del leta 2008, čeprav je ostala na relativno visoki ravni (2,5%), potem ko se je leta 2007 izrazito povišala. Medtem ko je posredni učinek svetovnih podražitev primarnih surovin (zlasti nafte in hrane) najbrž prispeval k vztrajnemu vplivu na nekatere skupine storitev, kot so prevozne storitve ter gostinstvo, je to v glavnem izravnalo izrazito znižanje v drugih skupinah storitev, kot so komunikacije.

#### **VIŠJA POVPREČNA INFLACIJA CEN PRI PROIZVAJALCIH LETA 2008, PROTI KONCU LETA PA IZRAZITI PRITISKI NAVZDOL**

Pritiski cen iz dobavne verige so ob visoki inflaciji cen primarnih surovin pozno spomladi dosegli izredno visoke ravni, kar je povečalo zaskrbljenost o inflaciji. Vendar so se ti pritiski poleti vztrajno zmanjševali, v zadnjih nekaj mesecih leta pa še izraziteje – s padcem indeksov cen (razen energentov in gradbeništva) od oktobra naprej – saj so začele cene primarnih surovin naglo padati, pritiski na proizvodne dejavnike (kapital in delovna sila) pa so se umirili.

Medletna stopnja spremembe cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (razen grad-

beništva) v euroobmočju je leta 2008 znašala povprečno 6,2%, kar je bilo precej več kot leta 2007 (2,8%). Potem ko je medletna stopnja inflacije cen pri proizvajalcih julija 2008 dosegla rekordno visoko raven (9,2%), je nato do decembra hitro padla na 1,7%, predvsem zaradi gibanja cen energentov in hrane. Medletna stopnja spremembe cen energentov pri proizvajalcih je julija 2008 dosegla najvišjo vrednost (24,9%), do decembra pa je padla na 1,6%.

Če izvezemo gradbeništvo in energente, je medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih julija dosegla najvišjo raven v letu 2008 (4,4%), preden je decembra padla na 1,6%. Ta izraziti premik je vplival na proizvode za vmesno porabo in proizvode za široko porabo, čeprav z različno intenzivnostjo in v različnih trenutkih, vendar je imel manjši učinek na proizvode za investicije (glej graf 25).

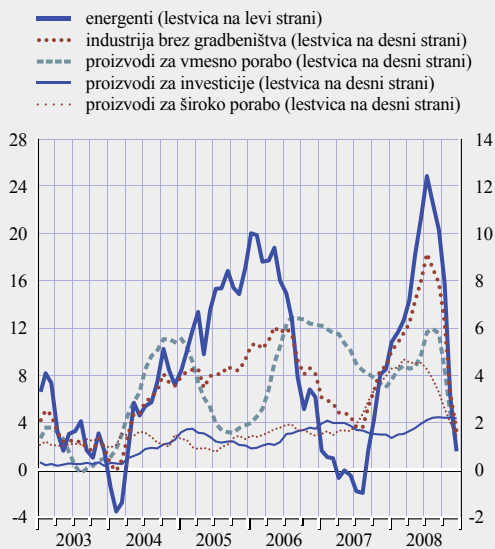
Inflacija, merjena s cenami proizvodov za vmesno porabo, je bila v prvih osmih mesecih leta pospešena in je avgusta dosegla najvišjo raven (6,0%). V prvi polovici leta so na cene proizvodov za vmesno porabo še naprej vplivali pritiski vse višjih cen industrijskih surovin in cen energentov. V drugi polovici leta sta padec slednjih na svetovnih trgih in upočasnjena gospodarska aktivnost zavrla gibanje prodajnih cen v več delih sektorja proizvodov za vmesno porabo. Do konca leta se je veliko prodajnih cen znižalo v skladu z izrazitim krčenjem gospodarske aktivnosti.

Gibanja medletne stopnje rasti cen proizvodov za investicije so zaostajala in bila bolj umirjena, le septembra so se nekoliko pospešila na 2,2% (s čimer se je obrnil trend zniževanja iz leta 2007), kar se je proti koncu leta nekoliko stabiliziralo, saj se je ob hitrem padcu povpraševanja okrepila konkurenca.

Nižje v proizvodni verigi se je strmo zvišanje cen proizvodov za široko porabo v zadnjih nekaj mesecih leta 2007 nadaljevalo tudi v prvi polovici leta 2008. Medletna stopnja spremembe skupnih cen proizvodov za široko porabo se je marca 2008 zvišala na 4,7% in tako dosegla najvišjo stopnjo od začetka monetarne unije leta 1999 in bila

**Graf 25 Razčlenitev cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih**

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Vir: Eurostat.  
Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Slovaško.

predvsem posledica cen netrajnih proizvodov za široko porabo, ki so odražale pritiske svetovnih cen hrane. Brez upoštevanja cen tobaka in hrane pa je medletna stopnja rasti cen proizvodov za široko porabo ostala celo leto nizka.

V celoti gledano je splošna oslabitev povpraševanja v euroobmočju do konca leta povzročila bistveno večjo konkurenco na trgu v več fazah proizvodnje. Višja konkurenca v kombinaciji s padajočimi svetovnimi cenami primarnih surovin se je pokazala v splošnem padanju cen (ali stabilizaciji cen) tako pri vhodnih kot tudi pri prodajnih cenah v predelovalnih in tudi v storitvenih dejavnostih.

#### STROŠKI DELA SO SE IZRAZITO POVEČALI

Razpoložljivi kazalniki stroškov dela za euroobmočje kažejo na precejšnjo pospešitev proti koncu leta 2007 in na začetku leta 2008 po več letih zmerne gibanja plač. Povprečna medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene v prvih treh četrtletjih leta je znašala 3,3%, torej je bila opazno višja od povprečnih letnih stopenj rasti v obdobju med letoma 2005 in 2007, ki so se

gibale med 1,8% in 2,5% (glej tabelo 2). Sredstva za zaposlene na uro kažejo podobno sliko, čeprav je na prvo četrletje vplivala zgodnja velika noč leta 2008, kar je povzročilo skokovito rast v podatkovni seriji v omenjenem četrletju. Leta 2008 so se zvišale tudi dogovorjene plače, potem ko so se v preteklih letih gibale med 2,1% in 2,3%, saj so se v prvi polovici leta povišale na 2,9%, v tretjem četrletju na 3,4% in v zadnjem četrletju na 3,5%.

Pospesena rast plač v prvi polovici leta verjetno kaže prevladujoče zaostrene razmere na trgu dela, neposredne in posredne učinke preteklih gibanj HICP ter tudi določene razlike v stopnjah rasti zaposlenosti po različnih plačilnih razredih. Ob skokoviti rasti svetovnih cen primarnih surovin, zelo zaostrenih razmer na trgu dela in dolgega odloga, preden gibanja gospodarske aktivnosti odločilno vplivajo na stroške dela, se je do sredine leta 2008 pojavilo veliko tveganje, da bi sekundarni učinki, ki izhajajo predvsem iz indeksacije plač z visoko (čeprav začasno) inflacijo, izničili morebitne zaviralne učinke na plače, ki izhajajo iz postopne upočasnitve gospodarske aktivnosti v tistem obdobju.

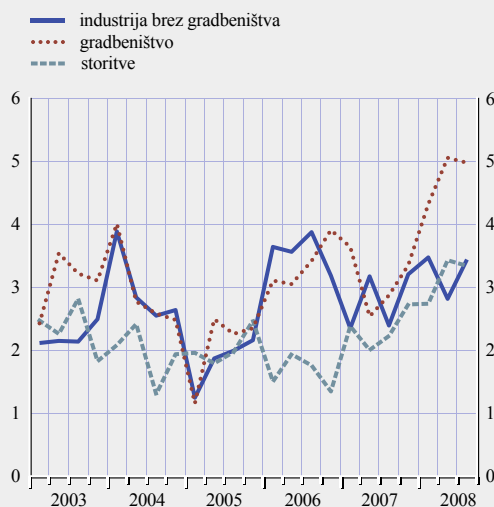
Hitro zmanjševanje svetovnih inflacijskih pritiskov, ob katerih je skupna inflacija po HICP decembra 2008 spet padla pod 2%, ter nenadno in večje zmanjšanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju od pričakovanega, so občutno oslabili tveganje širših sekundarnih učinkov. Pričakovati je bilo, da bodo podjetja uvedla ukrepe za zmanjšanje stroškov dela zaradi negotovih obetov v euroobmočju, k manjšim priti-

skom plačnih stroškov pa je prispevalo tudi hitro slabšanje razmer na trgu dela.

Podatki po dejavnostih kažejo raznolika gibanja. Stopnje rasti vseh kazalnikov stroškov dela so bile leta 2008 še posebno visoke v gradbenem sektorju, kar je morda posledica nekaterih strukturnih učinkov, saj je bilo največ odpuščanja med slabše plačanimi delavci ob izrazitih razlikah med regijami. Sredstva za zaposlene so se močno zvišala tudi v storitvenih dejavnostih, zlasti v netržnih storitvah (glej graf 26). V naspro-

**Graf 26 Sredstva za zaposlene po dejavnostih**

(medletne spremembe v odstotkih; četrletni podatki)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje vključno s Slovaško.

**Tabela 2 Kazalniki stroškov dela**

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

	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Dogovorjene plače	2,3	2,2	3,1	2,1	2,8	2,9	3,4	3,1
Skupni stroški dela na uro	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Sredstva za zaposlene	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Zaznamki</i>								
Produktivnost dela	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Stroški dela na enoto proizvoda	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Viri: Eurostat, nacionalni podatki in izračuni ECB.

tju s tem se je inflacija stroškov dela v industriji povprečno le zmerno povišala in v letu 2008 izkazovala visoko stopnjo volatilitnosti.

Zaradi zmanjšanja gospodarske aktivnosti in pričakovanega neugodnega cikličnega učinka na produktivnost dela so se stroški dela na enoto proizvoda hitro povečali, kar je zmanjšalo marže. Medletna rast produktivnosti dela se je v prvih treh četrtletjih leta 2008 povprečno umirila na 0,2% in je bila v tretjem četrtletju celo negativna (v primerjavi z medletnimi stopnjami rasti v povprečju okrog 1% med letoma 2006 in 2007). Stroški dela na enoto proizvoda so se tako pospešili z medletne stopnje rasti 1,6% v tretjem četrtletju leta 2007 na 3,6% do tretjega četrtletja leta 2008. V prvih treh četrtletjih leta 2008 so stroški dela na enoto proizvoda naraščali z medletno stopnjo rasti 3,2% v primerjavi s povprečno stopnjo rasti 1,7% in 0,9% v letu 2007 oziroma 2006. Hitra rast stroškov dela na enoto proizvoda je tekom leta 2008 zmanjševala dobiček, saj podjetja višjih stroškov niso mogla v celoti prenesti na prodajne cene. Kazalnik skupne profitne marže, merjen kot razlika v stopnji rasti med deflatorjem BDP in stroški dela na enoto proizvoda, kaže na padec profitne marže po več letih rasti. Marže so se v prvih treh četrtletjih leta 2008 povprečno znižale za 0,9 odstotne točke v primerjavi z istim obdobjem prejšnjega leta, potem ko so se leta 2007 povišale za 0,9 odstotne točke.

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

Cene stanovanjskih nepremičnin, ki niso vključene v izračun HICP, so se v prvi polovici leta 2008 znižale in tako nadaljevale trend umirjanja od druge polovice leta 2005 dalje. V skladu z najnovejšimi izračuni je medletna stopnja rasti cen stanovanjskih nepremičnin v euroobmočju kot celoti v prvi polovici leta 2008 padla na 2,7%, potem ko je v drugi polovici leta 2007 znašala 3,9% (glej graf 27). Podatki po državah potrjujejo, da je bila postopna umiritev inflacije cen stanovanj v euroobmočju v prvi polovici leta 2008 relativno splošna, ne glede na določene razlike med državami. Rast cen stanovanj se je močno umirila v Belgiji, Španiji in Franciji

v primerjavi z obdobjem 2006-2007. Cene stanovanj na Irskem so se začele zniževati v drugi polovici leta 2007 in na Malti v prvi polovici leta 2008. V Italiji, na Nizozemskem, Portugalskem in v Avstriji pa je bila rast cen stanovanj v prvi polovici leta 2008 približno primerljiva s tisto v letu 2007. Podatki za Nemčijo so pokazali manjšo rast cen stanovanj leta 2008, kar je sledilo obdobju umirjenih gibanj.

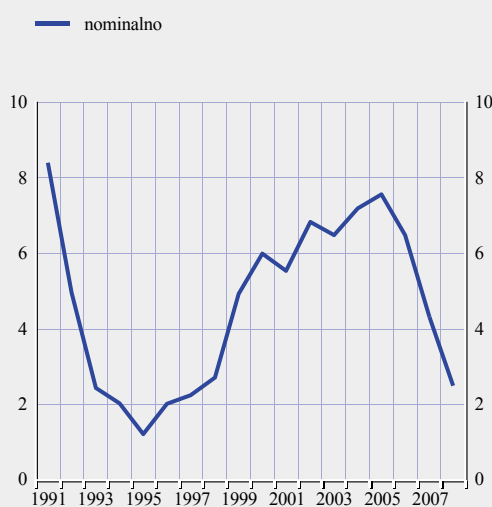
### GIBANJA ZAZNANE INFLACIJE IN INFLACIJSKIH PRIČAKOVANJ

Ker se je skupna inflacija v prvi polovici leta 2008 strmo zvišala, je pri ocenjevanju prihodnjega gibanja inflacije večja pozornost namenjena zaznavanju inflacije in inflacijskim pričakovanjem. Merilo Evropske komisije o kvalitativnem zaznavanju inflacije med potrošniki v preteklih 12 mesecih se je še povečalo in do sredine leta 2008 doseglo raven, ki daleč presega tisto ob prehodu na eurogotovino januarja 2002 (glej graf 28).

Do konca leta so se te ocene nekoliko znižale. Podobno so se inflacijska pričakovanja potro-

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

(medletne spremembe v odstotkih; letni podatki)

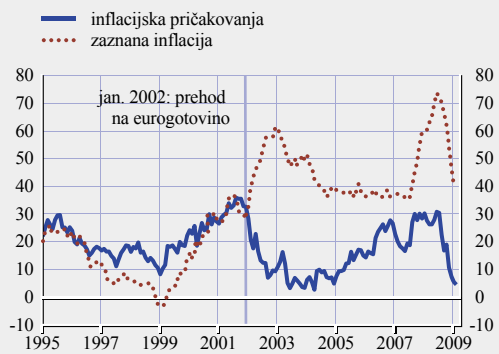


Vir: izračuni ECB na podlagi neharmoniziranih nacionalnih podatkov.

Opomba: Podatki za leto 2008 se nanašajo na prvo polovico leta.

### Graf 28 Kvalitativne ocene o zaznani inflaciji in inflacijskih pričakovanjih potrošnikov v euroobmočju

(ravnotežja v odstotkih; desezonirano)



Vir: ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov.  
Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje skupaj s Slovaško.

šnikov za prihodnjih 12 mesecev od začetka leta 2008 do poletja povečevala (pričakovanja v anketah je treba ocenjevati ob upoštevanju zaznane inflacije), preden so se do konca leta približala nižjim ravnam. Vendar anketa Evropske komisije daje merilo kratkoročnih pričakovanj, ki je tesno povezano z zaznano inflacijo, in ne meri dolgoročnih pričakovanj, ki so za vodenje denarne politike pomembnejša. Informacije iz napovedi drugih strokovnjakov kažejo, da so ostala dolgoročna inflacijska pričakovanja (čez 5 let) na podlagi anket zasidrana na ravni okrog 2,0%, čeprav je bilo sredi leta zaznati znamenja krepitve in povečanih tveganj. Ta so se pozneje v letu obrnila, kot kažejo podatki Consensus Economics, Euro Zone Barometer in Survey of Professional Forecasters. Izvedene stopnje inflacije na podlagi inflacijsko indeksiranih obveznic in zamenjav v euroobmočju (z uporabo implicitne enoletne terminske izvedene stopnje inflacije čez štiri leta) so se do sredine leta 2008 postopoma zvišale na več kot 2,5%, preden so se jeseni znižale in do konca leta dosegle okrog 1,8%. Tržna merila (zlasti merila na podlagi obveznic) pa so izkrivljale nenadne spremembe v preferencah vlagateljev in prerazporeditve portfeljev. V celoti gledano so številni anketni in tržni kazalniki do sredine leta 2008 kazali na očitno tveganje, da inflacijska pričakovanja postajajo nezasidrana, zaradi

česar je bil potreben jasen, a uravnotežen signal s strani ECB, do konca leta pa so se inflacijska pričakovanja vrnila na zadovoljivo raven.

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

### STRMA UPOČASNITEV GOSPODARSKE AKTIVNOSTI

Realna rast BDP v euroobmočju se je leta 2008 upočasnila na 0,8%, potem ko je dosegla solidno stopnjo rasti 2,7% leta 2007 in 3,0% leta 2006 (glej tabelo 3). Leto se je začelo z razmeroma vztrajnimi gibanji, vendar je od sredine leta sledilo hitro poslabšanje gospodarske aktivnosti zaradi slabitve domačega povpraševanja in izrazite upočasnitve svetovnega gospodarstva. Leto se je končalo s strmim zmanjšanjem gospodarske aktivnosti sredi obnovljenih finančnih pretresov ter z upadom svetovne gospodarske aktivnosti in povpraševanja brez primere.

Na četrtno stopnjo rasti so vplivali določeni tehnični dejavniki. Visoka stopnja rasti BDP (0,7%) v prvem četrtnem letu je bila deloma posledica nenavadno mile zime v več delih Evrope, kar je spodbudilo gradbeništvo in s tem investicije, ter posledica pozitivnega prispevka zalog k rasti na začetku leta. Iztekanje teh dejavnikov je prispevalo k četrtnemu krčenju BDP za 0,2% v drugem četrtnem letu 2008. Ne glede na te tehnične dejavnike je bilo v prvi polovici leta 2008 kot celoti opaziti nadaljevanje blage upočasnitve gospodarske aktivnosti iz leta 2007, pri čemer se je trendna četrtna rast BDP zmanjšala s 0,5% na 0,25%. Le polovica medčetrtno rasti v prvi polovici leta je izhajala iz domačega povpraševanja zaradi posebno umirjene potrošnje in oslabiljenih stanovanjskih investicij, druga polovica pa je izhajala iz neto izvoza.

Zunanje povpraševanje pa je poleti začelo kazati precejšnje znake krčenja, ko je ameriško gospodarstvo znova oslabilo in se je zmanjšala gospodarska aktivnost na nastajajočih trgih – za katere je prej veljalo, da so zaščiteni pred učinki svetovne upočasnitve (glej graf 29).

**Tabela 3 Sestava realne rasti BDP**

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

	Letne stopnje rasti <sup>1)</sup>								Četrtnete stopnje rasti <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Realni bruto domači proizvod <i>od tega:</i>	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
Domače povpraševanje <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Zasebna potrošnja	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Državna potrošnja	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.
Bruto investicije v osnovna sredstva	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Spremembe zalog <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Neto izvoz <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Izvoz <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Uvoz <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Realna bruto dodana vrednost <i>od tega:</i>													
Industrija brez gradbeništva	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Gradbeništvo	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Čiste tržne storitve <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki so desezonirani in deloma prilagojeni za število delovnih dni, ker vse države euroobmočja ne poročajo četrtnetnih nacionalnih računov, ki so prilagojeni za število delovnih dni. Podatki se nanašajo na euroobmočje skupaj s Slovaško.

1) Odstotna sprememba glede na isto obdobje prejšnjega leta.

2) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrtnete.

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

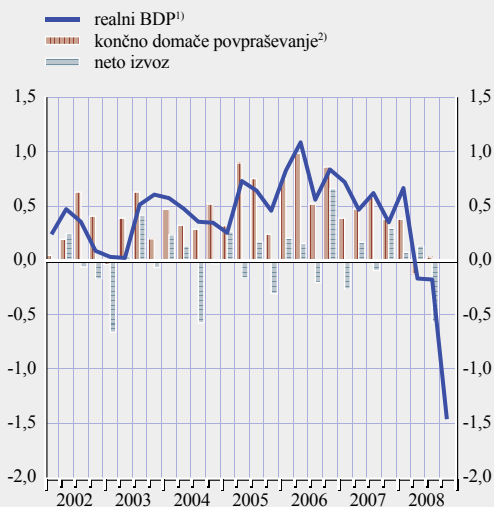
4) Vključno s postavko pridobitve manj odtujitve vrednostnih predmetov.

5) Izvoz in uvoz zajemata blago in storitve ter vključujeta čezmejno trgovino znotraj euroobmočja. Ker se v podatkih o izvozu in uvozu v nacionalnih računih trgovinska menjava znotraj euroobmočja medsebojno ne izniči, ti podatki niso popolnoma primerljivi s plačilnobilancijskimi podatki.

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

**Graf 29 Prispevki k četrtnetni realni rasti BDP**

(četrtneti prispevki v odstotnih točkah; desezonirano)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

1) Odstotna sprememba glede na prejšnje četrtnete.

2) Opredeljeno kot domače povpraševanja brez sprememb zalog.

Od septembra 2008 dalje so nenadna in izredna okrepitev in razširitev finančnih pretresov in posledično večja negotovost pripeljale do hitrega krčenja BDP euroobmočja (-1,5% medčetrtneto). Podjetja so se silovito odzvala na hitro zmanjševanje naročil, saj so odložila načrte za širitev ter skrčila zaloge zaradi dražjega in omejenega dostopa do financiranja, gospodinjstva pa so povečala varčevanje zaradi večje negotovosti glede kratkoročnih zaposlitvenih možnosti in zaradi negativnih premoženjskih posledic.

#### UPOČASNITEV RASTI BDP JE BILA SPLOŠNA

Oslabitev povpraševanja leta 2008 je bila zabeležena v vseh komponentah BDP. Zunanje povpraševanje je upadlo, ker se je zmanjšala gospodarska aktivnost v razvitih gospodarstvih in ker so finančni pretresi vse močnejše vplivali na nastajajoče trge. Tudi domače povpraševanje se je zelo umirilo. Naraščajoče cene primarnih surovin so v prvi polovici leta močno vplivale na realni dohodek gospodinjstev, ohlajanje stanovanjskega trga



pa je povzročilo hiter padec stanovanjskih investicij. Vse manjši pritiski na proizvodne zmogljivosti, obnovljena negotovost in strožji pogoji financiranja so povzročili zmanjšanje podjetniških investicij.

Zaradi umirjene rasti realnega dohodka, vse manjšega finančnega premoženja, strožjih kreditnih pogojev in slabših obetov na trgu dela se je potrošnja gospodinjstev v tem letu občutno zmanjšala, saj se je zasebna potrošnja v letu 2008 kot celoti povečala za približno 0,6% – zgolj zaradi učinka prenosa na medletno stopnjo rasti iz prejšnjega leta, saj se je potrošnja leta 2008 povečala samo v enem četrletju – v primerjavi z 1,7% leta 2007. Čeprav je bila nominalna rast dohodka gospodinjstev večino leta razmeroma močna kot posledica solidne rasti sredstev za zaposlene (zaradi pospešitve sredstev za zaposlene in še vedno vztrajne zaposlenosti), je realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev precej obremenjevala vse višja inflacija po HICP. Velika rast cen primarnih surovin je dvignila stroške potrošniške košarice gospodinjstev in medletna rast realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev je padla na najnižjo stopnjo od leta 2003 (povprečno na približno 0,7% v prvih treh četrletjih leta 2008). Gospodinjstva so se odzvala previdno, saj so se odločila, da raje zmanjšajo potrošnjo, kot da ohranijo enako potrošnjo in zmanjšajo varčevanje.

Medtem ko je nedavni cikel na splošno zaznamovala relativno umirjena potrošnja gospodinjstev, je trenutna finančna kriza najverjetneje dodaten dejavnik, ki gospodinjstva odvrča od potrošnje. Veliko zmanjšanje finančnega premoženja ob krizi na delniških trgih je povzročilo, da so gospodinjstva – bodisi zato, ker so nekatere izgube občutila kot trajne, bodisi zato, ker je bila negotovost glede prihodnjih gospodarskih gibanj povečana – zmanjšala odhodke in okrepila previdnostno varčevanje. K upadu razpoloženja potrošnikov so prispevali tudi slabši obeti na trgu dela. Kazalniki zaupanja potrošnikov, ki so sredi leta 2007 dosegli rekordno vrednost, so v prvih mesecih leta 2008 padli na dolgoročno povprečno raven, se še dodatno izrazito poslab-

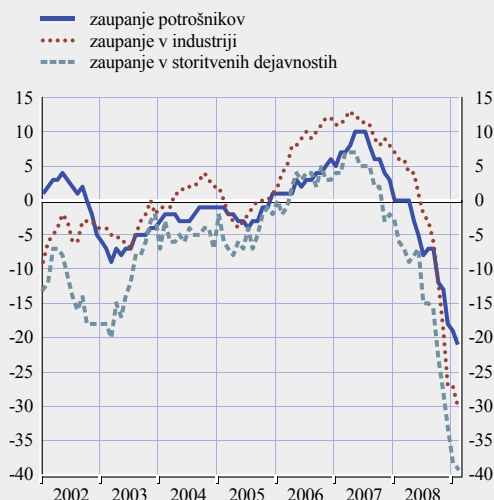
šali in do konca leta dosegli zelo nizko raven (glej graf 30).

Skupna rast investicij se je leta 2008 strmo zmanjšala na približno 0,6% po dveh letih povišane rasti (5,8% leta 2006 in 4,2% leta 2007), pri čemer je četrletno krčenje v zadnjih treh četrletjih izničilo pozitiven učinek prenosa iz leta 2007 in močno prvo četrletje, na katerega je ugodno vplivalo nenavadno ugodno vreme (to je avtomatično poslabšalo podatke za drugo četrletje). Upočasnitev je bila izrazitejši pri stanovanjskih naložbah kot pri drugih zasebnih naložbah.

Stanovanjske naložbe so se leta 2008 v razmerah upočasnjene rasti cen stanovanj namreč zmanjšale, kar je sledilo koncu ekspanzivne faze ciklusa stanovanjskih gradenj leta 2007. Upočasnitev je bila na splošno izrazitejša v državah, ki so doživele zelo hitro rast v preteklih letih. Anketa Eurosistema o bančnih posojilih je razkrila tudi občuten padec povpraševanja po stanovanjskih posojilih od začetka finančne krize poleti 2007, kar je posledica upada na stanovanj-

**Graf 30 Kazalniki zaupanja**

(ravnotežja v odstotkih; desezonirano)



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

Opomba: Prikazani podatki so izračunani kot odklon od povprečja v obdobju od januarja 1985 za zaupanje potrošnikov in zaupanje v industriji ter od aprila 1995 za zaupanje v storitvenih dejavnostih.

skem trgu. Hkrati so se znatno zaostрили kreditni pogoji.

Tudi podjetniške investicije, ki so leta 2007 bliskovito rasle, kar priča o veliki dobičkonosnosti in visoki stopnji izkoriščenosti zmogljivosti, so leta 2008 izrazito upadle in se po dinamični prvi polovici leta v drugi polovici leta skrčile. Zasuk v podjetniških investicijah je bil v različnem obsegu posledica šibkejšega povpraševanja in posledično manjših pritiskov na proizvodne zmogljivosti, manjše dobičkonosnosti, ki je izhajala iz nepopolnega prenosa cenovnega šoka primarnih surovin v prvi polovici leta na prodajne cene in skokovitega dviga stroškov dela na enoto proizvoda tekom leta, ter posledica zaostrenih posojilnih standardov.

Zaostrovanje pogojev financiranja, ki traja že od začetka finančne krize, se je septembra 2008 nenadoma pospešilo ter sprožilo občutno rast stroškov tržnega financiranja in skupnih realnih stroškov financiranja (agregatno merilo, ki združuje stroške tržnega dolga, lastniškega kapitala in bančnega financiranja). Kljub temu je ostal delež podjetij, ki so navajala financiranje kot tisti dejavnik, ki omejuje proizvodnjo, leta 2008 majhen. V glavnem je bilo to posledica dejstva, da se učinki zaostrenih kreditnih pogojev pokažejo z odlogom, saj se podjetja lahko zanašajo na predhodno dodeljene kreditne linije, raven notranje ustvarjenih sredstev pa je ostala visoka. Poleg tega se je delež industrijskih družb, ki so ugotovila pomanjkanje opreme ali prostora kot dejavnik, ki omejuje proizvodnjo, močno zmanjšal po višku iz tretjega četrtertletja leta 2007, stopnja izkoriščenosti industrijskih zmogljivosti pa se je oktobra 2008 vrnila na dolgoročno povprečje. Podjetja so se ukvarjala tudi z večjo negotovostjo glede gospodarskih obetov, kar kaže izjemna volatilitnost finančnih trgov, zlasti v zadnjih nekaj mesecih leta 2008, in nenavadno široke napovedi BDP v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) za četrto četrtertletje leta 2008.

Rast izvoza euroobmočja se je leta 2008 izrazito upočasnila na medletno stopnjo rasti okrog 1,8%

v primerjavi s 6,0% leta 2007 in je zadnja tri četrtertletja leta dejansko postala negativna. Zunanje razmere so se leta 2008 močno poslabšale, k čemur je še prispevala finančna kriza, saj se je rast v razvitih gospodarstvih upočasnila, vse bolj pa so bili prizadeti tudi nastajajoči trgi. V zadnjih nekaj mesecih leta so različni anketni kazalniki o industrijskih izvoznih naročilih ali drugih naročilih padli na rekordno nizko raven. Tudi uvoz euroobmočja se je leta 2008 upočasnil, kar kaže na šibko domače povpraševanje. Neto trgovinska menjava je imela nevtralen učinek na rast v letu 2008, potem ko je bil njen prispevek k rasti dve leti pozitiven, pri čemer so velike negativne vrednosti v drugi polovici leta izničile pozitivne vrednosti iz prve polovice in učinek prenosa iz leta 2007.

Z vidika posameznih sektorjev je bila upočasnitev gospodarske aktivnosti vsesplošna, čeprav je bila izrazitejša v industriji, kar razkriva večjo občutljivost na gospodarske cikle. Proizvodna aktivnost se je močno zmanjšala v drugi polovici leta, predvsem na področju investicijskega blaga, ki ga je prizadelo šibkejšo zunanje povpraševanje, hitro zmanjševanje zaostankov naročil in strmo zmanjšanje aktivnosti v avtomobilski industriji. Gradbeništvo je bilo še naprej šibko kljub začasni rasti v prvem četrtertletju zaradi ugodnih vremenskih razmer, pri čemer je stanovanjski sektor doživljal vztrajno poslabšanje, ki je bilo še posebno izrazito v nekaterih državah. Storitve so sicer rasle bolj vztrajno, čeprav najpočasneje od leta 2004, saj je bila zasebna potrošnja šibka, poslovna dejavnost pa zmanjšana.

#### **POSLABŠANJE NA TRGU DELA**

Razmere na trgu dela v euroobmočju so se leta 2008 poslabšale po dveh letih precejšnjega izboljšanja.

V preteklih nekaj letih so bili rezultati trga dela v euroobmočju zelo pozitivni, saj se je zaposlenost močno povečala, delež aktivnega prebivalstva je narasel in stopnje brezposelnosti so se znižale, saj so na začetku leta 2008 dosegle najnižjo raven od osemdesetih let prejšnjega stoletja (7,3%). Do konca leta 2007 so bile razmere na trgu dela še

**Tabela 4 Gibanja na trgu dela**

(spremembe v odstotkih glede na prejšnje obdobje; odstotki)

	2005	2006	2007	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Delovna sila	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Zaposlenost	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Kmetijstvo <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Industrija <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
- brez gradbeništva	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
- gradbeništvo	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Storitve <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Stopnja brezposelnosti<sup>4)</sup></b>													
Skupaj	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Pod 25 let	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 let in več	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na euroobmočje skupaj s Slovaško.

1) Vključuje ribištvo, lov in gozdarstvo.

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

3) Ne vključuje eksteritorialnih organov in organizacij.

4) Odstotek delovne sile po priporočilih ILO.

posebno zaostrene, poleg tega so začeli naraščati plačni pritiski. Ti trendi pa so se leta 2008 obrnili, saj se je zaposlenost v drugi polovici leta zmanjšala, stopnja brezposelnosti pa je od drugega četrtletja naraščala in se proti koncu leta še stopnjevala (za več podrobnosti glej okvir 5).

Z vidika posameznih sektorjev se je zaposlenost v gradbeništvu do tretjega četrtletja leta 2008 medletno zmanjšala za 2,7%, potem ko je leta 2007 zelo močno narasla (3,9%) (glej tabelo 4). Zaposlenost v industriji brez gradbeništva se je povečala v prvi polovici leta, s čimer se je nadaljevala nenavadna dinamika, ki se je začela leta 2007 po več letih izgub delovnih mest, vendar se je v drugi polovici leta obrnila in sledila trendu rekordnega zniževanja. Rast zaposlenosti v storitvenih dejavnostih je bila relativno vztrajna in je v prvi polovici leta dosegla četrtletno stopnjo rasti na letni ravni v višini 1,6%.

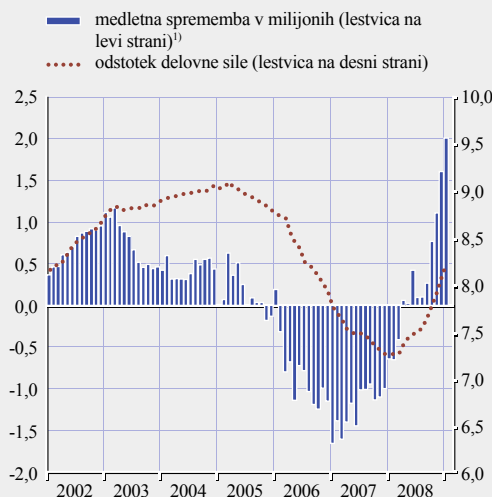
Leta 2008 se je število brezposelnih vsak mesec v povprečju povečalo za okrog 170.000. Stopnja brezposelnosti je decembra 2008 znašala 8,1% (glej graf 31).

Rast produktivnosti dela, merjena z BDP na zaposlenega, se je leta 2008 v povprečju upočasnila skoraj do ničelne stopnje (s padci v drugi polovici leta), potem ko je leta 2007 znašala 1%. Strmo poslabšanje rasti produktivnosti dela je

bilo predvsem posledica poslovnega cikla. Za podjetja je zaposlovanje in odpuščanje delavcev drago, zlasti tistih s pogodbo za nedoločen čas, saj je to pogosto vključuje velike izgube specializiranega človeškega kapitala. Podjetja zato na začetku krize najprej obdržijo zaposlene, če pričakujejo, da bo kriza blaga ali razmeroma kratka, ali če želijo počakati z oceno njenih razsežnosti.

**Graf 31 Brezposelnost**

(mesečni podatki; desezonirano)



Vir: Eurostat.

1) Medletne spremembe niso desezonirane.

## GIBANJA NA TRGU DELA V EUROOBMOČJU LETA 2008

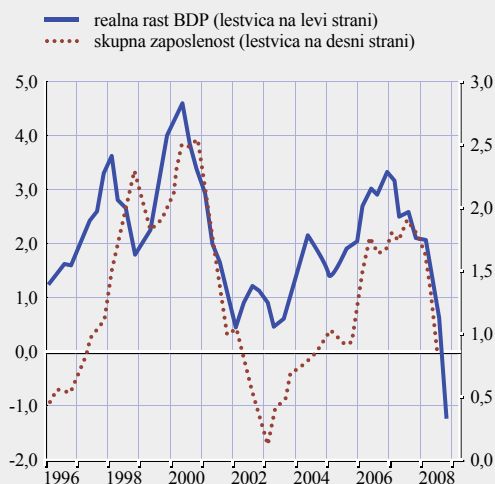
Po treh letih živahne rasti zaposlenosti in hitrega zmanjševanja brezposelnosti je trg dela v euroobmočju leta 2008 doživel opazno poslabšanje. Brezposelnost je začela naraščati v drugem četrtletju in do konca leta 2008 dosegla 8,1%, medtem ko se je letna stopnja rasti zaposlenosti upočasnila na 0,8% v tretjem četrtletju, kar je več kot eno odstotno točko manj kot v povprečju leta 2007. Ta okvir preučuje dejavnike, ki so povzročili upad na trgu dela v euroobmočju.

Gibanja na trgu dela na splošno zaostajajo za gibanji v gospodarski aktivnosti. Graf A prikazuje, kako rast zaposlenosti opazno zaostaja za gospodarsko rastjo. Ko se prvič pojavi padec povpraševanja, podjetja ne vedo, ali je ta padec začasen ali bo trajnejši. Zato se ponavadi odzovejo tako, da ohranijo enako stopnjo proizvodnje in zaposlenosti, zaradi česar pa se povečajo zaloge neprodanega blaga. Če se padec povpraševanja sčasoma izkaže za trajnejšega, morajo podjetja ustaviti čezmerno kopičenje zalog in začeti zmanjševati proizvodnjo. Toda na splošno še vedno ohranijo enako raven zaposlenosti. Ko so delodajalci negotovi glede možne globine ali trajanja recesije, poskušajo obseg dela raje izravnati s spremembo delovnega časa kot s številom zaposlenih. Razlogi za to so jasni: zaradi velikih stroškov zaposlovanja, usposabljanja in odpuščanja delavcev delodajalci niso naklonjeni temu, da bi preprosto „odpisali” svojo naložbo v delavce, dokler se ne prepričajo, da bo recesija na trgih proizvodov trajala. Podjetja posledično raje ohranijo stopnjo zaposlenosti in zmanjšajo proizvodnjo tako, da zmanjšajo izkoriščenost zmogljivosti (tj. skrajšajo delovni čas ali se odločijo za manjši obseg proizvodnje na delavca). Čeprav na podlagi novejših četrtletnih podatkov ni takoj očitno (zaradi učinka izkrivljanja zgodnje velike noči v letu 2008), se zdi, da se je stopnja rasti opravljenih delovnih ur tekom leta 2008 nekoliko upočasnila (glej graf B). Povprečje opravljenih delovnih ur v prvi polovici leta 2007 in prvi polovici leta 2008 razkriva strm padec stopnje rasti skupnih opravljenih delovnih ur (s približno 1,7% na medletni osnovi v prvi polovici leta 2007 na dobrih 1,2% v prvi polovici leta 2008; glej črtkano črto). Poleg tega se zdi, da so imele pri določanju rasti skupnih opravljenih delovnih ur leta 2008 v primerjavi s prejšnjimi leti pomembnejšo vlogo delovne ure kot stopnja zaposlenosti.

Šele ko je mogoče pričakovati, da bosta manjše povpraševanje in potrebno zmanjšanje proizvodnje trajni in obsežni, se razmišlja o večjem zmanjšanju zaposlenosti, saj si podjetja prizadevajo znižati stroške dela. Izrazito poslabšanje povpraševanja po delovni sili najprej prizadene kategorije delavcev s prožnejšimi delovnimi pogoji, kot so na primer zaposleni za določen čas, katerih odpust je cenejši. Zdaj obstaja že veliko empiričnih podatkov, da so v obdobjih slabše gospodarske aktivnosti in

**Graf A Realna rast BDP in rast skupne zaposlenosti v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih)



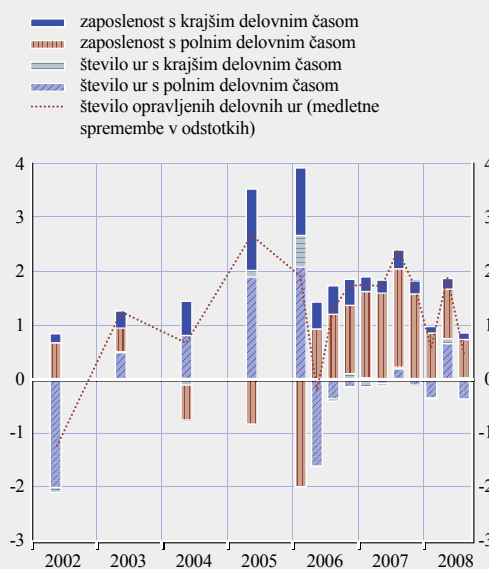
Vir: Eurostat.

gospodarske recesije za gibanja zaposlenosti za določen čas značilni drugačni vzorci kot pri zaposlenosti za nedoločen čas.<sup>1</sup> Kot je običajno v zgodnjih fazah gospodarske upočasnitve, se je leta 2008 rast zaposlenosti za določen čas znižala hitreje kot rast zaposlenosti za nedoločen čas (glej graf C).

Med recesijo je zelo verjetno tudi povečanje zaposlitev s krajšim delovnim časom, in sicer zaradi več razlogov. Prvič, šibkejša gospodarska aktivnost lahko povzroči spremembe v strukturi gospodarstva, vključno s premikom proti tistim sektorjem, ki se ponavadi zanašajo bolj na delo s krajšim delovnim časom. Drugič, delodajalci lahko spremenijo število opravljenih delovnih ur v skladu s spremembami v povpraševanju po proizvodih, in sicer tako, da preoblikujejo delovna mesta s polnim delovnim časom v delovna mesta s krajšim delovnim časom.<sup>2</sup> Tretjič, delavci, ki bi raje delali s polnim delovnim časom, so lahko prisiljeni razmisliti o delu s krajšim delovnim časom, ker ne morejo najti dela s polnim delovnim časom. In nazadnje, na trg dela lahko vstopijo dodatni delavci, saj se člani gospodinjstev zaposlijo s krajšim delovnim časom, da bi nadomestili brezposelnega ali manj zaposlenega glavnega delavca v gospodinjstvu.<sup>3</sup> Teh cikličnih učinkov pa ni vedno lahko ugotoviti iz podatkov, saj je rast zaposlenosti s krajšim delovnim časom sledila jasnemu dolgoročnemu trendu naraščanja v euroobmočju, v glavnem zaradi reform na trgu dela, katerih cilj je bil spodbuditi rast aktivnega prebivalstva (glej graf D).

**Graf B Razčlenitev rasti števila opravljenih delovnih ur**

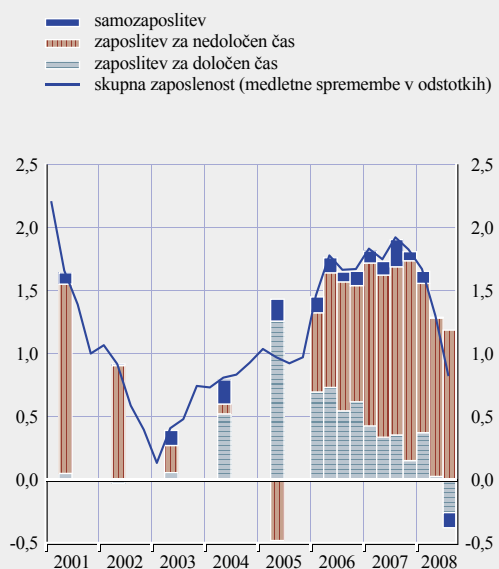
(v odstotnih točkah; razen če ni navedeno drugače)



Vir: Eurostat.

**Graf C Razčlenitev rasti zaposlenosti po vrstah pogodb**

(v odstotnih točkah; razen če ni navedeno drugače)



Vir: Eurostat.

1 Glej na primer, S. Bentolila in G. Saint-Paul, „The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain”, *European Economic Review*, Vol. 36, 1992, str. 1013–1047; B. Holmlund in D. Storrie, „Temporary work in turbulent times: the Swedish experience”, *Economic Journal*, zvezek 112, junij 2002, str. F245–F269.

2 Anketa Eurostata o delovni sili večinoma razlikuje med zaposlenostjo s polnim in s krajšim delovnim časom na podlagi ocen anketirancev.

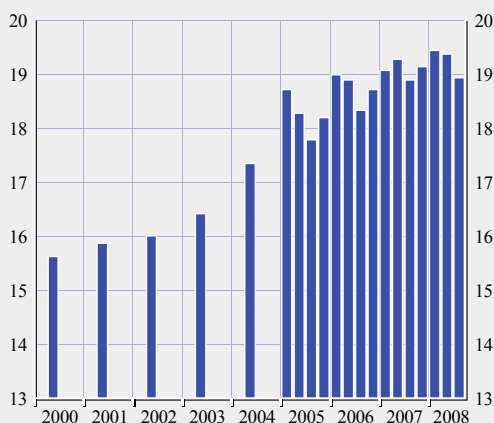
3 Glej na primer, H. Buddelmeyer et al., „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis”, Working Paper št. 872, ECB, februar 2008.

Medtem bo potencialna ponudba dela zaradi gospodarske recesije verjetno naraščala počasneje. Znano je, da nekatere delavce odvrne od iskanja dela dejstvo, da se število razpoložljivih delovnih mest zmanjšuje. Glede na naravo trenutne upočasnitve so možne posledice pre-razporeditve delavcev iz tistih sektorjev, ki jih je recesija najbolj prizadela (tj. finančne storitve, nepremičnine in gradbeništvo ter avtomobilska industrija), medtem ko se posledično neskladje – saj ponovno usposabljanje in pre-razporejanje zahteva svoj čas – lahko konča z manjšo ponudbo delovne sile. Če se ozremo naprej, lahko ciklični padci zaradi izgube usposobljene delovne sile dolgoročno negativno učinkujejo na rast ponudbe delovne sile. To postane zlasti akutno, če ostanejo posamezniki brezposelni dlje časa: čim dlje so brezposelni, tem bolj se odtujijo od trga dela. Ker te osebe vse težje najdejo delo, je zelo verjetno, da se poveča dolgoročna brezposelnost.

V takšnih razmerah se morajo ukrepi na trgu dela izogniti strukturnemu poslabšanju stopnje brezposelnosti in zmanjšanju deleža dolgoročno aktivnega prebivalstva. Takšni ukrepi bi morali vključevati politike za podporo prožnosti plač in spodbujanje umirjanja plač, nenazadnje z odpravo ali popravkom sistema indeksacije plač. Take politike bi zmanjšale stroškovne pritiskne na podjetja, povečale konkurenčnost in podprle zaposlenost. Reforme, ki spodbujajo učinkovitost in uspešnost aktivne politike zaposlovanja, bi brezposelnim olajšale ponovno usposabljanje in iskanje nove službe. Kar zadeva zaposlene, bi politike, ki bi dopuščale večjo prožnost pri uravnavanju delovnega časa, podjetjem omogočile nekaj manevrskega prostora za skrajšanje delovnega časa brez izgube človeškega kapitala z odpuščanjem. Reforme na trgu dela se morajo izvajati s ciljem, da bi se v euroobmočju izboljšala odpornost gospodarstva v času krize ter da bi se vzpostavile ugodne razmere za okrevanje in dolgoročno gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest.

**Graf D Zaposlitev s krajšim delovnim časom v euroobmočju**

(kot odstotek skupne zaposlenosti)



Vir: Eurostat.

## 2.5 FISKALNA GIBANJA

### PREOBRAT V PRORAČUNSKEM POLOŽAJU LETA 2008

Relativno ugodni fiskalni rezultati, doseženi v zadnjih letih, so se leta 2008 deloma obrnili, ko se je finančna kriza razširila in so se razmere v makroekonomskem okolju hitro poslabšale. Na podlagi vmesne napovedi Evropske komisije iz

januarja 2009 je povprečni saldo širše opredeljene države v euroobmočju nazadoval z -0,6% BDP leta 2007 na -1,7% leta 2008 (glej tabelo 5). Večji primanjkljaj lahko razložimo z manjšimi prihodki, tudi zaradi zmanjšanja davkov, in večjih primarnih odhodkov v razmerah upočasnitve gospodarske aktivnosti. Učinek državnih posegov za stabilizacijo finančnega sistema na primanjkljaj je bil leta 2008 zanemarljiv.

**Tabela 5 Fiskalni položaj v euroobmočju in v državah euroobmočja**

(odstotek BDP)

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

	2006	2007	2008
Belgija	0,3	-0,3	-0,9
Nemčija	-1,5	-0,2	-0,1
Irska	3,0	0,2	-6,3
Grčija	-2,8	-3,5	-3,4
Španija	2,0	2,2	-3,4
Francija	-2,4	-2,7	-3,2
Italija	-3,4	-1,6	-2,8
Ciper	-1,2	3,4	1,0
Luksemburg	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Nizozemska	0,6	0,3	1,1
Avstrija	-1,5	-0,4	-0,6
Portugalska	-3,9	-2,6	-2,2
Slovaška	-3,5	-1,9	-2,2
Slovenija	-1,2	0,5	-0,9
Finska	4,1	5,3	4,5
Euroobmočje	-1,3	-0,6	-1,7

**Bruto dolg širše opredeljene države**

	2006	2007	2008
Belgija	87,8	83,9	88,3
Nemčija	67,6	65,1	65,6
Irska	24,7	24,8	40,8
Grčija	95,9	94,8	94,0
Španija	39,6	36,2	39,8
Francija	63,6	63,9	67,1
Italija	106,9	104,1	105,7
Ciper	64,6	59,4	48,1
Luksemburg	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Nizozemska	47,4	45,7	57,3
Avstrija	62,0	59,5	59,4
Portugalska	64,7	63,6	64,6
Slovaška	30,4	29,4	28,6
Slovenija	26,7	23,4	22,1
Finska	39,2	35,1	32,8
Euroobmočje	68,3	66,1	68,7

Vir: Evropska komisija.

Opomba: Podatki temeljijo na opredelitvah ESR 95. V napovedi Komisije je v povprečje euroobmočja vključena Slovaška, ki se je euroobmočju pridružila 1. januarja 2009.

Na Irskem, v Grčiji, Španiji, Franciji in na Malti je javnofinančni primanjkljaj leta 2008 presegel 3% referenčne vrednosti BDP, medtem ko je bil leta 2007 samo v Grčiji primanjkljaj večji od 3% BDP. Grški primanjkljaj leta 2007 je bil v Eurostatovem potrdilu objave jeseni 2008 popravljen navzgor na 3,5% BDP v primerjavi z 2,8% iz objave spomladi 2008. Ta sprememba je bila rezultat popravka knjiženja subvencij EU in boljšega kritja zunajproračunskih skladov, skladov lokalne države in skladov socialne varnosti. Kot kaže primerjava podatkov za leto 2008 s cilji, zastavljenimi v dopolnitvah programov stabilnosti (objavljeni ob koncu leta 2007 in na začetku

leta 2008), je povprečni saldo euroobmočja za 0,8 odstotne točke BDP zaostajal za cilji.

Kot posledica poslabšanja gospodarskega in fiskalnega položaja ter državnih posegov za stabilizacijo finančnega sistema se je povprečna stopnja javnega dolga v euroobmočju zvišala s 66,1% BDP leta 2007 na 68,7% BDP leta 2008. Povečanje dolga se lahko še stopnjuje, odvisno od statistične klasifikacije finančnih reševalnih ukrepov s strani Eurostata, ki jo je treba še dokončno obdelati (glej okvir 7). Javnofinančni dolg se je precej povečal predvsem v državah, ki so izvedle večje posege v finančne

institucije ali doživele večjo makroekonomsko upočasnitev. Letna stopnja rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja, se je leta 2008 opazno povišala v pri-

merjavi z letom 2007, medtem ko so se razponi donosnosti državnih obveznic v primerjavi z Nemčijo v nekaterih državah močno razširili (glej okvir 6).

## Okvir 6

### IZDAJANJE IN RAZPONI DONOSNOSTI DRŽAVNIH DOLŽNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV EUROOBMOČJA

Letna stopnja rasti stanja dolžniških vrednostnih papirjev širše države je leta 2008 znašala 8,0%. Čeprav je rast bistveno višja kot leta 2007 (2,8%) (glej tabelo A),<sup>1</sup> je primerljiva z rastjo v prejšnjih obdobjih upočasnjene gospodarske rasti. Rast neto izdajanja državnih dolžniških vrednostnih papirjev skupaj s strmo upočasnitvijo rasti BDP v letu 2008 se je pokazala tudi v poslabšanju razmerja med javnim dolgom in BDP v euroobmočju, ki se je povečalo s 66,1% leta 2007 na 68,7% leta 2008.<sup>2</sup>

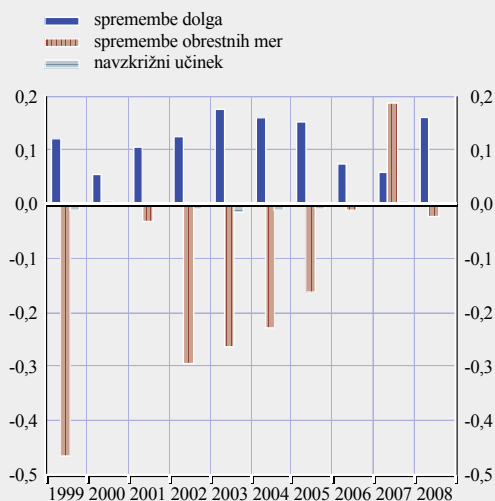
Če pogledamo strukturo neto izdajanja v letu 2008, je bilo izdajanje kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja na primarnem trgu izrazito visoko. To je deloma posledica dejstva, da je postala krivulja donosnosti leta 2008 bolj strma, zaradi česar je bilo kratkoročno financiranje relativno cenejše. Ta značilnost je bila običajna tudi v drugih epizodah

1 Stopnje rasti se izračunajo na podlagi finančnih transakcij, zato so izključene prerazvrstitve, prevrednotenja, nihanja deviznega tečaja in druge spremembe, ki niso posledica transakcij. Za podrobnosti glej tehnične opombe k razdelkoma 4.3 in 4.4 v poglavju Statistični podatki euroobmočja v Mesečnem biltenu ECB.

2 Na dan 1. januarja 2009 je bil potencialni neposredni učinek na javnofinančni dolg euroobmočja, ki izhaja iz napovedane državne pomoči bančnemu sektorju, ocenjen v višini 284,6 milijarde EUR (približno 3% BDP euroobmočja).

### Graf A Razčlenitev sprememb v plačilih obresti za obdobje 1999–2008

(kot odstotek BDP; letni podatki)



Vir: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO).

### Tabela A Letne stopnje rasti dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale države euroobmočja

(odstotki; konec obdobja)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Širša država skupaj	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
s fiksno obrestno mero		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
s spremenljivo obrestno mero		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Vir: ECB.



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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Centralna država	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Druga širše opredeljena država	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Širša država skupaj										
<i>Dolgoročni vrednostni papirji</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
s fiksno obrestno mero	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
s spremenljivo obrestno mero	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Kratkoročni vrednostni papirji</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Širše opredeljena država skupaj										
v milijardah EUR	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Vir: ECB.

počasnejše gospodarske rasti s padajočimi kratkoročnimi obrestnimi merami. Posledično je dolgoročni dolg predstavljal približno 88,7% odprtih dolžniških vrednostnih papirjev leta 2008, kar je najnižji delež od začetka tretje faze EMU (glej tabelo B).

V grafu A je razčlenitev sprememb v plačilu obresti na: i) učinek, ki izhaja iz sprememb javnega dolga, ii) učinek, ki je posledica sprememb obrestnih mer, in iii) preostali navzkrižni učinek.<sup>3</sup> Odhodki za obresti so se leta 2008 povečali za približno 0,2 odstotne točke BDP. To je bilo predvsem posledica povečanja ravnih dolga, medtem ko je bil učinek padca obrestnih mer in navzkrižnih učinkov manjši.

Po gibanjih, ki jih je sprožil nastop finančnih pretresov avgusta 2007, so se razponi med donosnostjo dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja in donosnostjo nemških obveznic leta 2008 precej povečali, zlasti v drugi polovici leta. To prikazuje graf B, ki kaže razpon v primerjavi z Nemčijo za osem držav euroobmočja (Belgijo, Irsko, Grčijo, Španijo, Francijo, Italijo, Nizozemsko in Portugalsko). Razlike v donosnosti državnih obveznic med državami euroobmočja v bistvu izražajo razlike v kreditnem tveganju in likvidnostnih premijah.

Prvič, v odgovor na okrepljene finančne pretrese v drugi polovici leta 2008 so države euroobmočja na zasedanju 12. oktobra v Parizu napovedale usklajene reševalne svežnje, med drugim jamstva za bančne obveznice, dokapitalizacijo bank in dokončne odkupe tveganega finančnega premoženja bank. Pričakovano fiskalno breme tovrstnih ukrepov bi lahko povečalo ocenjeno verjetnost neizpolnjevanja obveznosti iz naslova državnih obveznic. Premije za kreditno tveganje so se povišale v vseh državah euroobmočja, čeprav v različnem obsegu, kot prikazuje graf C, ki kaže razpone v instrumentih zamenjave kreditnega tveganja (*credit default swaps*) državnih obveznic.<sup>4</sup>

3 Spremembe nominalnih plačil obresti, I, se lahko razčlenijo, kot sledi:

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

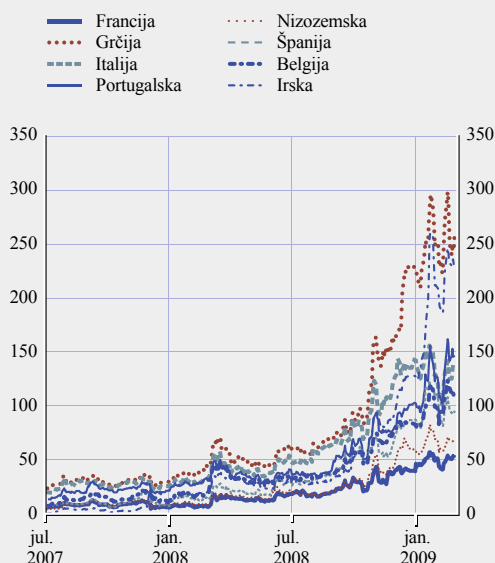
$$\left\{ \begin{array}{l} \text{učinek prek} \\ \text{sprememb} \\ \text{dolga} \end{array} \right. \left\{ \begin{array}{l} \text{učinek prek} \\ \text{sprememb} \\ \text{obrestnih mer} \end{array} \right. \text{navzkrižni učinek (preostali)}$$

kjer sta  $B$  nominalni javni dolg in  $i$  povprečna implicitna obrestna mera ( $I/B$ ).

4 Prednost razponov v instrumentih zamenjave kreditnega tveganja je, da nanje ne vplivajo spremembe v referenčnih obveznicah za obravnavane države oziroma neusklajenost v zapadlosti ter da se ponavadi bolj odzivajo na spremembe na trgu.

**Graf B Razponi donosnosti državnih obveznic glede na nemške državne obveznice**

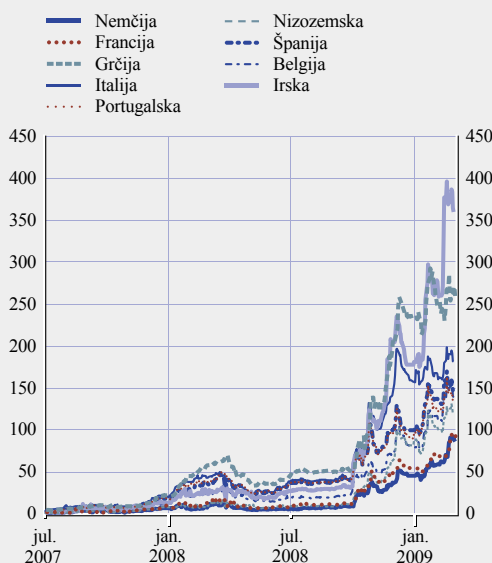
(dnevni podatki; bazične točke)



Vir: Thomson Financial Datastream.  
Opomba: 10-letne državne obveznice.

**Graf C Instrumenti zamenjave kreditnega tveganja državnih obveznic**

(dnevni podatki; bazične točke)



Vir: Thomson Financial Datastream.  
Opomba: Zamenjave kreditnega tveganja s 5-letno zapadlostjo.

Drugič, večino leta 2008 so bile spremembe v donosnosti državnih obveznic euroobmočja tudi posledica umika investitorjev v bolj kakovostne naložbe. Ta proces je zaznamovala tudi večja izbirljivost med investitorji glede zaželenih kakovostnih naložb. Nemške obveznice na splošno veljajo za najbolj likvidne od vseh državnih obveznic euroobmočja, zaradi česar so pritegnile najmočnejši tok v okviru umika k bolj kakovostnim naložbam, kar deloma pojasni razširitev razponov donosnosti državnih obveznic v primerjavi z Nemčijo, celo kadar je bilo ocenjeno, da imajo druge države enake – ali celo boljše – fiskalne obete.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Glej okvir z naslovom „Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads“, Monthly Bulletin ECB, november 2008.

Na podlagi izračunov Evropske komisije se je povprečni strukturni proračunski saldo (ciklično prilagojeni saldo brez enkratnih in začasnih ukrepov) v euroobmočju leta 2008 poslabšal za 0,7 odstotne točke na -2,3% BDP. Poslabšanje strukturnega salda je znašalo več kot polovico povečanja povprečnega javnofinančnega primanjkljaja, iz česar je razvidno, da so imele ciklične razmere (povprečno) bolj omejen vpliv. Poleg tega je obstajal ugoden „strukturni učinek“. Rast visoko obdavčenih plač, izplačil in (nominalne) zasebne potrošnje je še naprej podpirala davčne prihodke v nekaterih državah kljub vsesplošno slabšim gospodarskim razmeram. Vendar je treba omeniti, da so izračuni struktur-

nega salda v danih razmerah izpostavljeni veliki negotovosti in se lahko pozneje popravijo. Če si pogledamo posamezne države, so med državami euroobmočja svoj srednjeročni proračunski cilj izpolnili samo Ciper, Luksemburg, Nizozemska in Finska, Španija in Slovenija pa sta se od svojega cilja oddaljili.

#### UKREPI V ODGOVOR NA FINANČNO KRIZO IN GOSPODARSKI UPAD

Oktobra 2008 so se države euroobmočja in Združeno kraljestvo dogovorile o usklajenih ukrepih za stabilizacijo finančnega sektorja, vključno z dokapitalizacijo finančnih institucij in jamstvom za posojila in vloge, kar je pozneje

potrdil Evropski svet. Učinke teh posegov na javne finance v euroobmočju je težko oceniti (glej tudi okvir 7). Na dan 1. januarja 2009 je bil potencialni neposredni učinek na javnofinančni dolg euroobmočja, ki izhaja iz napovedane državne pomoči bančnemu sektorju,

ocenjen v višini 284,6 milijarde EUR (približno 3% BDP euroobmočja) ter učinek na potencialne obveznosti države v višini okrog 19%. Učinek teh posegov na javnofinančni primanjkljaj euroobmočja v letu 2008 je bil ocenjen kot zanemarljiv.

#### Okvir 7

##### POSLEDICE FINANČNE KRIZE ZA JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJ IN DOLG Z VIDIKA STATISTIČNEGA POROČANJA

V odgovor na svetovno finančno krizo in njene posledice za evropske finančne institucije evropske vlade, centralne banke in drugi javni organi izvajajo ukrepe za stabiliziranje finančnih trgov in celotnega gospodarstva. Vladne aktivnosti vključujejo (delno) nacionalizacijo, kapitalske injekcije (dokapitalizacijo), odkup oziroma zamenjavo finančnih sredstev in zagotovitev jamstev (za vloge in nove izdaje bančnih obveznic ter tudi za medbančna posojila).

Javnofinančni primanjkljaj in dolg – ključni fiskalni spremenljivki, ki ju spremlja Pakt za stabilnost in rast – sta prikazana v skladu z evropskimi statističnimi računovodskimi pravili, ki se imenujejo Evropski sistem računov 1995 („ESR 95”), ter Priročnikom o primanjkljaju in dolgu ESR 95. Evropska komisija (Eurostat) je nadalje razvila metodološka navodila o evidentiranju navedenih vladnih aktivnosti, in sicer na podlagi ESR 95 in priročnika, ker želi zagotoviti, da bo priprava statističnih podatkov o javnofinančnem primanjkljaju in dolgu skladna in enotna po vseh državah članicah. Eurostat se je v tem postopku posvetoval z Odborom za denarno, finančno in plačilnobilančno statistiko (v katerem sodelujejo nacionalni statistični uradi in nacionalne centralne banke držav članic EU ter Evropska komisija in ECB), da bi opredelil, kako se morajo uporabljati računovodska pravila. V vsakem posameznem primeru bo treba odgovoriti na številna vprašanja, da bi se določilo ustrezno evidentiranje.

- Ali spadajo subjekti, ustanovljeni za dokapitalizacijo finančnih institucij ali zagotovitev jamstev finančnim institucijam, v sektor države v nacionalnih računih? Če da, bo njihov primanjkljaj in dolg povečal javnofinančni primanjkljaj in dolg.
- Ali so države odkupile delnice v finančnih institucijah po tržnih cenah, kar pomeni, da so pridobile finančna sredstva (brez vpliva na primanjkljaj), ali bi morali del zneska, s katerim so dokapitalizirale finančne institucije, obravnavati kot kapitalski transfer (subvencijo)?
- Če država posodi denar finančni instituciji, ali je finančna institucija dolžna plačevati obresti in vrniti posojilo? Če ne, se mora evidentirati kot kapitalski transfer in ne kot finančna transakcija.
- Če država prevzame del obveznosti finančne institucije in dobi v zameno delež v tej finančni instituciji, ima ta delež enako vrednost kot prevzete obveznosti? Če ne, se (del) prevzetih obveznosti obravnava kot kapitalski transfer z negativnim učinkom na proračunski saldo.
- Kdaj je najverjetneje pričakovati pozive za vplačilo državnega jamstva, kar pomeni, da bi lahko vplivali na primanjkljaj in dolg v trenutku dodelitve? Jamstva navadno vplivajo na primanjkljaj in dolg samo v trenutku poziva za vplačilo.

- Če je finančna institucija v celoti nacionalizirana, naj se prekvalificira v sektor države? Splošno pravilo je, da postane javna družba, ne pa državni organ. Če pa država ustanovi posebno enoto za pridobitev delnic v finančni instituciji, bi bilo treba to enoto klasificirati znotraj sektorja države, če ni avtonomna ali če ni namenjena tržnim dejavnostim.

Eurostat bo objavil predhodne statistične podatke o javnofinančnem primanjkljaju in dolgu držav članic EU za leto 2008 v drugi polovici aprila leta 2009.

V odgovor na hud gospodarski upad je Evropski svet na zasedanju 11. in 12. decembra 2008 odobril Evropski načrt za oživitvev gospodarstva. V skladu s tem načrtom bodo posamezne države članice EU prispevale 170 milijard EUR k skupni fiskalni spodbudi v višini 200 milijard EUR (1,5% BDP EU), preostanek pa proračun EU in Evropska investicijska banka. Namen teh usklajenih prizadevanj držav članic je prispevati h gospodarskemu okrevanju z okrepitevijo skupnega povpraševanja in večjimi prizadevanji za izvajanje strukturnih reform, ki jih predvideva lizbonska strategija. Odvisno od razmer v posameznih državah so lahko ti ukrepi v obliki večje javne porabe, zmanjšanja davčnih bremen ali prispevkov za socialno varnost ter pomoči določenim kategorijam podjetij ali gospodinjstev. Evropski svet je hkrati potrdil, da je v celoti zavezan k izvajanju Pakta za stabilnost in rast ter k vzdržnosti javnih financ. Države članice so bile pozvane, naj se čim prej vrnejo k svojim srednjeročnim proračunskim ciljem.

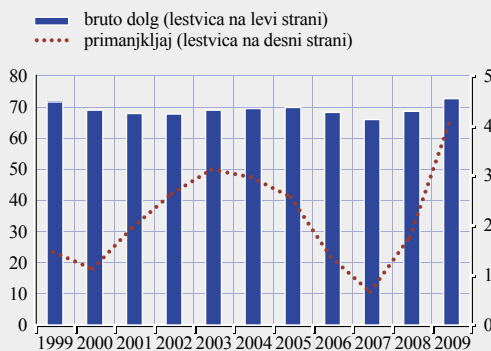
Številne države euroobmočja so sprejele fiskalne ukrepe za spodbujanje skupnega povpraševanja. Nemška vlada je jeseni leta 2008 sprejela sveženj ukrepov, predvsem na strani proračunskih prihodkov, ki bodo znašali 1,3% BDP leta 2009 in 2010. Na začetku leta 2009 je vlada napovedala drugi sveženj spodbud, ki predstavlja približno 2% BDP in obsega dodatne ukrepe v istih dveh letih. V Franciji so konec leta 2008 za obdobje 2009-11 napovedali ukrepe v vrednosti 1,5% BDP, vključno s pospešenimi javnimi investicijami ter pomočjo za mala podjetja in specifične panoge. Leta 2008 je italijanska vlada sprejela ekspanzivne ukrepe predvsem na strani odhodkov, ki znašajo pol odstotne točke BDP za leti 2009 in 2010. Načrtujejo, da bodo njihov učinek na neto zadolževanje v glavnem izravnali

nadomestitveni ukrepi. V Španiji so bili številni ukrepi za oživitvev gospodarstva na strani prihodkov sprejeti v prvi polovici leta 2008, novembra pa so bili napovedani dodatni načrti javnih investicij, ki obsegajo več kot 3% BDP v obdobju 2008-10. Večina drugih držav je ravno tako sprejela večje spodbujevalne fiskalne ukrepe.

Na podrobnejšo oceno spodbujevalnih politik bo treba počakati, vse dokler ne bodo znani dejanski ukrepi in njihova izvedba, vendar je že zdaj jasno, da trenutni vladni nameni predstavljajo določeno mero tveganja (glej tudi okvir 8). Vse večji primanjkljaj lahko spodkoplje zaupanje v vzdržnost javnih financ, zlasti ker v številnih primerih ni obravnavana reverzibilnost spodbujevalnih ukrepov, ki se lahko izkaže kot zelo težavna. Strmo povečanje razponov državnih obveznic v primerjavi z Nemčijo je opozorilo, da finančni trgi zelo skrbno spremljajo razvoj mogočih tveganj. Učinkovitost spodbujeval-

**Graf 32 Fiskalna gibanja v obdobju 1999–2009**

(odstotek BDP)



Vir: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO).  
Opombe: Povprečje euroobmočja od 1. januarja 2009 vključuje 16 držav; opredelitev ESR 95; primanjkljaj ne vključuje prihodkov od licenc UMTS.

nih ukrepov je včasih dvomljiva, saj je predviden zelo širok razpon ukrepov. Vsi ukrepi niso jasno povezani z izvorom trenutnih gospodarskih težav in nekateri so verjetno posledica političnih kompromisov, ne pa gospodarskih potreb. Državni posegi prinašajo tudi tveganje izkrivljanja vedenja ekonomskih subjektov.

### **PRIČAKOVANO NADALJNJE POSLABŠANJE FISKALNEGA POLOŽAJA LETA 2009**

Fiskalni obeti v državah euroobmočja se bodo leta 2009 še dodatno poslabšali. Na podlagi vmesne napovedi Evropske komisije, ki vključuje razpoložljive dopolnitve programov stabilnosti konec leta 2008 in na začetku leta 2009, je mogoče pričakovati, da se bo povprečni javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju povečal za 2,3 odstotne točke na 4,0% BDP (glej graf 32). Javnofinančni odhodki se bodo povečali za 2,1 odstotne točke BDP in prihodki zmanjšali za 0,1 odstotne točke BDP. Pričakovati je, da se bo povprečna stopnja javnega dolga v euroobmočju leta 2009 zvišala za 4,0 odstotne točke na 72,7% BDP.

Na podlagi vmesne napovedi Komisije se v vseh državah euroobmočja, razen na Malti, pričakuje, da se bo javnofinančni saldo poslabšal. Za Irsko, Grčijo, Španijo, Francijo, Italijo, Portugalsko in Slovenijo se pričakuje, da bodo leta 2009 preokračile ali ostale nad 3% referenčno vrednostjo, v nekaterih primerih z veliko razliko. V Belgiji in Avstriji je napovedan primanjkljaj na ravni referenčne vrednosti 3% BDP, v Nemčiji in na Slovaškem pa le nekoliko manjši. Obstajajo očitna tveganja, da bodo dejanski rezultati celo slabši od pričakovanih.

### **POZORNOST JE TREBA POSVETITI FISKALNI VZDRŽNOSTI**

Preobrat v fiskalnih rezultatih in zelo negotovi obeti prinašajo velike izzive za fiskalno politiko v euroobmočju. Javne finance bodo pod pritiskom štirih dejavnikov. Prvič, v času makroekonomske upočasnitve primanjkljaj precej narašča zaradi delovanja samodejnih stabilizatorjev. Drugič, poleg iztekanja dodatnih prihodkov iz zadnjih nekaj let se lahko pojavi še dodaten izpad prihodkov med drugimi zaradi strmega padca cen finančnih sredstev in upada na stanovanjskem

trgu v nekaterih državah. Tretjič, državni posegi v finančnem sektorju, ki naj bi preprečili sistemsko bančno krizo in veliko hujše makroekonomske motnje, prinašajo znatna fiskalna tveganja. Četrto, spodbujevalni ukrepi proti gospodarski upočasnitvi ogrožajo prihodnja fiskalna gibanja.

V takšnem zahtevnem okolju je ključno, da se ohranita fiskalna disciplina in srednjeročna usmeritev. Predpogoj za ohranjanje zaupanja javnosti v vzdržnost javnih financ je ohraniti neoporečnost fiskalnega okvira EU na osnovi pravil. Zato je izredno pomembno, da se vse udeležene strani držijo svojih zavez, da bodo v celoti uporabljale določbe Pakta za stabilnost in rast, ki predvidevajo potrebno prožnost v neugodnih gospodarskih razmerah.

Obsežni spodbujevalni svežnji, sprejeti leta 2008 in na začetku leta 2009, prispevajo k fiskalnemu neravnovesju v euroobmočju. Izgubo zaupanja v vzdržnost javnih financ je mogoče preprečiti z verodostojno zavezo, da se spodbujevalni ukrepi čim prej razveljavijo. Pri izvajanju spodbujevalnih svežnjev je treba skrbno premisliti o kakovosti ukrepov, da bi zagotovili njihovo učinkovitost. Odločna prizadevanja v državah euroobmočja, katerih cilj je doseči in ohraniti zdrave javne finance, so potrebna tudi zaradi obvladovanja pritiskov na odhodke, ki izhajajo iz staranja prebivalstva v naslednjih desetletjih. Zavezujoč srednjeročni fiskalni okvir na nacionalni ravni, če je ustrezno zasnovan in dosledno izveden, lahko dopolni evropski fiskalni okvir iz Pakta za stabilnost in rast kot pomoč pri hitri vrnitvi k srednjeročnim proračunskim ciljem (glej tudi okvir 8).

## **2.6 GIBANJA DEVIZNIH TEČAJEV IN PLAČILNE BILANCE**

### **LETA 2008 SE JE EURO EFEKTIVNO ZMerno OKREPIL**

Finančni pretresi na denarnih in kreditnih trgih, ki so se začeli avgusta 2007, ter njihov vpliv na svetovno realno gospodarstvo so leta 2008 precej vplivali na gibanja na deviznih trgih. Euro se je v prvih štirih mesecih leta 2008 še naprej krepil in nadaljeval trend od druge polovice leta

2000 dalje, kar so spodbujala dokaj optimistična tržna pričakovanja glede relativnih gospodarskih obetov v euroobmočju. Po rekordni vrednosti aprila se je nominalni efektivni tečaj do avgusta na splošno stabiliziral. Od avgusta se je vrednost eura močno zmanjšala in v samo treh mesecih je padla na raven, ki je prevladovala sredi leta 2007. Strma deprecijacija eura je bila povezana predvsem s spremembo tržnih pričakovanj glede gospodarskih obetov v euroobmočju – ko se je finančna kriza še naprej širila in je počasi postajalo jasno, da je zajela ves svet – ter

je potekala v okolju povečane tržne negotovosti in svetovne nenaklonjenosti tveganju. Proti koncu leta se je euro ponovno močno okrepil in 18. decembra 2008 dosegel še eno rekordno vrednost. Do konca leta 2008 je bil euro nominalno efektivno 2,5% višji kot na začetku leta in okoli 7% nad povprečno ravnijo iz leta 2007. Večji del nominalne efektivne apreciacije eura leta 2008 bi lahko pripisali občutni krepitvi v primerjavi z britanskim funtom, ki jo je le deloma odtehtala slabitev eura v primerjavi z ameriškim dolarjem ali japonskim jenom.

## Okvir 8

### FINANČNA KRIZA IN FISKALNA POLITIKA

Glavni izziv politike je zagotoviti, da finančna kriza in posledični gospodarski upad ne spodkopljeta kredibilnosti in vzdržnosti javnih financ. V EU Pakt za stabilnost in rast zagotavlja primeren okvir za izvajanje in koordinacijo fiskalnih politik v ugodnih in tudi neugodnih gospodarskih obdobjih. Medtem ko skladnost s paktom v prvih desetih letih ni bila vedno dosledna, pa je bila splošna fiskalna uspešnost EU, kar zadeva preprečevanje visokega proračunskega primanjkljaja in kopičenja javnega dolga, veliko boljša od tiste v desetletjih pred paktom.<sup>1</sup>

#### Izgubljena priložnost, ki po nepotrebnem otežuje fiskalne izzive

Številne države euroobmočja so vstopile v finančno krizo in gospodarski upad s slabim fiskalnim položajem. Vlade niso izkoristile priložnosti, ki so jo ponujali dodatni prihodki v zadnjih letih, da bi konsolidirale svoj proračun. Glede tega še vedno držijo argumenti iz Letnega poročila ECB 2007, ki so postali še bolj relevantni.<sup>2</sup> Takrat je ECB poudarila pomembno fiskalno izkušnjo, pridobljeno v obdobju med letoma 2000 in 2001, in sicer, da se lahko prihodki v zelo kratkem času drastično spremenijo. Izkušnje namreč kažejo, da je volatilitnost javnofinančnih prihodkov večja od volatilitnosti odhodkov in presega tudi volatilitnost poslovnih ciklov. Skupaj s težavnim napovedovanjem preobratov v rasti BDP je to tehten razlog za večjo previdnost v ugodnih gospodarskih obdobjih, se pravi, da se dodatni prihodki uporabijo za hitrejše zmanjševanje primanjkljaja in dolga, ne pa za dodatno trošenje.<sup>3</sup> To bi državam omogočilo, da si ustvarijo proračunski manevrski prostor, s katerim bodo ublažile izpad prihodkov in obvladale dodatno trošenje, če bi se razmere spremenile. Ena od napak fiskalne politike pred in med obdobjem 2000-01 je bila, da se je proračunsko izboljšanje v ugodnih gospodarskih obdobjih napačno razlagalo kot strukturno izboljšanje, kar se je pogosto izkoriščalo za večje trošenje ali zmanjšanje davkov.

1 Glej članek „Ten years of the Stability and Growth Pact“, Monthly Bulletin ECB, oktober 2008.

2 Glej zlasti okvir z naslovom „Spoznanja iz izkušenj s fiskalno politiko v obdobju 2000–2001“, Letno poročilo ECB 2007.

3 Za pregled natančnosti napovedovanja in težav s preobrati glej članek M. Blix, J. Wadefjord, U. Wienecke in M. Ådahl „How good is the forecasting performance of major institutions?“, *Economic Review*, 2001: 3, Sveriges Riksbank, str. 38–68.

## Vloga samodejnih stabilizatorjev

Fiskalno prilagajanje kot odziv na gospodarski upad se v glavnem kaže v delovanju samodejnih fiskalnih stabilizatorjev, ki pomagajo izravnati gospodarska nihanja. To je primerno, ker je ta vrsta fiskalnega odziva pravočasna in zaščitena pred političnoekonomskimi tveganji, ki lahko spodkopljejo učinkovitost diskrecijskih fiskalnih ukrepov. Na samodejne stabilizatorje ne vplivajo časovni zamiki pri opredeljevanju ukrepov oziroma pri političnem odločanju in izvajanju. Poleg tega samodejni stabilizatorji zaradi samodejnega odziva prihodkov in delno tudi odhodkov na cikel delujejo tudi vzvratno. Vpliv posebnih interesnih skupin pri uveljavljanju koristi za določeno skupino je majhen. Države v euroobmočju, ki izpolnjujejo Pakt za stabilnost in rast, lahko izkoristijo razmeroma obsežne samodejne stabilizatorje.

## Tveganja fiskalnega aktivizma med finančno krizo

Kar zadeva diskrecijske ukrepe fiskalne politike za spodbujanje povpraševanja, prevladuje soglasje, da bi morali biti taki ukrepi pravočasni in ciljno usmerjeni, da bi zagotovili učinkovitost, ter začasni, da bi se izognili dodatnim tveganjem za fiskalno vzdržnost. Pomembno je zlasti, da taki ukrepi, razen če ni predvideno vzvratno delovanje fiskalnih ukrepov, ki povečujejo primanjkljaj, lahko spodkopljejo zaupanje javnosti v vzdržnost javnih financ ter povzročijo večje previdnostno varčevanje ali negativne odzive finančnega trga in višje obrestne mere, s čimer delujejo proti načrtovanemu ekspanzivnemu učinku. Pri tem velja opozorilo iz izkušenj fiskalnega aktivizma v naftni krizi v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja: namesto da bi spodbudili povpraševanje, so dokončno pripomogli k destabilizaciji realnega gospodarstva ter povečali inflacijske pritiske in javnofinančni dolg, neto koristi, če sploh, pa so bile majhne.

Kar zadeva ciljno usmerjenost, bi bilo treba sprejeti ukrepe, pri katerih je prožnost največja in pri katerih je izkrivljanje spodbud najmanjše. Ob tem bi bilo treba opredeliti kakovost fiskalnih spodbud, tako da bi bili sprejeti takšni ukrepi, ki najbolj prispevajo k ustvarjanju zdravih temeljev za okrevanje in dolgoročno rast. Nujno je, da so pravočasni, saj so pretekle izkušnje pokazale, da so diskrecijski ukrepi politike pogosto prociklični, ker začnejo učinkovati šele po precej dolgem času.

Kakovost fiskalne politike je pomembna iz več razlogov. Medtem ko bi se dalo o vprašanju optimalnega obsega državne uprave razpravljati,<sup>4</sup> bi lahko državljani držav euroobmočja živeli vsaj tako dobro kot danes, vendar bi plačevali manj davkov, če bi bila javna poraba bolj kakovostna. Poleg tega podatki kažejo, da se je preteklo povečanje obsega državne uprave zgodilo na račun nižje gospodarske rasti.<sup>5</sup> Če bodo vlade držav euroobmočja spoštovale Pakt za stabilnost in rast, bodo njihova gospodarstva verjetneje izkoristila dolgoročne koristi in njihovi državljani bodo uživali višjo blaginjo.<sup>6</sup>

4 Podatki kažejo, da je v številnih industrijsko razvitih državah državna uprava zrasla preko velikosti, ki je potrebna za doseganje osrednjih ciljev. Glej na primer A. Afonso, L. Schuknecht in V. Tanzi „Public sector efficiency: an international comparison”, *Public Choice*, zvezek 123 (št. 3-4), 2005, str. 321-347, ter A. Afonso in D. Furceri „Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth”, *Working Paper* št. 849, ECB, 2008.

5 Glej A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht in M. Thöne (2005) „Quality of public finances and growth”, *Working Paper* št. 438, ECB, 2005.

6 Stroški zmanjšanja državne uprave so lahko precej majhni, če so ukrepi primerno pripravljene in izvedeni, glej na primer S. Hauptmeier, M. Heipertz in L. Schuknecht (2006) „Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach”, *Working Paper* št. 364, ECB, 2006.

Euro je v prvih osmih mesecih leta doživel močno apreciacijo v primerjavi z ameriškim dolarjem in sredi julija dosegel rekordno vrednost, ko je znašal 1,60 USD. Apareciacija je bila v glavnem posledica pričakovanj o vedno večji razliki v obrestnih merah v korist finančnega premoženja euroobmočja, kar je kazalo, da na trgu vlada prepričanje, da bodo trenutni finančni pretresi veliko manj prizadeli euroobmočje kot ZDA. Od takrat naprej pa se je po objavljenih podatkih začelo kazati, da so se finančni pretresi, ki so se začeli na trgu drugorazrednih hipotek v ZDA avgusta 2007, začeli razvijati v sočasno upočasnitev gospodarstva na vseh glavnih gospodarskih območjih. Zaradi tega je začel euro avgusta v primerjavi z dolarjem strmo padati. Jeseni so obnovljene napetosti na svetovnih denarnih in kreditnih trgih okrepile pritisk na upadanje eura in enotna valuta je oktobra dosegla 1,25 USD. Velika depreciacija je bila deloma povezana s pomanjkanjem dolarške likvidnosti po vsem svetu, kar je zahtevalo veliko vračanje tujih naložb v matično državo in usklajeno ukrepanje centralnobančne politike. V takšnem okolju skrajno povečane nenaklonjenosti tveganju in finančnega razdolževanja je vrednost ameriškega dolarja podprl njegov mednarodni status. Kot kaže, so dolar podpirali tudi drugi tehnični in verjetno prehodni dejavniki na deviznih trgih, kot je mogoče med drugim sklepati iz slabitve povezave med razlikami v obrestnih merah in gibanjem deviznega tečaja med eurom in dolarjem v tem obdobju. Decembra je euro doživel visok vzpon, ko je oslabila moč navedenih necikličnih dejavnikov, ki so jeseni podpirali dolar, ter so se devizni trgi ponovno osredotočili na obete glede rasti in razlike v obrestnih merah med glavnimi gospodarskimi območji. Euro je 31. decembra znašal 1,39 USD, kar je okoli 5% manj kot na začetku leta 2008 in okoli 6% več od povprečja leta 2007.

Po podobnem vzorcu kot devizni tečaj med eurom in dolarjem je euro leta 2008 precej nihal tudi glede na japonski jen in znašal od 115,75 JPY do 169,75 JPY. Videti je, da volatilitnost deviznega tečaja EUR/JPY ni bila le posledica spreminjanja tržnih ocen glede relativnih gospodarskih obetov, ampak tudi tržnih pričakovanj glede volatilitnosti cen finančnih sredstev.

Slednje je vplivalo na pričakovano dobičkonosnost prenosnega trgovanja, tj. trgovanja, pri katerem gre za najemanje posojil v valutah z nizkim donosom (kakršna je jen) in vlaganja v valutah z visokim donosom. Povečanje pričakovane volatilitnosti jena ponavadi zmanjšuje njegovo privlačnost kot valute za financiranje prenosnega trgovanja ter vpliva na rast jena in padanje valut z visokim donosom. Implicitna volatilitnost deviznega tečaja EUR/JPY, merjena s kazalniki na podlagi cen opcij, se je leta 2008 precej spreminjala, dosegla vrhunec oktobra, nato pa nekoliko padla. Takšne skrajno volatilne razmere na deviznih trgih so leta 2008 povzročile najprej apreciacijo in nato strmo depreciacijo eura v primerjavi z jenom. Euro je 31. decembra 2008 znašal 126,14 JPY, kar pomeni, da je bil za 23% šibkejši kot na začetku leta in je dosegel 22% nižjo vrednost od povprečja leta 2007.

Euro je leta 2008 še naprej rasel tudi v primerjavi z britanskim funtom in se do konca leta okrepil za celih 28,5%, potem ko je bila leta 2007 apreciacija 9%. Euro je 29. decembra znašal 0,98 GBP, kar je najvišja vrednost v primerjavi z britanskim funtom od uvedbe eura v letu 1999. Občutna slabitev funta, zlasti v zadnjih mesecih leta 2008, je posledica precejšnje upočasnitve gospodarske aktivnosti v Združenem kraljestvu, kar je sprožilo občutno ohlapnejše pogoje denarne politike in s tem povezan padec dolgoročnih donosov.

Euro je med začetkom januarja in 31. decembrom precej zrasel v primerjavi z valutami več trgovinskih partneric EU, na primer za 15,3% v primerjavi s švedsko krono, 15,3% v primerjavi s poljskim zlotom, 12,3% v primerjavi z romunskim lejem, 5,3% v primerjavi z madžarskim forintom in 1,9% v primerjavi s češko krono. Precej se je okrepil tudi v primerjavi s korejskim wonom (33,6%), norveško krono (22,1%) ter avstralskim in kanadskim dolarjem (21,0% oz. 17,1%). Apareciacijo eura v primerjavi s temi valutami je deloma odtehtala njegova oslabitev v primerjavi z valutami več azijskih partneric, ki so vezane na dolar, in sicer kitajskim renminbijem (11,4%) ter singapurskim in hongkonškim dolarjem (5,2% oz. 6%). Euro je padel tudi v primerjavi s švicarskim frankom (10,2%) ob njego-



vem vstopanju in izstopanju iz prenosnega trgovanja, glede na to, da je imel švicarski frank, podobno kot japonski jen, vlogo valute financiranja v tej obliki finančnih transakcij.

Realni efektivni devizni tečaj na podlagi različnih stroškovnih in cenovnih meril se je v prvih štirih mesecih leta 2008 povišal, nato pa se je do avgusta stabiliziral. Potem ko je do novembra padal, se je v zadnjem mesecu leta 2008 zopet nekoliko okrepil. V zadnjem četrtletju leta 2008 je bil realni efektivni devizni tečaj eura na podlagi cen življenjskih potrebščin 2% pod povprečno vrednostjo iz leta 2007 in 4% pod povprečno vrednostjo istega četrtletja v letu 2007.

### V LETU 2008 SE JE TEKOČI RAČUN PREVESIL V PRIMANJKLJAJ

V letu 2008 je tekoči račun euroobmočja dosegel primanjkljaj v višini 63,2 milijarde EUR (ali 0,7% BDP euroobmočja), medtem ko je v letu 2007 beležil presežek v višini 36,3 milijarde EUR. To je bilo večinoma posledica premika salda blagovne menjave v primanjkljaj. V letu 2008 je imel saldo blagovne menjave primanjkljaj v višini 0,6 milijarde EUR v primerjavi s presežkom v višini 56,6 milijarde EUR v letu 2007. Glavna dejavnika, ki sta prispevala k takšnemu gibanju, sta bila oslabitev izvoza, zlasti v drugi polovici leta, in močno povečanje uvoznih cen v prvih osmih mesecih leta. K skupnemu poslabšanju tekočega računa je prispeval tudi višji primanjkljaj na računu tekočih transferjev in nastanek primanjkljaja na računu dohodkov. Hkrati se je presežek v storitveni menjavi, ki je leta 2008 znašal 50,6 milijarde EUR, v primerjavi s prejšnjim letom le malo zmanjšal (za 2,6 milijarde EUR) (glej graf 33).

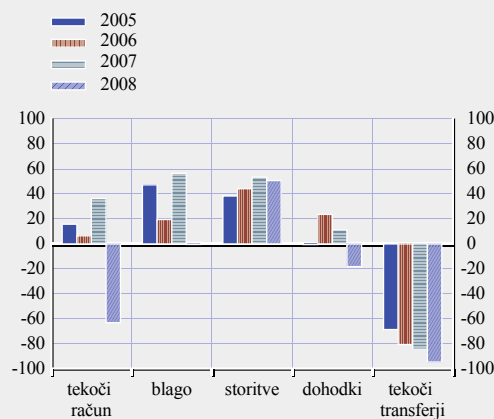
Krčenje blagovnega izvoza v letu 2008 je mogoče v glavnem razložiti s padanjem svetovnega povpraševanja in verjetno tudi s poslabšanjem pogojev financiranja trgovinske menjave po vsem svetu. Po začasnem izboljšanju v prvem četrtletju se je izvoz euroobmočja v ZDA in druge države OECD ter na Kitajsko in v druge azijske države zmanjšal, medtem ko je oslabil tudi izvoz v države članice EU, ki so se EU pridružile od leta 2004 naprej. Nasprotno je rast izvoza

v države OPEC ostala celo leto močna ob visoki gospodarski rasti teh držav in premoženjskih posledicah naftnih prihodkov (glej graf 34).

Upadanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti euroobmočja od leta 2001 naprej se je v drugi polovici leta 2008 deloma obrnilo zaradi

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

(letni podatki; milijarde EUR)

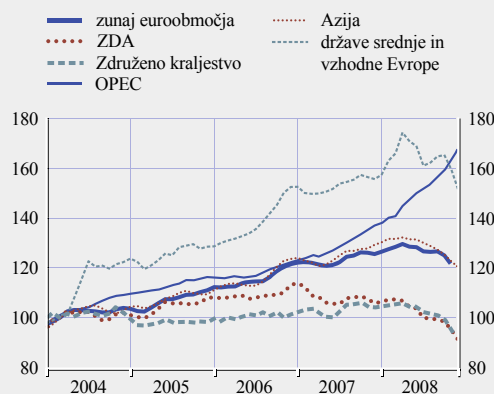


Vir: ECB.

Opomba: Za leto 2008 se podatki nanašajo na obdobje do oktobra.

**Graf 34 Obseg izvoza euroobmočja v izbrane trgovinske partnerice**

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na december 2008, razen za države zunaj euroobmočja in Združeno kraljestvo (november).

depreciacije eura. Zmernejša rast izvoznih cen euroobmočja v prvi polovici leta lahko kaže, da so podjetja v euroobmočju prilago-

dila svoje profitne marže, da bi izravnala padec cenovne in stroškovne konkurenčnosti (glej tudi okvir 9).

## Okvir 9

### NOVEJŠA GIBANJA V KONKURENČNOSTI EUROOBMOČJA

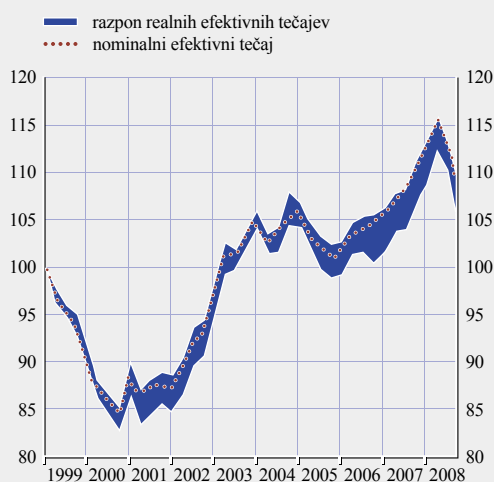
Ocena mednarodne cenovne in stroškovne konkurenčnosti euroobmočja, ki prikazuje tudi konkurenčnost posameznih držav euroobmočja, je vir pomembnih informacij za spremljanje ekonomije euroobmočja. V tem okvirju so opisana gibanja konkurenčnosti euroobmočja, merjena z različnimi realnimi efektivnimi deviznimi tečaji (EDT) na ravni celotnega euroobmočja in posameznih držav članic. Ti kazalniki prikazujejo padec cenovne in stroškovne konkurenčnosti euroobmočja v zadnjem desetletju, ki je v glavnem posledica nominalne apreciacije tečaja eura v istem obdobju. Čeprav ta rezultat ostaja nespremenjen, ne glede na to, kateri deflator uporabimo, se gibanje konkurenčnosti med državami euroobmočja precej razlikuje.

Graf A primerja gibanje nominalnega EDT eura in razpon petih realnih kazalnikov EDT na podlagi različnih deflatorjev za celotno euroobmočje<sup>1</sup>. Različna merila na splošno kažejo padec konkurenčnosti za okoli 5-10% med letoma 1999 in 2008 tako glede na realni kot tudi nominalni efektivni tečaj eura. Tako se nominalni in realni EDT gibljeta precej podobno, kar kaže na podobno gibanje cen v euroobmočju in njegovih trgovinskih partnericah. Splošen padec konkurenčnosti euroobmočja je mogoče razložiti predvsem z gibanjem nominalnega deviznega tečaja, ki ga je mogoče razdeliti na več faz. Prva faza je bilo povečanje konkurenčnosti med letoma 1999 in 2001 zaradi depreciacije eura, do katere je prišlo v približno istem času. Temu je sledil padec konkurenčnosti, ki je bil predvsem posledica apreciacije eura v obdobju med letoma 2002 in 2004 in ponovno po letu 2006. V zadnjem času je v euroobmočju opazno povečanje konkurenčnosti zaradi depreciacije eura v drugi polovici leta 2008.

Gibanje cenovne konkurenčnosti v euroobmočju kot celoti lahko prikrije precej različna gibanja v posameznih državah. ECB analizira države z dosledno metodologijo tako, da za vsako državo euroobmočja izbere niz harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti, ki jih primerja s kazalniki drugih držav euroobmočja, in niz kazalnikov trgovinskih partne-

**Graf A Nominalni in realni efektivni devizni tečaj eura**

(indeks: I 1999 = 100; četrtletni podatki)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: Zadnja meritev se nanaša na zadnje četrtletje leta 2008. Realni efektivni devizni tečaj v zadnjem četrtletju leta 2008 je na razpolago le na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin in indeksa cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih.

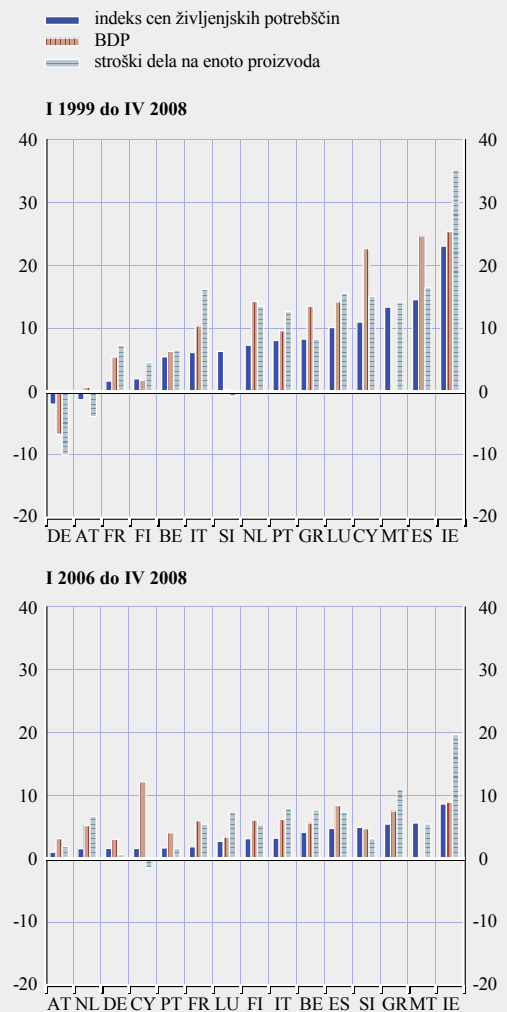
<sup>1</sup> Deflatorji so cene življenjskih potrebščin, cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, BDP, stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih in stroški dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu.

ric, ki niso v euroobmočju.<sup>2</sup> Trije harmonizirani kazalniki konkurenčnosti se izračunavajo kot tehtano povprečje dvostranskih deviznih tečajev na podlagi trgovinskih uteži, ki prikazujejo relativen pomen večjih konkurentov posamezne države, deflaciranih z deflatorjem indeksa cen življenjskih potrebščin, BDP ali stroškov dela na enoto proizvoda. Videti je, da so izmed teh harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti najpogosteje uporabljeni kazalniki na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin, deloma zaradi homogene opredelitve teh indeksov v različnih državah, pa tudi zaradi odsotnosti pomembnih revizij podatkov in ker so dokaj kmalu na voljo. Deflatorji BDP in kazalniki na podlagi stroškov dela na enoto proizvoda pa dajejo alternativna merila konkurenčnosti, osredotočena bolj na proizvodnjo kot na potrošno stran gospodarstva.

Pri razlagi teh kazalnikov je treba upoštevati različne pridržke. Kazalniki konkurenčnosti na podlagi indeksov ne upoštevajo razlik v začetni ravni cen, zato ni mogoče sklepati, katera država je absolutno najbolj konkurenčna. Sklepi na podlagi takih kazalnikov so zelo občutljivi na izbiro začetka in konca obravnavanega obdobja. Poleg tega harmonizirani kazalniki konkurenčnosti obsegajo samo omejene vidike konkurenčnosti. Da bi dobili širšo sliko, bi bilo treba v natančnejši analizi obravnavati tudi druge dejavnike, kot so trgovinska specializacija ali splošno poslovno okolje, pa tudi stopnjo prilagajanja cen tržnim razmeram in odzivnost trgovinskih cen na spremembe deviznih tečajev.<sup>3</sup> Poleg tega metodologija, uporabljena pri teh kazalnikih, za zdaj ne upošteva v celoti razlik med državami na področju produktivnosti storitvenega sektorja. (Trgovinska dinamika tega sektorja se ne upošteva pri tehtanju trgovinskih partneric.)

## Graf B Spremembe harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti<sup>1)</sup> v različnih državah euroobmočja

(v odstotnih točkah; četletni podatki)



Vir: izračuni ECB.

1) Na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin, deflatorja BDP ali skupnih stroškov dela na enoto proizvoda, vključno s trgovino znotraj in zunaj euroobmočja.

Opombe: Negativna (pozitivna) številka pomeni povečanje (pade) cenovne konkurenčnosti. Zadnja meritev se nanaša na zadnje četrtletje leta 2008 (na podlagi deflatorja indeksa cen življenjskih potrebščin). Za obdobje I 2006–IV 2008 so bili harmonizirani kazalniki konkurenčnosti pretvorjeni na I 2006 = 100. ECB ne objavlja harmoniziranega kazalnika konkurenčnosti na podlagi deflatorja BDP za Malto.

2 Za natančnejšo analizo harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti glej F. di Mauro in K. Forster „Globalisation and the competitiveness of the euro area“, *Occasional Paper* št. 97, ECB, september 2008, in članek z naslovom „Monitoring labour cost developments across euro area countries“, *Monthly Bulletin* ECB, november 2008.

3 Za analizo teh širših vprašanj o konkurenčnosti glej članek projektne skupine Odbora ESCB za denarno politiko „Competitiveness and the export performance of the euro area“ *Occasional Paper* št. 30, ECB, junij 2005, ter U. Baumann in F. di Mauro „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges“, *Occasional Paper* št. 55, ECB, marec 2007.

Glede na pretekla gibanja harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti graf B kaže precej različna gibanja konkurenčnosti med državami euroobmočja. Uporaba harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin je pokazala, da je največji padec konkurenčnosti od leta 1999 naprej dosegla Irska (več kot 20%), sledijo ji Ciper, Malta, Luksemburg in Španija (10-20%). V tem času so Avstrija, Nemčija, Finska in Francija dosegle najmanjši padec ali pa se jim je konkurenčnosti celo izboljšala. V obdobju zadnje apreciacije eura, to je od začetka leta 2006, je videti, da so razlike manj izrazite, saj so padec konkurenčnosti cen zabeležile vse države. Medtem ko je obseg gibanja konkurenčnosti med državami včasih odvisen od izbire deflatorja, pa kvalitativni sklepi ostajajo enaki ne glede na različna merila.

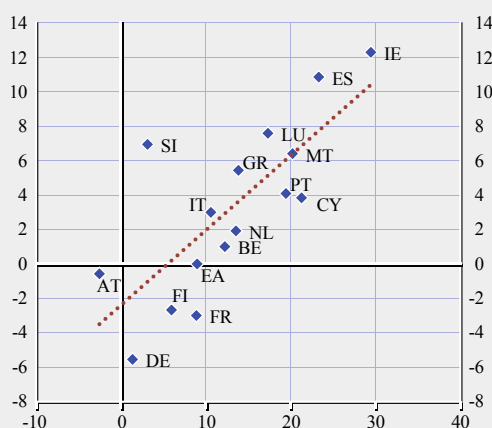
Harmonizirani indikatorji konkurenčnosti omogočajo tudi razlikovanje med gibanji konkurenčnosti znotraj in zunaj euroobmočja na ravni držav. To razlikovanje je koristno, saj so gibanja nominalnega deviznega tečaja od uvedbe eura naprej pomembna samo za zunanjo konkurenčnost. Na cenovno konkurenčnost med državami euroobmočja pa vplivajo samo različna gibanja stroškov in cen. Na splošno je padec cenovne konkurenčnosti na ravni države izrazitejši glede na trgovinske partnerice zunaj euroobmočja, kot kaže padajoča linija, ki vključuje razmerje med kazalniki znotraj in zunaj euroobmočja (glej graf C). To se zlasti kaže v skupni nominalni apreciaciji deviznega tečaja eura med letoma 1999 in 2008. Tako je v državah, kot je Irska, ki imajo sorazmerno velik delež trgovinske menjave s partnericami zunaj euroobmočja, padec konkurenčnosti zunaj euroobmočja razmeroma višji. Za večino držav pa visoka korelacija med konkurenčnostjo znotraj in zunaj euroobmočja kaže tudi, da konkurenčni položaj posameznih držav euroobmočja določa predvsem gibanje domačih stroškov in cen. Na splošno je Avstrija edina država, v kateri se je konkurenčnost izboljšala znotraj in tudi zunaj euroobmočja. Tudi Finska, Francija in Nemčija so zabeležile povečanje konkurenčnosti znotraj euroobmočja, vendar pa tudi padec konkurenčnosti do svojih trgovinskih partneric zunaj euroobmočja. Druge države euroobmočja so zabeležile padec konkurenčnosti znotraj in tudi zunaj euroobmočja.

Po različnih merilih realnega EDT je euroobmočje doživelo padec cenovne in stroškovne konkurenčnosti v zadnjih približno desetih letih, kar je predvsem posledica nominalne apreciacije eura. Obstaja pa velika heterogenost pri gibanju konkurenčnosti med državami euroobmočja, kar kaže predvsem na razlike v gibanju domačih stroškov in cen, pa tudi geografsko specializacijo njihove zunanje trgovine.

### Graf C Gibanja harmoniziranih kazalnikov konkurenčnosti znotraj in zunaj euroobmočja<sup>1)</sup>

(skupne spremembe v odstotnih točkah od I 1999 do IV 2008)

os x: sprememba harmoniziranega kazalnika konkurenčnosti zunaj euroobmočja  
os y: sprememba harmoniziranega kazalnika konkurenčnosti znotraj euroobmočja



Vir: izračuni ECB.

1) Na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin.

Opombe: Pozitivna (negativna) številka pomeni povečanje (padec) cenovne konkurenčnosti. Za euroobmočje graf kaže realni efektivni tečaj eura glede na 22 trgovinskih partneric samo na podlagi trgovine zunaj euroobmočja.

Obseg uvoženega blaga se je leta 2008 zmanjšal, zlasti obseg proizvodov za vmesno porabo. Hkrati so uvozne cene do tretjega četrletja leta 2008 močno rasle in se nato v zadnjem četrletju umirile. Ker so gibanja cen več kot odtehtala zmanjšanje obsega uvoza, so se skupne vrednosti uvoza v prvih treh četrletjih precej povečale. Podatki o cenah po kategorijah blaga kažejo, da sta bila vztrajno naraščanje uvoznih cen do poletja in poznejša upočasnitev v glavnem posledica gibanja cen nafte in drugih primarnih surovin razen energentov (glej graf 35). Primanjkljaj v trgovini z nafto je kljub padcu cen nafte od poletja naprej v 12-mesečnem obdobju do novembra 2008 znašal 223,6 milijarde EUR, kar je precej več od že tako visoke ravni ob koncu leta 2007, ko je primanjkljaj znašal več kot 170 milijard EUR.

### NETO PRILIVI SKUPNIH NEPOSREDNIH IN PORTFELJSKIH NALOŽB SO SE LETA 2008 POVEČALI

Na finančnem računu je euroobmočje leta 2008 zabeležilo neto prilive neposrednih in portfeljskih naložb v višini 128,5 milijarde EUR, medtem ko so leto prej neto prilivi znašali 47,3 milijarde EUR. To povečanje je bilo posledica rasti neto prilivov dolžniških instrumentov in portfeljskih naložb v lastniške vrednostne papirje. Ta gibanja so deloma odtehtali povečani neto odlivi neposrednih naložb (glej graf 36).

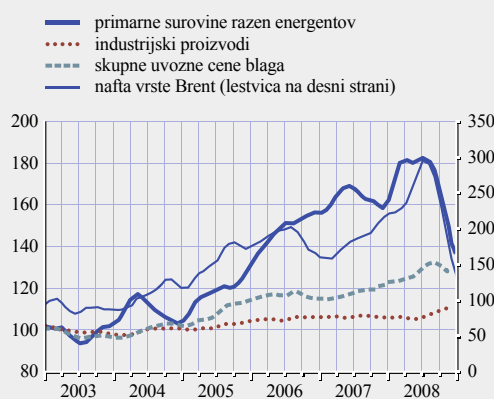
V letu 2008 so finančni pretresi povečali volatilitnost na vseh segmentih finančnih trgov in ob prenosu finančnih težav v realno gospodarstvo povzročili tudi visoko stopnjo negotovosti glede svetovnih gospodarskih obetov. V takšnih razmerah so na odločitve o razporejanju portfeljev po svetu vplivali odliv likvidnosti v ključnih segmentih trga in po drugi strani prizadeli čezmejne portfeljske naložbe v euroobmočju. Na trgih lastniškega kapitala so bile zabeležene nenavadno visoke neto prodaje finančnih instrumentov euroobmočja s strani svetovnih vlagateljev in neto prodaje tujih lastniških vrednostnih papirjev s strani vlagateljev iz euroobmočja. Videti je bilo, da so svetovni vlagatelji omejili svoje tuje naložbe, kar je verjetno posledica nekoliko previdnejše naložbene strategije

in padca cen lastniških vrednostnih papirjev po vsem svetu.

Po nastopu pretresov na finančnih trgih so leta 2008 močno padli tudi prilivi neposrednih tujih naložb v euroobmočje in tokovi naložb iz euroobmočja v tujino, kar kaže na prednostno usmerjanje k domačim trgom. Dezinvestiranje

**Graf 35 Uvozne cene iz držav zunaj euroobmočja**

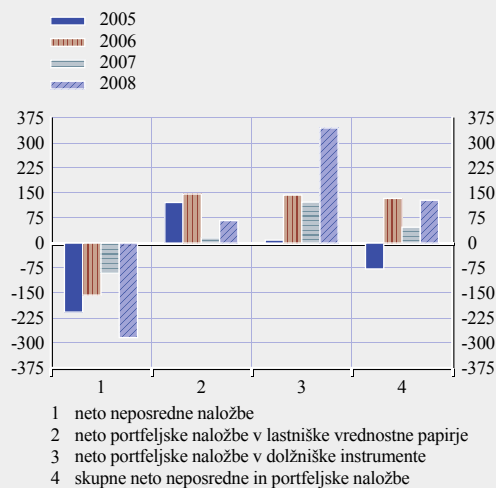
(indeksi: I 2003 = 100, desezonirano, 3-mesečna drseča sredina)



Vir: ECB.

**Graf 36 Neposredne in portfeljske naložbe euroobmočja**

(letni podatki; milijarde EUR)



Vir: ECB.

Opomba: podatki za leto 2008 se nanašajo na obdobje do oktobra 2008.

nerezidentov v euroobmočju je bilo obsežnejše kot dezinvestiranje euroobmočja v tujini, kar je v euroobmočju povzročilo na splošno višje neto odlive neposrednih naložb.

In končno, višji neto prilivi dolžniških vrednostnih papirjev, ki so znašali 345,6 milijarde EUR v primerjavi s 122,8 milijarde EUR v letu 2007, so še naprej prispevali k povečanju neto prilivov v finančnem računu. To so verjetno spodbujali povečana nenaklonjenost tveganju, višje likvidnostne potrebe in razlike v kratkoročnih obrestnih merah. Tako so visoke neto prilive zabeležili instrumenti denarnega trga, ki so bili septembra in oktobra 2008 najvišji po letu 1999. Takšna gibanja so verjetno posledica prizadevanja za okrepitev likvidnosti v okolju krepitve finančnih pretresov.

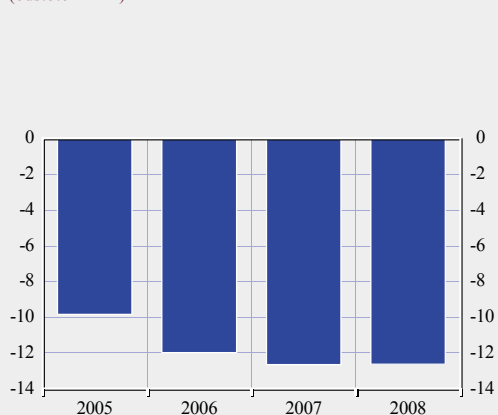
### STANJE MEDNARODNIH NALOŽB LETA 2008

Podatki o stanju mednarodnih naložb euroobmočja do tujine, ki so na voljo do tretjega četrletja leta 2008, kažejo, da je imelo euroobmočje neto obveznosti do tujine v višini 1.158 milijard EUR (kar je 12,5% BDP euroobmočja), medtem ko so te obveznosti ob koncu leta 2007 znašale

1.131 milijard EUR (tudi enako 12,5% BDP) (glej graf 37). Malenkostno povečanje neto obveznosti v letu 2008 je v glavnem posledica povečanja neto stanja obveznosti iz naslova drugih naložb (za 191 milijard EUR) in portfeljskih naložb (za 76 milijard EUR), kar je skoraj v celoti izravnalo povečanje neto imetja neposrednih naložb euroobmočja v tujini (za 182 milijard EUR) in izvedenih finančnih instrumentov (za 35 milijard EUR). Rezerve so se ravno tako nekoliko povečale, k čemur so prispevali učinki vrednotenja, ki so posledica sprememb cen finančnih sredstev, in gibanja deviznih tečajev.

Graf 37 Neto stanje mednarodnih naložb

(odstotek BDP)



Vir: ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na konec leta, razen pri letu 2008, kjer se nanašajo na tretje četrletje.

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

#### GOSPODARSKA AKTIVNOST

V večini držav članic EU zunaj euroobmočja se je po več letih strmega vzpona (glej tabelo 6) gospodarska rast v letu 2008 upočasnila.<sup>1</sup> Čeprav je bil ta vzorec upočasnjevanja gospodarske aktivnosti prisoten v skoraj vseh državah, so v medletnih stopnjah rasti BDP in obsegu upočasnitve obstajale precejšnje razlike.

Upočasnitev je bila najizrazitejša v baltskih državah, pri čemer se je povprečna letna rast glede na leto prej v Litvi več kot prepolovila, v Estoniji in Latviji pa je postala negativna. V vseh treh državah so ta gibanja sledila večletni zelo hitri rasti gospodarske aktivnosti, ki so jo spremljali izjemno veliko povečanje plač, posojil in inflacije ter veliki primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance. Makroekonomska neravnovesja v baltskih državah so kljub delni korekciji v letu 2008 ostala velika.

K upočasnjevanju rasti BDP v večini drugih držav članic EU zunaj euroobmočja je največ prispevala slabitev razmer v zunanjem okolju in pozneje med letom neposreden vpliv poglobljajanja finančne krize. Zaostreni pogoji financiranja in upadanje cen sredstev so oslabili zaupanje potrošnikov in industrije ter dušili domače povpraševanje.

Znižanje gospodarske rasti na Slovaškem z 10,4% v letu 2007 na 6,4% v letu 2008 je deloma pomenilo normalizacijo, ki je sledila izjemno visoki rasti v predhodnem letu. Na Madžarskem zelo nizka letna rast 0,5% odraža zaostali učinek razmeroma velikega paketa proračunske konsolidacije iz leta 2007, od katerega je gospodarstvo začelo počasi okrevati v letu 2008, v povezavi z vplivom finančne krize na gospodarstvo. V treh državah članicah EU zunaj euroobmočja, ki so v EU vstopile pred letom 2004, je bil vpliv finančne krize enako izrazit, kar se je pokazalo v letnih stopnjah rasti BDP na ravni 0,7% v Združenem kraljestvu, -0,2% na Švedskem in -1,3% na Danskem. Zdi se, da je bila gospodarska aktivnost na Poljskem in Češkem nekoliko manj prizadeta, saj se je v letu 2008 zmanjšala na 5,4% oziroma 3,2%. Romunija in Bolgarija sta v letu 2008 sicer zabeležili močno rast v višini 7,1% in 6,0%, vendar se je gospodarska aktivnost proti koncu leta 2008 opazneje upočasnila tudi v teh dveh državah, s tem, da je ta upo-

1 Med državami članicami EU zunaj euroobmočja, obravnavanimi v tem poglavju, je 12 držav članic EU zunaj euroobmočja v obdobju do konca decembra 2008 (Bolgarija, Češka, Danska, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Romunija, Slovaška, Švedska in Združeno kraljestvo).

Tabela 6 Realna rast BDP v državah članicah EU, ki niso del euroobmočja, in v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Bolgarija	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Češka	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Danska	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonija	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Latvija	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litva	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Madžarska	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Poljska	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Romunija	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovaška	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Švedska	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Združeno kraljestvo	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EU9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Euroobmočje	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Viri: Eurostat in nacionalni podatki.

Opomba: Podatki niso desezonirani za nobeno državo.

1) Agregat EU9 vključuje devet držav članic EU zunaj euroobmočja, ki so se EU pridružile 1. maja 2004 ali 1. januarja 2007.

2) Agregat EU12 vključuje dvanajst držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2008.

časnitev sledila daljšemu obdobju zelo visoke rasti, ki so jo poganjali rastoče domače povpraševanje ter močna rast posojil in plač, spodbujali pa so jo tudi razmeroma veliki prilivi neposrednih tujih naložb.

### CENOVNA GIBANJA

Povprečna medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, se je leta 2008 v povprečju povečala v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja (razen na Madžarskem) in je bistveno preseгла inflacijske cilje držav, ki uporabljajo ciljanje inflacije. To povečanje letne povprečne inflacije odraža začetni trend naraščanja inflacije, ki je bil v prvi polovici leta prisoten v večini držav in se je kasneje tekom leta obrnil, ko je začela inflacija dokaj hitro upadati. Tako je bila v večini držav decembra 2008 inflacija nižja kot v začetku leta.

Najvišja je bila inflacija v baltskih državah in Bolgariji, kjer se je povprečna medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, gibala med 10,6% in 15,3%. Na Češkem, Madžarskem in v Romuniji je bila povprečna medletna inflacija po HICP med 6,0% in 7,9%, v preostalih državah – na Švedskem, v Združenem kraljestvu, na Danskem, Slovaškem in Poljskem – pa med 3,3% in 4,2%.

Eden glavnih dejavnikov te široko razširjene rasti inflacije je bil skupen praktično vsem državam članicam EU zunaj euroobmočja, namreč močna rast svetovnih cen hrane in energentov. Hkrati so nekatere države precej povečale nadzorovane cene in posredne davke, v številnih gospodarstvih pa je k rasti inflacije prispevala tudi deprecijacija valute. Končno so v nekaterih primerih močan pritisk na rast plač in cen izvajali tudi bujno domače povpraševanje, vse večje omejitve zmogljivosti in šoki s strani ponudbe kmetijskih proizvodov.

Tudi dejavniki, ki so povzročili hitro upočasnitev inflacije pozneje v letu 2008, so bili skupni večini držav. Prvič, letne stopnje inflacije so začele upadati takrat, ko so zbledeli učinki šoka svetovnih cen primarnih surovin iz leta 2007 in začetka leta 2008 ter so se svetovne cene nafte močno znižale. Drugič, pritiski domačega povpraševanja so se ublažili vzporedno z upočasnitvijo gospodarske rasti v prej najhitreje rastočih gospodarstvih, pozneje, z zaostritvijo finančne krize, pa tudi v večini drugih držav članic EU zunaj euroobmočja. Kljub temu so pritiski na plače ostali razmeroma veliki v številnih državah, kjer je rast realnih plač še naprej presegala rast produktivnosti, zaradi česar so hitro naraščali stroški dela na enoto proizvoda.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	2004	2005	2006	2007	2008	I 2008	II 2008	III 2008	IV 2008
Bolgarija	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Češka	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Danska	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonija	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Latvija	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litva	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Madžarska	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Poljska	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Romunija	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovaška	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Švedska	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Združeno kraljestvo	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Euroobmočje	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Vir: Eurostat.

1) Agregat EU9 vključuje devet držav članic EU zunaj euroobmočja, ki so se EU pridružile 1. maja 2004 ali 1. januarja 2007.

2) Agregat EU12 vključuje dvanajst držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2008.



## JAVNOFINANČNA POLITIKA

Javnofinančne politike v državah članicah EU zunaj euroobmočja so bile v letu 2008 še naprej različne. Samo Bolgarija, Danska in Švedska so dosegle javnofinančni presežek, druge države pa v nekaterih primerih visok javnofinančni primanjkljaj (glej tabelo 8). Delež primanjkljaja se je dvignil nad 3% BDP v Latviji, Romuniji in Združenemu kraljestvu, v Litvi pa je bil blizu te

meje. Madžarska je delež primanjkljaja zmanjšala s 5,0% BDP v letu 2007 na 3,3% BDP v letu 2008. V baltskih državah, Romuniji in Združenem kraljestvu, manj pa na Švedskem, proračunski rezultati za leto 2008 niso dosegli ciljev iz posodobljenih konvergenčnih programov, predloženih ob koncu leta 2007 ali v začetku leta 2008. Za baltske države in Združeno kraljestvo je bilo to deloma posledica bistveno slabših makroekonom-

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

(odstotek BDP)

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

	2005	2006	2007	Dopolnitev konvergenčnih programov 2007 2008	Napovedi Evropske komisije 2009 2008
Bolgarija	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Češka	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Danska	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonija	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Latvija	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litva	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Madžarska	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Poljska	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Romunija	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slovaška	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Švedska	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Združeno kraljestvo	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Euroobmočje	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

**Bruto dolg širše opredeljene države**

	2005	2006	2007	Dopolnitev konvergenčnih programov 2007 2008	Napovedi Evropske komisije 2009 2008
Bolgarija	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Češka	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Danska	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonija	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Latvija	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litva	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Madžarska	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Poljska	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Romunija	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slovaška	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Švedska	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Združeno kraljestvo	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Euroobmočje	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Viri: podatki Evropske komisije (za 2005–08), dopolnjeni konvergenčni programi 2007 in vmesne napovedi Evropske komisije 2009 (za 2008) ter izračuni ECB.

Opombe: Podatki temeljijo na opredelitvah ESR 95. Podatki v konvergenčnih programih za leto 2008 so ocene nacionalnih vlad in se zato lahko razlikujejo od končnih rezultatov.

1) Agregat EU9 obsega devet držav zunaj euroobmočja, ki so se EU pridružile 1. maja 2004 ali 1. januarja 2007.

2) EU12 obsega dvanajst držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2008.

skih pogojev, zaradi katerih sta načrtovana rast izdatkov in s tem proračun za leto 2008 postala nevzdržna. V preostalih državah članicah EU zunaj euroobmočja (Bolgarija, Češka, Danska, Madžarska, Poljska in Slovaška) so bili proračunski rezultati za leto 2008 bolj ali manj v skladu s cilji konvergenčnega programa ali boljši.

V gospodarskem in javnofinančnem okolju, ki se je na splošno slabšalo, so Slovaška, Švedska in Združeno kraljestvo proti koncu leta 2008 predvideli ali uvedli pakete javnofinančnih spodbud, medtem ko so nekatere druge države članice EU zunaj euroobmočja napovedale načrte za – v nekaterih primerih ambiciozno – proračunsko konsolidacijo v letu 2009. Latvija in Madžarska, ki je prejela izredno finančno podporo s strani, med drugim, EU in MDS, sta napovedali razmeroma velik paket javnofinančne konsolidacije za leto 2009 in naprej.

Ob koncu leta 2008 sta bili Madžarska in Združeno kraljestvo v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Ekonomsko-finančni svet je junija odpravil postopke v zvezi s čezmernim primanjkljajem za Češko in Slovaško ter julija za Poljsko. Romunija je junija prejela priporo-

čilo Evropske komisije zaradi nevarnosti, da bo v razmerah močne rasti BDP prekoračila prag primanjkljaja v višini 3% BDP.

Delež javnega dolga je leta 2008 v večini držav članic zunaj euroobmočja ostal precej pod referenčno vrednostjo 60% BDP in samo na Madžarskem presegel 60%. Vendar so se gibanja po državah močno razlikovala. Delež javnega dolga se je zvišal na Danskem, v Estoniji, Latviji, na Madžarskem, Poljskem, v Romuniji in Združenem kraljestvu, v drugih državah pa se je zmanjšal ali ostal bolj ali manj nespremenjen. Povečanje deleža javnega dolga je v večini držav odražalo predvsem upadanje rasti BDP in slabšanje proračunskega salda. Za Združeno kraljestvo je povečanje deleža javnega dolga do neke mere povezano tudi s proračunskim vplivom nujne pomoči finančnim institucijam. Povečanje v primeru Danske izraža izdajanje obveznic, ki je preseгло potrebe financiranja.

#### GIBANJA PLAČILNE BILANCE

Na področju skupnega tekočega in kapitalnega računa so med državami članicami EU zunaj euroobmočja v letu 2008 še naprej obstajale precejšnje razlike (glej tabelo 9). Danska in Švedska

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

(odstotek BDP)

	Saldo tekočega in kapitalnega računa				Neto neposredne naložbe				Neto portfeljske naložbe			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bolgarija	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Češka	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Danska	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonija	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Latvija	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litva	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Madžarska	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Poljska	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Romunija	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovaška	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Švedska	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Združeno kraljestvo	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Euroobmočje	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Vir: ECB.

Opomba: Podatki za leto 2008 se nanašajo na vsoto štirih četrtletij do tretjega četrtletja leta 2008.

1) Agregat EU9 vključuje devet držav članic EU zunaj euroobmočja, ki so se EU pridružile 1. maja 2004 ali 1. januarja 2007.

2) Agregat EU12 vključuje dvanajst držav članic EU zunaj euroobmočja na dan 31. decembra 2008.

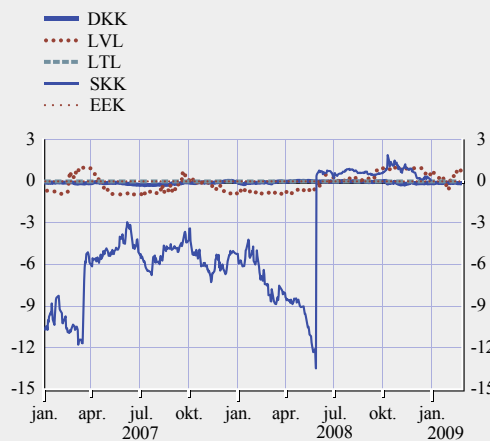
sta poročali o presežku, preostale države pa so izkazale primanjkljaj. V številnih državah, ki so se pridružile Evropski uniji v letu 2004 ali pozneje, je primanjkljaj normalna značilnost procesa dohitevanja, saj izraža ugodne naložbene priložnosti in medčasovno izravnavo potrošnje. Vseeno so zelo velik primanjkljaj tekočega in kapitalskega računa v nekaterih državah članicah EU zunaj euroobmočja povzročili tudi živahno domače povpraševanje, ugodni svetovni pogoji financiranja in močna rast posojil. Ko so se v letu 2008 pojavili svetovni finančni pretresi in se prelili v realni sektor, se je začelo ohlajati ali krčiti domače povpraševanje, vse to pa je prispevalo k zmanjševanju primanjkljaja v več državah članicah EU zunaj euroobmočja.

Med državami z velikim primanjkljajem je bilo krčenje primanjkljaja tekočega in kapitalskega računa najizrazitejše v Estoniji in Latviji, čeprav je bil v obeh državah primanjkljaj ob koncu leta 2008 še vedno zelo velik. V Litvi se je primanjkljaj zmanjšal bistveno manj, v Romuniji je ostal večinoma nespremenjen, v Bolgariji pa se je še povečal. Primanjkljaj vseh zgoraj navedenih držav je še naprej presegal 10% BDP, v Bolgariji celo 20%.

Med državami z manjšim zunanjim primanjkljajem se je v letu 2008 primanjkljaj zmanjšal na Slovaškem in v Združenem kraljestvu. Na Češkem in Poljskem je ostal večinoma nespremenjen, medtem ko se je na Madžarskem nekoliko povečal. Zunanja neravnovesja v večini držav so izvirala iz blagovne menjave, razen na Češkem, Madžarskem in Slovaškem, kjer je bil najpomembnejši dejavnik primanjkljaj dohodkov. V primerjavi z letom 2007 so se neto prilivi iz neposrednih naložb v letu 2008 v nekaterih državah zmanjšali. Večina držav članic EU zunaj euroobmočja je zabeležila primanjkljaj v osnovni bilanci, tj. vsoti združenega salda tekočega in kapitalskega računa ter neposrednih naložb, ki je v več državah presegel 4% BDP. Saldo neto prilivov portfeljskih naložb je bil v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja razen v Združenem kraljestvu negativen ali približno nevtralen. Neto tokovi „ostalih investicij“ so bili v večini držav, ki so se EU pridružile

**Graf 38 Gibanja v ERM II**

(dnevni podatki, odklon od centralne paritete v odstotnih točkah)



Vir: ECB.

Opomba: Pozitiven (negativen) odklon od centralne paritete do eura pomeni, da je valuta na šibki (močni) strani razpona. Za dansko krono razpon nihanja znaša  $\pm 2,25\%$ , za vse druge valute velja standardni razpon nihanja  $\pm 15\%$ . Kljub temu za latvijski lats na podlagi enostranske zaveze velja razpon  $\pm 1\%$ , za litovski litas in estonsko krono pa se ohranja valutni odbor. Centralna pariteta slovaške krome je bila 16. marca 2007 revalorirana za 8,5%, 29. maja 2008 pa za 17,6472%.

v letu 2004 ali pozneje, večinoma pozitivni, kar je predvsem rezultat posojil matičnih bank v tuji lasti podružnicam na tem območju.

### GIBANJA DEVIZNEGA TEČAJA

Na tečajna gibanja v državah članicah EU zunaj euroobmočja je leta 2008 močno vplival režim deviznega tečaja v posamezni državi. Valute Danske, Estonije, Latvije, Litve in Slovaške so sodelovale v ERM II. Njihov standardni razpon nihanja je bil  $\pm 15\%$  okrog osrednjega tečaja do eura, razen pri danski kroni, ki je imela manjši razpon širine  $\pm 2,25\%$  (glej graf 38). Nekatero države so se z udeležbo v ERM II tudi enostransko zavezale, da bodo vzdrževale manjši razpon nihanja. Te enostranske zaveze za ECB ne pomenijo nobenih dodatnih obveznosti. Posebej je bilo dogovorjeno, da se estonska krona in litovski litas lahko pridružita ERM II s svojim obstoječim valutnim odborom. Latvija je napovedala, da bo ohranjala tečaj latsa na ravni osrednjega tečaja do eura z razponom nihanja  $\pm 1\%$ . Sporazumi o sodelovanju držav, ki so se ERM II pridružile leta 2004 ali pozneje (tj. vse zgoraj

navedene države razen Danske), vsi temeljijo tudi na vrsti drugih političnih zavez pristojnih oblasti. Te med drugim vključujejo izvajanje vzdržne javnofinančne politike in spodbujanje bolj umirjene rasti plač in plačnih gibanj, ki so skladna z rastjo produktivnosti, izvajanje preudarne kreditne politike in nadaljevanje strukturnih reform.

Pred zlomom banke Lehman Brothers septembra 2008 so bili razmiki na denarnem trgu v večini navedenih držav razmeroma stabilni, z izjemo določene volatilitosti na latvijskem trgu. V četrtem četrtletju leta 2008, ko so gibanja deviznega tečaja še vedno odražala uradne režime deviznega tečaja, so se razmiki na trgu obveznic in denarnem trgu glede na euroobmočje v vseh državah ERM II, razen na Slovaškem, zelo hitro in izrazito povečali, k čemur je prispevalo poglobljanje svetovne finančne krize ob hkratnem znižanju kreditne bonitete za Litvo in Latvijo ter odločitvijo bonitetnih agencij, da za Estonijo sprožijo pregled bonitete pred znižanjem. V Latviji, kjer je bilo širjenje razmika na denarnem trgu še zlasti izrazito, ter na Danskem sta centralni banki podprli svojo valuto s posegi na deviznem trgu in z večanjem razmika uradne obrestne mere glede na euroobmočje. Zaradi hitrega upadanja gospodarske aktivnosti in napetosti v finančnem sistemu je Latvija nacionalizirala svojo največjo banko v domači lasti in se decembra 2008 dogovorila za skupni mednarodni program finančne podpore v višini 7,5 milijarde EUR. Program vključuje ukrepe za stabilizacijo finančnega sektorja, obsežne domače gospodarske reforme, proračunsko konsolidacijo in precejšnje znižanje plač v javnem sektorju ter temelji na vezavi deviznega tečaja v sedanjem ozkem razponu nihanja, da bi Latvija tako lahko dosegla svoj politični cilj čimprejšnjega vstopa v euroobmočje.

Nasprotno se zdi, da je pričakovani vstop Slovaške v euroobmočje zaščitil slovaško krono pred negativnim vplivom svetovne finančne krize. V prvi polovici leta 2008 se je krona v primerjavi z eurom precej okrepila. 29. maja je njen osrednji tečaj glede na euro revalviral za 17,6472% na 30,1260 SKK. Po sklepu Sveta EU julija 2008, ki je Slovaški odobril uvedbo eura,

je slovaška krona ostala blizu svojemu novemu osrednjemu tečaju, ki je bil hkrati tudi tečaj za pretvorbo kron v eure ob uvedbi eura 1. januarja 2009.

Med valutami držav članic EU zunaj euroobmočja, ki niso sodelovale v ERM II, so se gibanja od države do države precej razlikovala (glej graf 39). Večina valut je bila v prvi polovici leta 2008 razmeroma stabilna, medtem ko so druge, kot so češka krona, madžarski forint in poljski zlot, apreciirale in dosegle rekordne vrednosti glede na euro. Od septembra so zaradi stopnjevanja finančne krize, katero so spremljali obsežno globalno razdolževanje in velike težave v delovanju medbančnih trgov po vsem svetu, tečaji več valut zelo hitro in strmo upadli, kar še zlasti velja za poljski zlot, madžarski forint, romunski lev in v manjši meri za češko krono.

Skupni mednarodni program finančne pomoči Madžarski za ublažitev napetosti na njenem finančnem trgu je sprva (konec oktobra in v novembru 2008) pomagal blažiti negativne pritiske na forint in druge valute v regiji. Vse slabši gospodarski obeti, skupaj z novembrskim

**Graf 39** Gibanja valut držav članic EU zunaj ERM II

(dnevni podatki; indeks: 2. januar 2008 = 100)



Vir: ECB.

znižanjem bonitetne ocene za Madžarsko in Romunijo, pa so pripeljali do nadaljnje deprecijacije zlota, forinta in leva. Zaradi valutnega odbora na podlagi eura je ostalo razmerje med bolgarskim levom in eurom trdno, ne glede na povečanje razmika obrestne mere glede na euroobmočje. Britanski funt je zaradi naraščajočega strahu pred recesijo v Združenem kraljestvu in zmanjševanja razlik v obrestnih merah glede na euroobmočje v četrtem četrtletju močno oslabil v razmerju do eura. V letu 2008 je nasproti euru močno deprecirala tudi švedska krona.

### FINANČNA GIBANJA

Med januarjem in decembrom 2008 je na donosnost dolgoročnih državnih obveznic v državah članicah EU zunaj euroobmočja (razen Estonije, za katero primerljiva dolgoročna obrestna mera ni na voljo) močno vplivala svetovna finančna kriza. Spremembe portfeljev zaradi splošnega večanja odpora vlagateljev do tveganja so bile pomemben dejavnik, ki je poganjal gibanja na trgu obveznic v teh državah. Gibanja donosnosti državnih obveznic v večini držav članic EU zunaj euroobmočja so bila v prvi polovici leta 2008 podobna tistim v euroobmočju, kjer so bili donosi razmeroma stabilni. Temu je sledilo obdobje povečevanja razlik med državami zunaj euroobmočja, ko so posamezne države izkazovale upadanje donosov, enako kot v euroobmočju, v drugih pa so se donosi nenadoma povečevali. Decembra 2008 so bile dolgoročne obrestne mere v državah članicah EU zunaj euroobmočja v povprečju za približno 85 bazičnih točk višje kot na začetku leta 2008, medtem ko so se za primerjavo v euroobmočju znižale za več kot 34 bazičnih točk. Do največjega dviga je prišlo v Litvi in Latviji (za 430 oziroma 330 bazičnih točk), večinoma zaradi vse večjih težav teh vlad pri izpolnjevanju svojih potreb po financiranju glede na strm upad gospodarske rasti.

Med januarjem in decembrom 2008 so se razmiki donosnosti državnih obveznic v državah članicah EU zunaj euroobmočja glede na euroobmočje v povprečju povečali. V Litvi in Latviji so dosegli dolgoročno rekordne vrednosti in decembra znašali okrog 500 bazičnih točk.

Kot na trgih obveznic so v letu 2008 tudi na borzne indekse v vseh državah članicah EU zunaj euroobmočja negativno vplivali večja negotovost, negativni občutki glede prihodnjega gospodarskega razvoja ter novice o novih izgubah v finančnem sektorju. Delniške trge sta na splošno zaznamovala visoka volatilitnost in izrazit padec – v povprečju za 50% v obdobju od decembra 2007 do decembra 2008. Cene delnic so najbolj padle v Bolgariji in Romuniji, kjer so se znižale za več kot 70%, kar v glavnem odraža dejstvo, da za vlagatelje kapitalski trgi teh držav predstavljajo večje tveganje.

### 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 10).

V letu 2008 sta ostala denarna politika in režim deviznega tečaja v večini držav članic EU zunaj euroobmočja večinoma nespremenjena. Vseeno je Madžarska februarja 2008 dotedanji fiksni tečaj do eura zamenjala s prosto drsečim deviznim tečajem in sprostila svoj obstoječi režim inflacijskega ciljanja. Hkrati so nekatere države zaradi prihodnje denarne vključitve v euroobmočje nekoliko izpopolnile svoj okvir denarne politike.

S poglobljanjem svetovnih finančnih pretresov jeseni 2008 se je denarna politika teh držav znašla pred vrsto preizkušenj, saj so se v številnih na medbančnem trgu pojavile likvidnostne omejitve, na deviznem trgu pa večje napetosti. Odzivi nacionalnih centralnih bank na te izzive so bili različni, pogojevali pa so jih predvsem gospodarske razmere in obstoječi okvir denarne politike.

Kar zadeva sklepe o denarni politiki v letu 2008, je večina centralnih bank, ki sodelujejo v ERM II, sprejela ukrepe denarne politike, ki so pogosto sledili ukrepom ECB. Julija je ECB izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja dvignila za 25 bazičnih točk, nato pa jo je v zadnjem četrtletju leta v treh korakih ponovno znižala za skupno 175 bazičnih točk.

Българска народна банка (bolgarska narodna banka), Lietuvos bankas in Eesti Pank zaradi valutnega odbora nimajo uradne obrestne mere denarne politike, ampak se samodejno prilagajajo novim obrestnim meram ECB. Poleg tega sta zaradi upada zaupanja med domačimi bankami in likvidnostnih pritiskov na medbančnih trgih prvi dve od zgornjih nacionalnih centralnih bank znižali zahteve glede obveznih rezerv, da bi tako zmanjšali likvidnostne omejitve.

Med državami, ki sodelujejo v ERM II in nimajo valutnega odbora, je Latvijas Banka, ki vzdržuje razpon nihanja  $\pm 1\%$  okrog osrednjega tečaja latsa do eura, skozi vse leto ohranjala ključno obre-

stno mero pri 6%. Nasprotno je obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita zvišala za 100 bazičnih točk na 3% in za to odprto ponudbo uporabljala različne obrestne mere glede na število dni, ko je bila ponudba uporabljena v obdobju zadnjih 30 dni. Latvijas Banka je prav tako zmanjšala stopnjo obveznih rezerv za bančne obveznosti nad dve leti v petih korakih za skupno 500 bazičnih točk na 3% in za druge obveznosti za skupno 300 bazičnih točk na 5%, da bi tako zmanjšala likvidnostne omejitve v bančnem sektorju. Decembra 2008 je Latvijas Banka sklenila posel zamenjave s centralnima bankama Sveriges Riksbank in Danmarks Nationalbank, kar ji je omogočilo, da si je izposodila do 500 milijo-

**Tabela 10 Uradna strategija denarne politike držav članic EU zunaj euroobmočja**

	Strategija denarne politike	Valuta	Značilnosti
Bolgarija	Ciljni devizni tečaj	Bolgarski lev	Ciljni devizni tečaj: vezan na euro po tečaju 1,95583 BGN za 1 EUR v okviru režima valutnega odbora.
Češka	Ciljna inflacija	Češka krona	Ciljna inflacija: 3% $\pm 1$ odstotna točka do konca leta 2009, nato 2% $\pm 1$ odstotna točka. Uravnava drsenje deviznega tečaja.
Danska	Ciljni devizni tečaj	Danska krona	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja $\pm 2,25\%$ okoli centralne paritete 7,46038 DKK za 1 EUR.
Estonija	Ciljni devizni tečaj	Estonska krona	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja $\pm 15\%$ okoli centralne paritete 15,6466 EEK za 1 EUR. Estonija še naprej ohranja režim valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Latvija	Ciljni devizni tečaj	Latvijski lats	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja $\pm 15\%$ okoli centralne paritete 0,702804 LVL za 1 EUR. Latvija še naprej ohranja razpon nihanja $\pm 1\%$ kot svojo enostransko zavezanost.
Litva	Ciljni devizni tečaj	Litovski litas	Sodeluje v ERM II z razponom nihanja $\pm 15\%$ okoli centralne paritete 3,45280 LTL za 1 EUR. Litva še naprej ohranja režim valutnega odbora kot svojo enostransko zavezanost.
Madžarska	Ciljna inflacija	Madžarski forint	Ciljna inflacija: 3% $\pm 1$ odstotna točka je srednjeročni cilj od leta 2007 dalje. Prosto drseči devizni tečaj.
Poljska	Ciljna inflacija	Poljski zlot	Ciljna inflacija: 2,5% $\pm 1$ odstotna točka (12-mesečno povečanje CPI). Prosto drseči devizni tečaj.
Romunija	Ciljna inflacija	Romunski lej	Ciljna inflacija: 3,8% in 3,5% $\pm 1$ odstotna točka do konca leta 2008 oziroma 2009. Uravnava drsenje deviznega tečaja.
Slovaška	Ciljna inflacija v razmerah ERM II	Slovaška krona	Sodelovala v ERM II z razponom nihanja $\pm 15\%$ okoli centralne paritete 35,4424 SKK za 1 EUR oziroma 30,1260 SKK za 1 EUR od 29. maja dalje. Ciljna inflacija pod 2% do konca leta 2008. 1. januarja 2009 je uvedla euro.
Švedska	Ciljna inflacija	Švedska krona	Ciljna inflacija: 2% povečanje CPI s tolerančnim razponom $\pm 1$ odstotne točke. Prosto drseči devizni tečaj.
Združeno kraljestvo	Ciljna inflacija	Britanski funt	Ciljna inflacija: 2% (12-mesečno povečanje CPI). <sup>1)</sup> Pri odstopanju za več kot 1 odstotno točko Odbor za denarno politiko pošlje odprto pismo finančnemu ministru. Prosto drseči devizni tečaj.

Vir: ESCB.

1) CPI je enak HICP.

nov EUR kot kratkoročno financiranje za ohranjanje makroekonomske in finančne stabilnosti.

Danmarks Nationalbank je povečala svojo ključno obrestno mero za skupno 125 bazičnih točk v štirih korakih med majem in oktobrom 2008. Medtem ko je julijski sklep sledil zvišanju za 25 bazičnih točk, ki ga je izvedla ECB, so bili drugi ukrepi sprejeti, ko je ostala obrestna mera ECB za glavne operacije refinanciranja Eurosistema nespremenjena ali se je celo znižala, cilj teh ukrepov pa je bil povečati razmik med obrestnimi merami denarne politike glede na euroobmočje. Namen zvišanja obrestnih mer centralne banke Danmarks Nationalbank je bil podpreti šibko krono v obdobjih napetosti na deviznih trgih. Oktobra sta Danmarks Nationalbank in ECB napovedali ukrepe za izboljšanje likvidnosti na kratkoročnih trgih euroobmočja in vzpostavili linijo poslov zamenjave, ki je znašala 12 milijard EUR. To je sledilo sklenitvi podobnega dogovora Danmarks Nationalbank z ameriško centralno banko Federal Reserve System v septembru. Ko so se napetosti na danskih finančnih trgih nekoliko umirile, je Danmarks Nationalbank v novembru in decembru 2008 sledila ECB in ključno obrestno mero v dveh korakih znižala za skupno 125 bazičnih točk.

V luči bližnje uvedbe eura na Slovaškem je Národná banka Slovenska sledila oktobrskemu sklepu denarne politike ECB in zmanjšala repo obrestno mero v treh korakih za skupno 175 bazičnih točk na 2,5%. Poleg tega je zožila koridor za obrestne mere čez noč okrog repo obrestne mere na 100 bazičnih točk.

Večina nacionalnih centralnih bank z inflacijskimi ciljanjem, ki ne sodelujejo v ERM II, je na začetku leta 2008 zaostriła svojo denarno politiko, da bi obvladala inflacijske pritiske, ki so večinoma izvirali iz rasti cen hrane in energentov, v nekaterih državah pa tudi iz močne rasti plač. V prvih treh četrtletjih 2008 so Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank in Narodowy Bank Polski svojo ključno obrestno mero denarne politike v več korakih zvišale za po 100 bazičnih točk, medtem ko je Banca Națională a României svojo ključno obrestno mero

v šestih korakih zvišala za 275 bazičnih točk. Česká národní banka je svojo glavno obrestno mero zvišala le enkrat, in sicer za 25 bazičnih točk v februarju, vendar je v avgustu nato sprejela nasproten ukrep. Bank of England, ki je svojo obrestno mero začela zniževati že decembra 2007, je z zmanjševanjem obrestne mere nadaljevala tudi v prvih treh četrtletjih leta 2008.

S popuščanjem inflacijskih pritiskov zaradi padanja cen primarnih surovin, slabših gospodarskih obetov in poglobljanja svetovne finančne krize, je večina nacionalnih centralnih bank z inflacijskim ciljanjem v četrtem četrtletju 2008 obrestne mere znižala. Bank of England in Sveriges Riksbank sta 8. oktobra v usklajeni akciji z ECB in drugimi centralnimi bankami zunaj EU obrestno mero znižali za 50 bazičnih točk. 22. oktobra je Magyar Nemzeti Bank v odgovor na gibanja na finančnem trgu svojo ključno obrestno mero denarne politike zvišala za 300 bazičnih točk. Nasprotno sta Bank of England in Sveriges Riksbank v zadnjem četrtletju obrestno mero v več korakih znižali za skupno 300 oziroma 275 bazičnih točk. S serijo znižanj obrestne mere denarne politike so v novembru in decembru sledile tudi centralne banke Češke, Poljske in Madžarske, ki so svojo obrestno mero znižale za skupno 125, 100 oziroma 150 bazičnih točk.







Nekdanji predsednik ECB Willem F. Duisenberg z ženo Gretto in nemški kancler Helmut Kohl prihajajo na slovesnost ob ustanovitvi ECB 30. junija 1998.

## POGLAVJE 2

# CENTRALNOBANČNE OPERACIJE IN DEJAVNOSTI

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

## I.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Operacije denarne politike Eurosistema na eni strani vključujejo operacije odprtega trga – operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije finega uravnavanja – na drugi strani pa odprte ponudbe. V operativnem okviru izvajanja denarne politike, ki temelji na sistemu obveznih rezerv, se ti instrumenti uporabljajo za upravljanje likvidnostnih razmer na medbančnem denarnem trgu s ciljem uravnavanja zelo kratkoročnih obrestnih mer blizu ključni obrestni meri denarne politike Eurosistema.

Leta 2008 je Svet ECB štirikrat sprejel sklepe, ki so vplivali na ključne obrestne mere ECB. Na dan 3. julija je Svet ECB sklenil zvišati ključno obrestno mero ECB za 25 bazičnih točk na 4,25%. Na dan 8. oktobra, 6. novembra in 4. decembra je sklenil znižati ključne obrestne mere ECB na 3,75%, 3,25% oziroma 2,50%. Poleg tega je Svet ECB 8. oktobra sklenil, da z 9. oktobrom zoži koridor odprtih ponudb okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja z 200 na 100 bazičnih točk. Zaradi tega je bila odprta ponudba mejnega posojila določena 50 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, za odprto ponudbo mejnega depozita pa 50 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja. Svet ECB je 8. decembra sklenil, da se 21. januarja 2009 spet vzpostavi širina koridorja na raven, ki je veljale pred oktobrom.

Na izvajanje denarne politike v letu 2008 so vplivala prizadevanja Eurosistema za reševanje napetosti na denarnih trgih, povezanih s finančnimi pretresi. V prvem valu ukrepov v obdobju do septembra je Eurosistem pred dobavljaval ponudbo likvidnosti na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, s čimer je bankam omogočil, da so obvezne rezerve izpolnile nekoliko prej v obdobju izpolnjevanja, pozneje pa jo je zmanjšal, tako da je skupna ponudba likvidnosti v celotnem obdobju izpolnjevanja ostala nespremenjena. Hkrati se je povprečna zapadlost operacij odprtega trga zaradi poveča-

Graf 40 Ključne obrestne mere ECB in EONIA



Vir: ECB.

1) Do 14. oktobra 2008 izključna obrestna mera; od 15. oktobra 2008 fiksna obrestna mera.

nja deleža likvidnosti, zagotovljene prek dolgoročnih operacij, podaljšala.

ECB je oktobra 2008 po izrazitem poslabšanju razmer na finančnih trgih po propadu banke Lehman Brothers sprejela drugi val ukrepov. Ti ukrepi so med drugim predvidevali izvajanje operacij odprtega trga v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, zoženje koridorja, ki ga tvorita obrestni meri odprtih ponudb, z 200 na 100 bazičnih točk in razširitev seznama finančnega premoženja, primerne za zavarovanje terjatev v kreditnih operacijah Eurosistema.

Vsi ti ukrepi so bili namenjeni zagotavljanju stalnega dostopa solventnih bank do likvidnosti, s čimer naj bi pomagali izboljšati ohromljeno delovanje denarnega trga, hkrati pa tudi uravnavali kratkoročne obrestne mere (več podrobnosti je navedenih v okvirju 10).

## OPERACIJE DENARNE POLITIKE V OBDOBJU VOLATILNOSTI NA FINANČNIH TRGIH

Pretrsi na finančnih trgih so vplivali na izvajanje operacij denarne politike skozi vse leto 2008. Ta okvir opisuje operacije denarne politike, ki jih je ECB izvajala v povezavi s finančnimi pretresi. Osredotoča se na ukrepe upravljanja likvidnosti prek operacij v eurih in v tujih valutah ter opisuje, kako je v tem obdobju sistem zavarovanja terjatev podpiral izvajanje denarne politike.

V letu 2008 lahko ločimo dve fazi upravljanja likvidnosti. Prva zajema obdobje od januarja do septembra, ko je ECB pretežno nadaljevala ukrepe, ki jih je sprejela v drugi polovici leta 2007. Druga faza se je začela s propadom banke Lehman Brothers v septembru, kar je poglobilo napetosti na denarnem trgu in sprožilo nov val ukrepov upravljanja likvidnosti.

### Upravljanje likvidnosti od januarja do septembra 2008

Ukrepe ECB za reševanje napetosti na denarnem trgu v obdobju od januarja do septembra 2008 lahko razvrstimo v tri skupine.

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

V tem obdobju je ECB povečala ponudbo likvidnosti na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv in jo zmanjšala ob koncu. Takšno „predobavljanje“ likvidnosti je nasprotnim strankam omogočilo, da so obvezne rezerve izpolnile nekoliko prej v obdobju izpolnjevanja, povprečna ponudba likvidnosti pa je v celotnem obdobju izpolnjevanja ostala nespremenjena. Kreditne institucije so obvezne rezerve raje izpolnjevale razmeroma zgodaj v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv zaradi razmer visoke negotovosti in vse manjšega prometa zlasti na dolgoročnejših segmentih denarnega trga. V nekaterih primerih je ECB izvajala operacije finega uravnavanja na dan znotraj obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, da bi usmerjala kratkoročne obrestne mere blizu obrestni meri denarne politike.

#### 2 Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja

V tem obdobju je ostalo stanje refinanciranja, zagotovljenega prek dolgoročnejših operacij (ki se je povečalo s približno 30% pred začetkom finančnih pretresov julija 2007 na približno 60% januarja 2008), bolj ali manj nespremenjeno. Svet ECB<sup>1</sup> je 7. februarja 2008 sklenil obnoviti dve dodatni trimesečni operaciji, ki sta bili uvedeni v letu 2007, zato da bi podprl normalizacijo denarnega trga (na začetku za znesek 60 milijard EUR, nato pa za znižan znesek 50 milijard EUR). Hkrati se je povprečna zapadlost refinanciranja še dodatno podaljšala, ko sta bili uvedeni dodatni operaciji dolgoročnejšega financiranja z zapadlostjo tri in šest mesecev. Svet ECB je 28. marca 2008 sklenil uvesti dodatne trimesečne operacije v višini 50 milijard EUR in šestmesečne operacije. Prvi takšni šestmesečni operaciji sta bili poravnani 3. aprila in 10. julija, vsaka v znesku 25 milijard EUR. V letu 2008 so bile vse te operacije ob zapadlosti podaljšane.

<sup>1</sup> Celoten seznam sporočil, ki jih je objavila ECB, je na spletni strani: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

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

Da bi se ECB odzvala na motnje v razpoložljivosti financiranja v ameriških dolarjih na evropskih trgih, ki so jih sprožili pretresi na finančnih trgih, je v letu 2007 z ameriškim sistemom centralnih bank vzpostavila povratno valutno zamenjavo (*reciprocal currency arrangement (swap line)*). V povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih ameriškega sistema centralnih bank ter v tesnem sodelovanju z drugimi centralnimi bankami je Eurosistem svojim nasprotnim strankam zagotovil financiranje v ameriških dolarjih, ki ga je prejel prek te zamenjave, ob predložitvi primernega finančnega premoženja za zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema.

Eurosistem je prvič zagotovil dolarsko likvidnost decembra 2007 v dveh operacijah, ki sta bili v januarju 2008 podaljšani. Glede na zmanjšano povpraševanje po ameriških dolarjih, ki je sledilo tem operacijam, je Eurosistem februarja začasno prenehal izvajati operacije financiranja v ameriških dolarjih. Vendar so se likvidnostni pritiski na trgih financiranja v februarju in na začetku marca ponovno povečali ter spodbudili usklajeno ukrepanje več centralnih bank, da bi ponovne napetosti omilile. Kot del tega usklajenega ukrepanja je Svet ECB 11. marca sklenil ponovno aktivirati zagotavljanje financiranja v ameriških dolarjih svojim nasprotnim strankam.

Financiranje v ameriških dolarjih je bilo zagotovljeno vsaka dva tedna z zapadlostjo 28 dni in za znesek 15 milijard USD v vsaki avkciji. Toda glede na vztrajne napetosti denarnega trga na nekaterih trgih financiranja – kar se je kazalo v visokih obrestnih merah za depozite, daljše kot čez noč (npr. en teden), v različnih valutah, nenavadno visokih dolarskih obrestnih merah (kot jih implicirajo swap točke valutnih zamenjav) in v visokem povpraševanju v dolarskih operacijah Eurosistema – je bil 2. maja znesek v vsaki od dvotedenskih avkcij zvišan na 25 milijard USD.

Da bi bolje zadovoljili potrebe bank po financiranju v ameriških dolarjih, so bili obstoječi instrumenti Eurosistema za financiranje v ameriških dolarjih 30. julija dodatno okrepljeni. ECB je usklajeno z ameriškim sistemom centralnih bank najavila uvedbo 84-dnevne avkcije v ameriških dolarjih, da bi dopolnila obstoječe 28-dnevno dolarsko financiranje. Skupni znesek pa je ostal nespremenjen na ravni 50 milijard USD.

#### Upravljanje likvidnosti od oktobra do decembra 2008

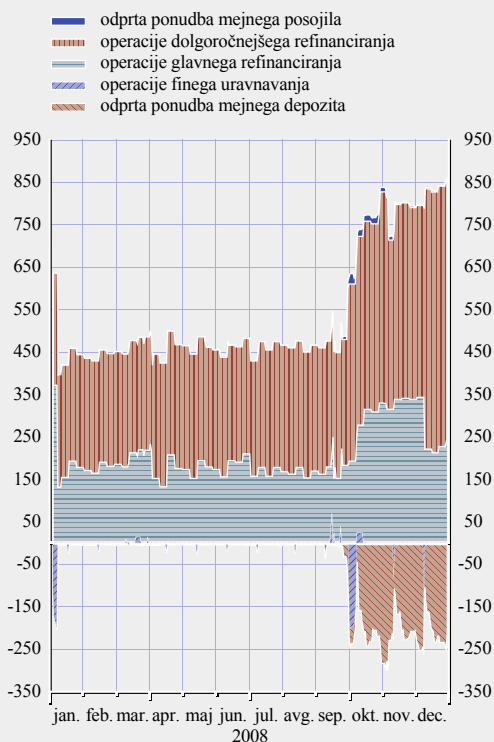
Ker so se napetosti v vseh segmentih denarnega trga sredi septembra 2008 še poglobile, je ECB sprejela pet dodatnih ukrepov upravljanja likvidnosti..

#### 1 Avkcije s fiksno mero in polno dodelitvijo

Povečan pritisk na finančnih trgih v drugi polovici septembra in na začetku oktobra 2008 je povzročil dodatne motnje na denarnih trgih, kar je kreditnim institucijam vedno bolj oteževalo pridobivanje financiranja na denarnem trgu. Kot odgovor na to je Svet ECB 8. oktobra sklenil, da se bodo od 15. oktobra in najmanj do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se konča 20. januarja 2009, vse operacije glavnega refinanciranja izvajale kot avkcije s fiksno mero in polno dodelitvijo. Namen tega ukrepa je bil dati udeležencem na trgu signal, da je ECB pripravljena zagotoviti toliko likvidnosti, kot je potrebno, da bi se izognili likvidnostni krizi. Zaradi tega ukrepa se je bistveno povečal skupen obseg operacij odprtega trga v eurih, saj je ponudbo

### Graf A Zagotavljanje likvidnosti prek operacij odprtega trga in uporaba odprtih ponudb

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

### Graf B Razpon med EONIA in obrestno mero v operacijah glavnega refinanciranja

(do 14. oktobra izključna obrestna mera; od 15. oktobra fiksna obrestna mera)



Vir: ECB.

likvidnosti zdaj določal skupni znesek, ki ga licitirajo nasprotni stranke (glej graf A). Politika polne dodelitve je bila de facto uvedena 9. oktobra z operacijo finega uravnavanja za zagotavljanje likvidnosti, v kateri so bile vse protiponudbe izpolnjene.

Poleg tega je Svet ECB 15. oktobra sklenil uporabiti avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo tudi pri operacijah dolgoročnejšega refinanciranja (in dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja), z veljavnostjo od 30. oktobra do vsaj konca prvega četrtrletja leta 2009.

Okrepljeno zagotavljanje likvidnosti je bistveno ublažilo napetosti kratkoročnega denarnega trga in pripeljalo do splošnega upadanja EONIA, in sicer od datuma najave dalje (glej graf B). Od sredine oktobra do konca leta 2008 se je EONIA ves čas ohranjala pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja. Poleg tega se je v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv EONIA znižala v skladu s postopnim izpolnjevanjem obveznih rezerv nasprotnih strank in povečanjem splošne uporabe odprte ponudbe mejnega depozita.

## 2 Zoženje koridorja odprtih ponudb

Svet ECB je 8. oktobra prav tako sklenil zožiti širino koridorja dveh odprtih ponudb (tj. odprte ponudbe mejnega posojila in mejnega depozita) z 200 na 100 bazičnih točk. Obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila je bila določena 50 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, za odprto ponudbo mejnega depozita pa 50 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja. Namen zoženja koridorja je bil še bolj olajšati upravljanje likvidnosti v bankah s ponujanjem cenejšega centralnobančnega posredništva bančnemu sektorju. Ta ukrep je začel veljati 9. oktobra in je ostal v veljavi do 20. januarja 2009, ko je bila širina koridorja ponovno razširjena na 200 bazičnih točk.

### 3 Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Po sklepu ECB z dne 15. oktobra je bilo zagotavljanje dolgoročnejšega refinanciranja okrepljeno z obnavljanjem obstoječih operacij in z uvedbo novih operacij. Posledično so bile v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv izvedene štiri dolgoročnejše operacije: ena v dolžini obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (operacija refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti), dve z zapadlostjo treh mesecev in ena z zapadlostjo šestih mesecev. Posledično se je do konca leta 2008 delež operacij glavnega refinanciranja v skupnem obsegu refinanciranja zmanjšal na približno 28%, medtem ko so operacije dolgoročnejšega refinanciranja, dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacija refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti predstavljale preostalih 72% (glej graf A).

### 4 Dodatne operacije zagotavljanja ameriških dolarjev in švicarskih frankov

#### *Operacije Eurosistema za zagotavljanje ameriških dolarjev*

Od sredine septembra 2008 so se napetosti na dolarskih denarnih trgih bistveno poslabšale. Tako so bile obrestne mere za depozite v ameriških dolarjih v azijskih, evropskih in zgodnjih ameriških urah trgovanja zelo visoke, občasno so znašale več kot 10%. Likvidnost trga na trgu valutnih zamenjav je bila prav tako nenavadno nizka z znaki povečanega stresa in segmentacije trga, pri čemer je postal dostop do dolarskega financiranja za institucije zunaj ZDA izjemno težak. Kot odgovor je Eurosistem še dodatno okrepil zagotavljanje dolarske likvidnosti nasprotnim strankam Eurosistema, tako da je k obstoječim 28-dnevnim in 84-dnevnim operacijam dodal operacije s 7-dnevno zapadlostjo in nato z zapadlostjo čez noč. Dodatno je v dveh korakih zvišal znesek, ponujen nasprotnim strankam v teh operacijah zagotavljanja ameriških dolarjev, pri čemer je vsakič povečal tudi linijo zamenjave z ameriško centralno banko. Na začetku oktobra je najvišji znesek v operacijah zagotavljanja dolarske likvidnosti Eurosistema dosegel 50 milijard USD pri operacijah čez noč, 40 milijard USD pri 28-dnevnih operacijah in 20 milijard USD pri 84-dnevnih operacijah.

ECB se je 15. oktobra glede na prevladujočo visoko raven negotovosti v bančnem sistemu v sodelovanju z ameriško centralno banko zavezala, da bo sprejela vse protiponudbe po fiksni obrestni meri v 7-, 28- in 84-dnevnih operacijah, medtem ko so bile operacije čez noč ustavljene.

Da bi ECB omilila morebitno nezadostno razpoložljivost primerne finančne premoženja, ki se lahko uporabi kot zavarovanje, ob upoštevanju polne dodelitve v operacijah zagotavljanja evrske in dolarske likvidnosti, je 15. oktobra 2008 najavila, da bo Eurosistem tudi operacije zagotavljanja dolarske likvidnosti izvajal v obliki valutnih zamenjav EUR/USD. Te operacije valutnih zamenjav, ki so se izvajale vzporedno z obstoječimi zavarovanimi repo posli v dolarjih, so bile ravno tako financirane prek dogovora o zamenjavi z ameriškim sistemom centralnih bank, ki je bil podaljšan do 30. aprila 2009.

Repo posli Eurosistema v ameriških dolarjih so še naprej privabljali razmeroma visoko povpraševanje (z visokimi zneski protiponudb in velikim številom ponudnikov), medtem ko je udeležba v dolarskih operacijah valutne zamenjave na splošno ostala zelo omejena tako po obsegu protiponudb kot po številu sodelujočih.

#### *Operacije Eurosistema za zagotavljanje švicarskih frankov*

Povečane napetosti na mednarodnih denarnih trgih oktobra 2008 so povzročile tudi pritiske na zvišanje kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga v švicarskih frankih. Hkrati so se povečale potrebe bank, ki nimajo neposrednega dostopa do operacij švicarske centralne banke, po financiranju v švicarskih frankih, predvsem v euroobmočju. Zato sta 15. oktobra Swiss National Bank in ECB skupno najavili ukrepe za izboljšanje likvidnosti v švicarskih frankih na kratkoročnih denarnih trgih, pri čemer bo Eurosistem svojim nasprotnim strankam zagotovil financiranje v švicarskih frankih, ki ga je prejel prek linije zamenjave s centralno banko Swiss National Bank.

Zagotavljanje likvidnosti v švicarskih frankih s strani Eurosistema je bilo v obliki valutnih zamenjav EUR/CHF po fiksni ceni in z najvišjim zneskom dodelitve, ki ga je določila ECB v sodelovanju s švicarsko centralno banko. Te zamenjave so bile najprej uvedene samo s sedemdnevno zapadlostjo, pozneje pa dopolnjene z zamenjavami s trimesečno zapadlostjo, katerih namen je bil zmanjšati napetost na tem segmentu denarnega trga v švicarskih frankih.

Najvišji znesek v vsaki od teh avkcij je bil določen na ravni 20 milijard EUR v 7-dnevnih in 5 milijard EUR v 84-dnevnih operacijah. Valutne zamenjave EUR/CHF so imele relativno skromno povpraševanje, pri čemer so bili obsegi protiponudb v vseh operacijah pod maksimalnim zneskom. Razmerje med protiponudbami in kritjem je bilo stabilno na ravni okoli 0,6 v 7-dnevnih zamenjavah in okoli 0,1 v 84-dnevnih operacijah.

#### *Zagotavljanje eurske likvidnosti nekaterim centralnim bankam s strani ECB*

Oktobra in novembra 2008 je ECB podpisala sporazume o zagotavljanju eurske likvidnosti številnim centralnim bankam EU zunaj euroobmočja. Namen ECB pri sklepanju teh sporazumov je bil podpreti različne ukrepe, ki so jih sprejele te centralne banke in ki so vsi imeli za cilj izboljšati eursko likvidnost na njihovih domačih finančnih trgih.

Ta podpora je bila v obliki repo pogodb v znesku do 5 milijard EUR s centralno banko Magyar Nemzeti Bank in v znesku do 10 milijard EUR s centralno banko Narodowy Bank Polski. ECB in Danmarks Nationalbank sta sklenili povratno valutno zamenjavo v znesku 12 milijard EUR.

### **5 Razširitev seznama primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev**

Svet ECB je 15. oktobra začasno razširil seznam primernega finančnega premoženja, in sicer do konca leta 2009. Razpoložljivost primernega finančnega premoženja zaradi širokega sistema zavarovanja terjatev Eurosistema v večini leta 2008 ni bila omejitvev. Ne glede na to je bil v luči ponujanja likvidnosti v različnih zapadlostih v eurih in ameriških dolarjih ter uvedbe avkcij s fiksno mero in polno dodelitvijo seznam finančnega premoženja začasno razširjen, kot sledi:

- z 22. oktobrom 2008 je bil bonitetni prag za tržno in netržno finančno premoženje znižan z „A-“ na „BBB-“, z izjemo kolateraliziranih vrednostnih papirjev, za katere je še naprej veljal prag „A-“. Poleg tega je od 22. oktobra 2008 Eurosistem sprejemal tudi dolžniške instrumente, ki so jih izdale kreditne institucije, vključno s potrdili o vlogah, ki niso uvrščeni na organiziranem trgu, ampak se z njimi trguje na nekaterih neorganiziranih trgih, ki jih ECB šteje za sprejemljive. Podrejeni tržni dolžniški instrumenti, ki so zavarovani s sprejemljivim jamstvom in izpolnjujejo druga merila primernosti, so se prav tako lahko uporabljali kot zavarovanje;



- od 14. novembra je Eurosistem sprejemal tudi tržne dolžniške instrumente, izdane v euroobmočju v ameriških dolarjih, funtih in japonskih jeni, če ima njihov izdajatelj sedež v EGP.

Da bi izpolnili z zakonom določene obveznosti Eurosistema, da zagotovi, da njegova bilanca stanja ostane zaščitena pred finančnim tveganjem, se za povečan nabor primerne finančne premoženja uporabljajo ukrepi za obvladovanje tveganj. Širitev meril primernosti je torej kombinirana z budnim spremljanjem uporabe sistema.

### LIKVIDNOSTNE POTREBE BANČNEGA SISTEMA

Ko Eurosistem zagotavlja likvidnost prek operacij odprtega trga, upošteva dnevno oceno likvidnostnih potreb celotnega bančnega sistema euroobmočja. Likvidnostne potrebe so opredeljene kot vsota obveznih rezerv, sredstev na tekočih računih kreditnih institucij pri Eurosistemu, ki presegajo zahtevane rezerve (presežne rezerve), in avtonomni dejavniki. Avtonomni dejavniki so tiste postavke v bilanci stanja Eurosistema, na primer bankovci v obtoku in vloge države, ki vplivajo na imetja na tekočih računih kreditnih institucij, vendar niso pod neposrednim nadzorom upravljanja likvidnosti Eurosistema.

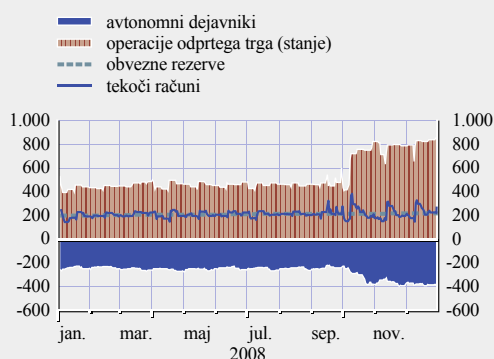
Leta 2008 so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema euroobmočja znašale 487,1 milijarde EUR, kar je za 10,3% več kot leta 2007 (glej graf 41). Eden od razlogov za to povečanje je bila stalna rast obveznih rezerv, ki so se povišala za 12,5% na 210,8 milijarde EUR. Naslednji pomembni razlog je bilo izjemno povečanje povpraševanja po bankovcih, ki ni bilo povezano s sezonskimi dejavniki. Graf 42 prikazuje, da se je količina bankovcev v obtoku precej povečala (za več kot 6% od septembra do začetka novembra 2008), kar je prispevalo k skupnemu povečanju likvidnostnih potreb. Avtonomni dejavniki so se leta 2008 skupno povečali za 8,9% na 274,5 milijarde EUR. Čeprav so se povprečne presežne rezerve v obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv, ki so se končala leta 2008, povečale za 0,2 milijarde EUR na 1,1 milijarde EUR, so ostale relativno zanemarljive in so znašale 0,5% obveznih rezerv.

### SISTEM OBVEZNIH REZERV

Kreditne institucije v euroobmočju morajo imeti obvezne rezerve na tekočih računih pri Eurosistemu.

**Graf 41 Likvidnostni dejavniki v euroobmočju leta 2008**

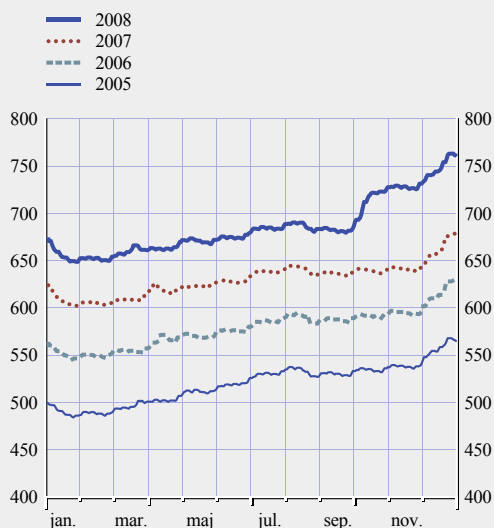
(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

**Graf 42 Bankovci v obtoku**

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

temu. Kot že od leta 1999 naprej so obvezne rezerve leta 2008 znašale 2% osnove za obvezne rezerve kreditnih institucij in so povprečno znašale 210,8 milijarde EUR. Prav z rastjo osnove za obvezne rezerve, ki jo določajo nekatere kratkoročne obveznosti v bilanci stanja kreditnih institucij, je mogoče pojasniti zgoraj navedeno 12,5% povečanje skupne vsote obveznih rezerv v letu 2008. Ker Eurosistem v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv rezervna imetja obrestuje po obrestni meri, ki je povprečje mejnih obrestnih mer v operacijah glavnega refinanciranja (če se izvajajo v obliki avkcij s spremenljivo obrestno mero) ali enaka fiksni obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja (v primeru avkcij s fiksno obrestno mero), sistem obveznih rezerv bančnemu sektorju ne nalaga nobenih večjih stroškov. Hkrati v operativnem okviru izvajanja denarne politike izpolnjujejo dve pomembni funkciji. Prvič, stabilizirajo kratkoročne obrestne mere denarnega trga, ker morajo biti obvezne rezerve v obdobju izpolnjevanja rezerv izpolnjene le v povprečju, kar kreditnim institucijam omogoča, da zgladijo začasne in nepričakovane likvidnostne prilive in odlive. Drugič, povečujejo likvidnostni primanjkljaj bančnega sistema, tj. skupno potrebo bank po refinanciranju Eurosistema.

### **OPERACIJE ODPRTEGA TRGA**

Eurosistem za upravljanje likvidnostnih razmer na denarnem trgu uporablja operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in operacije finega uravnavanja. Vse operacije za zagotavljanje likvidnosti morajo biti v celoti zavarovane. Operacije glavnega refinanciranja so redne operacije, ki se izvajajo tedensko in imajo navadno rok zapadlosti en teden. So glavni instrument za sporočanje naravnano sti denarne politike ECB.

Do 8. oktobra 2008 so se operacije glavnega refinanciranja izvajale kot avkcije z variabilno obrestno mero z izklicno obrestno mero, od 15. oktobra dalje pa kot avkcije s fiksno obrestno mero, v katerih so bile vse ponudbe sprejete. Število primernih nasprotnih strank se je leta 2008 povečalo s 1.693 na 2.099. Število se je povečalo predvsem oktobra in novembra, ko so neka-

tere banke zaradi omejitev pri najemanju posojil na denarnem trgu sklenile zaprositi za status primerne nasprotne stranke. V operacijah glavnega refinanciranja je leta 2008 sodelovalo povprečno 433 nasprotnih strank, 31% več kot leta 2007 (ko je povprečno sodelovalo 338 nasprotnih strank). To povečanje je bilo povezano tudi z okrepljenimi pritiski na denarnem trgu, zaradi česar so morale mnoge nasprotne stranke svoje likvidnostne potrebe izpolniti z najemanjem posojil pri ECB namesto na trgu. Število ponudnikov v operacijah glavnega refinanciranja se je še dodatno povečalo, ko se je ECB oktobra preusmerila na avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer s 354 pri avkcijah z variabilno obrestno mero na 747 pri avkcijah s fiksno obrestno mero.

Do 8. oktobra je Eurosistem v operacijah glavnega refinanciranja prek avkcij z variabilno obrestno mero dodelil povprečno 175 milijard EUR. Dodeljeni znesek se je v tem obdobju precej spreminjal zaradi politike preddobave, zaradi česar so se dodeljeni zneski tekom posameznega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv zmanjševali, in zaradi večje ponudbe likvidnosti prek operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Ko so bile 15. oktobra 2008 za operacije glavnega refinanciranja uvedene avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, so se zneski dodelitve močno povečali, povprečno na 291 milijard EUR. Likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja, je do konca leta 2008 predstavljala 28% skupnega obsega refinanciranja, kar je precej manj kot v preteklih letih, ko je znašala okrog 65-75%.

Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so mesečne operacije za zagotavljanje likvidnosti z zapadlostjo treh mesecev. Poleg teh operacij so bile leta 2008 postopno uvedene še številne druge dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Do konca leta sta bili v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv izvedeni dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ena z zapadlostjo treh mesecev in ena z zapadlostjo šestih mesecev, poleg tega pa še ena operacija refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti z zapadlostjo, enako dolžini obdo-

bja izpolnjevanja obveznih rezerv. Do sredine oktobra so se operacije dolgoročnejšega refinanciranja in dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja izvajale v obliki klasičnih avkcij z variabilno obrestno mero (tj. brez izklicne obrestne mere). Znesek dodelitve v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja in v trimesečnih dodatnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja je v tem obdobju znašal 50 milijard EUR (razen pri dveh dodatnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, ki sta bili poravnani 21. februarja in 13. marca, v katerih je bilo za vsako dodeljenih 60 milijard EUR). Dve od šestmesečnih dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja sta bili izvedeni za znesek 25 milijard EUR (2. aprila in 9. julija), ena pa za znesek 50 milijard EUR (8. oktobra).

Od 30. oktobra dalje so se tudi dolgoročnejše operacije izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Pri vseh teh operacijah se je kot obrestna mera uporabljala obrestna mera operacij glavnega refinanciranja. Preusmeritev na avkcije s fiksno obrestno mero je povzročila splošno povečanje zneskov dodelitve tudi pri dolgoročnejših operacijah. Vendar pa je fiksna obrestna mera, ki se je uporabljala pri teh avkcijah, zaradi velikih pričakovanj po znižanju ključnih obrestnih mer ECB, zlasti proti koncu leta 2008, sprožila le skromno povečanje zneskov dodelitve pri dodatnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja z zapadlostjo treh ali šestih mesecev. Konec leta 2008 je stanje dolgoročnejših operacij (operacij dolgoročnejšega refinanciranja, dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in operacij refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti) znašalo 617 milijard EUR, kar je predstavljalo največji delež refinanciranja bančnega sektorja s strani ECB vseh časov, približno 72% vseh operacij odprtega trga.

Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so odprte za isto skupino nasprotnih strank kot operacije glavnega refinanciranja, v letu 2008 jih je povprečno sodelovalo 157, v primerjavi s 145 leta 2007. Uvedba avkcij s fiksno obrestno mero je povzročila zmanjšanje povprečnega števila ponudnikov v operacijah dolgoročnejšega refinancira-

nja s 161 (v avkcijah z variabilno obrestno mero) na 146 (v avkcijah s fiksno obrestno mero). Pri operacijah refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti, ki so prav tako odprte za isto skupino nasprotnih strank, je v avkciji z variabilno obrestno mero, poravnani 30. septembra, sodelovalo 210 nasprotnih strank, medtem ko je v naslednjih dveh avkcijah s fiksno obrestno mero sodelovalo povprečno 97 nasprotnih strank.

ECB lahko izvaja ad hoc operacije finega uravnavanja za povečevanje in umikanje likvidnosti, s čimer upravlja likvidnostne razmere na trgu in uravnava obrestne mere. Eurosistem je do 5. oktobra 2008 za te operacije izbral omejeno število nasprotnih strank, ki so bile najbolj dejavne na denarnem trgu (136 dne 30. septembra 2008). Na podlagi sklepa Sveta ECB je bil dostop do operacij finega uravnavanja od 6. oktobra dalje razširjen, tako da je bila primernost odobrena vsem nasprotnim strankam, ki so na podlagi standardnih avkcij primerne za sodelovanje v operacijah odprtega trga Eurosistema in ki dodatno izpolnjujejo nekatera izbirna merila, ki jih določijo posamezne nacionalne centralne banke.

Leta 2008 je ECB izvedla 25 operacij finega uravnavanja. Praksa izvajanja operacij finega uravnavanja na koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv se je ohranila skozi celo leto, tako da je bilo zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv izvedenih 12 takih operacij. Preostalih 13 je bilo izvedenih kot odziv na prevladujoče likvidnostne razmere in kratkoročne obrestne mere denarnega trga. Na dan 2. in 3. januarja, ko so se napetosti, povezane s koncem leta, umirile, sta bili operaciji finega uravnavanja za umikanje likvidnosti izvedeni v razmerah presežne ponudbe likvidnosti. Na dan 20. in 31. marca sta bili zaradi napetosti na denarnem trgu, povezanih z obdobjem velikonočnih praznikov in stečaja investicijske banke Bear Stearns, izvedeni operaciji finega uravnavanja za povečanje likvidnosti. Da bi ECB omilila okrepljene pritiske na denarnih trgih v septembru, je med 15. septembrom in 9. oktobrom izvedla devet operacij finega uravnavanja, od tega pet za povečanje likvidnosti in štiri za umikanje likvidnosti.

## ODPRTE PONUDBE

Nasprotnne stranke lahko ob primernem zavarovanju na svojo pobudo uporabijo odprto ponudbo za pridobitev likvidnosti ali deponiranje likvidnosti v Eurosistemu čez noč. Do konca leta 2008 je imelo 2.267 nasprotnih strank dostop do odprte ponudbe mejnega posojila, 2.802 pa dostop do odprte ponudbe mejnega depozita. Obrestne mere za te odprte ponudbe načeloma določajo najvišjo in najnižjo obrestno mero čez noč, s čimer opravljajo pomembno funkcijo pri izvajanju denarne politike.

Kot ukrep za ublažitev napetosti na denarnem trgu je bil oktobra 2008 na podlagi sklepa Sveta ECB koridor med tema dvema obrestnima merama simetrično okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja zožen z 200 na 100 bazičnih točk. Ta ukrep je skupaj z obsežnimi dodelitvami v operacijah odprtega trga s fiksno obrestno mero prispeval k precej večji uporabi odprte ponudbe mejnega depozita (glej graf A v okvirju 10). Do 8. oktobra je povprečna dnevna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita znašala 2,5 milijarde EUR (v primerjavi z 0,5 milijarde EUR leta 2007). V obdobju od 9. oktobra do konca leta se je ta številka drastično povečala na 208,5 milijarde EUR. V tem obdobju je uporaba odprte ponudbe mejnega depozita v vsakem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv večinoma sledila podobnemu vzorcu: zneski so bili na začetku vsakega obdobja razmeroma majhni, nato pa so se povečali, ko je več nasprotnih strank izpolnilo svoje obvezne rezerve.

Povprečna dnevna uporaba odprte ponudbe mejnega posojila je do 8. oktobra znašala 0,9 milijarde EUR (v primerjavi z 0,2 milijarde EUR leta 2007), nato pa se je zvišala na 6,7 milijarde EUR. To zvišanje je bilo posledica relativno nižje obrestne mere za to odprto ponudbo zaradi zoženega koridorja, do neke mere pa je lahko povezano tudi z večjo negotovostjo glede likvidnostnih potreb posameznih bank.

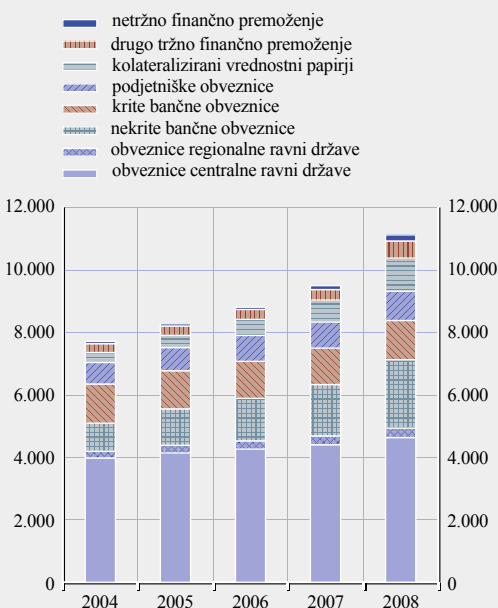
## PRIMERNO FINANČNO POMOŽENJE ZA ZAVAROVANJE TERJATEV V OPERACIJAH DENARNE POLITIKE

V skladu s prakso centralnih bank po vsem svetu morajo biti vse kreditne operacije Eurosist-

tema zadostno zavarovane. Koncept zadostnosti pomeni, prvič, da je Eurosistem v svojih kreditnih operacijah v glavnem zaščiten pred izgubami, in drugič, da mora širok razpon sodelujočih strank imeti na voljo zadostno zavarovanje, da bi lahko Eurosistem prek denarne politike in operacij plačilnega sistema zagotovil tak znesek likvidnosti, ki se mu zdi potreben. Zato Eurosistem za zavarovanje vseh svojih kreditnih operacij sprejema širok nabor finančnega premoženja. Ta značilnost sistema zavarovanja terjatev Eurosistema je skupaj z dostopnostjo do operacij odprtega trga Eurosistema širokemu krogu nasprotnih strank ključna za podporo izvajanju denarne politike v težkih časih. Vgrajena prožnost operativnega okvira je Eurosistemu omogočala zagotavljanje potrebne likvidnosti za reševanje ohromljenega delovanja denarnega trga večino leta 2008, ne da bi bil pri tem izpostavljen širšim omejitvam na strani zavarovanja. Svet ECB je šele proti koncu leta sklenil, da zaradi povečanja refinanciranja pri zapadlostih, daljših kot čez noč, v eurih in ameriških dolarjih ter zaradi uporabe avkcij s fiksno obrestno mero in polno

Graf 43 Primerno zavarovanje po vrsti finančnega premoženja

(v milijardah EUR, letna povprečja)



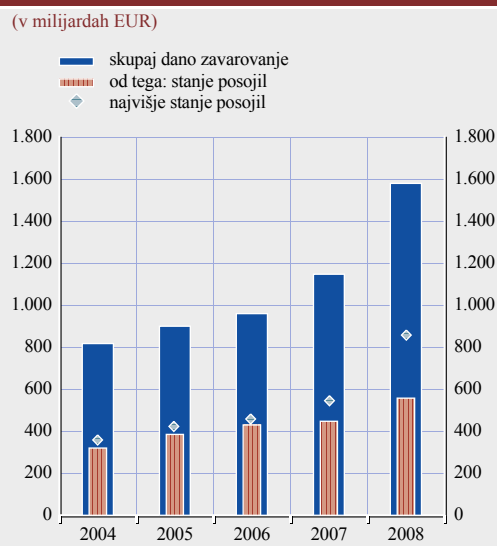
Vir: ECB.

dodelitvijo do konca leta 2009 začasno razširi seznam primerne zavarovanja (glej okvir 10).

Leta 2008 se je povprečni znesek primerne zavarovanja glede na leto 2007 povečal za 17,2% na skupno 11,1 bilijona EUR (glej graf 43). Državne obveznice v višini 4,9 bilijona EUR so predstavljale 44% celote, preostanek tržnega finančnega premoženja pa je bil v obliki nekritih bančnih obveznic (2,2 bilijona EUR ali 20%), kritih bančnih obveznic (1,2 bilijona EUR ali 11%), kolateraliziranih vrednostnih papirjev (1,1 bilijona EUR ali 9%), podjetniških obveznic (0,9 bilijona EUR ali 8%) in drugih obveznic, na primer tistih, ki jih izdajajo nadnacionalne organizacije (0,6 bilijona EUR ali 5%). Skupni obseg primerne tržnega finančnega premoženja je novembra 2008 zaradi začasnih ukrepov za razširitev seznama primerne zavarovanja znašal okrog 870 milijard EUR. Seznam primerne zavarovanja vključuje tudi netržno finančno premoženje, večinoma bančna posojila. V nasprotju s tržnim finančnim premoženjem se primerne netržnega finančnega premoženja ocenjuje le ob njegovem sprejetju, zato je obseg potencialno primerne netržnega finančnega premoženja težko meriti. Znesek netržnega finančnega premoženja, ki so ga nasprotne stranke predložile kot zavarovanje terjatev v kreditnih operacijah Eurosistema, je leta 2008 dosegel 0,2 bilijona EUR, kar je 2% skupnega primerne zavarovanja v Eurosistemu. Nižji bonitetni prag, začasno uveden za razširitev seznama primerne zavarovanja (glej okvir 10), se je uporabljal tudi za netržno finančno premoženje.

Povprečna vrednost tržnega in netržnega finančnega premoženja, ki so ga nasprotne stranke predložile kot zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema, se je močno povečala, in sicer s 1.148 milijard EUR v letu 2007 (popravljen navzgor s 1.101 milijard EUR) na 1.579 milijard EUR v letu 2008. To povečanje je bilo v glavnem posledica dejstva, da so nasprotne stranke v Eurosistemu po finančnih pretresih v avgustu predložile velike dodatne zneske zavarovanja (glej graf 44). Kot pokaže primerjava med zavarovanjem in stanjem posojil nasprotnim strankam Eurosistema, se je delež

**Graf 44** Dano zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema v primerjavi s stanjem posojil v operacijah denarne politike



Vir: ECB.

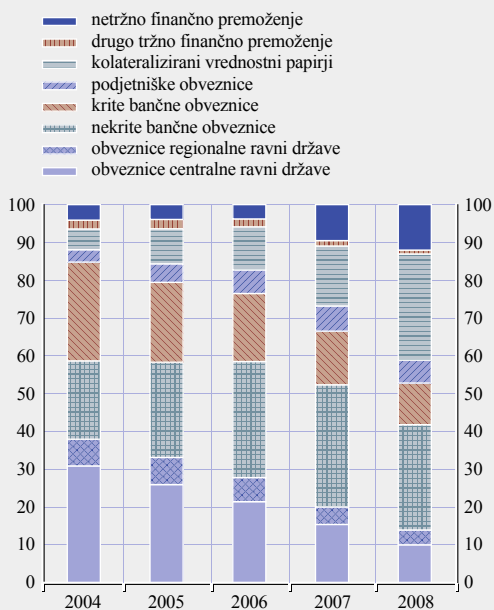
Opomba: Dano zavarovanje se nanaša na finančno premoženje, ki je bilo deponirano kot zavarovanje v državah, ki imajo sistem s skladom finančnega premoženja, in finančno premoženje, ki je bilo uporabljeno kot zavarovanje v državah, ki imajo sistem z označevanjem finančnega premoženja.

deponiranega zavarovanja, ki se ne uporablja za kritje posojil iz operacij denarne politike, skupno le malo povečal. To pomeni, da razpoložljivost zavarovanja kljub večjemu obsegu likvidnosti, prejete v operacijah refinanciranja, nasprotnim strankam Eurosistema ni pomenila sistemske omejitve.

Kar zadeva sestavo danega zavarovanja, se je povprečni delež kolateraliziranih vrednostnih papirjev povečal s 16% v letu 2007 na 28% konec septembra 2008 in je prehitel nekrite bančne obveznice, ki so predstavljale največji razred finančnega premoženja, deponiranega pri Eurosistemu kot zavarovanje. Nekrite bančne obveznice so predstavljale povprečno malo manj kot 28% danih zavarovanj v letu 2008. Povprečni delež netržnega finančnega premoženja se je povečal z 10% v letu 2007 na 12% v letu 2008. Nasprotno se je povprečni delež državnih obveznic zmanjšal s 15% v letu 2007 na 10% v letu 2008. Novi razredi finančnega premoženja, ki so bili začasno primerni, so predstavljali 3% skupnega danega tržnega zavarovanja.

**Graf 45 Razčlenitev finančnega premoženja (skupaj z bančnimi posojili), danega kot zavarovanje, po vrsti finančnega premoženja**

(odstotki; letno povprečje)



Vir: ECB.

### UPRAVLJANJE TVEGANJ

Eurosistem zmanjšuje tveganje neplačila nasprotnne stranke v kreditnih operacijah Eurosistema tako, da od sodelujočih strank zahteva predložitev zadostnega zavarovanja. Kljub temu je Eurosistem lahko še naprej izpostavljen številnim finančnim tveganjem, če nasprotna stranka ne izpolni svojih obveznosti, vključno s kreditnimi, tržnimi in likvidnostnimi tveganji. Eurosistem je poleg tega izpostavljen valutnemu tveganju v okviru operacij za povečanje likvidnosti v tujih valutah, zavarovanih s finančnim premoženjem v eurih, kot so na primer operacije, ki so se izvajale v letu 2008. Da bi Eurosistem ta tveganja zmanjšal na sprejemljivo raven, ohranja visoke bonitetne standarde za finančno premoženje, ki ga sprejema kot zavarovanje, dnevno vrednoti zavarovanje in uporablja ustrezne ukrepe za obvladovanje tveganj. V skladu z načeli skrbnega in varnega poslovanja je Eurosistem ustanovil varnostno rezervo kot zaščito pred potencialnim mankom, ki bi nastal zaradi morebitne razrešitve finančnega zavarovanja, ki ga je prejel od petih nasprotnih strank, ki leta 2008 niso

izpolnile svojih obveznosti. Obseg rezerve bo ocenjen letno, odvisno od morebitne odprodaje finančnega premoženja ter v skladu z možnostjo povrnitve.<sup>1</sup> Splošneje se finančna tveganja v kreditnih operacijah kvantitativno opredelijo, o njih pa se redno poroča organom odločanja ECB.

ECB vsaki dve leti izvede revizijo ukrepov za obvladovanje tveganj v kreditnih operacijah Eurosistema. Ukrepi za obvladovanje tveganj se uporabljajo za finančno premoženje, ki ga nasprotnne stranke Eurosistema predložijo kot zavarovanje posojil, ki jih Eurosistem zagotavlja prek svojih operacij odprtega trga in odprte ponudbe mejnega posojila ter v obliki posojila čez dan za namene plačilnih sistemov. Čeprav se ohranja načelo sprejemanja širokega nabora finančnega premoženja, so bile na podlagi dveletne revizije, opravljene leta 2008, izvedene nekatere tehnične izboljšave okvira za obvladovanje tveganj v kreditnih operacijah Eurosistema. Te izboljšave med drugim izhajajo iz izboljšane metodološkega okvira, ocene o tržnih in likvidnostnih značilnostih primernega finančnega premoženja, dejanske uporabe primernega finančnega premoženja s strani nasprotnih strank in razvoja novih finančnih instrumentov. Objavljene so bile 4. septembra 2008, veljati pa so začele 1. februarja 2009.

V okviru teh izboljšav so bili spremenjeni odbitki pri vrednotenju kolateraliziranih vrednostnih papirjev in nekritih bančnih obveznic. Poleg tega se je prepoved predložitve finančnega premoženja, ki ga izdajajo ali zanj jamčijo subjekti, tesno povezani z nasprotno stranko predlagateljico, razširila tudi na posebne oblike tesnih povezav, ki se lahko pojavijo, kadar se kot zavarovanje uporabijo kolateralizirani vrednostni papirji. Od 1. februarja 2009 se za bonitetno oceno kolateraliziranih vrednostnih papirjev, ki jo je objavila primerna zunanja bonitetna institucija, zahteva večja transparentnost.

In nazadnje, Eurosistem lahko za zagotovitev zadostne zaščite pred tveganjem v skladu

1 Več podrobnosti je v sporočilu za javnost z dne 5. marca 2008.

s členom 18.1 Statuta ESCB po potrebi omeji ali izključi uporabo nekaterega finančnega premoženja kot zavarovanje v svojih kreditnih operacijah, tudi na ravni posameznih nasprotnih strank.

## 1.2 DEVIZNE OPERACIJE

ECB leta 2008 ni posredovala na deviznem trgu zaradi razlogov, ki bi jih narekovala denarna politika. Njene devizne transakcije so bile povezane izključno z investicijsko dejavnostjo. Poleg tega ECB ni opravila nobenih deviznih operacij v valutah, ki sodelujejo v ERM II. Sporazum med ECB in MDS, ki omogoča, da MDS v imenu ECB z drugimi imetniki posebnih pravic črpanja izvaja transakcije s temi pravicami, je bil leta 2008 aktiviran v 17 primerih.

Zaradi nadaljevanja volatilnosti finančnega trga v letu 2008 je Eurosistem izvedel tudi 73 operacij v povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*) ameriškega sistema centralnih bank (57 povratnih transakcij na podlagi primerne zavarovanja in 16 prek valutnih zamenjav EUR/USD), s katerimi je nasprotnim strankam Eurosistema zagotovil likvidnost v ameriških dolarjih, in 15 operacij za zagotavljanje švicarskih frankov v sodelovanju s švicarsko centralno banko (več podrobno- sti je navedenih v okvirju 10).

## 1.3 INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI

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

### UPRAVLJANJE DEVIZNIH REZERV

Portfelj deviznih rezerv ECB so prvotno sestavljale prenesene devizne rezerve s strani centralnih bank euroobmočja. Sčasoma so na sestavo portfelja začele vplivati spremembe v tržni

vrednosti investiranih sredstev ter devizne operacije in operacije z zlatom, ki jih izvaja ECB. Glavni namen deviznih rezerv ECB je zagotoviti, da ima Eurosistem, kadar je potrebno, zadostno količino likvidnih sredstev za svoje devizne operacije, ki vključujejo valute držav zunaj EU. Cilji upravljanja deviznih rezerv ECB so likvidnost, varnost in donos, in sicer v navedenem zaporedju.

Portfelj deviznih rezerv ECB je sestavljen iz ameriških dolarjev, japonskih jenov, zlata in posebnih pravic črpanja. Devizne rezerve v ameriških dolarjih in japonskih jenih dejavno upravljajo ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja kot pooblaščenke ECB. Od januarja 2006 naprej se uporablja „model valutne specializacije“, ki naj bi povečal učinkovitost investicijskih operacij Eurosistema. Po tej shemi se vsaki nacionalni centralni banki načeloma dodeli delež bodisi v portfelju ameriških dolarjev bodisi v portfelju japonskih jenov, pri čemer dve centralni banki trenutno upravljata dva.<sup>2</sup> Leta 2008 sta bila sprejeta dva dogovora, ki nekaterim nacionalnim bankam omogočata, da združujejo operativne dejavnosti pri upravljanju svojega deleža deviznih rezerv ECB: od januarja 2008 je Central Bank of Cyprus svoje operativne dejavnosti združila s centralno banko Bank of Greece, Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta pa s centralno banko Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Od januarja 2009 Národná banka Slovenska kot pooblaščenka ECB upravlja portfelj ameriških dolarjev.

Leta 2008 je ECB skupno prodala 30 ton zlata. Te prodaje so bile popolnoma v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu z dne 27. septembra 2004, ki ga je podpisala tudi ECB. Prihodki od prodaje zlata so bili dodani portfelju ameriškega dolarja.

<sup>2</sup> Za več podrobnosti glej članek z naslovom „Portfolio management at the ECB“, Monthly Bulletin ECB, april 2006.

Vrednost neto deviznih rezerv ECB<sup>3</sup> po tekočih deviznih tečajih in tržnih cenah se je povečala z 42,8 milijarde EUR ob koncu leta 2007 na 49,5 milijarde EUR ob koncu leta 2008, od tega je bilo 38,5 milijarde EUR v tujih valutah (japonskem jenu in ameriškem dolarju), 11 milijard EUR pa v zlatu in posebnih pravicah črpanja. Po deviznih tečajih, veljavnih ob koncu leta 2008, so sredstva v ameriških dolarjih predstavljala 77,5% deviznih rezerv, sredstva v japonskih jeni pa 22,5%. Povečanje vrednosti deviznega portfelja za 19,9% je bilo predvsem posledica kapitalskih dobičkov in prihodkov od obresti, ustvarjenih z upravljanjem portfelja, zlasti sredstev v ameriških dolarjih. K povečanju vrednosti deviznega portfelja je prispeval tudi dvig vrednosti japonskega jena (za 30,8%) in ameriškega dolarja (za 5,8%) v primerjavi z eurom. In nazadnje, devizne rezerve ECB so se povečale tudi zaradi prej navedenih naložb prihodkov od prodaje zlata. Vrednost zlata in posebnih pravic črpanja se je leta 2008 kljub prodaji 30 ton zlata v tem letu povečala za okrog 2,6%. To povečanje je bilo predvsem posledica povečanja vrednosti zlata, merjene v eurih, za okrog 9,4% v letu 2008. ECB ni imela nobenih izgub v deviznih rezervah zaradi neizpolnjevanja obveznosti investicijskih nasprotnih strank.

Leta 2008 je seznam primernih instrumentov, v katere se lahko vlagajo devizne rezerve ECB, ostal nespremenjen. Obrestne zamenjave, ki so bile uvedene konec leta 2007, so se leta 2008 redno uporabljale. Priprave za vzpostavitev programa avtomatiziranega posojanja vrednostnih papirjev za sredstva ECB v ameriških dolarjih so se leta 2008 končale. Program naj bi se predvidoma začel leta 2009, čeprav bo to odvisno od prevladujočih razmer na trgu.

### UPRAVLJANJE LASTNIH SREDSTEV

Portfelj lastnih sredstev ECB sestavljajo naložbe vplačanega kapitala ECB ter zneski, ki jih občasno hrani v skladu splošnih rezerv in v rezervacijah za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu. Namen tega portfelja je ECB zagotoviti prihodke, s katerimi lahko pokrije svoje stroške poslovanja. Cilj upravlja-

nja tega portfelja je maksimirati pričakovane donose, in sicer brez izgub ob določeni stopnji zaupanja. Portfelj je investiran v finančno premoženje v eurih s fiksnim dohodkom.

Vrednost portfelja po tekočih tržnih cenah je narasla z 9,3 milijarde EUR ob koncu leta 2007 na 10,2 milijarde EUR ob koncu leta 2008. Tržna vrednost se je povečala zato, ker so bile v portfelj lastnih sredstev vložene rezervacije za tečajna tveganja, obrestna tveganja in cenovna tveganja pri zlatu, ki jih je ECB oblikovala leta 2005, pa tudi zaradi donosov naložb in prispevka centralnih bank Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta h kapitalu in rezervam ECB po uvedbi eura na Cipru in Malti.

Seznam primernih izdajateljev kritih obveznic in prednostnih nekritih obveznic se je v letu 2008 nekoliko razširil. Ni bilo nikakršnih izgub zaradi neizpolnjevanja obveznosti investicijskih nasprotnih strank.

### UPRAVLJANJE TVEGANJ

Finančna tveganja, ki jim je ECB izpostavljena pri svojih investicijskih dejavnostih, se skrbno spremljajo in merijo, da bi se ohranjala v mejah, ki jih določijo organi odločanja ECB. Za to je bila vzpostavljena podrobna struktura mejnih vrednosti, mejne vrednosti pa se spremljajo dnevno. Redno poročanje zagotavlja, da so vse zainteresirane strani ustrezno obveščene o ravni tovrstnih tveganj.

ECB je leta 2008 okrepila okvir upravljanja s tveganji pri svojih investicijskih operacijah z nadgradnjo sistemov IT in z izboljšanjem metodologije za kreditna tveganja. Ob nastopu finančne krize se je celoten okvir izkazal za zanesljivega in ni bilo nobenih izgub zaradi neizpolnjevanja obveznosti nasprotnih strank

<sup>3</sup> Neto devizne rezerve so izračunane kot uradne devizne rezerve brez neto tržno vrednotene vrednosti valutnih zamenjav, plus devizne vloge pri rezidentih, minus prihodnji vnaprej določeni neto odlivi deviznih imetij zaradi repo in terminkskih transakcij. Podrobne informacije o virih podatkov so na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.



ali izdajatelj. ECB je poleg tega v okviru prizadevanj za oblikovanje najsodobnejših metodologij pri strateškem razporejanju sredstev v centralnih bankah v sodelovanju s Svetovno banko in BIS 24. in 25. novembra 2008 v Frankfurtu organizirala prvo konferenco o strateškem razporejanju sredstev za centralne banke in državne premoženjske sklade.

Eden od kazalnikov za spremljanje tržnega tveganja je tvegana vrednost (*Value-at-Risk* – VaR), ki za portfelj finančnega premoženja določa izgubo, ki ob koncu določenega obdobja ob dani verjetnosti ne bo presežena. Vrednost tega kazalnika je odvisna od vrste parametrov, ki se uporabijo v izračunu, zlasti od ravni zaupanja, trajanja časovnega obdobja in vzorca, ki se uporabi za ovrednotenje cenovne volatilnosti finančnega premoženja. Izračun tega kazalnika za naložbeni portfelj ECB dne 31. decembra 2008, v katerem bi kot parametre uporabili 95% raven zaupanja, enoletno obdobje in enoletni vzorec cenovne volatilnosti finančnega premoženja, je na primer pokazal VaR v vrednosti 9.185 milijonov EUR. Če isti kazalnik izračunamo s petletnim namesto z enoletnim vzorcem, bi dobili VaR v vrednosti 5.823 milijonov EUR. Večino tega tržnega tveganja lahko pripišemo valutnemu tveganju in cenovnemu tveganju pri zlatu. Nizka raven obrestnega tveganja kaže, da je ostalo modificirano trajanje naložbenega portfelja ECB v letu 2008 razmeroma nizko.

## 2 PLAČILNI SISTEMI IN SISTEMI PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Eurosistem mora po zakonu podpirati nemoteno delovanje plačilnih sistemov. Njegov glavni instrument za izvajanje te naloge – poleg pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov (glej razdelek 4 v poglavju 4) – je skrb za delovanje plačilnih sistemov in sistemov poravnave vrednostnih papirjev. V ta namen je vzpostavil trans-evropski sistem bruto poravnave v realnem času (TARGET) za plačila velikih vrednosti in nujna plačila v eurih. Namesto tehnično decentraliziranega sistema prve generacije je bil postopoma uveden sistem druge generacije (TARGET2), ki temelji na enotni tehnični infrastrukturi – enotni skupni platformi (ESP, ang. *Single Shared Platform* – SSP). ESP v imenu Eurosistema skupaj vzdržujejo in upravljajo tri centralne banke Eurosistema: Banca d'Italia, Banque de France in Deutsche Bundesbank. Migracija na sistem TARGET2 se je začela novembra 2007 in je bila končana maja 2008.

Kar zadeva mobilizacijo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, ponujata Eurosistem in trg številne kanale, ki omogočajo lažjo čezmejno uporabo zavarovanja. Leta 2008 je Eurosistem skupaj z udeleženci na trgu nadaljeval delo pri razvoju sistema TARGET2-Securities (T2S) s ciljem zagotavljanje storitve poravnave vrednostnih papirjev v centralnobančnem denarju prek enotne platforme z usklajenimi postopki. Svet ECB je projekt odobril julija 2008, zdaj pa poteka proces opredeljevanja tehničnih podrobnosti. Sistem T2S bo uskladal domače in čezmejne poravnave vrednostnih papirjev v centralnobančnem denarju v euroobmočju.

### 2.1 SISTEM TARGET

Sistem TARGET ima pomembno vlogo pri izvajanju enotne denarne politike in delovanju evrskega denarnega trga. Zagotavlja storitve poravnave v realnem času v centralnobančnem denarju in široko tržno pokritje. Prek sistema TARGET se obdelujejo transakcije velikih vrednosti in nujne transakcije, pa tudi vrsta drugih plačil. TARGET omogoča plačila v eurih med sodelujočimi bankami, in sicer brez zgornje ali spodnje omejitve vrednosti. Taka nakazila se lahko opra-

vljajo med bankami v eni državi članici (promet znotraj države članice) in med bankami v različnih državah članicah (promet med državami članicami).

#### MIGRACIJA NA TARGET2

Sistem TARGET je začel delovati 4. januarja 1999, po uvedbi eura. Prvotno ga je sestavljalo 15 nacionalnih sistemov bruto poravnave v realnem času (BPRČ) in plačilni mehanizem ECB. Kljub svojemu uspehu je imel številne pomanjkljivosti, ki so izhajale iz njegove heterogene tehnične zasnove in decentralizirane strukture. Da bi Eurosistem odpravil te pomanjkljivosti in obenem upošteval razvoj novih dogodkov, kot je nadaljnja širitev euroobmočja, je oktobra 2002 uvedel projekt TARGET2.

Cilj Eurosistema pri razvoju sistema TARGET2 je bil ustvariti izboljšano različico izvirnega sistema TARGET, ki bi bolje izpolnjevala potrebe uporabnikov, zagotavljala usklajeno raven storitev z usklajenim cenikom in omogočala stroškovno učinkovitost. TARGET2 je bil zasnovan tudi tako, da se lahko prožno in pravočasno odziva na prihodnji razvoj dogodkov, na primer na širitev euroobmočja in EU.

Sistem TARGET2 je začel delovati 19. novembra 2007, ko je na ESP migrirala prva skupina držav (Nemčija, Ciper, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Avstrija in Slovenija). Ta prvi korak je bil zelo uspešen in je potrdil zanesljivost platforme sistema TARGET2, prek katere se je po opravljeni prvi migraciji poravnava že okrog 50% celotnega prometa v sistemu TARGET po obsegu in 30% po vrednosti.

Druga migracijska skupina (Belgija, Irska, Španija, Francija, Nizozemska, Portugalska in Finska) je na ESP uspešno prešla 18. februarja 2008, 19. maja pa je to storila še zadnja skupina držav (Danska, Estonija, Grčija, Italija, Poljska in ECB). Zaradi skrbnega spremljanja, ki so ga izvajale centralne banke, so bile vse s tem povezane dejavnosti testiranja izvedene uspešno in pravočasno za vse skupine uporabnikov. Med novembrom 2007 in majem 2008 so bili vzpostavljeni postopki, ki so zagotavljali, da so lahko skupine

uporabnikov, ki so imele poznejši datum migracije (in so zato svoje operacije še vedno izvajale v sistemu TARGET prve generacije), učinkovito sodelovale s skupinami uporabnikov, ki so že bile povezane v ESP sistema TARGET2. Šestmesečni proces migracije je potekal zelo gladko in ni povzročil motenj v delovanju.

### OPERACIJE SISTEMA TARGET

Leta 2008 je sistem TARGET deloval nemoteno, število prek njega poravnanih eurskih plačil pa je vztrajno naraščalo. Tržni delež sistema je bil stabilen, pri čemer je bilo prek sistema TARGET opravljenih 90% celotne vrednosti plačil v sistemih plačil velikih vrednosti v eurih. Povprečno število plačil, ki so bila na dan obdelana prek sistema TARGET, se je povečalo za 1% na 369.966 plačil, povprečna vrednost obdelanih plačil pa se je povečala za 10% na 2.667 EUR. 22. decembra 2008 je bilo prek sistema TARGET izvedenih 576.324 transakcij, kar je največ doslej. V tabeli 11 je pregled plačilnega prometa v sistemu TARGET v letu 2008 v primerjavi s prometom v prejšnjem letu.

**Tabela 11 Plačilni promet v sistemu TARGET<sup>1</sup>**

Obseg (število transakcij)	2007	2008	Sprememba (%)
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	93.375.701	94.711.380	
Dnevno povprečje	366.179	369.966	1,03
<b>Znotraj držav članic<sup>2</sup></b>			
Skupaj	72.574.446	69.212.880	
Dnevno povprečje	284.606	270.363	-5,00
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	20.801.255	25.498.500	
Dnevno povprečje	81.574	99.604	22,10
<b>Vrednost (milijarde EUR)</b>			
<b>Celoten promet</b>			
Skupaj	616.731	682.780	
Dnevno povprečje	2.419	2.667	10,28
<b>Znotraj držav članic<sup>2</sup></b>			
Skupaj	395.412	466.572	
Dnevno povprečje	1.551	1.823	17,54
<b>Med državami članicami</b>			
Skupaj	221.319	216.208	
Dnevno povprečje	868	845	-2,69

Vir: ECB.

1) Leta 2007 je bilo 255 delovnih dni, leta 2008 pa 256.

2) Vključuje promet oddaljenih udeležencev.

Leta 2008 je skupna razpoložljivost sistema TARGET, tj. odstotek časa, v katerem so lahko udeleženci med svojim poslovnim časom brez incidentov uporabljali TARGET, dosegla 99,79%. Treba je omeniti, da je to največja skupna razpoložljivost od začetka delovanja sistema TARGET leta 1999 in da migracija na TARGET2 ni negativno vplivala na razpoložljivost sistema. Več kot 99,76% plačil na ESP sistema TARGET2 je bilo obdelanih v petih minutah. Odziv uporabnikov sistema TARGET2 na delovanje sistema je bil zelo pozitiven.

Do decembra 2008 je svoj račun BPRČ na ESP sistema TARGET2 imelo 900 neposrednih udeležencev. To je manj kot 1072 neposrednih udeležencev, ki so račun v sistemu TARGET prve generacije imeli ob začetku migracije, in sicer iz dveh glavnih razlogov. Prvič, številne kreditne institucije so v času svoje migracije ponovno preučile možnost neposredne udeležbe in se namesto tega odločile za posredno povezavo prek neposrednega udeleženca. Drugič, TARGET2 je močno spodbudil banke, da so racionalizirale svoje upravljanje likvidnosti v eurih in ga centralizirale v manjšem številu računov BPRČ. Skupno število bank (vključno s podružnicami in hčerinskimi podjetji), ki jih je mogoče nasloviti prek sistema TARGET2, je ostalo stabilno na ravni okrog 52.000 udeležencev.

### ODNOSI Z UPORABNIKI SISTEMA TARGET2

Za sistem TARGET2 je bilo med njegovim razvojem zelo koristno aktivno sodelovanje med Euro-sistemom in prihodnjimi uporabniki sistema, kar je močno izboljšalo razumevanje zahtev trga ter prispevalo k nemoteni migraciji in zelo dobremu sprejemu sistema med uporabniki.

To sodelovanje se je nadaljevalo tudi po zaključku migracije. Eurosystem vzdržuje tesne stike z uporabniki sistema TARGET2, med nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja in nacionalnimi skupinami uporabnikov sistema TARGET2 pa so v letu 2008 potekali redni sestanki. Poleg tega so redno potekali skupni sestanki delovne skupine Eurosistema za TARGET2 in delovne skupine evropskega bančnega sektorja za TARGET, na katerih so razpravljali o operativnih

vprašanih sistema TARGET2. Z nekaterimi strateškimi vprašanji se je ukvarjala kontaktna skupina za strategijo plačil v eurih (*Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS*), ki jo sestavljajo visoki predstavniki poslovnih in centralnih bank.

### **POVEZAVA S SISTEMOM TARGET ZA DRŽAVE ZUNAJ EUROOBMOČJA**

V sistemu TARGET sodelujejo vse države euroobmočja, saj je uporaba tega sistema obvezna za poravnavo vseh operacij v eurih z Eurosystemom. TARGET lahko prostovoljno uporabljajo tudi države članice zunaj euroobmočja, da bi se tako v teh državah omogočila lažja poravnava transakcij v eurih.<sup>4</sup> Ko sta Ciper in Malta 1. januarja 2008 uvedla euro, so Central Bank of Cyprus, Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta in skupnosti uporabnikov v teh dveh državah že uporabljale sistem TARGET. Z vstopom Slovaške v euroobmočje 1. januarja 2009 se je sistemu pridružila tudi Národná banka Slovenska.

### **PRIHODNI RAZVOJ**

Predvideno je, da bo vsako leto pripravljena nova različica ESP, ki bo uporabnikom sistema TARGET2 ponudila vrsto izboljšav in novih funkcij. Vsebina teh letnih različic bo določena po širšem posvetovanju z uporabniki. Prva letna različica ESP je začela delovati 17. novembra 2008, na njeno vsebino pa je vplivala predvsem objava novega standarda sistema SWIFT, ki je bil uveden na isti dan. Za leto 2009 sta izjemoma predvideni dve različici. Prva, ki bo uvedena maja, bo izboljšala vmesnik s podsistemi, zlasti tako, da bo omogočala poravnavo med centralnimi depotnimi družbami. Druga različica, ki bo uvedena novembra, pa bo vključevala različne druge izboljšave, sprejete na zahtevo uporabnikov.

## **2.2 TARGET2-SECURITIES**

Evropski trg poravnave vrednostnih papirjev je še vedno močno razdrobljen, čeprav je mogoče opaziti nekatere pozitivne premike v obliki povečane konsolidacije in sodelovanja. Veliko število sistemov poravnave med drugim pomeni, da so

stroški poravnave za čezmejne transakcije v EU precej višji kot za domače transakcije ali transakcije v ZDA. Hkrati se krepi zahteva po uvedbi integrirane evropske infrastrukture za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji.

T2S je Eurosystem predlagal leta 2006 kot rešitev za obstoječo razdrobljenost infrastrukture za poravnavo. To bo platforma za poravnavo v več valutah, ki bo v lasti in upravljanju Eurosystema ter bo evropskim centralnim depotnim družbam omogočala poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju. Sodelujoče centralne depotne družbe bodo ohranjale pravna razmerja s svojimi strankami ter še naprej opravljale skrbniške in notarske funkcije. T2S bo zagotavljal enotno tehnično platformo, na kateri bo mogoče vse vrednostne papirje EU zamenjati za euro in druge sodelujoče valute prek standardiziranih postopkov in komunikacijskih sredstev. Poleg tega bo T2S z možnostmi, kot so samodejno zavarovanje (tj. avtomatizirano ustvarjanje posojila čez dan v centralnobančnem denarju na podlagi zavarovanja, kadar ima kupec nezadostna sredstva za poravnavo vrednostnih papirjev), stalna optimizacija, mehanizmi recikliranja in okno za nočno poravnavo, močno zmanjšal likvidnostne potrebe udeležencev in izpostavljenost finančnim tveganjem. S tem, ko bo mogoče vse posle z vrednostnimi papirji v EU poravnati v centralnobančnem denarju na enotni platformi, bo odpravljena tudi izpostavljenost finančnim tveganjem, s katero se lahko pri poravnavi med centralnimi depotnimi družbami trenutno srečujejo udeleženci. T2S bo tako povečal učinkovitost upravljanja finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, uporabnikom omogočil, da optimizirajo financiranje pri vseh vrstah finančnega premoženja EU, ter prispeval k stabilnosti finančnega sistema.

Decembra 2007 je svetovalna skupina za T2S<sup>5</sup> dokončala prvi osnutek uporabniških zahtev za T2S, ki opisujejo funkcije, ki jih od T2S zah-

4 Leta 2008 so bile s sistemom TARGET povezane države izven euroobmočja Danska, Estonija, Latvija, Litva in Poljska.

5 Svetovalno skupino za T2S sestavljajo predstavniki nacionalnih centralnih bank in centralnih depotnih družb ter udeleženci na trgu.

tevajo centralne depotne družbe in udeleženci na finančnem trgu. ECB je usklajevala proces in prevzela pomembno vlogo pri izdelavi osnutka. Eurosistem je 18. decembra 2007 za javno razpravo objavil navedeni osnutek uporabniških zahtev ter metodologijo za analizo ekonomskih učinkov projekta T2S.

Svetovalna skupina je uporabniške zahteve dokončno izoblikovala na podlagi pripomb, prejetih v okviru javne razprave. Svet ECB je 23. maja 2008 povabil vse evropske centralne depotne družbe, naj se pridružijo pobudi T2S, in jim predstavil podrobne informacije o že opravljenem delu.

Vse centralne depotne družbe so izrazile pripravljenost, da bi pod nekaterimi pogoji uporabljale platformo sistema T2S, ko bo ta začela delovati. Poleg tega sta danska centralna depotna družba in Danmarks Nationalbank nakazali, da želita uporabljati T2S za poravnavo transakcij z vrednostnimi papirji, izraženih v danskih kronah in eurih. Nadalje so centralne depotne družbe Švedske, Švice in Združenega kraljestva izrazile namero o sodelovanju pri poravnavi v eurih in morebiti tudi pri poravnavi v svojih nacionalnih valutah (ob upoštevanju uradne odločitve njihovih centralnih bank). Glede na splošno podporo evropskih centralnih depotnih družb je Svet ECB 17. julija 2008 uradno začel izvajati projekt T2S, pri čemer bo platforma sistema T2S predvidoma vzpostavljena najpozneje do leta 2013. Svet ECB je prav tako odobril končno različico uporabniških zahtev ter odgovornost za tehnični razvoj in upravljanje sistema T2S dodelil centralnim bankam Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France in Banca d'Italia.

Kot je predvideno v okviru upravljanja v fazi določanja specifikacij, je bila pozneje ustanovljena nova svetovalna skupina, sestavljena iz enakega števila predstavnikov centralnih bank, centralnih depotnih družb in uporabnikov. Prvič se je sestala oktobra 2008, ko je oblikovala šest podskupin za organiziranje delovnih tokov sistema T2S. Dve od navedenih podskupin sta osredotočeni na prizadevanja za harmonizacijo,

ena na „učinkovitost procesa“ in druga na „kapitalske ukrepe“. Zagotovljeno je tudi usklajevanje z obstoječimi pobudami za harmonizacijo, zlasti z delom, ki ga opravlja Evropska komisija (npr. znotraj Strokovne skupine za svetovanje in spremljanje na področju kliringa in poravnave II (CESAME) ter Skupine za pravno varnost).

Poleg tega je bil leta 2008 uveden postopek upravljanja sprememb v uporabniških zahtevah za T2S, izvajati pa se je začel postopek določanja splošnih funkcionalnih specifikacij T2S na podlagi uporabniških zahtev. ECB je svetovala centralnim bankam zunaj euroobmočja in jim tako pomagala, da so se skupaj z lokalnimi centralnimi depotnimi družbami in udeleženci na trgu odločile, ali naj v T2S vključijo svoje valute ali ne. Do konca leta 2008 sta litovska centralna depotna družba in Lietuvos bankas potrdili, da nameravata prek sistema T2S poravnati vrednostne papirje v litasih in eurih. Nadalje so centralne depotne družbe Bolgarije, Estonije in Romunije izjavile, da nameravajo T2S uporabljati za poravnavo svojih transakcij v eurih. V pripravi so tudi pravni in pogodbeni dogovori med sodelujočimi centralnimi depotnimi družbami in Eurosistemom.

### 2.3 POSTOPKI PORAVNAVE V ZVEZI S FINANČNIM PREMOŽENJEM ZA ZAVAROVANJE TERJATEV

Primerno finančno premoženje je mogoče uporabiti za zavarovanje vseh vrst kreditnih operacij Eurosistema ne samo na nacionalni ravni, temveč tudi prek nacionalnih meja. Od uvedbe eura uporaba čezmejnega zavarovanja stalno narašča. Vrednost čezmejnega zavarovanja v hrambi Eurosistema se je decembra 2008 povečala s 683 milijard EUR v istem mesecu prejšnjega leta na 861 milijard EUR. Skupaj je ob koncu leta 2008 čezmejno zavarovanje predstavljalo 45,0% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu.

Za čezmejno mobilizacijo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev sta na voljo dva glavna kanala, in sicer korespondenčni centralnobančni model (CCBM), ki ga zagotavlja Eurosistem,

in primerne povezave med sistemi poravnave vrednostnih papirjev euroobmočja.

### **STORITVE EUROSISTEMA ZA UPRAVLJANJE FINANČNEGA PREMOŽENJA ZA ZAVAROVANJE TERJATEV**

Korespondenčni centralnobančni model (CCBM) ostaja glavni kanal za čezmejni prenos zavarovanja v operacijah denarne politike Eurosistema in operacijah posojila čez dan. Prek njega je bilo prenesenega 36,7% skupnega zavarovanja, ki je bilo dano Eurosistemu v letu 2008. Finančno premoženje, hranjeno prek CCBM, se je ob koncu leta 2008 v primerjavi s koncem leta 2007 povečalo s 558 milijard EUR na 713 milijard EUR.

Okvir CCBM je bil prenovljen z namenom, da bi upošteval vključitev novih držav euroobmočja. V zvezi s tem je bil ob vstopu Slovaške v euroobmočje z Národná banka Slovenska podpisan sporazum o CCBM.

Model CCBM ima kljub svoji uspešnosti in precejšnjemu prispevku k procesu finančne integracije nekaj pomanjkljivosti, povezanih predvsem z dejstvom, da je bil zasnovan kotčasna rešitev in da temelji na načelu minimalne harmonizacije. Zaradi navedenih pomanjkljivosti in vse večjega pomena čezmejnega zavarovanja se je Svet ECB 8. marca 2007 odločil posodobiti obstoječe postopke Eurosistema za upravljanje finančnega premoženja za zavarovanje terjatev in za Eurosistem razviti nov sistem upravljanja finančnega premoženja za zavarovanje terjatev, ki temelji na enotni platformi in se imenuje sistem upravljanja z zavarovanjem terjatev centralnih bank (*Collateral Central Bank Management*) ali CCBM2. Tržni udeleženci so pri določanju načel in uporabniških zahtev za CCBM2 sodelovali prek javnih razprav in priložnostnih sestankov.

Glede na pozitiven odziv na pobudo Eurosistema se je Svet ECB 17. julija 2008 odločil, da bo projekt CCBM2 začel izvajati. Razvoj in upravljanje sistema CCBM2 v imenu Eurosistema sta bila dodeljena centralnima bankama Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in De Nederlandsche Bank, po načrtih

pa naj bi bil sistem uveden prej ali vsaj istočasno kot T2S.

Cilj sistema CCBM2 je utrditi notranje sisteme Eurosistema za upravljanje zavarovanja in s tem povečati njihovo učinkovitost. Zlasti je namenjen temu, da se, kjer je mogoče, odpravijo pomanjkljivosti sedanje ureditve, in sicer tako, da se optimizirajo stroški mobilizacije finančnega premoženja za zavarovanje in izboljša upravljanje likvidnosti. CCBM2 po obsegu uporabe presega obstoječi model CCBM, saj bo zagotavljal enoten sklop postopkov z usklajeno ravniyo storitev za dostavo in sprejemanje vseh vrst primernega finančnega premoženja (vrednostnih papirjev in netržnih finančnih instrumentov) za zavarovanje terjatev na domači in čezmejni ravni.

Udeležba nacionalnih centralnih bank euroobmočja v CCBM2 bo prostovoljna, uveden pa bo modularni pristop. CCBM2 bo sestavljen iz več modulov, od katerih bo za nacionalne centralne banke, ki sodelujejo v CCBM2, obvezen samo eden – usmerjevalnik sporočil. Prek njega bo omogočena standardizirana vzajemna povezava med Eurosistemom in nasprotnimi strankami. Drugi moduli, prek katerih poteka dejansko upravljanje tržnega in netržnega finančnega premoženja, ne bodo obvezni. Modularni pristop omogoča nacionalnim centralnim bankam, da lahko prosto izberejo tiste module sistema CCBM2, ki ustrezajo njihovim potrebam in potrebam trga. CCBM2 bo mogoče brez težav in pravočasno prilagoditi spremembam sistema zavarovanja terjatev in operativnega okvira Eurosistema ter gibanjem na trgu.

V sedanji fazi projekta Eurosistem razvija podrobne specifikacije za uporabnike na podlagi odobrenih uporabniških zahtev<sup>6</sup>. Eurosistem bo v vseh nadaljnjih fazah projekta CCBM2 vzdrževal odprt dialog z udeleženci na trgu.

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

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

Nacionalni sistemi poravnave vrednostnih papirjev so lahko med seboj povezani pogodbeno ali operativno, kar omogoča čezmejni prenos primernih vrednostnih papirjev med sistemi. Potem ko so bili primerni vrednostni papirji prek takih povezav preneseni v drug sistem poravnave vrednostnih papirjev, se lahko prek lokalnih postopkov uporabljajo enako kot katero koli domače zavarovanje. Trenutno je nasprotnim strankam na razpolago 60 neposrednih in 6 izmenjalnih povezav, od katerih pa se dejavno uporablja samo omejeno število. Poleg tega te povezave pokrivajo samo del euroobmočja. Povezave postanejo primerne za kreditne operacije Eurosistema, če izpolnjujejo uporabniške standarde Eurosistema (glej razdelek 4 v poglavju 4).

Vrednost zavarovanja, hranjenega prek povezav, se je decembra 2008 v primerjavi z decembrom 2007 povečala s 125 milijard EUR na 148 milijard EUR, kar pa je predstavljalo le 8,3% skupnega (čezmejnega in domačega) zavarovanja v hrambi Eurosistema v letu 2008 glede na 8,9% leta 2007.

## 3 BANKOVCI IN KOVANCI

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

#### POVPRAŠEVANJE PO EUROBANKOVCIH IN EUROKOVANCIH

Ob koncu leta 2008 je bilo v obtoku 13,1 milijarde eurobankovcev z vrednostjo 762,8 milijarde EUR, kar pomeni 8,3% povečanje obsega in 12,7% povečanje vrednosti glede na konec leta 2007 (12,1 milijarde bankovcev z vrednostjo 676,6 milijarde EUR).

Po zaostritvi pretresov na finančnih trgih se je število eurobankovcev v obtoku v prvi polovici oktobra 2008 močno povečalo, in sicer po vrednosti za 35 do 40 milijard EUR.

V zadnjem četrtletju leta 2008 je bilo še zlasti veliko povpraševanje po bankovcih za 100 in 500 EUR, ki ga je spodbujalo predvsem povpraševanje zunaj euroobmočja. Zato se je do konca leta povprečna vrednost bankovca v obtoku povečala na 58,15 EUR (v primerjavi s 55,85 EUR ob koncu prejšnjega leta).

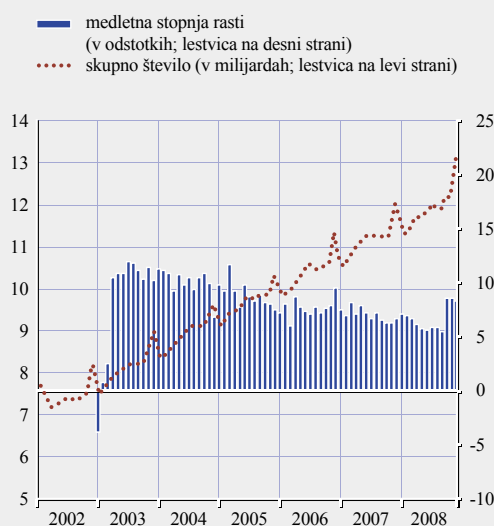
Statistika kaže, da je skupna vrednost neto pošiljk eurobankovcev, ki so jih kreditne insti-

tucije euroobmočja poslale na destinacije zunaj euroobmočja, do konca decembra 2008 dosegla okrog 96 milijard EUR, kar je 13% skupne vrednosti eurobankovcev v obtoku. Vzrok za te pošiljke je bilo povečano povpraševanja tujih rezidentov. Ob upoštevanju, da eurobankovci potujejo v kraje zunaj euroobmočja tudi zaradi drugih razlogov (na primer turizma ali denarnih nakazil delavcev na začasnem delu v tujini), se ocenjuje, da z vidika vrednosti blizu 20% eurobankovcev v obtoku hranijo rezidenti držav zunaj euroobmočja.

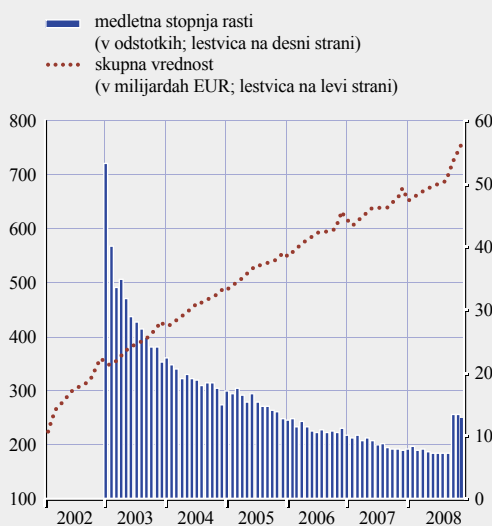
Grafa 46 in 47 ponazarjata nepretrgano naraščanje skupnega števila in vrednosti eurobankovcev v obtoku skupaj z letnimi stopnjami rasti.

Če pogledamo razčlenitev po apoenih, se je v obtoku najbolj povečalo število bankovcev za 500 EUR, ki se uporabljajo predvsem za kopičenje zalog, in sicer za 17,1% ob koncu leta 2008 v primerjavi z letom prej. Sledijo bankovci za 100, 50 in 200 EUR, katerih število je naraslo za 14,2%, 10,6% oziroma 9,3%. Število bankovcev nižjih apoenov v obtoku je naraščalo po stopnji med približno 3% in 6% (glej graf 48).

Graf 46 Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008



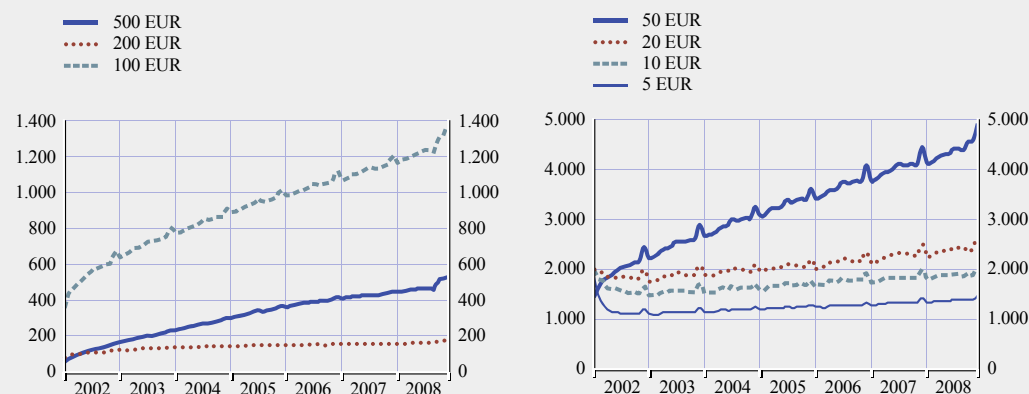
Graf 47 Vrednost eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008





**Graf 48 Število eurobankovcev v obtoku med letoma 2002 in 2008**

(v milijonih)



Vir: ECB.

Leta 2008 se je skupno število eurokovanecv v obtoku (tj. neto obtok brez zalog, ki jih imajo nacionalne centralne banke) povečalo za 7,9% na 82,3 milijarde, medtem ko je njihova vrednost narasla za 5,7% na 20,4 milijarde EUR. K povečanju so največ prispevali kovanci za 1 in 2 centa. Delež kovancev nizkih vrednosti (za 1, 2 in 5 centov) v skupnem številu kovancev v obtoku se ni spreminjal in je znašal 59%.

#### RAVNANJE EUROSISTEMA Z BANKOVCI

Leta 2008 so nacionalne centralne banke euroobmočja izdale 34,1 milijarde bankovcev, 33,2 milijarde bankovcev pa je bilo vrnjenih v centralne banke. Pogostost vračanja<sup>7</sup> bankovcev v obtok je z 2,79 ostala skoraj nespremenjena, kar pomeni, da so, gledano v povprečju, nacionalne centralne banke euroobmočja pristnost bankovca in njegovo primernost za uporabo v obtoku s povsem avtomatiziranimi napravami za obdelavo bankovcev preverile približno vsake štiri mesece.

Eurosistem od leta 2004 opravlja letne raziskave, s katerimi spremlja stanje eurobankovcev v obtoku na ravni euroobmočja. Leta 2008 je bilo mogoče zaznati trend izboljševanja stanja bankovcev v obtoku. Poleg tega je stanje bankovcev v euroobmočju postalo bolj enotno zaradi usklajenih politik razvrščanja/izdajanja Eurosistema. Nacionalne centralne banke so

kot neprimerne za uporabo v obtoku odkrile približno 5,6 milijarde bankovcev in jih ustrezno nadomestile. Stopnja neprimernosti za uporabo v obtoku<sup>8</sup> je znašala okrog 17,0%, tj. blizu vrednosti iz prejšnjega leta.

#### 3.2 PONAREJANJE BANKOVCEV IN PREPREČEVANJE PONAREJANJA

##### PONAREJENI EUROBANKOVCI

Skupno število ponarejenih eurobankovcev, ki so jih leta 2008 prejeli nacionalni analitski centri<sup>9</sup>, je bilo okrog 666.000<sup>10</sup>, kar pomeni, da se je povečalo glede na razmeroma stabilne ravni iz prejšnjih let. Vendar pa se je v letu 2008 močno povečalo tudi število pristnih bankovcev v obtoku. V primerjavi s številom pristnih eurobankovcev v obtoku, ki je do konca leta 2008 doseglo 13,1 milijarde, je bila količina ponarejenih dejansko zelo majhna. Zato je verjetnost, da bi iz obtoka naključno prejeli ponarejen

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

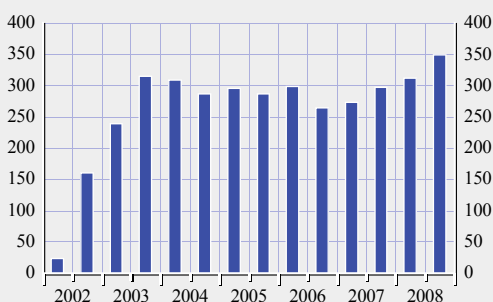
8 Število bankovcev, pri katerih je bilo v danem obdobju ugotovljeno, da so neprimerni za uporabo v obtoku, deljeno s skupnim številom bankovcev, sortiranih v tem obdobju.

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

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

**Graf 49 Število ponarejenih eurobankovcev, umaknjenih iz obtoka med letoma 2002 in 2008**

(v tisočih)



Vir: ECB.

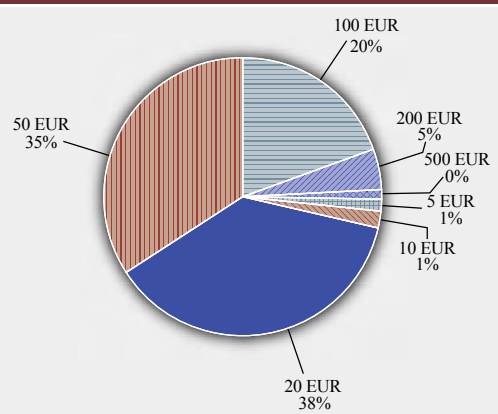
bankovcev, še naprej zelo majhna. Graf 49 prikazuje gibanje števila ponaredkov, umaknjenih iz obtoka od uvedbe eurobankovcev, v polletnih intervalih. Leta 2008 so bili glavna tarča ponarejevalcev bankovci za 20 in 50 EUR, ki so skupaj obsegali okrog tri četrtine vseh ponaredkov. Graf 50 prikazuje podrobno porazdelitev količine ponaredkov po apoehih.

Javnost lahko še naprej zaupa varnosti eura: zaradi zahtevnih zaščitnih elementov ter učinkovitosti evropskih in nacionalnih organov pregona se je izkazal za dobro zaščiten valuto. Kljub temu to zaupanje ne bi smelo nikoli privedi do pretiranega samozadovoljstva, zato ECB prebivalstvu še vedno svetuje, naj bo pozorno na možnost goljufij in naj za preverjanje bankovcev vedno uporabi test „otip-pogled-nagib“.<sup>11</sup> Eurosystem si še naprej zelo prizadeva zagotoviti, da so javnost in profesionalni uporabniki gotovine dobro obveščeni o tem, kako prepoznati ponarejene bankovce.

### PREPREČEVANJE PONAREJANJA

Leta 2008 je Eurosystem v boju proti ponarejanju eura še naprej tesno sodeloval z Europolom in Evropsko komisijo (zlasti z Evropskim uradom za boj proti goljufijam OLAF). V tej zvezi Eurosystem dejavno sodeluje pri usposabljanju profesionalnih uporabnikov gotovine za prepoznavanje in obdelavo ponarejenih bankovcev, in sicer tako v EU kot zunaj nje.

**Graf 50 Porazdelitev ponarejenih eurobankovcev po apoehih leta 2008**



Vir: ECB.

Opomba: Številke so zaokrožene na najbližjo odstotno točko.

Eurosystem dejavno sodeluje tudi pri delu centralnobančne skupine za preprečevanje ponarejanja (*Central Bank Counterfeit Deterrence Group* – CBCDG, tj. delovne skupine 31 centralnih bank in ustanov za tiskanje bankovcev, ki sodelujejo pod pokroviteljstvom skupine G10). Skupina podpira raziskave na področju metod za preprečevanje nezakonite reprodukcije bankovcev. V prostorih ECB deluje tudi Mednarodni center za preprečevanje ponarejanja (*International Counterfeit Deterrence Centre* – ICDC), ki deluje kot tehnični center za vse člane skupine CBCDG. Njegova glavna naloga je zagotavljati tehnično podporo in upravljati centraliziran komunikacijski sistem za vse strani, ki sodelujejo pri sistemih za preprečevanje ponarejanja. ICDC vzdržuje tudi spletno stran<sup>12</sup>, kjer so na voljo informacije in smernice v zvezi z reproduciranjem slik bankovcev ter povezave do strani posameznih držav.

<sup>11</sup> Podrobnosti so na voljo na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>.

<sup>12</sup> Podrobnosti so na voljo na spletni strani <http://www.rulesforuse.org>.

### 3.3 TISKANJE IN IZDAJANJE BANKOVCEV

#### TISKANJE

Leta 2008 je bilo natisnjenih skupno 6,4 milijarde eurobankovcev, v primerjavi s 6,3 milijarde leta 2007.

Tiskanje eurobankovcev je tudi leta 2008 potekalo po decentraliziranem proizvodnem scenariju z združevanjem, sprejetim leta 2002. Po tej ureditvi je vsaka nacionalna centralna banka euroobmočja odgovorna za nabavo njej dodeljenega deleža od skupnih potreb po posameznih apoeh. Tabela 12 povzema razporeditev proizvodnje leta 2008.

#### PROGRAM RAZŠIRJENE SKRBNIŠKE HRAMBE GOTOVINE

Leta 2008 sta testni program razširjene skrbniške hrambe gotovine (*Extended Custodial Inventory – ECI*) za eurobankovce v Aziji, uveden leta 2007, uspešno upravljali dve veliki poslovni banki, ki delujeta na grosističnem trgu bankovcev. ECI je gotovinski depo pri poslovni banki, ki hrani gotovino kot skrbnica. Depoji omogočajo lažjo mednarodno distribucijo eurobankovcev ter zagotavljajo statistične podatke o obtoku eurobankovcev zunaj euroobmočja in informacije o ponaredkih, odkritih v njihovi regiji. Ker je bil testni program uspešen, se je Svet ECB marca 2008 odločil za izvajanje triletnega programa ECI, ki temelji na izkušnjah, pridoblje-

nih pri izvajanju testnega programa. Na podlagi razpisnega postopka s pogajanji so se za izvajanje navedenega triletnega programa prijavele tri banke, ki delujejo na grosističnem trgu bankovcev. Februarja 2009 sta svoja depoja začeli upravljati banki v Hongkongu in Singapurju, tretja banka pa naj bi dejavnosti hrambe gotovine predvidoma začela izvajati v Hongkongu sredi leta 2009. Navedene banke so glavna logistična središča za trgovanje z eurobankovci v vzhodnoazijski regiji, ki ustvari najvišji promet z eurobankovci zunaj Evrope. Deutsche Bundesbank je logistična in upravna nasprotna stranka za banke, ki izvajajo program hrambe gotovine. Pred koncem triletnega obdobja bo Eurosistem ocenil, ali naj se program hrambe gotovine nadaljuje ali ne in kje.

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

Potem ko je Svet ECB leta 2007 sprejel načrt, s katerim naj bi se srednjeročno izboljšala skladnost gotovinskih storitev nacionalnih centralnih bank euroobmočja, je Eurosistem svoje delo na tem področju nadaljeval tudi v letu 2008. Večja skladnost je pomembna, saj bo zainteresiranim stranem, zlasti tistim z visokim deležem čezmejnega gotovinskega prometa, omogočila, da v celoti izkoristijo prednosti, ki jih prinaša skupna valuta, ter omogočila pošteno konkurenco. Eurosistem zaradi različnih gospodarskih in geografskih razmer v posameznih državah ne predvideva nekakšnega enotnega modela oskrbe z gotovino, ki bi bil za vse enak. Pri zagotavljanju skladnosti storitev bo potrebna določena mera prožnosti glede zahtev strank, gotovinske infrastrukture in prehodnih obdobj pred uvedbo.

Eurosistem se je ukvarjal tudi s številnimi nadaljnimi koraki, ki med drugim vključujejo elektronsko izmenjavo podatkov s kreditnimi institucijami pri plogih in dvigih gotovine ter standarde pakiranja bankovcev pri brezplačnih gotovinskih storitvah nacionalnih centralnih bank. Posvetovanja z deležniki so potekala na nacionalni in evropski ravni, zlasti v zvezi z vprašanjem enotnega pakiranja bankovcev, ki bi lahko vplivalo na delovanje in stroške.

Tabela 12 Razporeditev proizvodnje eurobankovcev v letu 2008

Apoen	Količina (v milijonih bankovcev)	NCB, ki so naročile proizvodnjo
5 EUR	1.370,0	DE, ES, FR, PT
10 EUR	2.130,0	DE, GR, FR, AT
20 EUR	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 EUR	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	130,0	IT
200 EUR	-	-
500 EUR	-	-
Skupaj	6.445,0	

Vir: ECB.

Tehnološki dosežki v zvezi z napravami za obdelavo bankovcev in bančnimi avtomati zdaj omogočajo branje in obdelavo bankovcev neodvisno od tega, kako so bankovci vstavljeni v napravo. Sčasoma bodo nacionalne centralne banke brezplačno uvedle te izboljšave.

### **DRUGA SERIJA EUROBANKOVCEV**

Leta 2005 je ECB začela razvijati novo serijo eurobankovcev. Določila je funkcionalne in tehnične zahteve ter oblikovala zaščitne elemente, ki bodo vključeni v novo serijo bankovcev. Leta 2008 je bilo delo osredotočeno na nadaljnji razvoj oblikovne zasnove in zaščitnih elementov ter vključitev zaščitnih elementov v oblikovno zasnovo bankovcev. V istem letu se je začel tudi razvoj gradiv za tiskanje in izhodiščnih gradiv, ki se uporabljajo pri tiskanju bankovcev.

Oblikovna podoba druge serije eurobankovcev bo temeljila na temi „evropska obdobja in slogi“ ter bo vključevala najpomembnejše oblikovne elemente iz prve serije bankovcev. Ker sta oblikovanje in razvoj gradiv za tiskanje ponavljajoča se postopka, se bo delo nadaljevalo tudi v letu 2009. Z vsemi glavnimi deležniki, ki sodelujejo v gotovinskem ciklu, potekajo posvetovanja in vsi prejemajo redna obvestila o dogajanjih. Bankovci nove serije bodo v obtok prihajali v obdobju več let, prvi apoen pa naj bi bil izdan čez nekaj let. Natančen datum začetka izdajanja bo določen pozneje. ECB bo javnost dovolj zgodaj obvestila o postopkih in načinih uvajanja novih bankovcev. Nacionalne centralne banke bodo eurobankovce iz prve serije menjavale brez časovne omejitve.

## 4 STATISTIKA

ECB ob podpori nacionalnih centralnih bank razvija, zbira, pripravlja in objavlja širok nabor statističnih podatkov, ki podpirajo denarno politiko euroobmočja in različne naloge ESCB, vse bolj pa jih uporabljajo tudi finančni trgi, mediji in širša javnost. Redno zagotavljanje statističnih podatkov euroobmočja je leta 2008 potekalo brez težav in pravočasno. Velik dosežek je, da je Svet ECB sprejel izpopolnjen pravni okvir, ki bo bistveno obogatil denarno in finančno statistiko euroobmočja, zlasti s povečano razpoložljivostjo podatkov o prodaji in listinjenju posojil. Pomemben napredek je bilo tudi sprejetje srednjeročnega programa dela za statistično funkcijo ECB, ki bo usmerjal dejavnost statistike ESCB v obdobju 2009–12. Nazadnje je ECB v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami še naprej prispevala k nadaljnjemu usklajevanju statističnih konceptov v Evropi ter preverjanju svetovnih in evropskih statističnih standardov.

### 4.1 NOVA OZIROMA IZBOLJŠANA STATISTIKA EUROOBMOČJA

Pravni okvir za zbiranje denarne in finančne statistike je bil izboljšan z novo uredbo ECB o statistiki sredstev in obveznosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in so vključene v transakcije listinjenja<sup>13</sup>. Poleg tega so bili spremenjeni tudi pravni akti ECB o zbiranju statističnih podatkov od MFI z namenom, da bi upoštevali nove zahteve (na primer zaradi finančnih inovacij) glede statistike bilance stanja<sup>14</sup>, statistike obrestnih mer za vloge in posojila v razmerju do gospodinjstev in nefinančnih družb<sup>15</sup> ter glede statistike listinjenja<sup>16</sup>. Navedene uredbe rešujejo tudi dodatne statistične zahteve, ki so posledica finančnih pretresov, zlasti v zvezi z merjenjem sintetičnega listinjenja kot sredstva za prenos kreditnega tveganja. Poročanje teh dodatnih statističnih podatkov naj bi se predvidoma začelo sredi leta 2010 (da bi se nacionalnim centralnim bankam in zavezancem za poročanje zagotovil potreben čas za uvedbo novih shem poročanja), z izjemo statistike o listinjenju MFI ter o sredstvih in obveznostih družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev, za katere se bodo podatki poročali od decem-

bra 2009. Priprava navedenih uredb je vključevala celovito oceno koristi novih statistik ter predvidene stroške za zavezance za poročanje in nacionalne centralne banke, s čimer je bilo zagotovljeno, da se lahko najpomembnejše uporabniške zahteve izpolnijo ob sprejemljivih stroških.

Svet ECB je sprejel tudi preoblikovano Smernico o denarni statistiki, statistiki finančnih institucij in statistiki finančnih trgov, ki predstavlja prečiščeno besedilo z dodatnimi določbami. Nadaljnje izpopolnitve pravnega okvira ECB so vključevale spremembe smernic ECB o zahtevah za statistično poročanje na področju statistike državnih financ (odpravo preostalih odstopanj) in četrtnih finančnih računov (da bi se izboljšala učinkovitost podatkovnih tokov).

Glede statistike sredstev in obveznosti investicijskih skladov so nacionalne centralne banke začele pošiljati ECB nove usklajene podatke s februarjem 2009, pri čemer je referenčno obdobje december 2008.<sup>17</sup>

Od junija 2008 so v razdelku spletne strani ECB o statistiki objavljeni dodatni statistični podatki o obtoku eurobankovcev in eurokovancev (na primer mesečni podatki o stanju in toku eurobankovcev in eurokovancev v obtoku ter podatki o številu in vrednosti bankovcev, katerih pristnost in primernost za uporabo v obtoku sta bili preverjeni). Izboljšani harmonizirani kazalniki konkurenčnosti držav euroobmočja, ki temeljijo na indeksih cen življenjskih potrebščin, deflatorjih BDP in stroških dela na enoto pro-

13 Pripravljen je bil predhodni seznam družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev, s čimer je bil omogočen začetek dela v zvezi z navzkrižnim primerjanjem z drugimi podatkovnimi nizi in izdelavo omejene predhodne analize najnovejših gibanj na tem področju.

14 Uredba ECB/2008/32 z dne 19. decembra 2008 o bilanci stanja sektorja denarnih finančnih institucij (preoblikovano).

15 Uredba o spremembi Uredbe ECB/2001/18 o statistiki obrestnih mer, ki jih monetarne finančne institucije uporabljajo za vloge in posojila v razmerju do gospodinjstev in nefinančnih družb, bo objavljena kmalu.

16 Uredba ECB/2008/30 z dne 19. decembra 2008 o statistiki sredstev in obveznosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in so vključene v transakcije listinjenja.

17 Kot je določeno v Uredbi ECB/2007/8 o statistiki sredstev in obveznosti investicijskih skladov (razen skladov denarnega trga).

izvoda, se zdaj prav tako redno objavljajo znotraj skupnega okvira Eurosistema za objavlanje statistike. Namen kazalnikov je ponuditi primerljiva merila cenovne in stroškovne konkurenčnosti v državah euroobmočja, ki so tudi skladna s spremembami realnih učinkovitih tečajev eura.

ECB je še naprej izboljševala svojo statistiko evropskih kratkoročnih vrednostnih papirjev (STEP). Ta prikazuje obseg in donosnost kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev na primarnem trgu, izdanih v okviru programov, ki so prejeli oznako STEP (glej tudi razdelek 3 v poglavju 4). Podrobni podatki o tokovih in stanjih, vključno s stanji posameznih programov STEP, bodo predvidoma objavljeni v prvi polovici leta 2009.

Za podporo denarni analizi so bili objavljeni tudi novi statistični podatki o bilanci stanja MFI. Po izboljšani razpoložljivosti podatkov iz finančnih računov je na primer ECB začela objavljati statistične podatke o imetjih instrumentov M3, in sicer po naslednjih sektorjih: nefinančne družbe, gospodinjstva (vključno z nepridobitnimi institucijami, ki opravljajo storitve za gospodinjstva), drugi finančni posredniki (vključno z investicijskimi skladi) ter zavarovalnice in pokojninski skladi. Časovne vrste so ravno tako na razpolago od prvega četrletja leta 1999.

Svet ECB je septembra 2008 odobril izvedbo ankete Eurosistema o financiranju in porabi gospodinjstev v euroobmočju. Namen tega projekta je zapolniti pomembno vrzel v razpoložljivosti podatkov o finančnem položaju segmentov sektorja gospodinjstev in tako dopolniti makroekonomske statistične podatke (na primer z zagotavljanjem informacij o sredstvih in obveznostih gospodinjstev v celotnem euroobmočju). Pripravlja se tudi anketa o dostopu malih in srednje velikih podjetij do financiranja, ki se bo po načrtih izvajala v sodelovanju z Evropsko komisijo. ESCB je prav tako nadaljeval svoje delo pri izboljševanju centralizirane podatkovne zbirke o vrednostnih papirjih (*Centralised Securities Database – CSDB*). CSDB vsebuje primerjalne vrednosti za posamezne vrednostne papirje,

pomembne za statistične namene ESCB, in ima osrednjo vlogo pri prehodu na poročanje po posameznih vrednostnih papirjih. S sistemi, ki zbirajo podatke za vsako postavko posebej, je mogoče precej olajšati breme poročanja za poročevalce ter obenem izboljšati kakovost in prilagodljivost statistike euroobmočja. Podatkovno zbirko že uporablja več nacionalnih centralnih bank za pripravo nacionalnih finančnih statistik, vendar njen razvoj še poteka.

## 4.2 DRUGA STATISTIČNA GIBANJA

Obe okvirni uredbi o zbiranju, pripravi in objavljanju statističnih podatkov v Evropi, ki sta ju izdala evropski statistični sistem ESS (partnerstvo med Eurostatom in nacionalnimi statističnimi uradi) oziroma ESCB, se posodabljata. Tesno sodelovanje med ESCB in ESS je pripeljalo do več medsebojno povezanih določb v osnutkih obeh pravnih aktov, zlasti v zvezi z izmenjavo zaupnih statističnih informacij med ESCB in ESS. ECB je septembra 2008 izdala priporočilo za uredbo Sveta o spremembi Uredbe (ES) št. 2533/98 o zbiranju statističnih informacij s strani ECB.<sup>18</sup>

ECB in Eurostat od leta 2007 redno objavljata integrirane četrletne nefinančne in finančne sektorske račune euroobmočja. Leta 2008 se je začelo delo v zvezi z izboljšanjem pravočasnosti, popolnosti in doslednosti tega celovitega makroekonomskega računovodskega okvira.

Objavljanje statističnih podatkov se je izboljšalo z objavo dodatnih tabel statističnih podatkov o euroobmočju in vseh ustreznih nacionalnih podatkov na spletnih straneh ECB in nacionalnih centralnih bank. Dodatne statistike obsegajo: i) seznam MFI, ii) statistiko obrestnih mer MFI, iii) plačilno statistiko ter iv) podrobne podatke o HICP in BDP. Statistično skladišče ECB (*Statistical Data Warehouse – SDW*) je vse bolj priljubljeno orodje za iskanje statističnih podatkov o euroobmočju na internetu. Leta 2008 je bilo

<sup>18</sup> [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf).

v SDW vključenih še več statističnih podatkov o finančnih trgih, število uporabnikov SDW pa se je podvojilo na okrog 40.000 na mesec. Del boljše strategije komuniciranja v zvezi s statistiko euroobmočja je tudi uvedba novega interaktivnega orodja za grafično spremljanje inflacije na spletni strani ECB. In nazadnje, širši nabor statističnih podatkov in kazalnikov je bil predstavljen v različnih rednih publikacijah ECB, kot so Anketa eurskega denarnega trga (*Euro money market survey*), poročilo z naslovom Finančna integracija v Evropi (*Financial integration in Europe*) in Pregled finančne stabilnosti (*Financial Stability Review*).

Več dokumentov, objavljenih v letu 2008, je prispevalo k ozaveščanju o statističnih podatkih ECB in ESCB ter njihovem upravljanju in kakovosti. Preglednost ECB na tem področju na primer kažejo dokument Okvir ECB za kakovost statistike (*ECB Statistical Quality Framework*) in postopki zagotavljanja kakovosti,<sup>19</sup> posodobljena publikacija Statistika ECB – pregled (*ECB Statistics – Overview*)<sup>20</sup> in objava zbornika četrte konference ECB o statistiki<sup>21</sup>.

ECB je še naprej tesno sodelovala z Eurostatom in drugimi mednarodnimi organizacijami (na primer pri pripravi skupnega Statusnega poročila o informacijskih zahtevah v EMU za leto 2008 (*Status report on information requirements in EMU*) in pri spreminjanju Eurostatovega priročnika ESR 95 o javnofinančnem primanjkljaju in dolgu (*ESA 95 manual on government deficit and debt*) ter imela pomembno vlogo pri posodabljanju globalnih statističnih standardov (Sistem nacionalnih računov 93, Priročnik za plačilno bilanco MDS, Primerjalna opredelitev neposrednih tujih naložb OECD (*OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*)). ECB ravno tako podpira Eurostat pri njegovem spreminjanju Evropskega sistema računov 95. ESR 95 daje smernice celi vrsti odločitev o usmeritvah politike na evropski ravni. ECB prav tako podpira in uporablja globalne tehnične standarde za izmenjavo podatkov. Poleg tega je skupaj z nacionalnimi centralnimi bankami, MDS in BIS pripravila priročnik o sta-

tistiki vrednostnih papirjev. Objavila je tudi posodobljeno različico svojega Priročnika za statistiko državnih financ (*Government finance statistics guide*).<sup>22</sup>

Statistika euroobmočja je bila prilagojena, tako da upošteva vstop Cipra in Malte v euroobmočje 1. januarja 2008. Pri tem ni bilo težav, saj sta se ti dve državi v tesnem sodelovanju z ECB in drugimi državami članicami na to dolgo pripravljali, še celo preden sta se pridružili EU. Poleg tega je imela statistika, tako kot v prejšnjih letih, pomembno vlogo pri spremljanju konvergence držav članic EU, ki še niso del euroobmočja. ECB je v sodelovanju s centralnimi bankami teh držav pomagala Eurostatu pri zagotavljanju statističnih podatkov o dolgoročnih obrestnih merah in deviznih tečajih ter zbirala in pripravljala dodatne statistične podatke, ki dopolnjujejo štiri primarne konvergenčne kazalnike iz Konvergenčnega poročila ECB za leto 2008 (glej razdelek 1 v poglavju 3).

### 4.3 SREDNJEROČNI PROGRAM DELA NA PODROČJU STATISTIČNE FUNKCIJE ECB (2009-12)

Srednjeročni program dela na področju statistične funkcije ECB (2009-12) je bil objavljen na spletni strani ECB julija 2008.<sup>23</sup> Program je rezultat podrobne analize ter je namenjen nadaljnemu povečanju učinkovitosti in uspešnosti pri zbiranju in pripravi statistik euroobmočja, kar naj bi zagotovilo zapolnitev nekaterih preostalih vrzeli. Izboljšave bodo predvidoma obsegale i) podrobnejše statistične podatke o imetjih vrednostnih papirjev, ii) boljše podatke o kreditnih izvedenih finančnih instrumentih, iii) pripravo pravočasnih četrtnih statistik o zavarovalnicah in pokojninskih skladih ter iv) izboljšano ponovno uporabo razpoložljivih

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>.

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>.

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategievisionstatistics2008en.pdf>.

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancesstatisticsguide200812en.pdf>.

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>.

mikropodatkov za statistične namene. Slednji vključujejo podatke iz računovodskih izkazov družb, ki jih hranijo nacionalni uradi za javnopravne evidence, in informacije iz centralnih registrov kreditov. Poleg tega v sodelovanju z Odborom evropskih bančnih nadzornikov (*Committee of European Banking Supervisors – CEBS*) poteka delo, da bi se, kjer je to mogoče, uskladile zahteve na področju nadzora in statistike, ki jih morajo izpolnjevati kreditne institucije. ESCB prav tako še naprej ocenjuje statistične potrebe, ki izhajajo iz aktualnih finančnih pretresov. Srednjeročna strategija bo zahtevala okrepljeno sodelovanje med vsemi udeleženi stranmi, tj. statističnimi oddelki nacionalnih centralnih bank in ECB ter zunanjimi partnerji, kot so statistični uradi, nadzorniki in predstavniki finančnega sektorja.



## 5 EKONOMSKE RAZISKAVE

Glavne naloge ekonomskih raziskav v ECB in Eurosistemu kot celoti so zagotoviti rezultate raziskav, ki so pomembni pri pripravi priporočil za denarno politiko in pri drugih nalogah Euro-sistema, ter načrtovati in uporabljati ustrezne modele in analitična orodja; vzdrževati in uporabljati ekonometrične modele za napovedi gospodarskih gibanj in primerjavo učinkov različnih politik; komunicirati z akademsko skupnostjo, na primer z objavljanjem rezultatov raziskav v recenziranih strokovnih revijah in z organiziranjem raziskovalnih konferenc.

### 5.1 PREDNOSTNA RAZISKOVALNA PODROČJA IN DOSEŽKI

Ekonomske raziskave v ECB potekajo decentralizirano: vsa poslovna področja lahko opravljajo raziskovalne projekte glede na svoje potrebe in strokovno znanje. Generalni direktorat za raziskave ima osrednjo vlogo pri usklajevanju raziskav, hkrati pa kakovostne raziskave pripravlja tudi sam. Direktorat predseduje Odboru za usklajevanje raziskav, ki usklajuje raziskovalne dejavnosti v ECB z zahtevami institucije. Odbor vsako leto določi široka prednostna področja.

Glavne raziskovalne prednostne naloge za leto 2008 so pokrivalo naslednja področja: napovedovanje in razvoj modelov, izboljšave denarne analize, razumevanje transmisijskega mehanizma denarne politike, finančno stabilnost, učinkovitost evropskega finančnega sistema, mednarodna in javnofinančna vprašanja.

Pri napovedovanju in razvoju modelov so se številni obstoječi projekti nadaljevali tudi v letu 2008, začeli pa so se tudi nekateri novi. Novi model za celotno euroobmočje (*New Area-Wide Model* – NAWM) je bil vključen v pripravo projekcij ter uporabljen pri pripravi osrednjih projekcij in analizi scenarijev. Model Christiano-Motto-Rostagno je bil še dodelan in uporabljen v številnih preskusih politike, ki so obravnavali obnašanje finančnih trgov. Oba sta primera dinamičnih stohastičnih modelov splošnega ravnotežja (DSGE), ki se vedno pogosteje uporabljajo v politikah centralnih bank. Razvili smo tudi

druge modele DSGE, ki obravnavajo posebna vprašanja v zvezi s politikami. Delo na področju kratkoročnih orodij za napovedovanje, ki se je začelo v obdobju 2006-07, je bilo leta 2008 dokončano z uvedbo teh orodij v redne ekonomske ocene in pripravo politik. Raziskovalno delo na obstoječih in novih orodjih za napovedovanje se bo leta 2009 še nadaljevalo.

Med letom 2008 je bila uvedena nova metoda za določitev razponov v projekcijah. Uporabljala se je v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB/Eurosistema, objavljenih septembra in decembra. Negotovost pri napovedovanju bo zanimiva tema tudi v letu 2009.

Glavno področje raziskav v zvezi z denarno analizo je bil razvoj in uporaba kvantitativnih metod za denarno analizo, s poudarkom na zagotavljanju kakovostnih analitičnih orodij za pripravo sklepov o denarni politiki. Delo je bilo usmerjeno v razvoj na denarju temelječih kazalniških modelov za inflacijo, analizo povpraševanja po denarju in oblikovanje denarnih scenarijev s strukturne perspektive. V tem okviru se je zelo veliko uporabljal model Christiano-Motto-Rostagno. Posebna pozornost je bila namenjena uporabi različnih strukturnih modelov in drugih orodij za navzkrižno preverjanje.

Kar zadeva transmisijski mehanizem denarne politike, je mreža za raziskovanje dinamike plač (*Wage Dynamics Network* – WDN), ki jo sestavljajo raziskovalci ESCB, na konferenci junija 2008 predstavila rezultate svojega dela. WDN preučuje značilnosti in vire dinamike plač v euroobmočju ter njihovo razmerje s cenami na agregatni in mikroravni. Leta 2008 je bil pomemben dosežek mreže njena raziskava, ki je obsegala plače, stroške dela in oblikovanje cen na ravni podjetij v 17 državah.

Raziskava o financiranju in porabi gospodinjstev (glej razdelek 4 v tem poglavju) za celotno euroobmočje, ki jo je pripravila mreža Eurosistema, bo pokrivala informacije na mikroravni o širokem izboru odločitev, ki jih sprejemajo gospodinjstva v zvezi z imetjem stvarnih in finančnih sredstev, zadolževanjem, odnosom

do tveganja, zaposlenostjo, dohodkom, pokojninami, medgeneracijskimi transferji, darili, potrošnjo in prihranki. Zbiranje podatkov se bo v številnih državah euroobmočja predvidoma začelo v začetku leta 2009. Pričakuje se, da bodo anonimni mikropodatki o financiranju in porabi gospodinjstev v euroobmočju v prihodnje na razpolago tudi raziskovalni skupnosti. Sorodna raziskava o financiranju in porabi gospodinjstev je bila predstavljena na konferenci, ki sta jo septembra 2008 organizirala Center za finančne študije (*Center for Financial Studies*) in ECB. Druge analizirane teme s tega raziskovalnega področja so bile komunikacijske politike centralnih bank, spremljanje finančnih trgov, nepremičninski trgi, vloga bank in kreditov v transmisijem mehanizmu denarne politike ter heterogenost v euroobmočju z različnih vidikov.

Tema raziskav je bila tudi finančna stabilnost in njen vpliv na denarno politiko, zlasti v povezavi s pripravo poročila ECB Pregled finančne stabilnosti (*Financial Stability Review*). Finančni sistem je bil analiziran z vidika stopnje integracije in razvoja kapitalskih trgov. Obravnavan je bil tudi medsebojni vpliv med kreditnimi in tržnimi tveganji.

Pri raziskovanju plačilnih in poravnalnih sistemov se je ECB povezala s številnimi zainteresiranimi centralnimi bankami (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada in De Nederlandsche Bank) in akademiki ter ustanovila neformalno mrežo za ekonomiko plačil (*Payment Economics Network*). Ta mreža skrbi za promocijo raziskav o plačilnih sistemih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev ter krepí povezavo med raziskavami in prakso na tem področju. Na spletni strani mreže<sup>24</sup> so na voljo delovni zvezki, ustrezni dokumenti o politikah, podatki o prihodnjih in preteklih konferencah ter informacije o raziskovalnih projektih na tem področju.

V okviru prednostnega raziskovalnega področja o mednarodnih vprašanjih sta bili glavni temi svetovna neravnovesja, o katerih je bil leta 2008

organiziran seminar na visoki ravni, in mednarodna vloga eura. Glede slednje je bilo delo osredotočeno na povezave med fakturiranjem v valuti in vplivom deviznih tečajev na cene uvoženega blaga. Rezultati tega dela bodo vključeni v poročilo z naslovom Pregled mednarodne vloge eura (*Review of the international role of the euro*). V okviru tega prednostnega raziskovalnega področja je bila razvita tudi mednarodna razširitev modela NAWM.

## 5.2 POSREDOVANJE INFORMACIJ O RAZISKAVAH: PUBLIKACIJE IN KONFERENCE

Raziskave strokovnjakov ECB so bile kot v prejšnjih letih objavljene v seriji delovnih zvezkov ECB (*Working Papers*) in občasnih zvezkov ECB (*Occasional Papers*). Leta 2008 je bilo objavljenih 141 delovnih zvezkov in 22 občasnih zvezkov. Skupno 116 delovnih zvezkov so bodisi sami ali skupaj z zunanjimi soavtorji napisali strokovnjaki ECB, pri številnih so sodelovali ekonomisti Eurosistema, medtem ko so druge napisali zunanji obiskovalci, ki so se udeležili konferenc ali delavnic, delovali v okviru raziskovalnih mrež ali pa kot gostujoči raziskovalci dlje časa gostovali v ECB, da bi dokončali raziskovalni projekt. V skladu z zdaj že uveljavljenim pravilom bo večina dokumentov sčasoma objavljena v vodilnih, recenziranih akademskih revijah. Leta 2008 so strokovnjaki ECB v akademskih revijah objavili več kot 30 člankov.

Raziskovalni bilten (*Research Bulletin*) je redna publikacija ECB, v kateri so objavljene raziskave, ki so zanimive tudi za širšo javnost. Osrednja tema leta 2008 so bili pretresi na kreditnem trgu, značilnosti poslovnega ciklusa, stanovanjsko premoženje in poraba ter regionalna dinamika inflacije.

ECB je organizirala ali soorganizirala okoli 15 konferenc ali delavnic o raziskovalnih temah. Pri soorganiziranih konferencah so sodelovali Center za raziskovanje ekonomske politike (*cen-*

24 <http://www.paymenteconomics.org>.

*tre for Economic Policy Research – CEPR*) ter druge centralne banke tako iz Eurosistema kot tudi iz drugih držav. Poleg tega je bilo organiziranih veliko delavnic in seminarjev, na katerih so bile raziskave predstavljene zaposlenim v ECB. Večina konferenc in delavnic je bila tako kot v preteklih letih povezana s posebnimi prednostnimi raziskovalnimi področji, programi za te dogodke in predstavljeni dokumenti pa so na razpolago na spletni strani ECB.

Na konferencah in delavnicah so bile obravnavane številne teme. Finančna vprašanja so bila osrednja tema sedmih: dve sta obravnavali vpliv finančnih pretresov, eno je sofinancirala Federal Reserve Bank of Chicago, ena pa je obravnavala finančno integracijo. Druge so obravnavale različne vidike delovanja denarnega trga in trgov plačil malih vrednosti. Peta konferenca mednarodnega raziskovalnega foruma o denarni politiki (ki so jo sosponsorirali odbor guvernerjev ameriške centralne banke, univerza v Georgetownu in univerza v Frankfurtu) v juniju 2008 je analizirala vprašanja denarne politike. Druge konference so obravnavale vprašanja podatkov (sponzorirana skupaj s CEPR prek mreže za raziskovanje poslovnega cikla euroobmočja (*Euro Area Business Cycle Network*), trge dela in prvih deset let eura.

Posredovanje informacij o raziskavah je potekalo tudi prek serije seminarjev, od katerih sta bili še zlasti pomembni serija seminarjev *Joint Lunchtime Seminars*, ki sta jih soorganizirala Deutsche Bundesbank in Center za finančne študije, ter serija seminarjev *Invited Speakers Seminars*. Seriji obsegata tedenske seminarje, na katere so povabljeni zunanji raziskovalci, da v ECB predstavijo svoje novejšo delo. Poleg tega ECB raziskovalne seminarje občasno organizira tudi zunaj okvira teh dveh serij.

## 6 DRUGE NALOGE IN DEJAVNOSTI

### 6.1 SKLADNOST S PREPOVEDJO DENARNEGA FINANCIRANJA IN PRIVILEGIRANEGA DOSTOPA

V skladu s členom 237(d) Pogodbe ES ima ECB nalogo spremljati, kako 27 nacionalnih centralnih bank držav članic EU in ECB upoštevajo prepovedi iz členov 101 in 102 Pogodbe ES ter uredb Sveta (ES) št. 3603/93 in 3604/93. Člen 101 prepoveduje ECB in nacionalnim centralnim bankam, da bi omogočale prekoračitve pozitivnega stanja na računu ali katere koli druge oblike kreditov vladam in institucijam ali organom Skupnosti ter da bi kupovale dolžniške instrumente neposredno od njih. Člen 102 prepoveduje vse ukrepe, ki vzpostavljajo privilegiran dostop vlad in institucij ali organov Skupnosti do finančnih institucij in ne temeljijo na načelih skrbnega in varnega poslovanja. Poleg Sveta ECB tudi Evropska komisija spremlja, ali države članice upoštevajo navedene določbe.

ECB prav tako spremlja, ali centralne banke EU na sekundarnem trgu kupujejo dolžniške instrumente, ki so jih izdali domači javni sektor in javni sektor drugih držav članic ter institucije in organi Skupnosti. V skladu z uvodnimi izjavami Uredbe Sveta (ES) št. 3603/93 se prek nakupov dolžniških instrumentov javnega sektorja na sekundarnem trgu ne smejo zaobiti cilji iz člena 101 Pogodbe ES. Takšni nakupi ne bi smeli postati oblika posrednega denarnega financiranja javnega sektorja.

Dejavnosti spremljanja, ki so se izvajale leta 2008, na podlagi informacij 27 nacionalnih centralnih bank ESCB in ECB, potrjujejo, da so bile določbe členov 101 in 102 Pogodbe ES in povezanih uredb Sveta v obravnavanem obdobju z eno izjemo na splošno upoštevane.

De Nederlandsche Bank je poročala o prekoračitvi stanja na računu, ki je povzročila neskladnost glede prepovedi denarnega financiranja iz Pogodbe ES v trajanju en dan, ki pa je bila takoj odpravljena.

### 6.2 SVETOVALNE NALOGE

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> Obveznost posvetovanja z ECB ne posega v primere, v katerih je osnutek zakonskih določb predložen v sprejem po hitrem postopku. Poleg tega je sprejem zakonskih določb zelo kmalu po oddaji zahteve za svetovanje dovoljen samo v izjemnih primerih, npr. v sedanjem obdobju tržnih pretresov. Vsa mnenja ECB so objavljena na spletni strani ECB.

ECB je leta 2008 sprejela 92 mnenj: 11 je bilo odgovorov na zahtevo za mnenje, ki so ga predložile institucije EU, in 81 odgovorov na zahtevo nacionalnih organov. V letu 2007 je bilo, za primerjavo, opravljenih 43 posvetovanj. Seznam mnenj, sprejetih leta 2008 in v začetku leta 2009, je priložen temu letnemu poročilu.

Zlasti pomembna so v nadaljevanju predstavljena mnenja ECB, ki so bila izdana na zahtevo Sveta EU.

ECB je izdala mnenje<sup>26</sup> o predlogu spremembe direktive o dokončnosti poravnave<sup>27</sup> in direktive o dogovorih o finančnem zavarovanju<sup>28</sup>. Spremembe zadevajo zaščito, ki jo direktiva o dokončnosti poravnave vzpostavlja za nočne poravnave in medsebojno povezane sisteme zaradi pričakovanega povečanja medsebojnih operacij, ki izhajajo iz direktive o trgih finančnih instrumentov in evropskega kodeksa ravnanja za kliring in poravnavo. Med kategorijami finančnega zavarovanja, ki jih lahko predvidi

25 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. 87), dolžnost posvetovanja z ECB ne velja za nacionalne organe Združenega kraljestva.

26 CON/2008/37.

27 Direktiva 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. maja 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev, UL L 166, 11. 6. 1998, str. 45.

28 Direktiva 2002/47/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 6. junija 2002 o dogovorih o finančnem zavarovanju, UL L 168, 27. 6. 2002, str. 43.

direktiva o dogovorih o finančnem zavarovanju, predlog vključuje tudi bančna posojila, ki so primerna za zavarovanje kreditnih operacij centralnih bank, da bi olajšali njihovo uporabo po celotni EU. ECB je v svojem mnenju pozdravila ta predlog in zlasti predlagala, da se opredelitev pojma „sistem“ razširi tako, da i) izrecno vključuje sisteme, ki so bili vzpostavljeni s pravnim aktom ECB, in ii) dopusti ECB, da sama določi takšne sisteme ECB. ECB je tudi predlagala, da se bančna posojila vključijo v področje uporabe direktive o dogovorih o finančnem zavarovanju v skladu z enotno splošno opredelitvijo, ki ni povezana s primernostjo centralne banke, in priporočila uskladitev nekaterih elementov navzkrižja v pravnih predpisih o bančnih posojilih v EU.

ECB je izdala tudi mnenje o predlogu direktive, ki spreminja direktivo o kapitalskih zahtevah<sup>29</sup>, v zvezi z bankami, pridruženimi centralnimi institucijami in določenimi postavkami lastnih sredstev.

ECB je izrazila mnenje<sup>30</sup> o predlogu direktive, ki spreminja direktivo o elektronskem denarju<sup>31</sup>, katere namen je odpreti trg za izdajo elektronskega denarja prek institucij za izdajo elektronskega denarja. ECB je revizijo podprla, izrazila pa je resne zadržke glede spremembe narave institucij za izdajo elektronskega denarja v „finančne institucije“, kot so opredeljene v preoblikovani Direktivi 2006/48/ES,<sup>32</sup> saj bi to imelo daljnosežne posledice za izvajanje denarne politike. Predlagana direktiva je zaskrbljujoča tudi z vidika nadzora, saj uvaja blažji sistem nadzora nad institucijami za izdajo elektronskega denarja in hkrati razširja obseg dejavnosti, s katerimi se lahko ukvarjajo te institucije.

Glede Lamfalussyjevega okvira,<sup>33</sup> ki je del procesa za razjasnitev in razširitev obsega nalog odborov tretje ravni (Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS), Odbor evropskih nadzornikov za zavarovanje in poklicne pokojnine (CEIOPS) in Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR)), je morala ECB izraziti mnenje o osnutku sklepa Komisije o ustanovitvi CEBS, ki bo zamenjal Sklep Komisije

2004/10<sup>34</sup>. ECB je v svojem mnenju<sup>35</sup> pozdravila predlagane spremembe in poudarila, da njene posamezne pripombe ne vplivajo na morebitno prihodnje sodelovanje v širši razpravi, na primer v zvezi s skupino na visoki ravni, ki ji predseduje Jacques de Larosière. ECB je predlagala nekaj sprememb v osnutku sklepa, zlasti glede sodelovanja ECB in Odbora za bančni nadzor v nalogah CEBS. ECB je priporočila, da se zagotovi skladnost med določbami osnutka sklepa in določbami pravilnika CEBS v zvezi s postopki glasovanja, ter predlagala, da Komisija upošteva te pripombe, kjer je potrebno, pri osnutku sklepov o drugih dveh odborih tretje ravni, o katerih se ni posvetovala z ECB.

ECB je izrazila tudi mnenje<sup>36</sup> o predlogu uredbe o čezmejnih plačilih, ki bo nadomestila Uredbo (ES) št. 2560/2001<sup>37</sup>. ECB je sicer pozdravila vključitev čezmejnih direktnih obremenitev v predlagano uredbo, vendar opozorila, da bi morali skrbno premisliti o vprašanih poročanja za potrebe plačilne bilance. V zvezi s tem je nujno, da se izpolnijo potrebe uporabnikov glede plačilnobančnih statističnih podatkov na ravni euroobmočja in držav ter da se zagotovi pravočasna uvedba SEPA. Razvoj SEPA pomeni, da sistemov poročanja za potrebe plačilne bilance, ki temeljijo predvsem na podatkih o plačilih, ni mogoče ohraniti, saj so ti namenjeni plačilom v eurih v EU. Reforma teh sistemov lahko

29 Direktiva o kapitalskih zahtevah je sestavljena iz Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovana), UL L 177, 30. 6. 2006, str. 1, in Direktive 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovana), UL L 177, 30. 6. 2006, str. 201.

30 CON/2008/84.

31 Direktiva 2000/46/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 18. septembra 2000 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti ter nadzoru skrbnega in varnega poslovanja institucij za izdajo elektronskega denarja, UL L 275, 27. 10. 2000, str. 39.

32 Glej člena 4(1) in (5) Direktive 2006/48/ES, kot navaja opomba 30.

33 Za več podrobnosti glej razdelek 2 v poglavju 4.

34 Sklep Komisije 2004/10 z dne 5. novembra 2003 o ustanovitvi Odbora evropskih bančnih nadzornikov, UL L 3, 7. 1. 2004, str. 36.

35 CON/2008/63.

36 CON/2009/1.

37 Uredba (ES) št. 2560/2001 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. decembra 2001 o čezmejnih plačilih v eurih, UL L 344, 28. 12. 2001, str. 13.

pomeni manjše obveznosti poročanja za banke, vendar tudi večje breme poročanja za nebanke, ki pa bi moralo ostati na najnižji možni ravni. Treba je tudi zagotoviti, da se ohrani zanesljivo, pogosto in pravočasno zbiranje plačilnobilančnih statističnih podatkov, ki je potrebno za izvajanje denarne politike ECB.

ECB je izdala mnenje<sup>38</sup> o spremembah direktive o sistemih zajamčenih vlog<sup>39</sup>, katere cilj je izboljšati zaupanje vlagateljev s povečanjem minimalnega kritija v sistemih zajamčenih vlog in z zmanjšanjem največjih zamud pri izplačilih zajamčenih vlog. ECB je podprla te cilje in poudarila, da se verodostojnost sistemov zajamčenih vlog lahko ohrani, če se uvedejo učinkoviti operativni procesi za preverjanje terjatev in plačevanje vlagateljem, če se zagotovi dovolj razpoložljivega financiranja in spodbudi seznanjenost vlagateljev s pogoji zavarovanja vlog. Vsi dogovori morajo upoštevati prepoved denarnega financiranja iz člena 101 Pogodbe ES.<sup>40</sup> ECB pričakuje, da bo k prizadevanjem na tem področju prispevala tudi v letu 2009.

Nacionalni organi so se še naprej posvetovali z ECB o zadevah v zvezi z nacionalnimi centralnimi bankami, zlasti o spremembah statuta belgijske, bolgarske, češke, nemške, estonske, španske, luksemburške, madžarske, romunske in švedske nacionalne centralne banke.<sup>41</sup> Glede predlaganih sprememb zakona o nemški centralni banki je ECB izjavila, da država članica ne sme omejiti možnosti nacionalne centralne banke, da zaposli in obdrži ustrezno usposobljeno osebje, ki ga nacionalna centralna banka potrebuje za neodvisno opravljanje nalog, določenih v Pogodbi ES in Statutu ESCB, ter da nacionalne centralne banke ne sme pripeljati v položaj, ko vlada lahko vpliva na njeno kadrovsko politiko.<sup>42</sup> ECB je izjavila, da bi pozdravila revizijo predlaganih sprememb, ki bi razširile pravice Izvršilnega odbora nemške centralne banke tako, da bi ta lahko sprejemal kadrovske uredbe. V zvezi s predlaganimi spremembami statuta centralne banke Banca Națională a României je ECB izrazila mnenje, da bi spremembe močno omejile neodvisnost centralne banke, predvsem zaradi zahteve, da mora romunski parlament odo-

briti letno poročilo romunske nacionalne banke Banca Națională a României, in možnosti, da so zaposleni v tej centralni banki osebno odgovorni za izgube.<sup>43</sup> V svojem mnenju o finančni neodvisnosti centralne banke Sveriges Riksbank v zvezi s kapitalno strukturo in razdelitvijo dobička je ECB poudarila, da je morala Švedska do ustanovitve ESCB 1. junija 1998 v nacionalno zakonodajo uvesti ustrezne prilagoditve, ki so potrebne za spoštovanje ustreznih določb Pogodbe ES in Statuta ESCB glede neodvisnosti centralnih bank.<sup>44</sup> ECB je poleg tega poudarila, da naj bo cilj vsake zakonodajne reforme postopno doseči skladnost s standardi Eurosistema. ECB je poleg tega na lastno pobudo predložila mnenje o reformi grškega sistema socialne varnosti, saj meni, da predlagane določbe lahko vplivajo na status centralne banke Bank of Greece kot neodvisnega organa.<sup>45</sup> Pokojninski sklad grške banke je bil vključen v državni pokojninski sklad in banka je morala 15 let letno prispevati 23 milijonov EUR. Ustrezne določbe tega zakona bi morale upoštevati možne vplive na neodvisnost centralne banke, vključno s finančno neodvisnostjo, in prepoved denarnega financiranja.

Luksemburg se je dvakrat posvetoval z ECB o osnutku zakona za izboljšanje zakonodajnega okvira za Luksemburg kot finančno središče ter za spremembo zakona o denarnem statusu in centralni banki Banque centrale du Luxembourg.<sup>46</sup> Mnenja so bila naklonjena krepitvi vloge luksemburške centralne banke pri ohranjanju finančne stabilnosti in vzpostavitvi pravne pod-

38 CON/2008/70.

39 Direktiva 94/19/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 30. maja 1994 o sistemih zajamčenih vlog, UL L 135, 31. 5. 1994, str. 5.

40 Obrazloženo v skladu z Uredbo Sveta (ES) št. 3603/93 z dne 13. decembra 1993, ki opredeljuje razmejitve za uporabo prepovedi, na katere se nanašata člena 104 in 104b(1) Pogodbe, UL L 332, 31. 12. 1993, str. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 in CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 in CON/2008/42.

lage za morebitno razširitev nujne likvidnostne pomoči s strani te banke.

Na področju plačilnih in poravnalnih sistemov se je Poljska posvetovala z ECB o osnutku zakona, ki spreminja zakon o trgovanju s finančnimi instrumenti, in drugo zakonodajo.<sup>47</sup> ECB je v skladu s prejšnjimi mnenji priporočila izrecne določbe o pristojnosti nacionalne centralne banke na področju pregleda nad delovanjem plačilnih in poravnalnih sistemov.

V zvezi s finančnim nadzorom se je Finska posvetovala z ECB o osnutku zakonodajnega predloga o integraciji finančnega in zavarovalniškega nadzora.<sup>48</sup> ECB je podprla krepitev nadzorne strukture, vendar je poudarila potrebo po varovalkah v proračunski ureditvi, mehanizmu povračil ter reviziji in poročanju. ECB je v skladu s prejšnjimi mnenji izjavila, da sta sodelovanje in izmenjava informacij med nadzornimi organi in centralnimi bankami bistvena za upravljanje makrobonitetnega spremljanja in za pregled nad delovanjem plačilnih sistemov. Na področju finančne stabilnosti se je Poljska posvetovala z ECB o osnutku zakona, ki spreminja zakon o bančnem jamstvenem skladu.<sup>49</sup> ECB je ponovila merila, ki omogočajo NCB, da odobri posojilo nacionalnemu sistemu za zavarovanje vlog, in poudarila pomen učinkovite koordinacije takih sistemov.

V razmerah svetovne finančne krize je ECB izdala številna mnenja<sup>50</sup> o nacionalnih reševalnih ukrepih v zvezi z državnimi jamstvi, dokapitalizacijo prizadetih bank, odkupi lastnih sredstev bank in sistemi zajamčenih vlog. V zvezi s tem je ECB poudarila pomen usklajenega pristopa, ki ustreza usklajenemu akcijskemu načrtu, ki so ga 12. oktobra 2008 sprejeli voditelji držav ali vlad euroobmočja, in zakonodaji Skupnosti (predvsem glede določb o državni pomoči), ter opozorila, da mora biti vloga države kot delničarke časovno omejena.<sup>51</sup>

V zvezi z uvedbo eura na Slovaškem se je Slovaška posvetovala z ECB o osnutku nacionalne zakonodaje o dvojnem prikazovanju cen in pravilih zaokroževanja.<sup>52</sup> ECB je opozorila

na pomen načel nevtralnosti cen in kontinuitete pravnih instrumentov ter priporočila, da se sprejme tak pristop, ki bo v skladu s primerljivimi primeri, povezanimi z metodologijami in praksami zaokroževanja.

Od leta 2008 naprej so v letno poročilo vključene tudi informacije o nedvomnih in pomembnih primerih neizpolnjevanja obveznosti posvetovanja z ECB o osnutkih nacionalne zakonodaje in zakonodaje Skupnosti. Poleg reforme grškega sistema socialne varnosti, o kateri je ECB na lastno pobudo izrazila svoje mnenje, kot je opisano zgoraj, je bilo leta 2008 šest primerov neposvetovanja z ECB o predlagani nacionalni zakonodaji.

V dveh primerih se bolgarske in ciprske oblasti niso posvetovala z ECB o zakonskih določbah, ki poleg določb v Statutu ESCB predvidevajo odpust guvernerja centralne banke. Bolgarska zakonodaja o preprečevanju in razkritju navzkrižij interesov z dne 16. oktobra 2008 določa, da sta neupoštevanje njenih določb in obstoj navzkrižja interesov podlaga za odpust državnih uradnikov, vključno z guvernerjem, namestniki guvernerja in člani Sveta centralne banke Българска народна банка (bolgarska narodna banka). Ciprska zakonodaja uvaja omejitve v zvezi z določenimi gospodarskimi dejavnostmi in ugodnostmi, njihovo neupoštevanje pa je razlog za odpust guvernerja centralne banke Central Bank of Cyprus. Če bi se ciprske oblasti posvetovala z ECB, bi ta zavzela kritično stališče glede skladnosti teh določb s členom 14.2 Statuta ESCB.

Francoske oblasti se niso posvetovala z ECB o dveh spremembah osnutka zakona o modernizaciji gospodarstva, ki sta še poenostavili

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 in CON/2008/92.

51 Za več podrobnosti glej poglavje 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/25 in CON/2008/27.

statut centralne banke Banque de France, med drugim tudi s tem, da sta ukinili monetarni odbor njenega Razširjenega sveta in prenesli na guvernerja odgovornost za prenos smernic ECB. Čeprav ECB ne bi oporekala tem institucionalnim spremembam, bi se morale francoske oblasti vendarle posvetovati z njo, saj se določbe nanašajo na centralno banko Banque de France.

Nizozemske oblasti se niso posvetovale z ECB o zakonu o spremembi zakona o finančnem nadzoru. Ta zakon določa, da centralna banka De Nederlandsche Bank in organ Autoriteit Financiële Markten v izjemnih okoliščinah lahko sprejmetačasne predpise za krepitev stabilnosti finančnega sektorja. V pismu nizozemskemu finančnemu ministru je ECB izjavila, da se je osnutek zakonodaje nanašal na nacionalno centralno banko ter na predpise, ki veljajo za finančne institucije in pomembno vplivajo na stabilnost finančnih institucij in trgov, zaradi česar bi se morale nizozemske oblasti posvetovati z ECB.

Portugalske oblasti se niso posvetovale z ECB o treh pravnih aktih, ki so jih sprejele v okviru finančne krize. Eden dodeljuje centralni banki Banco de Portugal naloge, kot so ocenjevanje prošelj kreditnih institucij za povečanje lastnih sredstev in nadzorovanje skladnosti z načrti dokapitalizacije. Druga dva pravna akta določata, da je portugalska država garant za financiranje kreditnih institucij, registriranih na Portugalskem, in centralna banka Banco de Portugal je eden od organov, odgovornih za preučitev prošelj za financiranje in spremljanje izvrševanja takih državnih jamstev. Sprejeta zakonodaja se nanaša na nacionalno centralno banko in določa pravila, namenjena finančnim institucijam, ki pomembno vplivajo na stabilnost finančnih institucij in trgov, zato bi se morale portugalske oblasti posvetovati z ECB.

Romunske oblasti se niso posvetovale z ECB o osnutku zakonodajnih določb za prenos Direktive 2006/43/ES o obvezni reviziji letnih in konsolidiranih računovodskih izkazov v romunsko zakonodajo. Čeprav gre za prenos direktive ES, bi se morali posvetovati z ECB, saj določbe

zadevajo centralno banko Banca Națională a României.

### **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 2008 je ECB od upnikov Skupnosti prejela znesek glavnice in izplačala znesek posojila državi posojilojemalki (Madžarska). Celoten znesek odprtih operacij dajanja posojil Skupnosti z Madžarsko je na dan 31. december 2008 znašal 2 milijardi EUR (za primerjavo: ob koncu leta 2007 ni bilo odprtih saldov).

### **6.4 STORITVE EUROSISTEMA ZA UPRAVLJANJE REZERV**

Leta 2008 se je v skladu z okvirom, ki je bil vzpostavljen leta 2005, še naprej izvajal celovit sklop storitev v okviru upravljanja rezervnih sredstev strank Eurosistema v eurih. Celoten sklop storitev, ki je na voljo centralnim bankam, denarnim oblastem in državnim organom s sedežem zunaj euroobmočja ter mednarodnim organizacijam, zagotavljajo posamezne centralne banke Eurosistema (ponudniki storitev Eurosistema) po usklajenih pogojih in v skladu s splošnimi tržnimi standardi. Pri tem opravlja ECB splošno usklajevalno vlogo in zagotavlja nemoteno delovanje okvira. Število strank, ki so imele leta 2008 vzpostavljeno poslovno razmerje z Eurosistemom, je v letu 2008 ostalo nespremenjeno. Kar zadeva same storitve, se je skupno stanje gotovine in imetje vrednostnih papirjev strank precej povečalo, zlasti v drugi polovici leta. Eurosistem je potem, ko je leta 2007 izvedel anketo o zadovoljstvu strank, ki je potrdila splošno zadovoljstvo strank, v letu 2008 začel izvajati dejavnosti za razširitev obsega storitev, ki so na voljo v okviru, in nadaljnje izboljšanje njihove kakovosti.





Usposabljanje blagajnikov v Suomen Pankki – Finlands Bank v Helsinkih septembra 2001.

# VSTOP SLOVAŠKE V EUROOBMOČJE

## I GOSPODARSKA IN DENARNA GIBANJA NA SLOVAŠKEM

Ekonomsko-finančni svet je 8. julija 2008 sprejel odločbo, da lahko Slovaška s 1. januarjem 2008 vstopi v euroobmočje, s čimer se je število držav euroobmočja povečalo s 15 na 16. Odločba Sveta je temeljila na konvergenčnih poročilih, ki sta jih ECB in Evropska komisija pripravili maja 2008, in je sledila razpravam v Svetu EU v sestavi voditeljev držav ali vlad, mnenju Evropskega parlamenta in predlogu Evropske komisije. Istega dne je Ekonomsko-finančni svet sprejel uredbo o določitvi nepreklicnega menjalnega razmerja med slovaško krono in eurom na ravni 30,1260 SKK za euro, kar je enako centralnemu tečaju ERM II v času odločbe. Tržni tečaj slovaške krone je bil na dan določitve menjalnega razmerja zelo blizu temu razmerju. V obdobju sodelovanja v ERM II od 28. novembra 2005 je bil centralni tečaj slovaške krone do eura revaloriran dvakrat: marca 2007 za 8,5% in maja 2008 za 17,6472%.

Slovaško gospodarstvo je po obdobju skromne rasti pod 2% v poznih 90-ih letih minulega stoletja v zadnjih nekaj letih raslo zelo hitro. Izboljšanje rasti v zadnjih desetih letih so podpirale temeljite strukturne reforme, sledil pa jim je precejšen dotok tujega kapitala. Rast realnega BDP je leta 2007 dosegla rekordno vrednost nad 10%, temu pa je v letu 2008 sledila zmernejša stopnja 6,4% (glej tabelo 13). Uspešnost slovaškega gospodarstva v zadnjih nekaj letih je bila tesno povezana s velikim izboljšanjem njenih proizvodnih zmogljivosti, zlasti v industrijskem sektorju. Večina novih obratov, zlasti v avtomobilski in elektronski industriji, je izvozno usmerjenih. Glede zunanjih gibanj je Slovaška v zadnjih desetih letih v povprečju izkazovala velik primanjkljaj na kombiniranem tekočem in kapitalnem računu. Vendar pa so se ti primanjkljaji financirali predvsem iz prilivov neposrednih tujih naložb, pri čemer so imeli tokovi, ki so povzročili dolgove, le drugoten pomen. V prvi polovici desetletja so veliki investicijski projekti najprej povzročili poslabšanje salda na tekočem in kapitalnem računu, kar je zlasti posledica uvoza novih tehnologij. Ta učinek pa je bil samo začasen, saj se je zaradi bistvenega izboljšanja izvoznih zmogljivosti industrije primanjkljaj pozneje zmanjšal. Povprečni pri-

manjkljaj na tekočem in kapitalnem računu je v zadnjih petih letih znašal 5,5% BDP.

Inflacijska gibanja slovaškega gospodarstva v zadnjih desetih letih so bila razmeroma volatilna. K tej volatiliti so bistveno prispevale spremembe nadzorovanih cen in posrednih davkov. Po obdobju visoke inflacije je letna inflacija, merjena z indeksom HICP, od leta 2004 postopno padala, z izjemo začasnega zvišanja v letu 2006, in dosegla najnižjo točko pri 1,9% v letu 2007. Ta padec je sledil okviru ciljanja inflacije, ki ga je sprejela Národná banka Slovenska. K umiritvi inflacije je prispevala postopna apreciacija slovaške krone do eura. Zatem se je slovaška inflacija po HICP ponovno zvišala in septembra 2008 dosegla vrh pri 4,5%, kar je v veliki meri odražalo gibanja svetovnih cen energentov in hrane. V obdobju hitrega zmanjševanja svetovnih cen dobrin se je inflacija v zadnjih mesecih leta 2008 in v začetku leta 2009 začela ponovno umirjati. Za leto 2008 kot celoto je inflacija po HICP znašala 3,9%.

Kljub precejšnjim izboljšavam ostaja za trg dela značilna precejšnja strukturna togost. Na začetku tega desetletja se položaj na trgu dela kljub razmeroma močni gospodarski rasti ni izboljšal. To se je spremenilo v letu 2004, ko so bile uvedene temeljite reforme davkov, socialnih prejemkov in trga dela, ki so skupaj s posledičnim večjim pritokom tujega kapitala prispevale k ugodnemu ustvarjanju novih delovnih mest. Zaradi odseljevanja delavcev, ki je sledilo vstopu Slovaške v EU maja 2004, se je znižala tudi stopnja brezposelnosti. Kljub tem izboljšavam pa je stopnja brezposelnosti ostala blizu 10%, kar je odražalo obstoječo togost na trgu dela. Ta togost zlasti prispeva k visoki stopnji dolgotrajne brezposelnosti, neugodni strukturi usposobljenosti med brezposelnimi ter bistvenimi nesorazmerji med regionalnimi trgi dela.

V zadnjih letih je javnofinančna politika na Slovaškem postala bolj naravnana k doseganju cenovne stabilnosti. Delež primanjkljaja širše opredeljene države v BDP, ki je bil prej na zelo visoki ravni, je padel z 12,3% BDP v letu 2000 na 2,3% v letu 2008. Postopek v zvezi s čez-

**Tabela 13 Glavni gospodarski kazalniki za Slovaško**

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Realna rast BDP	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Prispevek k realni rasti BDP</i>										
<i>(v odstotnih točkah)</i>										
Domače povpraševanje brez zalog	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Neto izvoz	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflacija po HICP <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Sredstva za zaposlene	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominalni stroški dela na enoto proizvoda (celotno gospodarstvo)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflator uvoza (blago in storitve)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo tekočega in kapitalnega računa (% BDP)	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Skupna zaposlenost	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Stopnja brezposelnosti (% delovne sile)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Presežek (+)/primanjkljaj (-) širše opredeljene države	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Bruto dolg širše opredeljene države	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
3-mesečna obrestna mera (% na leto) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (% na leto) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Tečaj do eura <sup>1,2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Vira: ECB in Eurostat.

1) Povprečne vrednosti za obdobje.

2) Slovaška krona do eura.

mernim primanjkljajem, ki se je začel ob vstopu Slovaške v EU leta 2004, je bil odpravljen junija 2008. Delež dolga širše opredeljene države v BDP se je v zadnjih letih prav tako zmanjšal in padel s 50,3% BDP v letu 2000 na 28,8% v letu 2008. Vseeno je glede na zelo močno gospodarsko rast zadnjih let javnofinančni primanjkljaj Slovaške visok. Glede gibanj v prihodnjem obdobju mora Slovaška zagotoviti, da proračunski primanjkljaj ostane vzdržno pod 3% BDP, in sicer z izvajanjem prepričljivih in vzdržnih konsolidacijskih ukrepov, ki bi državi hkrati omogočili, da doseže tudi srednjeročni proračunski cilj.

Pri stabilizaciji slovaškega gospodarstva je imela pomembno vlogo tudi denarna politika. Jeseni 1998 je bil določen režim drsečega deviznega tečaja slovaške krone za upravljanje nihanj do eura kot referenčne valute, ki je veljal od januarja 1999, in Národná banka Slovenska je sprejela implicitno strategijo denarne politike ciljanja inflacije. 1. januarja 2005 je bila strate-

gijska denarne politike centralne banke Národná banka Slovenska spremenjena s tem, da je bil uveden „režim ciljanja inflacije pod pogoji ERM II“. Slovaška krona je v ERM II vstopila 28. novembra 2005 in njen osrednji tečaj do eura je bil najprej določen pri 38,4550 SKK s standardnim razponom nihanja  $\pm 15\%$ . Zaradi izboljšanja osnovnih makroekonomskih pogojev se je tečaj vrednost slovaške krone močno povečala in njen osrednji tečaj do eura je med sodelovanjem v ERM II dvakrat revalvirala.

V okviru inflacijskega ciljanja ki je veljal med letoma 2005 in 2008, je bila denarna politika centralne banke Národná banka Slovenska usmerjena na ohranjanje stabilnosti cen. Zato se je zaradi kopičenja inflacijskih pritiskov, ki so se začeli pojavljati proti koncu leta 2005, pričelo obdobje zaostrovanja denarne politike. Národná banka Slovenska je svojo ključno obrestno mero v več korakih zvišala za skupno 175 bazičnih točk, tako da je septembra 2006 znašala 4,75%. Posledična stabilizacija inflacije in trdna zaveza-

nost novoizvoljene vlade izvirnemu časovnemu načrtu za uvedbo eura so pomagali prebroditi to kratko obdobje gospodarske nestabilnosti. Poleg tega so obnovljeno zaupanje v načrte za uvedbo eura in trdna makroekonomska gibanja zagotavljali podporo deviznemu tečaju slovaške krone, ki je začela postopno pridobivati vrednost glede na euro. Leta 2007 je Národná banka Slovenska začela sproščati denarno politiko in svojo ključno obrestno mero v dveh korakih znižala za skupaj 50 bazičnih točk na 4,25%. V luči pričakovanega sprejema eura je Národná banka Slovenska sledila sklepom ECB o obrestnih merah, sprejetih oktobra 2008, in v treh korakih znižala repo obrestno mero za skupno 175 bazičnih točk na 2,5%. Obrestne mere na slovaškem denarnem trgu so se gibale bolj ali manj skladno s ključno obrestno mero centralne banke. Zaradi presežka likvidnosti v slovaškem bančnem sektorju so bile v zadnjih mesecih leta 2008 obrestne mere na denarnem trgu nižje od tistih v euroobmočju. Donosi dolgoročnih državnih obveznic so v zadnjih letih nazadovali, kar je odražalo močno zaupanje trga v gospodarska gibanja na Slovaškem.

Zdaj, ko je uvedla euro, Slovaška nima več na voljo možnosti apreciacije valute do eura, ki ji je v preteklosti pomagala krotiti inflacijo. Po uvedbi eura morajo oblasti nadaljevati ambiciozno gospodarsko politiko na vseh frontah. Prednost je treba dati doseganju nadaljnje vzdržne gospodarske konvergenca. V tem smislu je zelo pomembno vzdževati okolje nizke inflacije. Zlasti je za obvladovanje inflacijskih pritiskov v gospodarstvu pomembno odločno in verodostojno izvajanje javnofinančne politike v skladu z zavezami Pakta za stabilnost in rast. Čeprav se je pred kratkim gospodarska rast upočasnila, bi se oblasti morale še naprej izogibati čezmernemu proračunskemu primanjkljaju in nadaljevati javnofinančno konsolidacijo, da bi tako čim prej dosegle svoj srednjeročni proračunski cilj. Slovaška si mora še naprej prizadevati za krepitev zunanje konkurenčnosti in gospodarske prožnosti. Delovanje slovaškega trga dela je treba še naprej izboljševati in si prizadevati za reševanje visoke strukturne brezposelnosti. Izboljšati je treba tudi poslovno okolje, da se pospeši rast produktivnosti in državo ohrani privlačno za tuji kapital.

## Okvir II

### ŠIRITEV EUROOBMOČJA NA SLOVAŠKO IN POSLEDICE ZA STATISTIKO

Vstop Slovaške v euroobmočje 1. januarja 2009 je četrta priložnost, ob kateri je statistične serije treba spremeniti z vključitvijo novih držav članic. Priprava statističnih podatkov za razširjeno euroobmočje je bila, kjer je bilo to potrebno, opravljena v sodelovanju z Evropsko komisijo.

Vstop Slovaške v euroobmočje pomeni, da so slovaški rezidenti postali rezidenti euroobmočja. To vpliva na statistiko, pri kateri agregati euroobmočja niso preprosta vsota nacionalnih podatkov, kot so denarna statistika, statistika plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb ter finančni računi, ker morajo biti transakcije med slovaškimi rezidenti in drugimi rezidenti euroobmočja zdaj združene.

Po januarju 2009 mora Slovaška izpolnjevati vse statistične zahteve ECB, torej zagotavljati popolnoma harmonizirane in primerljive nacionalne podatke.<sup>1</sup> Ker priprava novih statistik zahteva veliko časa, sta Národná banka Slovenska in ECB statistične priprave začeli veliko pred vstopom Slovaške v EU. Potem ko je Národná banka Slovenska postala članica ESCB, je pospešila svoje priprave na izpolnitev zahtev ECB na področju denarne in bančne statistike ter stati-

<sup>1</sup> Povzetek statističnih zahtev ECB je predstavljen v dokumentu „Statistika ECB: pregled“, april 2008.

stike plačilne bilance, javnih financ, finančnih računov in drugih finančnih statistik. Poleg tega se je morala ustrezno pripraviti na vključitev slovaških kreditnih institucij v sistem obveznih rezerv ECB in na izpolnitev ustreznih statističnih zahtev.

Za poročevalce podatkov in nacionalne centralne banke drugih držav članic euroobmočja širitev euroobmočja pomeni, da morajo od januarja 2009 o transakcijah (ali tokovih) in stanjih v zvezi z rezidenti Slovaške poročati v okviru podatkov euroobmočja ter ne kot o transakcijah in stanjih v zvezi z nerezidenti euroobmočja.

Poleg tega so morale Slovaška in druge države euroobmočja pripraviti podatke za nazaj z dovolj podrobnimi geografskimi in sektorskimi informacijami, ki segajo najmanj v leto 2004, ko je Slovaška vstopila v EU.

Kar zadeva objavljanje statističnih podatkov euroobmočja, je ECB uporabnikom omogočila neposreden dostop do dveh sklopov časovnih vrst, od katerih eden vsebuje podatke za zdajšnje euroobmočje (tj. vključno s Slovaško), ki obsegajo čim daljše obdobje za nazaj, drugi pa povezuje različne sestave euroobmočja vse od leta 1999, ko ga je sestavljalo 11 držav.

## 2 PRAVNI VIDIKI VKLJUČITVE SLOVAŠKE CENTRALNE BANKE V EUROSISTEM

V skladu s členom 122(2) Pogodbe ES je ECB preverila skladnost statuta centralne banke Narodna banka Slovenska in druge s centralno banko povezane slovaške zakonodaje s členom 109 Pogodbe ES. ECB je pozitivno ocenila skladnost slovaške zakonodaje s Pogodbo in Statutom ESCB, kar je navedla v svojem konvergenčnem poročilu, objavljenem maja 2008.

ECB in Narodna banka Slovenska sta uvedli številne pravne instrumente, da bi zagotovili integracijo centralne banke Narodna banka Slovenska v Eurosistem 1. januarja 2009. Pravni okvir Eurosistema je bil prilagojen kot posledica odločbe, ki jo je 8. julija 2008 sprejel Ekonomsko-finančni svet, da bi odpravil odstopanje Slovaške<sup>1</sup>. Zaradi uvedbe eura na Slovaškem in vključitve slovaške centralne banke v Eurosistem je bilo treba spremeniti tudi nekatere slovaške pravne instrumente.

Do konca leta 2007 je bil statut centralne banke Narodna banka Slovenska usklajen s priporočili konvergenčnih poročil ECB v letih 2004 in 2006. Slovaška se je 20. julija 2007 posvetovala z ECB o osnutku sprememb statuta centralne banke Narodna banka Slovenska in sprejela mnenje, v katerem je predlagala določene spremembe, ki jih odseva končna različica statuta.<sup>2</sup>

Zaradi odločitve Ekonomsko-finančnega sveta z dne 8. julija 2008 je bila spremenjena Uredba Sveta (ES) št. 974/98, da je bila mogoča uvedba eura na Slovaškem<sup>3</sup>, ter sprejeta Uredba Sveta (ES) št. 694/2008<sup>4</sup> o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98, s katero je bilo določeno nepreklicno menjalno razmerje med eurom in slovaško krono. Svet se je z ECB posvetoval o svojih predlogih za obe omenjeni uredbi, o katerih je ECB sprejela mnenje<sup>5</sup>. Posvetovanje z ECB je bilo opravljeno tudi o nacionalni zakonodaji, ki ureja prehod na euro, sisteme plačil in poravnave, pravila zaokroževanja in kroženje gotovine na Slovaškem.<sup>6</sup>

V zvezi s pravnimi pripravami za vključitev centralne banke Narodna banka Slovenska v Eurosistem je ECB sprejela potrebne pravne instrumente, da je določila vplačilo preostalega

kapitala in prenos deviznih rezerv na ECB.<sup>7</sup> ECB je pregledala tudi svoj pravni okvir in uvedla spremembe, ki so bile potrebne zaradi članstva centralne banke Narodna banka Slovenska v Eurosistemu. Med drugim je bil opravljen pregled slovaške zakonodaje, s katero se izvaja pravni okvir Eurosistema za denarno politiko in TARGET2, kar je slovaškim nasprotnim strankam omogočilo, da so od 2. januarja 2009 sodelovale pri operacijah odprtega trga v Eurosistemu. ECB je sprejela tudi sklep o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv ECB po uvedbi eura na Slovaškem.<sup>8</sup> Na koncu je bil odpovedan sporazum ERM II<sup>9</sup> za centralno banko Narodna banka Slovenska.

- 1 Odločba Sveta 2008/608/ES z dne 8. julija 2008 v skladu s členom 122(2) Pogodbe o uvedbi enotne valute na Slovaškem 1. januarja 2009, UL L 195, 24. 7. 2008, str. 24.
- 2 CON/2007/43.
- 3 Uredba Sveta (ES) št. 693/2008 z dne 8. julija 2008 o spremembi Uredbe (ES) št. 974/98 glede uvedbe eura na Slovaškem, UL L 195, 24. 7. 2008, str. 1.
- 4 Uredba Sveta (ES) št. 694/2008 z dne 8. julija 2008 o spremembi Uredbe (ES) št. 2866/98 glede menjalnega razmerja eura za Slovaško, UL L 195, 24. 7. 2008, str. 3.
- 5 CON/2008/28.
- 6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 in CON/2008/86.
- 7 Sklep ECB z dne 31. decembra 2008 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv in prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke s strani centralne banke Narodna banka Slovenska, UL L 21, 24. 1. 2009, str. 83.
- 8 Sklep ECB/2008/14 z dne 28. oktobra 2008 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura na Slovaškem, UL L 319, 29. 11. 2008, str. 73.
- 9 Sporazum z dne 8. decembra 2008 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 L C 16, 22. 1. 2009, str. 10.

## 3 OPERATIVNI VIDIKI VKLJUČITVE SLOVAŠKE CENTRALNE BANKE V EUROSISTEM

Po odločbi Ekonomsko-finančnega sveta z dne 8. julija 2008 o uvedbi eura na Slovaškem 1. januarja 2009 je ECB izvedla tehnične priprave, da bi se lahko Národná banka Slovenska v celoti vključila v Eurosistem. Skladno z določbami Pogodbe ES je Národná banka Slovenska vstopila v Eurosistem z natanko enakimi pravicami in obveznostmi, kot jih imajo nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so že prej uvedle euro.

Tehnične priprave za vključitev centralne banke Národná banka Slovenska v Eurosistem so obsegale širok sklop področij, zlasti finančno poročanje in računovodstvo, operacije denarne politike, upravljanje deviznih rezerv in devizne operacije, plačilne sisteme, statistiko in proizvodnjo bankovcev. Na področju operacij so priprave vključevale obsežno testiranje instrumentov, postopkov in tehničnih sistemov za izvajanje operacij denarne politike in deviznih operacij.

### 3.1 OPERACIJE DENARNE POLITIKE

Z uvedbo eura na Slovaškem 1. januarja 2009 je za 26 slovaških kreditnih institucij, ki so objavljene na spletni strani ECB, s tem dnem začela veljati obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv Eurosistema. Vstop Slovaške v euroobmočje je zelo malo spremenil likvidnostne razmere v Eurosistemu. Skupne obvezne rezerve kreditnih institucij euroobmočja so se povečale za manj kot 0,5% (740 milijonov EUR). Zaradi neto avtonomnih likvidnostnih dejavnikov na Slovaškem za obdobje od 1. do 20. januarja 2009 se je likvidnost povečala, zato so se likvidnostne potrebe celotnega bančnega sektorja euroobmočja v povprečju zmanjšale za 7,21 milijarde EUR. Do tega učinka povečevanja likvidnosti je prišlo kljub dejstvu, da so se kot avtonomni dejavniki upoštevale tudi operacije denarne politike za umikanje likvidnosti, ki jih je Národná banka Slovenska izvedla pred vstopom v euroobmočje in ki so zapadle med 6. in 13. januarjem 2009, ter dolžniški certifikati, ki jih je izdala centralna banka in so zapadli 20. januarja. Ob upoštevanju vseh teh dejav-

nikov je vstop Slovaške v euroobmočje zmanjšal skupne likvidnostne potrebe bančnega sektorja euroobmočja za 11 milijard EUR, kar je približno enako 1% skupnih likvidnostnih potreb.

Glede na likvidnostni presežek so slovaške nasprotne stranke v operacijah odprtega trga, izvedenih v začetku leta 2007, predložile protiponudbe za razmeroma majhne zneske: 1 milijon EUR v operaciji glavnega refinanciranja, ki je bila poravnana 14. januarja, ter po 15 milijonov EUR v vsaki od tri- in šestmesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, poravnanih 8. januarja.

Ob vstopu v euroobmočje je Národná banka Slovenska sprejela tudi sistem zavarovanja Eurosistema in prijavila za 17,6 milijarde EUR finančnega premoženja na Slovaškem, ki se po 1. januarju 2009 lahko uporabi v kreditnih operacijah Eurosistema.

### 3.2 PRISPEVKI V KAPITAL, REZERVE IN DEVIZNE REZERVE ECB

Národná banka Slovenska 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 49.1 Statuta ESCB in pravnimi akti, ki jih je Svet ECB sprejel 31. decembra 2008, je Národná banka Slovenska 1. januarja 2009 vplačala preostali del vpisanega kapitala. Njen skupni delež vpisanega kapitala znaša 39,9 milijona EUR, kar obsega 0,6934% vpisanega kapitala ECB, ki je 1. januarja 2009 znašal 5,761 milijarde EUR.

V začetku leta 2009 je Národná banka Slovenska v skladu s členoma 30 in 49.1 Statuta ESCB na podlagi svojega deleža v vpisanem kapitalu ECB na ECB prenesla devizne rezerve v skupni protivrednosti 443,1 milijona EUR (od tega je bilo 85% sredstev v ameriških dolarjih in 15% v zlatu). Národná banka Slovenska se je odločila, da bo operativne dejavnosti pri upravljanju svojega deleža deviznih rezerv v ameriških dolarjih v ECB izvajala posamično prek ločenega portfelja za upravljanje rezerv v ameriških



dolarjih. Na osnovi prenosa deviznih rezerv na ECB je v skladu s členom 30.3 Statuta ESCB Národná banka Slovenska prejela terjatev do ECB v eurih.

## 4 ZAMENJAVA GOTOVINE NA SLOVAŠKEM

### LOGISTIKA ZAMENJAVE GOTOVINE

1. januarja 2009 je Slovaška za svojo valuto sprejela euro. Po dvotedenskem obdobju dvojnega obtoka je euro v celoti nadomestil slovaško krono.

Za nemoteno uvedbo eurobankovcev in eurokovancev so bili v priprave za zamenjavo vključeni vsi relevantni akterji na trgu, zlasti bančni sektor. V nacionalnem načrtu zamenjave gotovine je bil za celotno gospodarstvo in splošno javnost že veliko pred €-dnevom predstavljen časovni potek uvedbe. Na podlagi izkušenj, pridobljenih z zamenjavo gotovine v Sloveniji leta 2007 ter na Malti in Cipru leta 2008, je Svet ECB sprejel novo smernico ECB o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o predobavi in posredni predobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja.<sup>10</sup> Smernica na primer predvideva možnost, da se eurogotovina poleg običajnega postopka, ki se je uporabljal v prejšnjih zamenjavah, po zelo preprostih postopkih predhodno dobavi mikro podjetjem. Vsaka nacionalna centralna banka, ki vstopa v Eurosistem, se lahko odloči, ali bo uporabila določbe, ki jih vsebuje smernica, ali ne.

Po odločbi Ekonomsko-finančnega sveta z dne 8. julija 2008 o uvedbi eura na Slovaškem na dan 1. januarja 2009 je Národná banka Slovenska postala upravičena do izposoje bankovcev od Eurosistema med pripravami na zamenjavo gotovine in za pokritje potreb po bankovcih v letu 2009. Zaradi zemljepisnih in logističnih razlogov je dejansko dobavo zahtevanih 196,2 milijona bankovcev v nominalni vrednosti 8,3 milijarde EUR v imenu Eurosistema izvedla Oesterreichische Nationalbank.

Začetno količino 499 milijonov eurokovancev v nominalni vrednosti 165,22 milijona EUR je skovala slovaška kovnica v Kremnici.

Predobava eurokovancev in eurobankovcev finančnim institucijam se je začela septembra oziroma oktobra 2008. Posredna predobava podjetjem pa se je začela novembra 2008. Od 1. decembra 2008 so bili pri centralni banki Národná banka Slovenska na bankah in poštnih

uradih splošni javnosti na razpolago začetni paketi kovancev (vsak je vseboval kovance v nominalni vrednosti 16,60 EUR). Ti so omogočili točna plačila v prodaji na drobno in s tem zmanjšali količino drobiža, potrebnega takoj po prehodu.

Operacije predobave in posredne predobave so omogočile, da je bila dobava eurobankovcev in eurokovancev razpotegnjena na daljše časovno obdobje, tako da so se preprečila ozka grla pri dobavi. Predobavljene količine so bile večinoma uporabljene za pravočasno prilagoditev bankomatov na euro. Na praktično vseh bankomatih je bilo s 1. januarjem 2009 mogoče dvigovati eurobankovce.

V zvezi z uvedbo eura na Slovaškem so nacionalne centralne banke euroobmočja začele po nominalni vrednosti menjavati bankovce slovaške krone za eure s prvim delovnim dnevom leta 2009, ta brezplačna storitev pa se je nadaljevala do 28. februarja 2009.<sup>11</sup> Znesek zamenjave je bil omejen na 1.000 EUR za vsako stranko oz. transakcijo na dan. Národná banka Slovenska bo bankovce slovaških kron odkupovala neomejeno dolgo, kovance pa do konca leta 2013.

### INFORMACIJSKA KAMPANJA OB UVEDBI EURA

ECB je v okviru priprav na uvedbo eura na Slovaškem 1. januarja 2009 tesno sodelovala s centralno banko Národná banka Slovenska, da bi pripravila celovito informacijsko kampanjo.

Logotip „Euro. Naš denar.“, temelječ na logotipu, ki ga Eurosistem uspešno uporablja od informacijske kampanje za euro v letu 2002, je v svojih komunikacijskih dejavnostih, povezanih z uvedbo eura, uporabila tudi Národná banka Slovenska.

<sup>10</sup> Smernica o spremembah Smernice ECB/2006/9 o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o predobavi in posredni predobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja (ECB/2008/4).

<sup>11</sup> V skladu s členom 52 Statuta ESCB mora Svet ECB storiti vse potrebno, da bi nacionalne centralne banke euroobmočja menjale bankovce, izražene v valutah z nepreklicno določenim menjalnim razmerjem do eura, po njihovi nominalni vrednosti. V skladu s tem je Svet ECB 24. julija 2006 sprejel smernico o zamenjavi takih bankovcev.

Namen informacijske kampanje, ki sta jo organizirala ECB in Národná banka Slovenska, je bil seznaniti poklicne uporabnike gotovine in širšo javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovancev ter postopki zamenjave gotovine.

Kombinacija komunikacijskih orodij, uporabljenih v kampanji, je temeljila na izkušnjah, pridobljenih v preteklih zamenjavah, in je obsegala 17 različnih publikacij, vključno z učnim gradivom za poklicne uporabnike gotovine. Národná banka Slovenska je v četrtem četrtletju leta 2008 razdelila več kot 7 milijonov izvodov različnih publikacij (vključno z informacijskimi zloženkami za javnost, karticami s pretvorbo zneskov v euro in drugimi publikacijami v štirijezičnih različicah). V decembru 2008 je vsako gospodinjstvo na Slovaškem prejelo izvod informacijske zloženke za javnost in po dve kartici s pretvorbo zneskov v euro. Kartica s pretvorbo prikazuje različne podobe, vidne ob nagibanju kartice. Na eni strani je tako tabela 28 cen v eurih in slovaških kronah, na drugi strani pa so glavni zaščitni elementi bankovca za 20 EUR.

Organiziranih je bilo več tiskovnih konferenc in javnih dogodkov, med njimi seminar ECB za medije 4. septembra 2008, razstava o eurobankovcih in eurokovancih, ki se je začela 21. septembra 2008 v centralni banki Národná banka Slovenska, konferenca o euru v Bratislavi 22. septembra 2008 in državna praznovanja 8. januarja 2009.

ECB je sofinancirala največji prapor, ki je bil kdaj koli izdelan na Slovaškem in je bil izobešen na stavbi centralne banke Národná banka Slovenska v Bratislavi, manjše kopije prapora pa so bile razobešene na stavbah vseh podružnic centralne banke v državi. Prek 100 partnerjev, pretežno bank in javnih organov, je dobilo dostop do visokokakovostnih datotek za tisk publikacij ECB, ki so jih lahko prilagodili in uporabili v svojih dejavnostih obveščanja.

Na osnovi sodelovanja z organizacijami za slepe je ECB razvila t. i. „govorečo kartico” za slabovidne osebe, v katero je vgrajena datoteka

MP3 z vnaprej posnetim sporočilom o osnovnih informacijah glede eurobankovcev in eurokovancev.





Willem F. Duisenberg je 9.maja 2002 v Aachnu v imenu eura sprejel nagrado Karla Velikega.

# FINANČNA STABILNOST IN INTEGRACIJA

# I FINANČNA STABILNOST

Eurosistem prispeva k nemotenemu vodenju politik pristojnih nacionalnih organov na področju nadzora skrbnega in varnega poslovanja kreditnih institucij in stabilnosti finančnega sistema. Eurosistem tem organom in Evropski komisiji svetuje tudi o področju uporabe in izvajanju zakonodaje Skupnosti na teh področjih.

## I.1 SPREMLJANJE FINANČNE STABILNOSTI

Cilj ECB je, da v sodelovanju z Odborom za bančni nadzor ESCB varuje stabilnost finančnega sistema.<sup>1</sup> Ključni dejavnosti sta spremljanje tveganj za finančno stabilnost in ocenjevanje sposobnosti finančnega sistema za absorbiranje šokov. Osredotoča se predvsem na banke, saj te še naprej ostajajo glavni posredniki sredstev. Hkrati mora ESCB zaradi vse večjega pomena finančnih trgov in drugih finančnih institucij ter njihovih povezav z bankami spremljati tudi ranljivosti teh sestavnih delov finančnega sistema.

### CIKLIČNA GIBANJA

Leta 2008 so se pritiski v finančnem sistemu euroobmočja, ki so jih leta 2007 sprožile izgube finančnih institucij z vsega sveta iz naslova vrednostnih papirjev, zavarovanih z ameriškimi drugorazrednimi hipotekami, še povečali. Tekom leta so banke euroobmočja doživele dodatne odpise vrednosti premoženja, večje oslabitve posojil in stroške kreditiranja ter velik padec prihodkov iz trgovanja. Pomembnejša gibanja in nauki, ki jih lahko potegnemo iz teh dogodkov, so obravnavani drugje v tem poročilu (glej razdelek 2 v poglavju 1) in v številnih drugih publikacijah ECB, zlasti v Pregledu finančne stabilnosti (*Financial Stability Review*).

Negotovost glede prihodnjih gibanj v svetovnem gospodarstvu je rasla in na splošno so bila s tem povezana tveganja vse bolj usmerjena navzdol, zato se je povečala nenaklonjenost tveganju med udeleženci na finančnih trgih in posledično znižala večina cen finančnih sredstev. Likvidnost kreditnih trgov in pogoji financiranja so se čez leto izrazito poslabšali in trgi listinjenja so postali bolj ali manj nedejavni. Vztrajni likvidnostni pritiski so sčasoma povzročili večjo

zaskrbljenost glede kreditne sposobnosti in zadostnosti kapitalskih rezerv. V teh razmerah so vlagatelji in upniki začeli izgubljati zaupanje v sposobnost nekaterih finančnih družb, da bodo izpolnile svoje obveznosti. Zaradi tega so se številna pomembna finančna podjetja znašla pred vse večjimi izzivi pri dostopanju do kratkoročnega financiranja in kapitalskih trgov. Nekatere od največjih svetovnih finančnih institucij so dobile slabše bonitetne ocene in utrpele tudi strme padce tečajev svojih delnic. Ti dogodki so nazadnje prisilili več finančnih institucij euroobmočja in mednarodnih finančnih institucij h konsolidaciji ali iskanju dodatne podpore delničarjev ali vlade. Toda številne mednarodne finančne institucije se kljub temu niso mogle izogniti stečaju.

Banke euroobmočja so se prvotno soočile s finančnimi pretresi v stanju, ko je bila njihova solventnost po letih izrazite dobičkonosnosti na splošno visoko nad minimalnimi predpisanimi zahtevami. Čeprav so nekatere večje med njimi močno prizadeli odpisi vrednosti strukturiranih kreditnih vrednostnih papirjev in s tem povezani pritiski na trgu, ki niso popustili več kot leto, so večinoma kljubovale neugodnim motnjam, dokler se niso razmere septembra 2008 močno poslabšale.

Donosnost lastnega kapitala bank euroobmočja se je v prvi polovici leta 2008 na splošno zmanjšala, na kar je vplivalo vrednotenje po tekočih tržnih cenah. Poleg tega so se izgube zaradi oslabitve posojil in vrednostnih papirjev močno povečale, medtem ko so se prihodki iz provizij in trgovanja zmanjšali zaradi težkih razmer na

<sup>1</sup> Od konca leta 2004 ECB objavlja polletni Pregled finančne stabilnosti (*Financial Stability Review*), ki obravnava stabilnost finančnega sistema v euroobmočju. Leta 2008 je objavila tudi sedmo številko poročila Struktura bančništva v EU (*EU banking structures*) in priložnostna poročila o trgih poslovnih nepremičnin (*Commercial property markets*), o strukturi spodbud v modelu „ustvari in prenesi“ (*The incentive structure of the „originate and distribute“ model*), o kritih obveznicah v finančnem sistemu EU (*Covered bonds in the EU financial system*) ter o stres testih likvidnosti in načrtih zagotavljanja likvidnosti v izjemnih razmerah (*EU banks' liquidity stress testing and contingency funding plans*). Te publikacije predstavljajo glavne ugotovitve spremljanja strukture in stabilnosti bančnega sektorja, ki ga izvaja Odbor za bančni nadzor, ter so objavljene na spletni strani ECB.

kapitalskih trgih. Kljub manjši dobičkonosnosti se je njihova kapitalska ustreznost v prvi polovici leta 2008 povečala. To je bilo posledica razdolževanja tehtane tvegane aktive, za katero so se po lastni presoji odločile posamezne banke, vsesplošnega višanja kapitala kljub težkim poslovnim razmeram, ter delno učinka izvajanja okvira Basel II in uporabe filtrov skrbnega in varnega poslovanja.

Izgledi, da bi se dobičkonosnost vrnila na raven pred pretresi, kratkoročno niso najboljše. Izključeni niso niti nadaljnji padci vrednosti drugih strukturiranih finančnih produktov – vključno z ameriškimi kolateraliziranimi vrednostnimi papirji in vrednostnimi papirji euroobmočja, zavarovanimi s stanovanjskimi hipotekami. Nižje stopnje rasti posojil gospodinjstvom in podjetjem, praktičen zastoj listinjenja in zmanjšani prihodki iz provizij in trgovanja bodo verjetno napoti finančni uspešnosti bank v letu 2009. Banke so v odgovor zaostriale svoje standarde posojanja in zmanjšale stroške. Zaradi vsega tega so Eurosystem in vlade euroobmočja sprejele pomembne ukrepe politik v podporo likvidnosti trgov, zupanju in zadostnosti kapitalskih rezerv.

Finančna uspešnost večjih zavarovalnic euroobmočja se je v prvi polovici leta 2008 poslabšala, saj je večina zabeležila upad premij v primerjavi z enakim obdobjem leta 2007. Bistveni razlog za to je bilo manjše povpraševanje po življenjskih zavarovanjih po pretresih na trgih lastniških vrednostnih papirjev in kreditnih trgih. Pretresi na finančnih trgih in posredni učinki na realno gospodarstvo bodo še naprej povzročali težave marsikateri zavarovalniški družbi. Na zavarovalnice, ki ponujajo bančne storitve ali so del finančnega konglomerata, pa še naprej vplivajo tudi težave bančnega sektorja.

Donosi globalnih hedge skladov so bili do konca septembra 2008 izrazito negativni, skoraj ne glede na investicijsko strategijo. Dejavniki, kot so volatilitnost cen sredstev, prisilno razdolževanje in pozivi h kritju, nenadne prepovedi kratkih prodaj s strani organov oblasti ter zahteve vlagateljev za unovčenje njihovih naložb, so vplivali na njihovo neuspešnost. Čeprav se je sektor

hedge skladov od začetka pretresov na trgih precej razdolžil in s tem zmanjšal svojo ranljivost pred nadaljnjimi pozivi h kritju ali nepričakovanimi prekinitvami bančnih kreditnih linij, se zdi, da se je ranljivost hedge skladov pred zahtevami vlagateljev za unovčenje naložb leta 2008 povečala, ker so te zahteve občutljive na uspešnost hedge skladov. Če bodo hedge skladi še naprej izgubljali vlagatelje, bi lahko možnost nadaljnje večje prodaje sredstev tega sektorja pomenila nezanemarljivo grožnjo za stabilnost finančnih trgov.

### **STRUKTURNA GIBANJA**

Večji strukturni trendi v bančnem sistemu EU so skladni s tistimi, ki smo jih zabeležili pretekla leta.<sup>2</sup> Konsolidacija se je nadaljevala, čeprav kaže znamenja zmerne upočasnitve. Trendi so si bili različni v 15 starejših državah članicah EU, medtem ko je ostalo število kreditnih ustanov v državah, ki so se pridružile EU leta 2004 ali kasneje, na splošno nespremenjeno, pri čemer je bil Ciper pomembna izjema zaradi nadaljevanja konsolidacije v združenem bančnem sektorju. Skupno se je število kreditnih institucij v EU leta 2007 zmanjšalo za 166 (z 8.514 na 8.348), medtem ko je to število leto prej znašalo 175.

Hkrati so razmere v bančništvu v EU še naprej obvladovale domače kreditne institucije (z 71,3% tržnim deležem), preostanek pa so si enakopravno razdelile podružnice in odvisne družbe tujih institucij. Treba je poudariti, da so med državami pomembne razlike, saj je za novejšje države članice značilna prevlada tujih subjektov, zlasti tistih z matično družbo v eni od starejših držav EU. Zanimivo je, da so podružnice tujih institucij v EU v nasprotju z letom 2006 zabeležile povečanje tržnega deleža, merjenega s skupno aktivo. To je še zlasti veljalo v državah, ki so se pridružile EU leta 2004 ali kasneje, kjer se je tržni delež tujih podružnic povečal za približno 1 odstotno točko, medtem ko je tržni delež tujih odvisnih družb padel za približno 4 odstotne točke.

<sup>2</sup> Podatki v tem razdelku so iz poročila ECB Struktura bančništva v EU (*EU banking structures*), v katerem so podatki le do leta 2007.



Kar zadeva združitve in prevzeme, se je skupno število transakcij leta 2007 zmanjšalo, močno pa se je povečalo število bank v državah zunaj EU, ki so jih prevzele kreditne institucije EU, saj je presešlo število domačih prevzemov v zadnjih treh letih. Vrednost združitvev in prevzemov narašča od leta 2003, pri čemer je bilo leto 2007 drugo leto zapored, ko je skupna vrednost združitvev in prevzemov preseгла rekordno iz leta 2000. Koncentracija se je povečala, kar po eni strani izraža nadaljevanje konsolidacije trga in po drugi strani dinamično rast določenih bančnih skupin, ki je deloma tudi posledica njihove dejavnosti na področju združitvev in prevzemov. Treba je omeniti, da se manjše države nagibajo k bolj koncentriranemu bančnemu sektorju, pri čemer sta pomembni izjemi Avstrija in Luksemburg, in sicer ima prva močan sektor hranilnic in združenih bank, druga pa gosti veliko število tujih kreditnih institucij.

Končno, bančno posredništvo se je okrepilo, kar je razvidno iz dejstva, da je skupna aktiva kreditnih institucij naraščala hitreje kot BDP. Vendar pa se je rast skupne aktive (10,7%) leta 2007 na ravni EU upočasnila v primerjavi s preteklimi leti (2005: 13,7%; 2006: 11,9%).<sup>3</sup> Treba je omeniti, da so znotraj agregatnega podatka močna nihanja: novejšje države članice so zabeležile nadpovprečno nominalno rast v višini skoraj 25%, Združeno kraljestvo, katerega finančni sektor obsega približno četrtno sredstev bančnega sektorja EU, pa samo 2,3% rast skupne aktive. Zaradi strukturnih sprememb v finančnem sistemu in upada v sektorjih investicijskih in hedge skladov bodo osrednje poslovne banke postale še pomembnejše pri kreditnem posredništvu.

## 1.2 UKREPI ZA FINANČNO STABILNOST

Na mednarodni ravni in v EU so bile predstavljene pobude za odpravo šibkih točk v okviru finančne stabilnosti kot celote, ki jih je razkrila finančna kriza.

Aprila 2008 je Forum za finančno stabilnost predlagal priporočila za povečanje vzdržljivo-

sti trgov in institucij. Pristojni organi naj bi razjasnili in okrepili nacionalno in čezmejno ureditev za reševanje šibkih bank ter pregledali in po potrebi okrepili ukrepe za zavarovanje vlog. Glede ureditve reševanja bank in čezmejnegu upravljanja kriz je Baselski odbor za bančni nadzor (BCBS) izvedel pregled nacionalnih praks. Medtem pa Forum za finančno stabilnost pripravlja sklop temeljnih načel za upravljanje finančnih kriz.

Maja 2008 je Ekonomsko-finančni svet posodobil načrt EU za okrepitev ureditve glede finančne stabilnosti, ki je bil sprejet oktobra 2007. V skladu s tem načrtom je 1. junija 2008 začel veljati Memorandum o soglasju o čezmejni finančni stabilnosti med nadzornimi organi, finančnimi ministrstvi in centralnimi bankami EU.<sup>4</sup> Odbor za bančni nadzor (BSC) je prek posebej ustanovljene delovne skupine pomagal ustreznim organom pri izvajanju tega memoranduma, pri čemer se je osredotočil na uporabo skupnega analitičnega okvira za ocenjevanje sistemskih posledic finančne krize. BSC je poleg tega pregledal ključne funkcije upravljanja kriz, ki se trenutno uporabljajo v državah članicah, in sodeloval pri pobudah za pregled orodij, ki jih imajo na voljo organi oblasti.

Oktobra 2008 so države članice EU dale vrsto pobud za zagotovitev, da nacionalni stabilizacijski ukrepi za reševanje finančnih pretresov ne bi imeli negativnih učinkov prelivanja in da bi ostali konkurenčni pogoji enaki po vseh državah.

Prvič, Ekonomsko-finančni svet je 7. oktobra sklenil, da vsaj za eno leto poveča minimalno zaščito vlog posameznikov v EU na 50.000 EUR. Komisija je zato 15. oktobra 2008 sprejela pred-

3 Treba je omeniti, da ta analiza temelji na stanju bilančnih podatkov. Analizo trendov v skupni aktivni bi bilo mogoče izboljšati z razpoložljivostjo podatkov o tokovih olistinjenih sredstev (naloženih javno ali zasebno). Nerazpoložljivost teh podatkov ima manjši vpliv na analizo držav, ki so se pridružile EU leta 2004 ali kasneje, ker tam listinjenje še ni tako razvito. Poleg tega izračuni za države zunaj euroobmočja niso prilagojeni za spremembe v deviznih tečajih, zato je možno, da so na gibanja delno vplivale tudi spremembe v deviznih tečajih med lokalnimi valutami in eurom.

4 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>.

log za spremembo Direktive o jamstvenih shemah. Direktiva, katere spremembe sta odobrila Evropski parlament in Svet EU, naj bi bila objavljena v Uradnem listu Evropske unije enkrat marca 2009. Ta direktiva bo zlasti zvišala raven formalne obvezne zaščite vlog posameznikov na 50.000 EUR z junijem 2009 in nato na 100.000 EUR do konca leta 2010, razen če bi Komisija ugotovila, da bi bilo to neprimerno.

Drugič, določen je bil niz „skupnih načel EU“, dopolnjen s podrobnejšimi smernicami, o katerih so se države euroobmočja dogovorile 12. oktobra na vrhu v Parizu, pozneje pa jih je potrdilo vseh 27 držav članic EU na zasedanju Evropskega sveta 15. in 16. oktobra. Med drugim so določili skupne značilnosti za intervencije držav članic, vključno z jamstvi za financiranje in dokapitalizacijo bank.

Glede ukrepov, katerih cilj je podpreti „solventne banke z omejeno likvidnostjo“, so se dogovorili, da se državna jamstva lahko izdajo za nove srednjeročne (do 5-letne) izdaje prednostnih bančnih obveznic. Merila za določanje, katere finančne institucije lahko sodelujejo v jamstvenih shemah, morajo biti nediskriminatorna in vključevati odvisne družbe tujih institucij s pomembnim obsegom poslov v državi članici EU. Te sheme morajo biti tudi zneskovno in časovno omejene, poteči pa morajo 31. decembra 2009. Pomembno je, da pariška deklaracija določa, da morajo vlade „sodelovati z Evropsko centralno banko, da bi se zagotovila doslednost likvidnostnega upravlja Eurosistema in skladnost z operativnim okvirom Eurosistema“.

Glede ukrepov za dokapitalizacijo so se države članice odločile, da ustreznim finančnim institucijam zagotovijo temeljni kapital, na primer z odkupom prednostnih delnic. Čeprav so se vlade obvezale, da bodo po potrebi zagotovile ustrezen kapital, pa bodo na splošno bolj naklonjene financiranju z zasebnim kapitalom.

Evropski svet je na zasedanju 15. in 16. oktobra poudaril pomen mehanizmov sodelovanja in napovedal ustanovitev „celice za finančno krizo“. Cilj te celice, v kateri sodeluje predsed-

nik ECB, je izboljšati upravljanje kriz med državami članicami EU z ukrepi, ki vključujejo neuradna opozorila, izmenjavo informacij in ocenjevalni mehanizem. Evropski svet je poudaril tudi pomen rednih sestankov nacionalnih nadzornikov.

Ekonomsko-finančni svet je na zasedanju 2. decembra 2008 posebej poudaril tudi potrebo po takojšnji vzpostavitvi shem za podporo bančnemu sektorju v zvezi z omenjenimi jamstvi in še zlasti z načrti za dokapitalizacijo. Evropska komisija je bila s tem v zvezi zaprosena za tesno sodelovanje z ECB.

Eurosistem je s ciljem okrepiti stabilnost finančnega sistema in ohraniti enake konkurenčne pogoje izdal priporočila glede državnih jamstev za bančne dolgove in glede politike vrednotenja dokapitalizacije. Decembra 2008 je Evropska komisija sprejela sporočilo o dokapitalizaciji finančnih institucij, ki odraža tudi zadevna priporočila ECB.<sup>5</sup>

Februarja 2009 je Ekonomsko-finančni svet izrazil strinjanje s tem, da se lahko državna jamstva za bančne dolgove in dokapitalizacijo – zaradi zaščite stabilnosti bančnega sektorja – v določenih primerih dopolnijo z ukrepi, ki obravnavajo oslabljena sredstva. Ti ukrepi morajo ostati skladni z načeli, določenimi oktobra 2008, zlasti glede: i) zaščite finančne stabilnosti in oživitve kreditiranja gospodarstva, ii) zagotavljanja enakih konkurenčnih pogojev na enotnem trgu ter iii) omejitve vpliva na javne finance. Komisija je v sodelovanju z ECB v teh zadevah zagotovila usmeritve na ravni EU.

<sup>5</sup> Sporočilo je bilo objavljeno januarja 2009 (UL C 10, 15. 1. 2009, str. 2–10).

## 2 FINANČNA REGULACIJA IN NADZOR

### 2.1 SPLOŠNE ZADEVE

Po končanem pregledu Lamfalussyjevega okvira<sup>6</sup> za finančno regulacijo in nadzor, ki ga je izvedla Evropska komisija s pomočjo Eurosistema, je bila leta 2008 pozornost namenjena izvajanju priporočil, ki jih je decembra 2007 sprejel Ekonomsko-finančni svet.

Prvič, odbori tretje stopnje<sup>7</sup> so spremenili svoj pravilnik in uvedli možnost uporabe glasovanja s kvalificirano večino. Čeprav odločitve odborov niso zakonsko zavezujoče za njihove člane, bi morali tisti, ki jih ne upoštevajo, vsaj javno razložiti svoje odločitve.

Drugič, odbori tretje stopnje so povečali svojo odgovornost tako, da so o svojih letnih delovnih programih začeli obveščati Evropsko komisijo, Svet EU in Evropski parlament, ter jim s tem omogočili, da izrazijo svoje poglede na ključne prednostne naloge in svetujejo glede politike konvergence in sodelovanja v nadzornih postopkih.

Tretjič, države članice so bile povabljene, da v mandat svojih nacionalnih nadzornikov uvedejo evropsko dimenzijo. ECB je sodelovala v razpravah v različnih evropskih odborih o tem, kako uresničiti priporočila Ekonomsko-finančnega sveta. Ta je 14. maja 2008 prosil Komisijo, naj spremeni sklepe o ustanovitvi odborov tretje stopnje tako, da bodo vključevali posebne naloge za pospeševanje konvergence in sodelovanja v nadzornih postopkih. Eurosistem je 7. novembra 2008 sprejel mnenje o spremembi Sklepa o ustanovitvi Odbora evropskih bančnih nadzornikov (CEBS). ECB je med drugim izrazila mnenje o ustrezni delitvi dela med CEBS in BSC glede ocenjevanja tveganja v bančnem sektorju EU. Medtem ko si BSC v skladu s svojim mandatom prizadeva prepoznati glavna tveganja za skrbno in varno poslovanje v finančnem sistemu in bančnem sektorju, se CEBS osredotoča na proaktivno prepoznavanje posebnih tveganj, nadzorne zadeve in možne ukrepe politik.

Organi oblasti niso le okrepili Lamfalussyjevega okvira, temveč so predstavili tudi številne kon-

kretno pobude na mednarodni in evropski ravni, katerih cilj je odgovoriti na sistemska vprašanja in ugotoviti možne dolgoročne učinke predlogov politik, povezanih s pregledom obstoječega regulativnega in nadzornega okvira. Na mednarodni ravni se je Forum za finančno stabilnost lotil analize težav, s katerimi se nadzorniki in regulatorji srečujejo na področju možnih procikličnih učinkov, ki jih imajo ureditev kapitalske ustreznosti, postopki oblikovanja rezervacij za slaba posojila ter sistemi jamstev in metode vrednotenja, ki jih uporabljajo finančne institucije.

Na ravni EU je predsednik Evropske komisije oktobra 2008 ustanovil neodvisno skupino na visoki ravni za finančni nadzor EU, ki je februarja 2009 pripravila priporočila za okrepitev evropske nadzorne ureditve s pokritjem vseh finančnih sektorjev.<sup>8</sup> Na neuradnem zasedanju Ekonomsko-finančnega sveta 12. in 13. septembra so ustanovili delovno skupino, v kateri je bila zastopana ECB, z nalogo, da oceni vrsto odzivov politike, ki bi lahko prispevali k zmanjšanju cikličnih nihanj, značilnih za dejavnosti finančnega sistema. Poleg tega so prosili ECB, naj izdela redno poročilo o možni procikličnosti kapitalskih zahtev po Direktivi o kapitalskih zahtevah. V ta namen ECB tesno sodeluje z BSC in CEBS ter je konec leta 2008 izdala predhodno poročilo, ki temelji na kvalitativnih informacijah pristojnih organov, dopolnjeno pa bo s podatkovnimi serijami nadzornikov, ko bodo na razpolago.

6 Lamfalussyjev pristop je štiristopenjski proces potrjevanja zakonodaje na področju vrednostnih papirjev, bančništva in zavarovalništva. Več informacij je na voljo v Končnem poročilu odbora modrecev o ureditvi evropskih trgov vrednostnih papirjev (*Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*), 15. februar 2001, objavljenem na spletni strani Evropske komisije. Glej tudi ECB Annual Report, 2003, str. 111.

7 Tretja stopnja Lamfalussyjevega okvira se osredotoča na krepitev konvergence in sodelovanja v nadzornih postopkih. To delo opravljajo trije odbori: Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS), Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) in Odbor evropskih nadzornikov za zavarovanje in poklicne pokojnine (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf).

## 2.2 BANČNIŠTVO

### DIREKTIVA O KAPITALSKIH ZAHTEVAH

Namen Direktive o kapitalskih zahtevah je zaščititi finančno stabilnost bank in investicijskih družb s tem, da zahteve glede kapitalске ustreznosti tesno približa tveganjem, s katerimi se srečujejo te institucije. Oktobra 2008 je Evropska komisija sprejela predlog o spremembah nekaterih določb Direktive o kapitalskih zahtevah, s čimer bi med drugim upoštevali spoznanja, ki jih je prinesla finančna kriza. Kar zadeva ureditev velike izpostavljenosti, se bo omejila izpostavljenost bank do posamezne osebe, kar bo prineslo tudi omejitve na medbančnem trgu. Za oceno primernosti hibridnega kapitala bodo v vsej EU uvedena tudi jasna merila, katerih cilj bo izboljšati kakovost lastnih sredstev bank. Na področju upravljanja tveganj se spremembe nanašajo na upravljanje likvidnostnega tveganja in obravnavanje olistinjenih produktov. V zvezi s prvim so bile uvedene številne določbe v skladu z aktualnim delom BCBS in CEBS. V zvezi s slednjim je cilj določb izboljšati preglednost, okrepiti postopke upravljanja s tveganji tako pri originatorjih kot pri vlagateljih ter bolje razporediti spodbude v verigi listinjenja. Predlog Komisije predvideva tudi ustanovitev „kolegija nadzornikov“ za vse čezmejne banke ter razjasnitev vloge pristojnih organov z namenom, da bi se okrepil nadzor čezmejnih bančnih skupin. ECB je bila zaprosena za mnenje o osnutku predloga Komisije. Pri oblikovanju mnenja si je pomagala z delom, ki ga je opravil BSC v okviru dveh poročil, objavljenih v zadnjem četrtletju leta 2008.

Novembra je BSC objavil poročilo o stres testih likvidnosti in načrtih zagotavljanja likvidnosti v izjemnih razmerah v bankah EU. Poročilo vsebuje podroben opis tehnik stres testov in načrtov zagotavljanja likvidnosti v izjemnih razmerah, ki se med bankami EU precej razlikujejo. Analizira tudi primernost teh tehnik in načrtov glede na sposobnost absorpcije likvidnostnih šokov, zlasti med pretresi na trgu, in na koncu sklene, da je na obeh področjih možno izboljšanje.

BSC je decembra izdal poročilo o „modelu ustvari in prenesi“, ki preučuje razvoj tega modela v času naraščanja njegove priljubljenosti in v času pretresov na finančnih trgih. Poročilo predstavlja strukturo spodbud in vrsto navzkrižij interesov med akterji v modelu. Predlaga vrsto tržnih rešitev in ukrepov politike, ki bi lahko imeli pomembno vlogo pri zmanjšanju učinkov teh navzkrižij interesov.

### RAČUNOVODSTVO

Pretresi na finančnem trgu so potrdili pomen računovodskih standardov z vidika finančne stabilnosti. Zlasti zadeve, povezane s podrobnejšim razkrivanjem izpostavljenosti strukturiranim produktom, obravnavanjem zabilančnih sredstev in računovodenjem po pošteni vrednosti med neaktivnostjo ali nelikvidnostjo trgov so v načrtu Ekonomsko-finančnega sveta in Foruma za finančno stabilnost določena kot področja, ki jim je treba posvetiti pozornost.

V odgovor na prošnjo Foruma za finančno stabilnost je Odbor za mednarodne računovodske standarde (IASB) ustanovil strokovni svetovni svet, v katerem sodeluje ECB, ta pa je konec oktobra 2008, ko so trgi postali neaktivni, izdal navodila za računovodenje po pošteni vrednosti.

Za zagotavljanje enakih konkurenčnih pogojev po vsem svetu z vidika računovodskih standardov je pomembna še ena tema, zlasti na obeh straneh Atlantika. S tem v zvezi je IASB sprejel sklepe, katerih cilj je doseči skladnost med mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP) in ameriškimi splošno sprejetimi računovodskimi načeli (US-GAAP) na področju prerazvrstitve postavk med računi. Poleg tega je IASB ustanovil svetovno skupino na visoki ravni, katere namen je zagotoviti, da se zadeve poročanja, ki jih je izpostavila svetovna gospodarska kriza, obravnavajo mednarodno usklajeno. Poleg tega je Evropska komisija ugotovila ključna področja razhajanja med MSRP in US-GAAP ter spodbudila oblikovalce računovodskih standardov, da se jim prednostno posvetijo. Po prejemu pozitivnega mnenja od Ekonomsko-finančnega sveta, Evropskega parlamenta

in Evropskega odbora za vrednostne papirje je Evropska komisija 12. decembra 2008 sklenila, da bodo splošno sprejeta računovodska načela Združenih držav Amerike, Japonske, Kitajske, Kanade, Južne Koreje in Indije šteta za enakovredna MSRP od januarja 2009. Komisija je tudi napovedala, da bo podrobno spremljala razmere in poročala o svojih ugotovitvah najkasneje do leta 2011 za zadnje štiri države. ECB natančno spremlja te dogodke.

### 2.3 VREDNOSTNI PAPIRJI

Od izbruha pretresov na finančnih trgih so bile bonitetne agencije deležne številnih kritik zaradi njihovih prvotnih ocen o strukturiranih vrednostnih papirjih, ker je obstajal vtis, da njihove ocene ne izražajo v celoti tveganj, povezanih s temi vrednostnimi papirji. Poročilo Foruma za finančno stabilnost o krepitvi vzdržljivosti trgov in institucij z dne 7. aprila 2008<sup>9</sup> je osvetlilo nekatere šibke točke modelov in metodologij bonitetnih agencij ter predstavilo vrsto priporočil za nadaljnje izboljšanje kakovosti bonitetnega ocenjevanja. Evropska komisija se je odzvala tako, da je 31. julija 2008 z namenom posvetovanja objavila osnutek uredbe o bonitetnih agencijah. Osnutek uredbe obravnava pogoje za avtorizacijo, delovanje in nadzor bonitetnih agencij ter želi zagotoviti, da bi te agencije izpolnjevale visoke standarde neodvisnosti, poštenosti in kakovosti pri opravljanju svojih nalog. Eurosistem se je odzval dne 25. septembra 2008<sup>10</sup> in na splošno pozdravil osnutek predloga. Poudaril je, da mora biti namen uredbe EU o bonitetnih agencijah dvigniti raven preglednosti v zvezi z izdajanjem in stalnim spremljanjem ocen, zagotoviti, da regulativni okvir ne posega v vsebino ocen, ter zaščititi integriteto in neodvisnost agencij z odpravljanjem navzkrižja interesov. Eurosistem je predlagal regulativno in nadzorno strukturo v EU, po kateri bi bonitetne agencije še naprej formalno avtorizirali in nadzorovali nacionalni nadzorniki, vendar bi to potekalo na podlagi skupnega procesa ocenjevanja in s podporo skupnega procesa nadzora. CESR bi lahko sodeloval pri usklajevanju pristojnih nacional-

nih organov tako glede avtorizacije kot glede izvajanja izvršilnih ukrepov.

Eurosistem je tudi poudaril, da bi morali kakršni koli dogovori o usklajevanju regulacije in nadzora bonitetnih agencij omogočiti ustrezno sodelovanje Eurosistema, ki je vzpostavil bonitetni okvir Eurosistema za spremljanje uspešnosti in dejavnosti bonitetnih agencij v sklopu izvajanja operacij denarne politike.

Po javnem posvetu je Komisija novembra 2008 objavila predlog za uredbo o bonitetnih agencijah.

9 [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf).

10 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingsagencies2008en.pdf>.

### 3 FINANČNA INTEGRACIJA

Eurosistem si zelo prizadeva za finančno integracijo v Evropi, ker dobro povezan finančni sistem prispeva k nemotenemu in učinkovitemu prenosu impulzov denarne politike po vsem euroobmočju in je pomemben za nalogo Euro-sistema, da varuje finančno stabilnost. Finančna integracija podpira tudi nemoteno delovanje plačilnih sistemov in sistemov poravnave vrednostnih papirjev. Poleg tega lahko finančna integracija kot prednostni cilj EU prispeva k razvoju finančnega sistema in tako izboljšuje sposobnost gospodarstva za rast.

Eurosistem razlikuje med štirimi vrstami dejavnosti, s katerimi prispeva h krepitvi evropske finančne integracije: i) povečevanje ozaveščenosti o finančni integraciji in spremljanje razmer na tem področju, ii) vloga pospeševalca pri dejavnostih zasebnega sektorja s spodbujanjem kolektivnega delovanja, iii) svetovanje pri oblikovanju zakonodajnega in regulativnega okvira finančnega sistema in pri neposrednem oblikovanju pravil ter iv) izvajanje storitev centralnega bančništva, ki prav tako pospešujejo finančno integracijo. ECB je v letu 2008 nadaljevala svoje dejavnosti na vseh štirih področjih.

#### FINANČNA INTEGRACIJA: OZAVEŠČANJE IN SPREMLJANJE

Aprila 2008 je ECB objavila svoje drugo letno poročilo Evropska finančna integracija (*European financial integration*).<sup>11</sup> Osrednji namen tega poročila je prispevati k nadaljnji evropski finančni integraciji in povečati ozaveščenost javnosti o vlogi Eurosistema pri podpiranju tega procesa. Poročilo najprej podrobno razloži oceno ECB o stanju finančne integracije v euroobmočju, ki temelji na vrsti kvantitativnih kazalnikov, polletno objavljenih tudi na spletni strani ECB. Leta 2008 se je spekter kazalnikov povečal, tako da je vključil evropsko tržno infrastrukturo. Poročilo vsebuje tudi poglobljene analize izbranih tem glede na njihov pomen za finančno integracijo v EU in izpolnjevanje nalog ECB. Te posebne analize so leta 2008 obsegale štiri teme: koncepte in ukrepe finančnega razvoja, pobudo evropskih kratkoročnih vrednostnih papirjev (STEP), integracijo in razvoj hipotekarnih trgov v Evropi ter integracijo transakcij plačil velikih

vrednosti in vrednostnih papirjev. Poročilo predstavlja tudi dejavnosti, s katerimi je Eurosistem v preteklem koledarskem letu prispeval k oblikovanju bolj integriranih in razvitejših finančnih trgov v Evropi.

Ker bo finančna integracija po pričakovanjih vplivala na razvoj finančnega sistema in na gospodarsko rast, je delo ECB na področju finančne integracije tesno povezano z obsežnejšo analizo dejavnikov, ki podpirajo ustrezno delovanje finančnih sistemov. Delo na tem področju se je v letu 2008<sup>12</sup> nadaljevalo v smeri vzpostavitve konceptualnega okvira za redno spremljanje in ocenjevanje možnih trendov v finančnih sistemih.

ECB je v letu 2008 še naprej sodelovala v raziskovalni mreži za kapitalske trge in finančno integracijo v Evropi, ki jo vodi skupaj s centrom za finančne študije frankfurtske univerze. Raziskovalna mreža je nadaljevala serijo konferenc s profesorji, tržnimi udeleženci in oblikovalci politike, pri čemer so dejavno sodelovale tudi nacionalne centralne banke. Mreža je leta 2008 končala svojo drugo fazo, ki jo je zaokrožil drugi simpozij o „Kapitalskih trgih in finančni integraciji v Evropi“ 13. in 14. februarja v Frankfurtu. Tretja faza se je začela z 11. konferenco mreže, ki jo je 20. in 21. oktobra 2008 gostila Česká národní banka v Pragi in se je osredotočila na „Trg finančnih storitev za prebivalstvo: razvoj, integracija in gospodarski učinki“. Tako kot pretekla leta je ECB tudi leta 2008 podelila mladim raziskovalcem v okviru mreže pet štipendij Lamfalussy. Trenutne prednostne naloge mreže so: i) finančni sistemi kot upravljavci tveganj, distributerji tveganj in tvorci tveganj, ii) integracija in razvoj finančnih storitev za prebivalstvo in spodbujanje inovativnih podjetij ter iii) finančna posodobitev in upravljanje ter integracija evropskega finančnega sistema v svetovne kapitalske trge.

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>.

12 Za več podrobnosti glej razdelek Finančni razvoj: koncepti in ukrepi (*Financial development: concepts and measures*) v poglavju 2 publikacije Finančna integracija v Evropi (*Financial integration in Europe*), april 2008.

## VLOGA POSPEŠEVALCA PRI DEJAVNOSTIH ZASEBNEGA SEKTORJA

Napredek evropske finančne integracije je zlasti odvisen od pobud zasebnega sektorja, katerih cilj je izraba obstoječih možnosti za čezmejno poslovanje. Javni organi podpirajo taka zasebna prizadevanja.

Eurosistem je leta 2008 še naprej močno podpiral pobudo enotnega območja plačil v eurih (SEPA), ki omogoča posameznikom, družbam in javnim upravam, da opravljajo negotovinska plačila v eurih v celotnem euroobmočju in drugih državah SEPA prek enega samega računa kjer koli v območju SEPA z uporabo enega samega niza plačilnih instrumentov, in sicer tako preprosto, učinkovito in varno, kot jih lahko zdaj opravljajo na nacionalni ravni. SEPA je premik v smeri integriranega trga plačilnih storitev v Evropi, ki bo prinesel družbi velike ekonomske koristi. SEPA je logična posledica uvedbe eura v trenutno 16 državah v Evropi.

Uspešna uvedba kreditnih plačil SEPA januarja 2008 je zaznamovala prvi pomemben mejnik te pobude. Od tedaj so se prve koristi SEPA že uresničile za banke in, kar je še pomembneje, že dosegajo končne uporabnike plačilnih storitev. Eurosistem je povabil upravljavce infrastrukture, da redno ocenjujejo svojo skladnost s SEPA. Večina avtomatiziranih klirinških hiš, ki obdelujejo kreditna plačila v eurih, je zdaj usklajena s shemo kreditnih plačil in več jih je naredilo korak v to smer, da ne ponujajo samo domačih operacij, temveč tudi storitve na vseevropski ravni. Vendar je proces migracije, kot razlaga šesto poročilo o napredku SEPA, ki ga je novembra 2008 izdal Eurosistem, še vedno prepočasen in bi morali sprejeti ukrepe za njegovo pospešitev.

Tudi okvir SEPA za kartična plačila je bil vzpostavljen januarja 2008, toda to področje zahteva še več ukrepov. Smisel kartičnega okvira SEPA je omogočiti večjo izbiro in učinkovitost s postopno odpravo zakonskih in tehničnih ovir ter ovir, povezanih s samo shemo, in tudi z večjo konkurenčnostjo na področju izdajanja, pridobivanja, sprejemanja in obdelave. Migracija na

kartice s čipom z osebno identifikacijsko številko (PIN), kar je pomemben gradnik SEPA, je leta 2008 precej napredovala. Vrsta kartičnih shem je prilagodila svoja pravila zahtevam SEPA. Še vedno pa obstajajo dvomi, ali so vse kartične sheme učinkovito ločile svoje dejavnosti obdelave od funkcij upravljanja. Eurosistem pričakuje, da se bo v prihodnjih letih pojavila vsaj ena dodatna evropska kartična shema, ki bo izpolnjevala njegove zahteve ter zahteve imetnikov kartic, bank, trgovcev in organov za varstvo konkurence. Eurosistem od aprila 2008 dalje razpravlja o tej temi z večjimi evropskimi bankami in drugimi deležniki ter opaža vse večjo podporo. Trenutno obstaja več tržnih pobud za vzpostavitev take evropske kartične sheme in Eurosistem prepozna to kot jasen znak, da trg priznava potrebo po tovrstni shemi.

Nadaljevale so se priprave za uvedbo sheme direktnih obremenitev SEPA dne 1. novembra 2009; v tem okviru sta bila sprejeta dva pravilnika o osrednjih in medpodjetniških storitvah. Vendar še vedno obstaja negotovost glede uvedbe te sheme, ki jih je treba nujno odpraviti, zlasti tiste, ki so povezane z uporabo multilateralne medbančne provizije. Za pravočasno uvedbo sheme je ECB septembra 2008 ob tesnem posvetovanju z Evropsko komisijo predlagala začasno ureditev, po kateri bi obstoječe multilateralne medbančne provizije uporabili za direktne obremenitve SEPA. V prehodnem obdobju, ki bi trajalo le nekaj let, bi morale banke spremeniti svoje poslovne modele in ustrezno obvestiti svoje stranke. Eurosistem si je še naprej prizadeval zagotoviti pravočasno uvedbo teh novih plačilnih storitev na evropski ravni. Zato šesto poročilo o napredku SEPA predlaga prednostne naloge in spodbuja nadaljnja prizadevanja za ta projekt.

Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev v Evropi je omejen večinoma na Evropo. Pobuda STEP, za katero si prizadevajo udeleženci na trgu pod pokroviteljstvom Evropske bančne zveze in Združenja finančnih trgov (ACI), vodi pa jo Odbor za trg STEP, se je lotila te vrzeli v finančni integraciji s tem, da je razvila osrednji niz skupno dogovorjenih tržnih standardov

in praks, ki jih udeleženci na trgu prostovoljno izpolnjujejo.

Eurosistem podpira pobudo STEP od njenega začetka leta 2001 tako, da omogoča lažje vzpostavljanje stikov med udeleženci na trgu, prispeva k razvoju Konvencije o trgu STEP in ozavešča javnost o tej pobudi. Po uspešni uvedbi trga STEP junija 2006 je Eurosistem še naprej prispeval k tej pobudi na dva načina. Prvič, ECB pripravlja statistiko o trgu STEP. Drugič, Eurosistem pomaga sekretariatu STEP pri označevanju papirjev STEP. Ta drugi ukrep je začasen in bo potekel junija 2010.

Odbor za trg STEP je začel pregled Konvencije o trgu STEP, da bi večjemu številu trgov olajšal tehnično plat njenega izvajanja, pri čemer naj bi se njeni standardi ohranili ali celo dvignili. ECB pozdravlja ta pregled. Prvič, trgi se razvijajo, zato je treba temu primerno prilagajati Konvencijo. Drugič, ponuja se dobra priložnost, da se ocenijo procesi in postopki, ki se uporabljajo od začetka trga STEP junija 2006, ter da se izvedejo potrebne izboljšave Konvencije.

ECB pripravlja dnevno statistiko o donosnosti novih izdaj vrednostnih papirjev STEP v eurih in o mesečnem obsegu dolžniških vrednostnih papirjev STEP. Kljub težavnim tržnim razmeram se je celoten obseg dolžniških vrednostnih papirjev STEP v zadnjem četrtletju leta 2008 medletno povečal za 24%.

### **SVETOVANJE O ZAKONODAJNEM IN REGULATIVNEM OKVIRU FINANČNEGA SISTEMA TER NEPOSREDNO OBLIKOVANJE PRAVIL**

Eurosistem k oblikovanju zakonodajnega in regulativnega okvira EU redno prispeva s svetovanjem glede glavnih pobud na področju politik.

Dejavnosti glede finančnega nadzora v EU so bile v letu 2008 usmerjene v nadaljevanje pregleda Lamfalussyjevega okvira, k čemur je prispeval Eurosistem (glej razdelek 2 v tem poglavju). V okviru svoje svetovalne vloge na podlagi člena 105(4) Pogodbe ECB poleg tega redno svetuje glede zakonodajnih predlogov Evropske komisije (glej tudi razdelek 2).

ECB je svetovala na področju integracije sistemov poravnave vrednostnih papirjev in plačilnih sistemov. ECB je sodelovala zlasti pri dejavnostih, povezanih s „Kodeksom ravnanja za kliring in poravnavo“. Namen kodeksa je krepiti konkurenco na podlagi preglednosti cen, dostopa in interoperabilnosti ter spodbujati ločevanje storitev in ločeno računovodstvo. Ker je kodeks samoregulativno orodje, je bil vzpostavljen strog kontrolni mehanizem, da bi zagotovili pravilno in pravočasno izvajanje vseh ukrepov. Mehanizem temelji na zunanjih revizorjih ter priložnostni nadzorni skupini, ki jo sestavljajo Evropska komisija, CESR in ECB. Nadzorna skupina se je leta 2008 sestala štirikrat. ECB in Evropsko združenje centralnih depotnih družb sta izvedla analizo o preglednosti cen in izdelala predloge o tem, kako izboljšati primerljivost cen.

Ker je namen kodeksa predvsem zagotoviti svobodno izbiro, ga je treba dopolniti s popolno odpravo tako imenovanih „Giovanninijevih ovir“ pri vzpostavitvi učinkovitega kliringa in poravnave (imenovanih po skupini, ki jih je leta 2001 opredelila), ki so posledica razlik v tehničnih standardih in poslovnih praksah, pravne negotovosti ter razlik v davčnih postopkih. ECB je še naprej sodelovala v strokovni skupini za svetovanje in spremljanje na področju kliringa in poravnave (CESAME), ki se ukvarja z odpravo prve serije ovir. ECB je bila še naprej udeležena tudi v skupini za pravno varnost, ki je avgusta 2008 predložila 15 priporočil za odpravo zakonskih ovir v zvezi z aktivnostmi po opravljenem trgovanju.

Ker je harmonizacija evropskega pravnega okvira podlaga za SEPA, se Eurosistem zelo zanima za zakonodajo Skupnosti na tem področju. Direktiva o plačilnih storitvah<sup>13</sup> je bila uradno sprejeta novembra 2007. Evropska komisija meni, da so države članice na dobri poti s prenosom direktive v nacionalno zakonodajo pred potekom roka 1. novembra 2009. ECB sodeluje v delovni skupini Komisije za prenos. Revizija

<sup>13</sup> Direktiva 2007/64/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. novembra 2007 o plačilnih storitvah na notranjem trgu, ki spreminja direktive 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES in 2006/48/ES in razveljavlja Direktivo 97/5/ES.



Uredbe (ES) št. 2560/2001 o čezmejnih plačilih v eurih<sup>14</sup> ima tudi velike posledice za SEPA in še zlasti za direktne obremenitve SEPA. Splošno znano je, da je ta uredba sprožila odločitev bančnega sektorja, da je leta 2002 začel razvijati območje SEPA. Predlog Komisije<sup>15</sup> ima za cilj prilagoditi uredbo trenutnim razmeram na področju plačilnega prometa, na primer tako, da bi pokrivala tudi transakcije direktnih obremenitev. To bo pomenilo, da cene za čezmejne transakcije direktnih obremenitev SEPA ne morejo biti višje od cen za ustrezne transakcije nacionalnih direktnih obremenitev. ECB je sodelovala pri pripravi osnutka uredbe v Komisiji in je objavila svoje mnenje v zvezi s tem.<sup>16</sup>

ECB je sodelovala tudi pri pripravah Komisije na revizijo direktive o elektronskem denarju, ki vzpostavlja pravni okvir za dejavnosti institucij, ki izdajajo elektronski denar<sup>17</sup>. Komisija trdi, da zagotavljanje in uporaba elektronskega denarja ne naraščata po pričakovanjih, zato predlaga spremembo direktive. Z vidika ECB je revizija dobrodošla, toda glede nekaterih delov predloga Komisije je potrebna previdnost, zlasti v zvezi z okvirom skrbnega in varnega poslovanja ter institucionalnim statusom institucij za izdajo elektronskega denarja.<sup>18</sup>

#### **ZAGOTAVLJANJE CENTRALNOBANČNIH STORITEV, KI POSPEŠUJEJO FINANČNO INTEGRACIJO**

TARGET2, druga generacija Eurosistemovega sistema za plačila velikih vrednosti, je uspešno zaživel 19. novembra 2007 in 19. maja 2008 v celoti nadomestil prvo generacijo sistema TARGET. Novi sistem je zasnovan tako, da daje eurskim denarnim in finančnim trgov učinkovit in varen izvedbeni mehanizem za poravnavo plačil v eurih v realnem času v centralnobančnem denarju. TARGET2 je odločilen prispevek Eurosistema k evropski finančni integraciji. Je prva tržna infrastruktura, ki je popolnoma integrirana in usklajena na evropski ravni ter je odpravila prejšnjo razdrobljenost pri upravljanju likvidnosti centralnih bank in izvajanju plačil velikih vrednosti. Značilnosti novega sistema so omogočile in tudi sprožile organizacijske spremembe med kreditnimi institucijami, ki delujejo v več evropskih državah, saj

so tem subjektom omogočile, da so racionalizirali funkcije svojih zalednih služb in konsolidirali svoje upravljanje eurske likvidnosti (glej razdelek 2.1 v poglavju 2).

Poleg tega so Eurosistem in udeleženci na trgu nadaljevali svoje delo pri projektu TARGET2-Securities (T2S). T2S bo večvalutna platforma, ki jo bodo uporabljale evropske centralne depotne družbe za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji v centralnobančnem denarju. Svet ECB je 17. julija 2008 sklenil, da vzpostavi T2S, ter za njegov razvoj in delovanje določil naslednje nacionalne centralne banke: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France in Banca d'Italia. T2S bo ponujal usklajene, čezmejne in nevtralne poravnalne storitve v eurih in drugih valutah, zato bo velik korak naprej pri vzpostavljanju integriranega trga vrednostnih papirjev in pomemben prispevek k finančni integraciji v Evropi (glej razdelek 2.2 v poglavju 2).

In končno, pri upravljanju s finančnim zavarovanjem je Svet ECB julija 2008 sklenil, da vzpostavi enotno skupno platformo (CCBM2) za nacionalne centralne banke euroobmočja z namenom, da bi utrdil in povečal učinkovitost internih sistemov Eurosistema ter povečal likvidnost in upravljanje s finančnim premoženjem nasprotnih strank. Svet ECB je zadalžil nacionalni centralni banki Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in De Nederlandsche Bank, da razvijeta in upravljata platformo v imenu Eurosistema. Razvija se v tesnem sodelovanju z udeleženci na trgu (glej razdelek 2.3 v poglavju 2).

14 Uredba (ES) št. 2560/2001 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. decembra 2001 o čezmejnih plačilih v eurih.

15 Glej [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm).

16 Mnenje o novi uredbi o čezmejnih plačilih v Skupnosti (CON/2009/1).

17 Glej [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm).

18 Mnenje o direktivi o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti ter nadzoru skrbnega in varnega poslovanja institucij za izdajo elektronskega denarja (CON/2008/84).

## 4 PREGLED NAD DELOVANJEM PLAČILNIH SISTEMOV IN TRŽNIH INFRASTRUKTUR

Plačilni sistemi ter sistemi kliringa in poravnave vrednostnih papirjev so temeljne infrastrukture, potrebne za pravilno delovanje tržnih gospodarstev. So nepogrešljivi za učinkovit tok plačil na področju blaga, storitev in finančnih sredstev, njihovo nemoteno delovanje pa je ključno za izvajanje denarne politike centralne banke in ohranjanje stabilnosti valute, finančnega sistema in gospodarstva na splošno ter zaupanja vanje.

S funkcijo pregleda nad delovanjem sistemov skuša Eurosistem zagotavljati varnost in učinkovitost plačilnih sistemov in sistemov poravnave vrednostnih papirjev ter centralnih nasprotnih strank, ki poslujejo v eurih, med drugim z uporabo minimalnih standardov in pogojev delovanja. Predvsem pa je cilj pregledniške funkcije, da z obvladovanjem izpostavljenosti sistemskemu tveganju ohranja sistemsko stabilnost plačilnega sistema. V tem okviru se pregledniki na splošno ukvarjajo s posameznimi plačilnimi sistemi in sistemi poravnave vrednostnih papirjev ter tudi – ob upoštevanju soodvisnosti med njimi – s tržno infrastrukturo kot celoto. Plačilni instrumenti prav tako spadajo v okvir pregleda nad delovanjem sistemov, ki ga izvaja Eurosistem in je osredotočen zlasti na varnost in učinkovitost plačilnih instrumentov.

Pogodba ES nalaga Eurosistemu odgovornost za pregled nad delovanjem sistemov. Za izvajanje smotrnega in učinkovitega pregleda izvršujejo ECB in nacionalne centralne banke Eurosistema te obveznosti na način, ki Eurosistemu omogoča, da izkorišča prednosti svoje decentralizirane strukture, hkrati pa usklajuje svoje dejavnosti pregleda in enakega izvajanja svojih politik. Politike in zahteve Eurosistema v zvezi s pregledom nad delovanjem sistemov se opirajo na mednarodno priznane standarde, le da so ti v podrobnostih prilagojeni posebnim pogojem in potrebam Eurosistema.

### 4.1 PLAČILNI SISTEMI VELIKIH VREDNOSTI IN PONUDNIKI STORITEV INFRASTRUKTURE

Eurosistem je preglednik za vse plačilne sisteme velikih vrednosti, ki poravnavajo transakcije

v eurih, vključno s tistimi, ki jih upravlja Eurosistem sam. Eurosistem uporablja iste standarde pregleda tako za svoje sisteme kot tudi za sisteme, ki jih upravlja zasebni sektor. Ti standardi so Temeljna načela za sistemsko pomembne plačilne sisteme (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*), ki jih je določil Odbor za plačilne in poravnalne sisteme (CPSS) skupine G10 in sprejel Svet ECB leta 2001. Dopolnjujejo jih pričakovanja preglednikov Eurosistema glede neprekinjenega poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems*), ki jih je leta 2006 sprejel Svet ECB in jih morajo vsi sistemsko pomembni plačilni sistemi v euroobmočju uvesti do junija 2009.

Ključne infrastrukture za poravnavo plačilnih transakcij v eurih (TARGET2, EURO1 in CLS), ponudniki storitev infrastrukture (kot je SWIFT) ter infrastrukture za kliring in poravnavo evrskih vrednostnih papirjev so se uspešno spopadli z izzivi, ki izhajajo iz pretresov na trgih in so se nadaljevali leta 2008. Z vidika pregleda je iz teh dogodkov mogoče potegniti kar nekaj lekcij, ne nazadnje, kar zadeva pomen ustreznega upravljanja kapacitet s strani upravljavcev sistemov in dobro uveljavljenih okvirov za krizno komuniciranje med pregledniki, drugimi pomembnimi organi in ponudniki tržne infrastrukture.

#### TARGET2

Postopen prehod s sistema TARGET na TARGET2, ki se je začel novembra 2007, je bil končan nemoteno in v skladu s časovnim načrtom 19. maja 2008, ko se je tretja in zadnja skupina centralnobančnih skupnosti uspešno povezala s sistemom TARGET2. Vse dejavnosti pregleda v sistemu TARGET2 vodi in koordinira ECB, ki tesno sodeluje s sodelujočimi nacionalnimi centralnimi bankami. Te opravljajo pregled nad delovanjem lokalnih značilnosti sistema TARGET2 in na prostovoljni podlagi prispevajo k pregledu nad delovanjem centralnih značilnosti sistema TARGET2.

V začetku leta 2007, ko je bil sistem TARGET2 še v razvoju, so pregledniki sistema TARGET2 začeli izvajati celovito oceno projekta TARGET2

glede na Temeljna načela za sistemsko pomembne plačilne sisteme in pričakovanja preglednikov Eurosistema glede neprekinjenega poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov. Prvi rezultati vrednotenja so bili spodbudni in ob koncu leta 2007 so pregledniki sistema TARGET2 ugotovili, da bo TARGET2 verjetno v celoti izpolnil vsa bistvena temeljna načela, če bo upravljavec sistema v letu 2008 na podlagi dogovorjenega akcijskega načrta poiskal rešitve za vrsto ugotovitev pregleda. Novembra 2008 je upravljavec sistema preglednikom predložil poročilo, v katerem je podrobno navedel, kakšne ukrepe je sprejel v zvezi s točkami iz akcijskega načrta. Pregledniki sistema TARGET2 so preučili poročilo in dejavnosti, ki jih je opravil upravljavec sistema TARGET2, ter organom odločanja ECB marca 2009 predložili končno poročilo o oceni pregleda projekta TARGET2. Javna različica poročila o oceni bo objavljena.

Pregledniki sistema TARGET2 menijo, da je bilo delovanje sistema v skladu s pričakovanji. Zgodil se je samo en večji incident, in sicer 30. junija 2008, ter zahteval posebno pozornost in ukrepanje preglednikov sistema TARGET2. O nekaterih priporočilih pregleda, povezanih s tem incidentom, so potekali pogovori z upravljavcem sistema in izvedeni so bili nekateri ukrepi.

### EURO1

EURO1 je plačilni sistem velikih vrednosti za čezmejne in domače transakcije v eurih med bankami, ki poslujejo v EU. Upravlja ga družba EBA CLEARING, klirinška družba evropskega bančnega združenja za euro (*Euro Banking Association* – EBA). EURO1 deluje na multilateralni neto osnovi. Stanje ob koncu dneva udeležencev v sistemu EURO1 se na koncu poravnava v centralnobančnem denarju prek sistema TARGET2, pri čemer ECB nastopa kot poravnalni agent. Dejavnosti pregleda so se v letu 2008 med drugim osredotočale na migracijo poravnave stanj ob koncu dneva s sistema EURO1 na sistem TARGET2, ki je bil opravljen v maju 2008, ko je prejšnji sistem TARGET prenehal obstajati. Migracija poravnave na sistem TARGET2 je bila izvedena brez kakršnih koli težav.

EBA CLEARING je 7. julija 2008 uvedla dve dodatni okni za dodelitev likvidnosti v sistemu EURO1 v okviru mehanizma fleksibilne poravnave (imenovan tudi likvidnostni most), in sicer eno ob 13.00 in drugo ob 15.30. Režim likvidnostnega mostu omogoča obdelavo plačil, ki bi bila sicer zadržana, ker so banke dosegle svoje debetne ali kreditne omejitve v sistemu EURO1. Namen dveh dodatnih oken za dodelitev likvidnosti je znižati stanje na predporavnalnem računu EURO1 v sistemu TARGET2 in doseči čim večjo ponovno uporabo predfinancirane likvidnosti. Njuna uvedba je prejela pozitivno oceno preglednikov tako z vidika sistema EURO1 kot tudi z vidika sistema TARGET2.

### MEDNARODNI PORAVNALNI SISTEM ZA PORAVNAVO VALUTNIH POSLOV

Mednarodni poravnalni sistem za poravnavo valutnih poslov (*Continuous Linked Settlement* – CLS) zagotavlja istočasno poravnavo deviznih transakcij v več valutah, tj. po načelu plačilo proti plačilu (PvP), pri čemer se dokončnost plačilnih nalogov nanaša na devizne posle. Sistem CLS prek svojega mehanizma PvP skoraj popolnoma odpravlja tveganje pri poravnavi v tujih valutah, to je tveganje, da bo ena stranka v deviznem poslu plačala valuto, ki jo je prodala, vendar pa ne prejela valute, ki jo je kupila.

Sistem CLS je bil vzpostavljen leta 2002 in je na začetku poravnava devizne transakcije v sedmih najpomembnejših valutah, vključno z eurom. Potem ko so leta 2008 pregledniki CLS odobrili, da se lahko v CLS poravnava tudi mehiški peso in izraelski šekel, sistem CLS trenutno poravnava v 17 valutah. Poleg tega CLS poravnava tudi plačilne transakcije v eni valuti, ki so povezane z omejenim naborom finančnih instrumentov, tj. posle s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti na neorganiziranem trgu (OTC) in neizročljive terminske posle (*non-deliverable forwards* – NDF)<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Opredeljeni so kot „neto gotovinsko poravnani“ terminski devizni posli, pri čemer se dve stranki dogovorita za sklenitev dveh hipotetičnih deviznih poslov in razliko med dvema hipotetičnima posloma poravnata v gotovini v dogovorjeni valuti. Valut, določenih v dveh hipotetičnih deviznih poslih, stranki neizročljivega terminskega posla fizično ne izmenjata.

Sistem CLS upravlja CLS Bank International (CLS Bank), New York. CLS Bank je v lasti zasebnih bank in drugih finančnih institucij. Federal Reserve System prevzema glavno odgovornost za pregled nad delovanjem sistema CLS v skladu z dogovorom o sodelovanju pri pregledu, ki vključuje centralne banke držav G10 in centralne banke valut, ki jih poravnava CLS. V okviru sodelovanja pri pregledu je ECB (v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja) glavni preglednik za poravnavo transakcij v eurih prek sistema CLS.

Po vrednosti je CLS največji plačilni sistem zunaj euroobmočja, ki poravnava transakcije v eurih. Skladno s tem sta varnost in učinkovitost sistema CLS in njegova skladnost z načeli politike Eurosistema<sup>20</sup> za Eurosystem bistvenega pomena. Decembra 2008 je bilo prek sistema CLS v povprečju na dan poravnanih 473.000 deviznih transakcij s povprečno dnevno vrednostjo 3,3 bilijona EUR.<sup>21</sup> To je precejšnje povečanje obsega v primerjavi z decembrom 2007, ko je bilo prek sistema CLS v povprečju na dan poravnanih 381.436 transakcij s povprečno dnevno vrednostjo 2,9 bilijona EUR. Euro je bil z okoli 21% deležem vseh transakcij, poravnanih v CLS, še naprej druga najpomembnejša valuta za ameriškim dolarjem (okoli 44%). Povprečna dnevna vrednost transakcij, poravnanih prek sistema CLS v eurih, je znašala 560 milijard EUR.

V letu 2008 je Banka za mednarodne poravnave (BIS) objavila poročilo z naslovom Napredek pri zmanjševanju tveganja pri poravnavi v tujih valutah (*Progress in reducing foreign exchange settlement risk*).<sup>22</sup> Poročilo, ki vključuje prispevke Eurosistema, navaja, da je celovita dolgoročna strategija, ki so jo centralne banke držav G10 potrdile v letu 1996, bistveno zmanjšala sistemsko tveganje, ki izhaja iz načina poravnave deviznih poslov. Hkrati pa tudi poudarja, da bi posamezne institucije, panoge in centralne banke lahko in morale storiti več, da bi odpravile preostale izpostavljenosti in preprečile tveganje, da se napredek, ki je že bil dosežen, izniči.

## SWIFT

ECB sodeluje z drugimi centralnimi bankami držav G10 pri skupnem pregledu nad delovanjem sistema SWIFT, pri čemer je Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique preglednik z glavno odgovornostjo. Skupni pregled držav G10 nad delovanjem sistema SWIFT je osredotočen na varnost, zanesljivost obratovanja, neprekinjenost poslovanja in vzdržljivost infrastrukture. V letu 2008 je skupina za pregled presojala, ali SWIFT izpolnjuje navedene cilje, s tem da zagotavlja ustrežne ureditev upravljanja, strukture, procese ter postopke upravljanja in obvladovanja tveganj, ki omogočajo učinkovito upravljanje možnih tveganj za pravilno delovanje tržnih infrastruktur, ki uporabljajo SWIFT, in za finančno stabilnost nasploh.

V letu 2008 so pregledniki sistema SWIFT posebno pozornost namenili projektu sistema SWIFT, katerega cilj je premik v večobmočno sporočilno arhitekturo. Obdelava v sistemu SWIFT bo razdeljena v dve območji: čezatlantsko in evropsko območje, z namenom povečanja obdelovalnih zmogljivosti njegove infrastrukture, krepitve njegove vzdržljivosti in izpolnjevanja evropskih zahtev glede varstva podatkov. Kot del projekta, ki bo izveden v dveh fazah do leta 2010 oziroma 2013, bo v Evropi ustanovljen nov svetovni operacijski center, ki naj bi ga uporabljali v čezatlantskem in tudi evropskem območju. Stranke sistema SWIFT, ki imajo sedež v Evropi, bodo avtomatsko dodeljene v evropsko območje, pri čemer bo njihov celotni promet znotraj Evrope obdelan in shranjen v Evropi. Pregledniki pregledujejo postopke sistema SWIFT pri načrtovanju in uvedbi te arhitekture, istočasno pa spremljajo, ali se namenja dovolj pozornosti stalni zanesljivosti in razpoložljivosti storitev SWIFT, ki so bistvene za ohranjanje svetovne finančne stabilnosti.

20 „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, ECB, julij 2007.

21 Denarno poravnavo vsakega deviznega posla sestavljata dve plačilni transakciji, po ena v vsaki zadevni valuti. Tako je bilo decembra 2008 prek sistema CLS poravnanih 236.396 poslov s povprečno dnevno vrednostjo okrog 1,65 bilijona EUR.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>.

## 4.2 SISTEMI IN INSTRUMENTI ZA PLAČILA MALIH VREDNOSTI

Pregled nad delovanjem sistemov, ki ga izvaja Eurosistem, vključuje tudi sisteme in instrumente za plačila malih vrednosti. ECB je tudi v letu 2008 spremljala nemoteno delovanje sistema STEP2, plačilnega sistema za čezmejna in vse bolj tudi domača plačila malih vrednosti v eurih, ki ga upravlja družba EBA CLEARING. V letu 2008 je bilo treba številne spremembe v sistemu oceniti glede na veljavne standarde za pregled nad delovanjem sistemov.

EBA CLEARING je 28. januarja 2008 v sistemu STEP2 vzpostavila storitev kreditnega plačila SEPA za obdelavo bančnih nakazil skladno s pravilnikom sheme kreditnih plačil SEPA, ki ga je sprejel Evropski svet za plačila (EPC). Maja 2008 je bil za storitev kreditnega plačila SEPA uveden dodaten cikel znotraj enega dne, da bi tako zadovoljili povpraševanje, ki izhaja iz migracije domačega prometa držav euroobmočja na to novo storitev. Do velike spremembe v sistemu je prišlo 8. decembra 2008, ko je bila poravnava kreditnih plačil SEPA prenesena na TARGET2. Pred tem datumom se je storitev kreditnega plačila poravnala v sistemu EURO1, kar še naprej velja za druge storitve STEP2. Te spremembe niso vplivale na raven združljivosti sistema STEP2 z veljavnimi standardi za pregled nad delovanjem sistemov.

Januarja 2008 je Svet ECB odobril okvir za pregled kartičnih shem, ki poslujejo v euroobmočju, in pri tem upošteval pripombe iz javne razprave, ki je potekala v letu 2007. V maju 2008 je Eurosistem začel izvajati pregled kartičnih shem v euroobmočju v skladu z novo sprejetimi standardi pregleda. Ta ocena vključuje 26 shem, od katerih so štiri mednarodne. Mednarodne kartične sheme ocenjujejo skupne ocenjevalne skupine, ki jih sestavljajo vodilna centralna banka preglednica in druge prostovoljno sodelujoče centralne banke.<sup>23</sup> Ocene vseh posameznih nacionalnih in mednarodnih kartičnih shem bodo predmet medsebojnega strokovnega pregleda, da bi tako zagotovili enako uporabo standardov za pregled nad delovanjem. Predvidena je objava

poročila o celoviti oceni z opisom glavnih rezultatov na agregatni ravni.

Leta 2008 je Eurosistem začel razvijati okvir za pregled novih plačilnih instrumentov SEPA, ki jih je razvil EPC, namreč za shemo kreditnih plačil, ki je bila vzpostavljena 28. januarja 2008, in shemo direktnih obremenitev, ki je načrtovana za leto 2009. Ko bosta okvira pripravljena, bosta predvidoma predložena v javno razpravo.

## 4.3 KLIRING IN PORAVNAVA VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Eurosistem je zelo zainteresiran za nemoteno delovanje sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev, saj lahko napake pri kliringu, poravnavi in skrbništvu finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje v kreditnih operacijah, ogrozijo izvajanje denarne politike, nemoteno delovanje plačilnih sistemov in vzdrževanje finančne stabilnosti.

Eurosistem kot uporabnik sistemov poravnave vrednostnih papirjev (SPVP) ocenjuje, ali ti sistemi v euroobmočju in povezave med njimi izpolnjujejo uporabniške standarde Eurosistema.<sup>24</sup> Sistemi in povezave postanejo primerne za kreditne operacije Eurosistema, če izpolnjujejo navedene uporabniške standarde. Ti so tudi osnova, po kateri Eurosistem ocenjuje nove sisteme poravnave vrednostnih papirjev in povezave oziroma pomembne posodobitve sistemov, ki te standarde že izpolnjujejo.

V letu 2008 sta bila ocenjena en nov sistem (VP Lux) in ena nova izmenjalna povezava, za katera je bilo ugotovljeno, da izpolnjujeta uporabniške standarde Eurosistema. Svet ECB je v okviru priprav na vstop Slovaške v euroobmočje 1. januarja 2009 ocenil tudi slovaški sis-

<sup>23</sup> ECB je vodilna preglednica Eurosistema za VISA, American Express in Diners/Discover. Kot članica ocenjevalne skupine sodeluje v skupnem pregledu nad MasterCard, medtem ko Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique deluje kot vodilna centralna banka preglednica.

<sup>24</sup> „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“, januar 1998.

tem poravnave vrednostnih papirjev. Ugotovil je, da je sistem skladen z uporabniškimi standardi ter s tem primeren za uporabo v operacijah denarne politike Eurosistema in posojila čez dan. Poleg tega je Eurosistem opravil tudi prvo celovito oceno vseh sistemov poravnave vrednostnih papirjev, povezav in izmenjalnih povezav, ki so že v uporabi. Rezultati bodo predvidoma na voljo spomladi leta 2009.

Leta 2008 je Eurosistem ocenil nov dogovor o hrambi mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev v globalni registrirani obliki, ki sta jih skupno izdali dve mednarodni centralni depotni družbi (MCDD), in sicer Euroclear Bank (Belgija) in Clearstream Banking Luxembourg (Luksemburg). Novi dogovor, ki naj bi bil uveden do sredine leta 2010, bo ponovil glavna načela dogovora o novih svetovnih zadolžnicah (*New Global Notes*), ki je bil uveden leta 2006 za mednarodne dolžniške vrednostne papirje v globalni prinosniški obliki. Zaradi vse manjšega obsega izdaje mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev v obliki posameznih zadolžnic revizija strukture njihove hrambe ni upravičena. Zato je bila sprejeta odločitev o umiku teh vrednostnih papirjev s seznama primerne finančne premoženja za zavarovanje terjatev v kreditnih operacijah Eurosistema. Določeno je bilo prehodno obdobje, ki se konča 30. septembra 2010, v katerem bodo vrednostni papirji te vrste, izdani pred tem datumom ali na ta datum, še primerni za uporabo kot zavarovanje do njihove zapadlosti.

#### **PRIPOROČILA ESCB-CESR GLEDE KLIRINGA IN PORAVNAVE VREDNOSTNIH PAPIRJEV V EVROPSKI UNIJI**

Leta 2001 je Svet ECB odobril okvir sodelovanja na področju sistemov kliringa in poravnave vrednostnih papirjev med Evropskim sistemom centralnih bank (ESCB) in Odborom evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR). Istega leta je bila ustanovljena skupna delovna skupina z nalogo, da okolju EU prilagodi priporočila za sisteme poravnave vrednostnih papirjev, ki sta jih sestavila CPSS in Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje (*International Organization of Securi-*

*ties Commissions*) (priporočila CPSS-IOSCO), od leta 2004 pa tudi priporočila v zvezi s centralnimi nasprotnimi strankami. V letu 2005 se je to delo ustavilo zaradi treh odprtih vprašanj v zvezi z obsegom, vsebino in pravno podlago priporočil ESCB-CESR.

Ekonomsko-finančni svet je 3. junija 2008 formalno pozval ESCB in CESR, naj do jeseni 2008 prilagodita in dokončata svoj osnutek poročila o standardih za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev v EU (*Standards for securities clearing and settlement in the EU*), pri čemer naj upoštevata več načel, in sicer i) prilagojeno besedilo naj bo v obliki nezavezujočih priporočil, naslovljenih samo na javne organe in ne na tržne udeležence, ii) področje uporabe naj vključuje mednarodne centralne depotne družbe in izključi skrbniške banke ter iii) za obvladovanje kreditnega in likvidnostnega tveganja naj se sprejme merilo, ki so ga sprejele države G10, to je Priporočilo št. 9 za sisteme poravnave vrednostnih papirjev CPSS-IOSCO.

V skladu z zahtevo Ekonomsko-finančnega sveta je delovna skupina ESCB-CESR ponovno začela delovati in pripravila sklop osnutkov priporočil, ki so bila v javni razpravi od 23. oktobra 2008 do 23. januarja 2009. Med razpravo je bila za zainteresirane strani organizirana javna obravnava.

Evropski parlament, Evropska komisija, Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS), tržni udeleženci in združenja so pri tem delu tesno sodelovali na različnih stopnjah. Po pričakovanjih naj bi CESR, Svet ECB in nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pregledana priporočila dokončno odobrili ob koncu prvega četrtletja leta 2009. Vzporedno s tem CEBS izvaja analizo za določitev področij, na katerih bi bili potrebni dodatni ukrepi za premostitev razkoraka med priporočili ESCB-CESR in pravno ureditvijo bančništva, ki velja za banke, ki so ponotranjile dejavnosti kliringa in poravnave.

Ko bodo priporočila dokončana, jih bodo uporabljali pregledniki centralnih bank in regulativni organi s področja vrednostnih papirjev, da bi zagotovili stabilnost in učinkovitost kli-

ringa in poravnave vrednostnih papirjev v EU ter enake pogoje za različne infrastrukture. Priporočila ESCB-CESR dopolnjujejo delo drugih forumov EU in veljajo za enega od stebrov politike EU na področju potrgovalnega sektorja, skupaj s sistemom TARGET2-Securities, Kodeksom ravnanja za kliring in poravnavo (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*) in odpravo tako imenovanih „Giovanninijevih ovir“.

#### **ZMANJŠANJE TVEGANJA NASPROTNE STRANKE V ZAMENJAVAH KREDITNEGA TVEGANJA**

Po podatkih BIS je nominalna vrednost zamenjav kreditnega tveganja junija 2008 znašala 57 bilijonov USD, kar je okrog 8% vseh izvedenih finančnih instrumentov na neorganiziranem trgu. Potreba po zanesljivejšem operativnem okviru, ki bi podpiral urejeno obdelavo poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti na neorganiziranem trgu (ugotovljena marca 2007 v poročilu CPSS z naslovom Nova dogajanja v ureditvi kliringa in poravnave izvedenih finančnih instrumentov na neorganiziranem trgu (*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*)), je zaradi pretresov na finančnih trgih v letu 2008 postala še veliko bolj pereča. ECB je 3. novembra 2008 gostila srečanje z evropskimi zainteresiranimi stranmi o vzpostavitvi centralnih nasprotnih strank za zamenjave kreditnega tveganja. Med udeleženci so bili morebitni ponudniki takih centralnih nasprotnih strank, trgovalec, uporabniki in regulatorji. S tem srečanjem so bile dopolnjene pobude banke Federal Reserve Bank of New York in Evropske komisije na tem področju. ECB je sodelovala tudi v delovni skupini, ki jo je vzpostavila Evropska komisija in obravnava kratkoročna in dolgoročna nadzorna, regulatorna in konkurenčna vprašanja na trgu izvedenih finančnih instrumentov s ciljem krepitve finančne stabilnosti. Deležniki so poudarili dobre strani dejstva, da obstajajo mnogovrstne rešitve ter vsaj ena evropska rešitev. Svet ECB je 18. decembra 2008 ponovno izpostavil pomen krepitve infrastrukture za izvedene finančne instrumente na neorganiziranem trgu in potrebo po najmanj eni evropski centralni nasprotni stranki za kredi-

tne izvedene finančne instrumente. Ker bi bila verjetno systemskega pomena, naj bi ta evropska centralna nasprotna stranka imela sedež v euroobmočju.

Eurosistem je enakega mnenja kot Forum za finančno stabilnost in Evropska komisija, kar zadeva pomen zmanjševanja tveganja nasprotnne stranke in povečanje preglednosti trgov izvedenih finančnih instrumentov na neorganiziranem trgu, zlasti na področjih, ki so systemskega pomena (npr. kreditni izvedeni finančni instrumenti). Vzpostavitev centralnih nasprotnih strank za izvedene finančne instrumente na neorganiziranem trgu velja za ustrezno rešitev, ker centralne nasprotnne stranke s koncentracijo odprtih postavk na enem mestu i) zmanjšajo tveganje nasprotnne stranke, ki so mu izpostavljeni udeleženci na trgu, in omogočajo učinkovitejše upravljanje tveganj, ii) povečajo povezanost trga, preglednost in dostopnost informacij, iii) standardizirajo merila za vrednotenje izpostavljenosti ter iv) sprostijo finančno premoženje za zavarovanje terjatev. Eurosistem je napovedal, da namerava sodelovati s pristojnimi organi in tako omogočiti učinkovito skupno delovanje zasebnega sektorja. Decembra 2008 je Ekonomsko-finančni svet pozval ESCB in CESR, naj svoje osnutke priporočil o centralnih nasprotnih strankah prilagodita tako, da bodo izrecno obravnavali tveganje izvedenih finančnih instrumentov na neorganiziranem trgu.

#### **4.4 DRUGE DEJAVNOSTI**

Za obveščanje organov oblasti, ponudnikov tržne infrastrukture in njihovih udeležencev ter širše javnosti o dogajanjih v zvezi z okvirom pregleda ter dejavnostmi pregleda nad delovanjem posameznih plačilnih sistemov je ECB 11. julija 2008 objavila Poročilo o pregledu nad delovanjem plačilnih sistemov in tržnih infrastruktur (*Payment systems and market infrastructure oversight report 2007*). To poročilo je prva publikacija, ki je posvečena dejavnostim ECB na področju pregleda. Obseg poročila se bo razširil, prihodnje številke pa bodo v obliki poročila Eurosistema o pregledu.

Ker so infrastrukture za plačila in vrednostne papirje ključne za pravilno delovanje tržnih gospodarstev, je pomembno, da te infrastrukture, vključno z njihovimi udeleženci in zunanjimi ponudniki storitev, učinkovito in smotrno izvajajo postopke upravljanja s tveganji in neprekinjenega poslovanja ter izpolnjujejo pomembne nacionalne in mednarodne standarde. Zaradi precejšnje soodvisnosti med različnimi tržnimi infrastrukturami ter nujnosti temeljite izmenjave informacij in medsebojnega razumevanja so se ECB in nacionalne centralne banke EU sporazumele, da bodo spodbujale izmenjavo informacij o mednarodnih in nacionalnih standardih, ki so pomembni za operativno zanesljivost, in še posebno za neprekinjeno poslovanje. Februarja 2008 je ECB na svoji spletni strani vzpostavila posebno stran o neprekinjenem poslovanju tržne infrastrukture.<sup>25</sup> Stran vsebuje informacije o najnovejših standardih neprekinjenega poslovanja, ki veljajo za infrastrukture, ki delujejo v Evropi, glosar izrazov, povezanih z neprekinjenim poslovanjem, in najnovejše informacije o zadnjih evropskih dogajanjih na tem področju. Na voljo so tudi povezave do centralnih bank in drugih regulatorjev, ki so izdali pomembne standarde, in do tržnih praks, ki veljajo v posameznih državah (vključno z neevropskimi državami, kot so ZDA, Hongkong in Japonska).

Da bi ECB zagotovila dosledno uporabo izrazov v vseh publikacijah ESCB, povezanih s plačili, kliringom in poravnavo, je 30. septembra 2008 za javno razpravo objavila glosar izrazov v povezavi s tehničnimi vidiki sistemov za plačila, kliring in poravnavo v EU. Izrazi, vključeni v glosar, so opredeljeni v uporabniku prijaznem nelegalističnem jeziku, da bi tako spodbudili njihovo uporabo. Končna različica glosarja bo objavljena na spletni strani ECB.

ECB vsako leto objavlja tudi statistične podatke o plačilih ter o trgovanju, kliringu in poravnavi vrednostnih papirjev. Podatki so razčlenjeni po državah in od leta 2007 na voljo izključno v elektronski obliki prek statističnega skladišča (*Statistical Data Warehouse*) na spletni strani ECB. Podatki za leto 2007 so bili objavljeni 26. novembra 2008.

<sup>25</sup> Spletna stran je na naslovu <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.





Willem F. Duisenberg na poslovnem dogodku 22. oktobra 2003 predaja zvonec, ki se uporablja na sejah Sveta ECB, Jean-Claudu Trichetu.

**POGLAVJE 5**

**EVROPSKI IN  
MEDNARODNI  
ODNOSI**

# I EVROPSKA VPRAŠANJA

ECB je tudi leta 2008 vzdrževala redne stike z evropskimi institucijami in forumi, zlasti z Evropskim parlamentom (glej poglavje 6), Ekonomsko-finančnim svetom, Euroskupino in Evropsko komisijo. Predsednik ECB se je udeleževal sestankov Ekonomsko-finančnega sveta, kadar so razpravljali o zadevah v zvezi z nalogami in cilji ESCB, in sestankov Euroskupine. Predsednik Euroskupine in evropski komisar za gospodarske in monetarne zadeve sta se udeleževala sestankov Sveta ECB, kadar je bilo to primerno.

## I.1 USMERITVE POLITIK

### PAKT ZA STABILNOST IN RAST

Leta 2008 se je zaradi sprva ugodnih makroekonomskih razmer proračunski saldo v večini držav izboljšal, čemur je sledila odprava postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem za pet od šestih držav članic s čezmernim primanjkljajem ob koncu leta 2007. Junija 2008 je Ekonomsko-finančni svet odpravil postopke v zvezi s čezmernim primanjkljajem za Češko, Italijo, Portugalsko in Slovaško, julija 2008 pa je to storil tudi za Poljsko. Za Slovaško je to pomenilo odpravo glavne ovire za uvedbo eura leta 2009. Popravek grškega primanjkljaja za leto 2007 z 2,8% na 3,5% BDP ni pripeljal do ukrepov na podlagi postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

Vendar pa sta poslabšanje makroekonomskih razmer med letom in vpliv finančne krize na davčne prihodke pritiskala na javne finance ter privedla do ponovnega nastanka velikih primanjkljajev, zlasti v ranljivih državah zaradi nezadostne konsolidacije med konjunkturo. Julija 2008 je Ekonomsko-finančni svet začel postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Združenemu kraljestvu, pri čemer je v skladu s členom 104(7) Pogodbe ES Združenemu kraljestvu priporočil, naj primanjkljaj zmanjša pod 3% BDP do proračunskega leta 2009/10. V letu 2008 je bila Madžarska še vedno v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, zadnji rok za znižanje primanjkljaja pa je bil leto 2009. Poleg tega je maja 2008 Komisija Franciji izdala „priporočilo glede ekonomske in proračunske politike“ ter

državo pozvala, naj izpelje potrebno konsolidacijo javnih financ in izvede strukturne reforme. Ob preučitvi potrebe po zavezujočem srednjeročnem fiskalnem okviru in tveganja, da bi primanjkljaj presegel 3% BDP, je Komisija junija 2008 izdala priporočilo tudi Romuniji.

Maja je Euroskupina potrdila okvir politik, kot ga je določil Pakt za stabilnost in rast. Ministri so ugotovili, da bi bile v nekaterih državah potrebne ambicioznejše politike, da bi uspeli izpolniti določbe preventivnega dela pakta in doseči proračunske cilje Berlinskega sporazuma iz leta 2007, tj. da bi posamezne države članice svoje srednjeročne cilje dosegle v letih 2008 ali 2009, vse skupaj pa najpozneje leta 2010.

Ko so se finančni pretresi med letom okrepili in pripeljali do zmanjšane zaupanja v finančni sektor, je oktobra Ekonomsko-finančni svet pozval k fiskalni preudarnosti, da bi tako okrepil zaupanje. Ministri so ponovili, da ostaja pakt primeren okvir in ga je treba v celoti izvajati. Zlasti pa naj bi samodejni stabilizatorji pomagali omiliti pričakovano upočasnitev. Kar zadeva dolgoročno vzdržnost javnih financ, je Ekonomsko-finančni svet razpravljal o predlogih, kako naj se fiskalno breme zaradi staranja prebivalstva vključi v opredelitev srednjeročnih ciljev.

### LIZBONSKA STRATEGIJA

Lizbonska strategija – obširni program gospodarskih, socialnih in okoljskih reform EU – je leta 2008 vstopila v nov triletni cikel, drugi od pregleda strategije leta 2005.

Spomladi leta 2008 je Evropski svet potrdil integrirane smernice za obdobje 2005–08 in poudaril, naj bo v tem obdobju pozornost usmerjena na uresničevanje dogovorjenih ciljev. Te smernice je dopolnil tudi s priporočili za vsako državo članico posebej in s horizontalno smernico za države euroobmočja. Evropsko komisijo je pozval, naj še naprej sodeluje z državami članicami pri oblikovanju jasne in pregledne metodologije za spremljanje in presojanje lizbonskih reform. Poleg tega je Evropski svet, da bi zagotovil prihodnjo zavezanost strukturnim reformam, pozval Komisijo, Svet EU in nacionalne koordinatorje

za lizbonsko strategijo, naj razmislijo o prihodnosti lizbonske strategije po letu 2010.

Jeseni leta 2008 so države članice predložile svoje nacionalne programe reform. V teh programih so opisale napredek, ki so ga dosegle pri izvajanju svoje strategije strukturnih reform. Cilj teh strategij je zagotavljati vzdržnost in kakovost javnih financ, izboljšati regulativni okvir za podjetja, povečati naložbe v raziskave, razvoj in inovacije ter uvajati ukrepe za povečanje deleža aktivnega prebivalstva in prožnosti trga dela. Konec leta 2008 je Evropska komisija objavila svojo prvo oceno izvajanja lizbonskega programa Skupnosti 2008–10, ki je bil sprejet konec leta 2007 in dopolnjuje nacionalne programe reform tako, da podrobno navaja ukrepe, ki jih je treba sprejeti na ravni EU. Komisija je poleg tega predlagala dodatne ukrepe za utrditev lizbonske strategije kot dela Evropskega načrta za oživitev gospodarstva (*European Economic Recovery Plan*)<sup>1</sup>.

ECB je vztrajno poudarjala pomen izvajanja strukturnih reform, katerih cilj je povečati rast in zaposlovanje. Zlasti države euroobmočja bi morale uvesti celovite reformne ukrepe za podporo nemotene delovanja EMU.

### **RAZVOJ FINANČNIH TRGOV IN FINANČNA INTEGRACIJA**

Politike EU na področju finančnih trgov v letu 2008 je večinoma narekovala finančna kriza. V drugi polovici leta 2007 je Svet EU sprejel tri načrte kot odgovor na nemirno dogajanje na finančnih trgih avgusta istega leta. Ti trije načrti so natančno določili ukrepe, ki jih je treba sprejeti glede i) odziva na nemirno dogajanje na finančnih trgih, ii) okrepitev ukrepov EU za finančno stabilnost ter iii) revizije Lamfalussyjevega procesa za finančno regulacijo in nadzor.

V letu 2008 je bil dosežen bistven napredek pri vseh treh načrtih. Kar zadeva odziv na nemirno dogajanje na finančnih trgih, je Evropska komisija julija objavila predloge, ki se nanašajo na pogoje za avtorizacijo, delovanje in nadzor bonitetnih agencij. Oktobra je predložila predlog za spremembo direktive o kapitalski ustreznosti (za

več podrobnosti glej razdelek 2 v poglavju 4). Nadzorni organi, centralne banke in finančna ministrstva držav članic EU so v podporo ukrepom EU za finančno stabilnost sprejeli Memorandum o soglasju o sodelovanju na področju čezmejne finančne stabilnosti, ki je začel veljati junija. Bistven napredek je bil dosežen pri reviziji Lamfalussyjevega procesa, kar je pripeljalo do sporazuma o tem, da se v mandate nacionalnih nadzornikov do sredine leta 2009 vključi dimenzija EU in da se za največje čezmejne finančne skupine ustanovijo „kolegiji nadzornikov“.

Ko se je jeseni leta 2008 finančna kriza zaostila, so institucije EU in države članice pospešile usklajevanje ukrepov kot odgovor na ponovne izzive. Tako so 12. oktobra voditelji držav ali vlad euroobmočja sprejeli usklajen načrt ukrepanja. Že 15. oktobra je Evropski svet potrdil načela, o katerih so se dogovorile države euroobmočja, in od držav EU zahteval sprejetje nacionalnih ukrepov v skladu z načrtom ukrepanja. Predsednik ECB je sodeloval na obeh zasedanjih.

Glavni cilji usklajenega načrta ukrepanja so bili zagotoviti ustrezne likvidnostne razmere za finančne institucije, olajšati financiranje bank, zagotoviti finančnim institucijam dodatne vire kapitala, omogočiti učinkovito dokapitalizacijo prizadetih bank in zagotoviti zadostno fleksibilnost pri izvajanju računovodskih pravil. Poleg tega je bila za hitro in učinkovito ukrepanje v krizni situaciji ustanovljena celica za finančno krizo, ki združuje predstavnike predsedujoče države EU, predsednika Evropske komisije, predsednika ECB (v povezavi z drugimi centralnimi bankami EU), predsednika Euroskupine in vlade držav članic.

### **DRUGE POLITIKE EU**

ECB je spremljala razvoj dogodkov na področju politike EU glede podnebnih sprememb in

<sup>1</sup> Ti ukrepi vključujejo: i) pospešitev izvajanja ukrepov za okrepitev poslovnega okolja, ii) izboljšanje delovanja trgov dela, iii) zmanjšanje pomanjkanja kvalificirane delovne sile in iv) pospešitev naložb v javno infrastrukturo. Ekonomski načrt za oživitev gospodarstva poudarja tudi pomen boljšega dostopa do mednarodnega trga in poglobitve mednarodnega regulativnega sodelovanja.

energije, pri čemer je upoštevala njihov morebitni vpliv na makroekonomska gibanja, stabilnost cen in fiskalni položaj. Kar zadeva energetska politika, je mogoče pričakovati, da bo izboljšanje delovanja notranjega trga EU z energijo pozitivno vplivalo na gibanja cen energije in povečalo predvidljivost oskrbe z energijo. Obe področji politike sta se v letu 2008 osredotočali na prenos ambicioznih zavez EU v zakonodajo.<sup>2</sup> ECB je spremljala tudi gibanja v skupni kmetijski politiki (SKP), zlasti kar zadeva njihov vpliv na cene hrane. V odgovor na dvig cen hrane je Svet EU dosegel dogovor o različnih ukrepih za izboljšanje oskrbe s hrano, kot so prodaja javnih

zalog, odprava obveznosti za kmete, da pustijo del svojih ornih zemljišč neobdelanih, povečanje mlečnih kvot in opustitev uvoznih dajatev za žito. Potem ko je Komisija uvedla „Zdravstveni pregled SKP“, je Svet EU novembra 2008 dosegel sporazum o posodobitvi in poenostavitvi SKP ter odpravi preostalih omejitev za kmete kot odgovor na naraščajoče povpraševanje po hrani.

2 Glede na podnebno-energetski zakonodajni paket naj bi EU do leta 2020 znižala emisije toplogrednih plinov za 20% v primerjavi z letom 1990 in povečala uporabo obnovljivih virov energije na 20% celotne porabe energije v EU. Poleg tega naj bi energetska učinkovitost povečala za 20%.

## Okvir 12

### DESET LET EMU

Leto 2008 je zaznamovala deseta obletnica ECB ter Eurosistema in ESCB. Ta obletnica je pomenila priložnost za pregled prvega desetletja EMU in zaključke na podlagi izkušenj, pridobljenih v tem obdobju.

Maja 2008 je ECB objavila posebno izdajo mesečnega biltena s poročilom o delu in dosežkih Eurosistema ter pogledom na izzive, s katerimi se spoprijemata Eurosistem in euroobmočje, ko vstopata v svoje drugo desetletje. Prvih deset let EMU je dokazalo sposobnost ECB, da v celoti upraviči svoj mandat po Pogodbi ES. Kljub neugodnim zunanjim okoliščinam, za katere je bil značilen precejšen dvig cen primarnih surovin, je bila stabilnost cen na splošno dosežena. V euroobmočju so se cene življenjskih potrebščin v obdobju med letoma 1999 in 2007 povprečno zvišale za 2,1% na letni ravni, kar je precej pod povprečno letno inflacijo cen življenjskih potrebščin v obdobju med letoma 1990 in 1998, ki je znašala 3%. Poleg tega je ECB uspelo zasidrati dolgoročno inflacijska pričakovanja na ravni, skladni s stabilnostjo cen. EMU je prav tako spodbujala ustvarjanje novih delovnih mest. Zaposlenost v euroobmočju se je med letoma 1999 in 2007 povečala za približno 16 milijonov oseb, medtem ko se je to število v obdobju med letoma 1990 in 1998 povečalo za okrog 6 milijonov.

Maja je Evropska komisija skupaj s poročilom z naslovom „EMU@10: dosežki in izzivi po desetih letih obstoja ekonomske in monetarne unije“ objavila sporočilo, v katerem je poudarila, da je euro deset let po uvedbi zgodba o uspehu. Komisija je tudi predložila več predlogov za izboljšanje koordinacije in nadzora znotraj EMU, za okrepitev mednarodne vloge euroobmočja in za spodbujanje učinkovitega upravljanja EMU.

Ekonomsko-finančni svet je razpravljal o prvih desetih letih EMU na svojem zasedanju 7. oktobra 2008. Ministri so ugotovili, da je EMU v zadnjih desetih letih prispevala k makroekonomski stabilnosti in da je EU po reformnih procesih znotraj EMU zdaj bolj pripravljena za spoprijemanje z gospodarskimi šoki. Da bi dodatno izkoristili prednosti EMU in izboljšali gospodarsko uspešnost držav članic, se je Ekonomsko-finančni svet dogovoril o več predlogih, ki med drugim vključujejo i) izboljšano spremljanje gibanj konkurenčnosti (zlasti v državah, ki sodelu-

jejo v euroobmočju in mehanizmu deviznih tečajev ERM II), ii) opredelitev prednostnih priporočil za strukturne reforme, s čimer bi upoštevali gospodarske razmere, ter iii) ukrepe za boljše prikazovanje učinkov gospodarskih ciklov in z njimi povezanih ciklov cen finančnega premoženja na davčne prihodke.

Evropski parlament je sprejel tudi resolucijo o prvih desetih letih EMU (glej poglavje 6).

Splošna ugotovitev, ki je izhajala iz razmišljanj o prvih desetih letih EMU, je bila, da institucionalna ureditev EMU dobro deluje. Morajo pa biti oblikovalci politike za to, da bi EMU ostala zgodba o uspehu, trdno zavezani ciljem, dogovorjenim na evropski ravni, in učinkovito izvajati potrebne politike.

## **I.2 INSTITUCIONALNA VPRAŠANJA**

### **LIZBONSKA POGODBA**

Potem ko so voditelji držav ali vlad 13. decembra 2007 podpisali Lizbonsko pogodbo, so države članice začele postopek ratifikacije v skladu s svojimi ustavnimi zahtevami. Do zdaj je Lizbonsko pogodbo ratificiralo 23 držav članic. Nemčija in Poljska sta zelo blizu formalnemu koncu postopka ratifikacije. Na Češkem ratifikacija v parlamentu še poteka.

Na Irskem Lizbonska pogodba ni prejela večinske podpore na zavezujočem referendumu. V teh okoliščinah je Evropski svet na svojem zasedanju od 19. do 20. junija 2008 ponovil, da je z Lizbonsko pogodbo, katere cilj je „pomagati razširjeni Uniji k bolj učinkovitemu in bolj demokratičnemu delovanju“, vseeno treba nadaljevati. Na zasedanju Evropskega sveta od 11. do 12. decembra 2008 so se voditelji držav ali vlad dogovorili, da bodo Irski po zavrnitvi Lizbonske pogodbe izdali „pravna jamstva“. Irska vlada se je zavezala, da bo skušala Lizbonsko pogodbo ratificirati do konca mandata trenutne Evropske komisije.

### **KONVERGENČNA POROČILA**

V skladu s členom 122 Pogodbe ES sta ECB in Evropska komisija pripravili konvergenčna poročila o napredku Bolgarije, Češke, Estonije, Latvije, Litve, Madžarske, Poljske, Romunije, Slovaške in Švedske glede izpolnjevanja pogojev za vstop v euroobmočje. V teh poročilih, objavljenih 7. maja 2008, je bila Slovaška ocenjena nekoliko podrobneje kot druge države, ker so slovaški organi predložili zahtevo za pregled glede

na namen Slovaške, da s 1. januarjem 2009 uvede euro. Na podlagi predloga Komisije je Ekonomsko-finančni svet 8. julija 2008 sprejel sklep, da Slovaška izpolnjuje pogoje za vstop v euroobmočje 1. januarja 2009 (glej poglavje 3).

## **I.3 DOGAJANJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH IN ODNOSI Z NJIMI**

ECB je nadaljevala svoj politični dialog s centralnimi bankami držav kandidat na dvostranskih srečanjih in v splošnem institucionalnem okviru procesa širitve, kot ga je vzpostavila EU.

Pristopna pogajanja s Hrvaško so se začela oktobra 2005. Pogajanja o posameznih poglavjih pravnega reda Evropskih skupnosti so bila odprta leta 2006 in so v letu 2008 bistveno napredovala. Do konca leta so bila pogajanja odprta o 21 poglavjih, o štirih pa začasno zaprta. ECB je nadaljevala uspešne dvostranske odnose s hrvaško centralno banko, na primer v okviru političnega dialoga na visoki ravni.

Po začetku pristopnih pogajanj s Turčijo oktobra 2005 je Evropska komisija junija 2006 začela pogajanja o posameznih poglavjih pravnega reda Evropskih skupnosti. Decembra 2006 je Evropski svet sklenil prekiniti pogovore o osmih od skupno 35 poglavij v pristopnem procesu EU zaradi pomanjkljivega napredka na področju razširitve carinske unije na države članice EU. Institucije EU nadaljujejo pregled združljivosti turške zakonodaje s pravnim redom Evropskih skupnosti in napredujejo pri odpiranju drugih

poglavij. ECB je nadaljevala svoj dolgoletni politični dialog na visoki ravni s turško centralno banko.

Čeprav je Nekdanja jugoslovanska republika Makedonija dobila status kandidatke že leta 2005, mora pred začetkom pogajanj za članstvo v EU izpolniti še številna institucionalna merila, vključno z nekaterimi, povezanimi s ključnimi področji političnih reform. Stiki med strokovnjaki ECB in narodne banke Makedonije ostajajo tesni.

## 2 MEDNARODNA VPRAŠANJA

### 2.1 GLAVNA DOGAJANJA V MEDNARODNEM DENARNEM IN FINANČNEM SISTEMU

#### NADZOR MAKROEKONOMSKIH POLITIK V SVETOVNEM GOSPODARSTVU

Glede na visoko stopnjo gospodarske in finančne integracije je svetovno gospodarsko okolje zelo pomembno za izvajanje ekonomske politike v euroobmočju. Eurosistem zato pozorno spremlja in analizira makroekonomske politike in osnovna gibanja v državah zunaj euroobmočja. ECB ima ravno tako pomembno vlogo v mednarodnem večstranskem nadzoru makroekonomskih politik, ki poteka predvsem na zasedanjih mednarodnih organizacij, kot so BIS, MDS in OECD, ter v forumih, kot so srečanja finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank skupin G7 in G20. Ocenjevanje mednarodnih gibanj z namenom prispevati k stabilnemu makroekonomskemu okolju ter vzdržni makroekonomski in finančni politiki je bilo še posebno pomembno leta 2008.

Mednarodno gospodarsko okolje je bilo leta 2008 v znamenju globalnih finančnih pretresov, ki so odražali neobvladljivo razpletanje domačih in zunanjih neravnovesij, nakopičenih v prejšnjih letih, ter uresničevanje spremljajočih tveganj.

Problemi, ki so bili posledica uresničevanja teh tveganj, so se hitro prenesli po svetu zaradi globalne narave regulativnih, računovodskih in poslovnih modelov, iz katerih so nastale prakse, ki so se pozneje izkazale kot nepregledne in nevzdržne, pa tudi zaradi močnih čezmejnih finančnih in trgovinskih povezav. Prvotni šok, ki se je začel na drugorazrednem premečniškem trgu v ZDA, se je precej povečal med drugim zaradi velikega finančnega vzvoda finančnih institucij in podcenjenosti tveganj na globalni ravni. Če so bili nemiri na trgih od avgusta 2007 do septembra 2008 še sorazmerno kratkotrajni in omejeni na dokaj majhno število finančnih institucij, pa je od septembra 2008 naprej nastop težav v številnih velikih in globalno dejavnih institucijah povzročal večje šoke. Ti so sprožili veliko napetost na medbančnih in drugih glavnih finančnih trgih, hude pre-

trese v bančnem sektorju več držav, velike spremembe v globalnih deviznih tečajih in cenah nafte, izrazit padec cen finančnega premoženja po vsem svetu ter izrazito upočasnitev realne gospodarske aktivnosti (glej tudi poglavje 1). Čeprav se je ta finančna kriza začela v ZDA, se širi v vedno več držav, tako v razvite države kot v zadnjem času tudi v nastajajoča tržna gospodarstva. Številne države so zaprosile za pomoč MDS (glej razdelek spodaj o mednarodni finančni arhitekturi). Likvidnostno pomoč centralnim bankam drugih držav so zagotovile tudi večje centralne banke, med njimi ECB in ameriška centralna banka (Federal Reserve System). Ta je na primer ob koncu oktobra 2008 vzpostavila možnost likvidnostnih zamenjav (liquidity swap) s centralnimi bankami štirih velikih, sistemsko pomembnih gospodarstev (Brazilija, Mehika, Južna Koreja in Singapur), da bi odmrznila denarne trge med temi državami.<sup>3</sup>

Predvsem zaradi teh dogodkov se je saldo tekočega računa leta 2008 izrazito spremenil. Prvič, primanjkljaj tekočega računa ZDA je padel za 0,7 odstotne točke na 4,6% BDP, zlasti zaradi nižjega domačega povpraševanja.<sup>4</sup> Drugič, v nekaterih državah, ki so prej imele presežek tekočega računa, so se ti presežki precej zmanjšali: Kitajska je ugotovila zmanjšanje za 1,9 odstotne točke BDP, Japonska pa za 0,8 odstotne točke. Medtem so države izvoznice nafte kot celota v letu 2008 povečale svoj presežek tekočega računa, čeprav so cene nafte proti koncu leta močno padle, je večino leta ostal nad ravno iz leta 2007. Saldo tekočega računa euroobmočja, ki je bil leta 2007 v presežku, pa je dosegel primanjkljaj v višini 0,5% BDP.

Eurosistem je leta 2008 ob številnih priložnostih izpostavil tveganja in izkrivljanja, povezana z vztrajnostjo globalnih neravnovesij. Potrdil je tudi svojo polno podporo skupnemu pristopu, ki bo zagotovil obvladljivo prilagoditev svetovnih neravnovesij. Eurosistem je predvsem večkrat

3 Informacije o zamenjavah, ki jih je zagotavljala ECB, so na voljo v razdelku 1 v poglavju 2.

4 Podatki v tem odstavku so iz publikacije MDS „World Economic Outlook“, oktober 2008.



pozval k politikam za povečanje zasebnega in javnega varčevanja v državah s primanjkljajem tekočega računa, k izvajanju nadaljnjih strukturnih reform v razvitih gospodarstvih z razmeroma nizko potencialno rastjo, k ukrepom za povečanje domačega povpraševanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih z velikim presežkom tekočega računa, k boljši razdelitvi kapitala v teh državah ter bolj na splošno k boljšemu ocenjevanju tveganj. V okviru razmišljanj, kako izboljšati mednarodno finančno arhitekturo (glej spodaj), v kateri sodelujejo ECB in druge centralne banke Eurosistema, je Eurosistem poudaril, kako pomembno je zagotoviti, da takšno izboljšanje okrepi tudi disciplino makroekonomske politike in ne samo finančnega trga. Okrepljeni okvir večstranskega nadzora bi moral zagotoviti, da bodo gospodarske politike, zlasti v sistemsko pomembnih državah, stabilnostno usmerjene in vzdržne.

Mednarodni nadzor politik pokriva tudi euroobmočje. Tako sta MDS in OECD v letu 2008 pregled posameznih držav euroobmočja dopolnila z rednim pregledom denarne, finančne in ekonomske politike euroobmočja. Posvetovanja MDS po IV. členu in pregled, ki ga je opravil Odbor OECD za gospodarstvo in razvoj, so omogočili plodno izmenjavo stališč med tema mednarodnima organizacijama ter ECB, predsedstvom Euroskupine in Evropsko komisijo. Na njihovi podlagi sta MDS in OECD oblikovala posamezna poročila o oceni politik euroobmočja.<sup>5</sup>

#### **MEDNARODNA FINANČNA ARHITEKTURA**

Finančni nemiri so sprožili obširno razpravo o zgradbi in delovanju mednarodnega denarnega in finančnega sistema. Voditelji držav in vlad EU so se na neformalnem srečanju v Bruslju 7. novembra 2008 dogovorili, da bodo uskladili svoje odzive na finančno krizo in uvedli skupna načela, na katerih bodo zgradili nov mednarodni finančni sistem. Voditelji držav G20 so se 15. novembra zbrali v Washingtonu na prvem vrhu o finančnih trgih in svetovnem gospodarstvu. Pozvali so k ukrepom na področju finančne regulacije in makroekonomskih politik ter poudarili svojo zavezanost prosti trgovini. Delo, ki je sledilo temu vrhu, je bilo organizirano v

štirih delovnih skupinah, ki poročajo namestnikom finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank držav G20, zadolženim za pripravo srečanja finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank G20 spomladi 2009.

V odziv na pozive članic MDS so bile sprejete konkretne spremembe instrumentov sklada za finančno podporo. Oktobra je bil oblikovan nov finančni instrument za zagotavljanje kratkoročne likvidnosti. Namen tega instrumenta je zagotoviti financiranje s hitrim črpanjem tistim državam, ki imajo stabilne politike in pozitivne dosežke ter se ubadajo z začasnimi likvidnostnimi težavami zaradi dogodkov na zunanjih kapitalskih trgih. Poleg tega je MDS začel opravljati pregled številnih vidikov svoje posojilne vloge. Zagotovil je tudi financiranje nekaterim od svojih držav članic, med drugim Belorusiji, Madžarski, Islandiji, Latviji, Pakistanu in Ukrajini, z uporabo svojih rednih stand-by aranžmajev.

Leta 2008 so potekala številna prizadevanja za reformo MDS. Med ključnimi obravnavanimi reformnimi področji so izvajanje nadzora, posojilna vloga sklada, upravljanje sklada (vključno s kvotami in glasovanjem) ter okvir prihodkov in odhodkov. Dogovarjanje o teh vprašanih poteka prek razprav v MDS in drugih forumih, kot sta G7 in G20, ESCB in Eurosistem pa po potrebi prispevata svoj delež s spremljanjem razprav o teh vprašanih in sodelovanjem v njih.

Po uvedbi novega sklepa o dvostranskem nadzoru politik članic sredi leta 2007 se je MDS osredotočil na izvajanje rednih posvetovanj na podlagi IV. člena s svojimi državami članicami. Novi sklep naj bi z uporabo zunanje stabilnosti kot organizacijskega načela nadzora zagotavljal večjo pozornost čezmejnemu učinkom. Zunanja stabilnost je opredeljena z deviznim tečajem, zato je njegova analiza ključna sestavina nadzora. Oktobra je MDS sprejel svojo prvo „Izjavo o prednostnih nalogah nadzora“ za obdobje do

<sup>5</sup> „Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report“ MDS, avgust 2008, in „Economic survey of the euro area“ OECD, januar 2009.

leta 2011. Ta izjava določa štiri ključne prednostne naloge dejavnosti nadzora sklada: reševanje stresa na finančnih trgih, krepitev globalnega finančnega sistema, prilagajanje skokovitim spremembam cen surovin in spodbujanje obvladljivega zmanjševanja globalnih neravnovesij. V podporo tem prednostnim nalogam namerava MDS izboljšati svoje zgodnje obveščanje o tveganjih in ranljivostih, med drugim z analizo makrofinančnih povezav, ter razširiti svoje delo na področju ranljivosti tudi na razvita gospodarstva. Sklad se je še naprej osredotočal tudi na vprašanja v finančnem sektorju in z njimi povezane politike ter na izboljšanje svojega sodelovanja s Forumom za finančno stabilnost.

Poleg tega se je svet guvernerjev MDS dogovoril o izčrpnem paketu reforme kvot in glasovanja, ki predvideva zlasti: novo formulo kvot; drugi krog ad hoc povečanja kvot na podlagi nove formule; potrojitev osnovnih glasov s ciljem povečati število glasov držav z nizkim dohodkom; dodatni nadomestni izvršilni direktor za dva afriška sedeža v izvršilnem odboru. Dva ključna cilja reforme sta prerazporediti kvote sorazmerno z relativno težo in položajem držav v svetovnem gospodarstvu ter v MDS okrepiti glas in sodelovanje držav z nizkim dohodkom. Delo na področju upravljanja sklada se bo med drugim nadaljevalo na podlagi poročila za leto 2008, ki ga je pripravil neodvisni ocenjevalni urad pri MDS, in poročila odbora uglednih oseb o reformi upravljanja MDS, ki bo objavljeno do pomladi 2009.

Svet guvernerjev MDS se je strinjal tudi z ukrepi, ki bodo instituciji pomagali utrditi njeno finančno podlago. Na strani prihodkov se bo sklad v prihodnje naslanjal na širše in bolj trajnostne vire. Sem spada širitev naložbenih pooblastil sklada in oblikovanje sklada za dotacije, ki se bo financiral z dobički iz strogo omejene prodaje zlata, skladne s Sporazumom centralnih bank o zlatu. Na strani odhodkov pa oblikovanje novega okvira odhodkov usmerjajo temeljni mandat sklada in skrbno določene prednostne naloge, kar bo pomenilo močno zmanjšanje proračuna. Poleg tega ob finančnih pretresih potekajo razgovori o ustreznosti virov MDS.

Forum za finančno stabilnost je pomembno prispeval h krepitvi vzdržljivosti globalnega finančnega sistema, in sicer je olajšal usklajevanje številnih nacionalnih in mednarodnih pobud ter nadziral njihovo pravočasno izvajanje. Izdal je tudi priporočila na petih ključnih področjih, in sicer bonitetni nadzor, preglednost in vrednotenje, bonitetne ocene, odzivnost organov oblasti na tveganja ter ureditev za obvladovanje stresov v finančnem sistemu, pregledal pa je tudi njihovo izvajanje.

Mednarodna finančna skupnost si je še naprej prizadevala spodbujati mehanizme za preprečevanje in obvladljivo reševanje krize. V tem okviru je bil dosežen nadaljnji napredek pri izvajanju načel za stabilnost kapitalskih tokov in pošteno prestrukturiranje dolga na nastajajočih trgih, ki jih je leta 2004 potrdila skupina finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank G20. Namen navedenih načel, ki so tržno pogojena in prostovoljna, je zagotoviti smernice državnim izdajateljem in njihovim zasebnim upnikom v zvezi z izmenjavo informacij, dialogom in tesnim sodelovanjem. Ta načela je podprlo veliko finančnih institucij in držav izdajateljic ter pri tem izrazilo poseben interes za pospešitev njihovega izvajanja. Skupina skrbnikov, ki jo sestavljajo vodilni v globalnih financah, ustanovljena s ciljem usmerjati izvajanje načel, je na svojem zadnjem zasedanju oktobra 2008 v Washingtonu pregledala napredek, dosežen v okviru mednarodne finančne arhitekture, in pripravila navodila za nadaljnje delo.

Druga pobuda na finančnih trgih, ki je bila sprejeta leta 2008, je razvoj načel iz Santiaga, ki jih je pripravila mednarodna delovna skupina za državne premoženjske sklade. Načela, ki so jih skupaj določili državni premoženjski skladi iz razvitih držav, gospodarstev v vzponu in držav v razvoju, predstavljajo skupno prizadevanje, da bi določili izčrpen okvir za boljše razumevanje delovanja državnih premoženjskih skladov. Cilj teh načel, ki so prostovoljna, je okrepiti stabilizacijsko vlogo, ki jo imajo državni premoženjski skladi na finančnih trgih, in prispevati k ohranjanju prostega pretoka čezmejnih investicij. OECD daje usmeritve politikam držav prejemnic o naložbah državnih premoženjskih skladov.

## 2.2 SODELOVANJE Z DRŽAVAMI ZUNAJ EU

Eurosistem je še naprej spodbujal mednarodne dejavnosti s centralnimi bankami zunaj EU z organiziranjem seminarjev in delavnic. Tudi tehnična pomoč, ki jo je zagotavljal, je ostala pomembno orodje pri krepitvi upravne zmogljivosti centralnih bank, zlasti v regijah, ki mejijo na EU, ter pri krepitvi skladnosti z evropskimi in mednarodnimi standardi. ECB je ravno tako dejavno sodelovala z Evropsko komisijo v makroekonomskem dialogu EU s Kitajsko, Indijo in Rusijo.

ECB je še naprej poglobljala svoje odnose z državami zahodnega Balkana. Skupaj s 17 nacionalnimi centralnimi bankami EU<sup>6</sup> je ECB 1. septembra 2008 začela izvajati devetmesečni program tehnične pomoči nacionalni banki Srbije. Program, ki ga financira Evropska agencija za obnovo, bo centralni banki Srbije zagotovil poročilo z analizo potreb za napredek, ki ga je treba doseči na izbranih centralno-bančnih področjih pri pripravah na vstop v EU. Obravnavana področja bodo pokrivala bančni nadzor; usklajevanje zakonodaje v skladu s pravnim redom Evropskih skupnosti, ki je v pristojnosti centralne banke Srbije; liberalizacija kapitalskih tokov; izvajanje denarne politike in tečajni režim; denarno, finančno in plačilnobilančno statistiko; varstvo potrošnikov finančnih storitev.

Tehnično sodelovanje z rusko centralno banko se je okrepilo 1. aprila 2008 z začetkom novega programa sodelovanja centralnih bank, ki ga je financirala Evropska komisija. V tem programu sodeluje ECB v partnerstvu z nacionalnimi centralnimi bankami Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank in Suomen Pankki – Finlands Bank v sodelovanju z Rahoitustarkastus (organizacija za finančni nadzor na Finskem). Končan bo decembra 2010. Cilj programa je deliti znanje in izkušnje EU na področju notranje revizije z rusko centralno banko in podpreti njen postopen začetek izvajanja načel Basla II v okviru bančnega nadzora.

Peti seminar Eurosistema na visoki ravni z guvernerji centralnih bank partneric EU iz južnega in vzhodnega Sredozemlja, ki sta ga skupaj organizirali ECB in centralna banka Egipta, je potekal 26. in 27. novembra 2008 v Aleksandriji. Guvernerji so pregledali zadnja dogajanja na področju gospodarstva in financ v regiji ter razpravljali o strategijah denarne politike in tečajnih režimih, pa tudi o vprašanih bančnega sektorja v sredozemskih državah. Predstavniki ECB so se udeležili tudi številnih sestankov, ki so obravnavali gospodarska in finančna vprašanja v okviru barcelonskega procesa: Unija za Sredozemlje.

Nadaljnje sodelovanje s centralno banko Egipta je 1. januarja 2009 pripeljalo do začetka novega triletnega programa, ki ga financira Evropska komisija. V programu bodo sodelovali strokovnjaki iz Българска народна банка (Bolgarska narodna banka), Česká národní banka, Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France, Banca d'Italia in Banca Națională a României. Program ima tri glavne cilje: pripraviti smernice za pomoč centralni banki Egipta pri oblikovanju novih predpisov v skladu z osnovnim režimom Basla II, dokončati predpise in organizacijo njihovega izvajanja ter pripraviti novo shemo za poročanje bank centralni banki Egipta tako, da bo mogoče izvajati nove predpise.

ECB in Deutsche Bundesbank sta prvič skupaj organizirali seminar Eurosistema na visoki ravni, na katerem so sodelovali guvernerji centralnih bank in denarne agencije iz držav članic Sveta za sodelovanje v Zalivu (GCC)<sup>7</sup>. Potekal je v Mainzu 11. in 12. marca 2008. Glavne teme razprav so bile gospodarska gibanja in gospodarska struktura v državah GCC ter vloga GCC v globalnem gospodarstvu, zlasti kar zadeva denar in finance, pa tudi energijo in trgovino.

6 NCB Belgije, Bolgarije, Češke, Danske, Nemčije, Estonije, Grčije, Francije, Italije, Cipra, Latvije, Madžarske, Nizozemske, Avstrije, Poljske, Romunije in Združenega kraljestva.

7 Bahrajn, Kuvajt, Oman, Katar, Saudova Arabija in Združeni Arabski Emirati.

ECB ter kitajska in italijanska centralna banka so skupaj organizirale četrti seminar centralnih bank vzhodne azijsko-pacifiške regije in euro-območja na visoki ravni, ki je potekal v prostorih banke Banca d'Italia v Rimu 26. in 27. junija. Namen seminarja je bil izmenjati mnenja o zadevah, s katerimi se srečujejo oblikovalci politike v obeh regijah, kot so finančni nemiri, globalna neravnovesja in obeti za rast.

V letu 2008 je ECB še okrepila svoje odnose s centralno banko Kitajske. Leta 2008 sta instituciji obnovili memorandum o soglasju, ki sta ga podpisali leta 2002. Sodelovanje se je v preteklih nekaj letih precej okrepilo ter obsega srečanja na visoki ravni in tudi okrepljeno sodelovanje na ravni zaposlenih. Predsednik ECB in guverner centralne banke Kitajske sta se 5. septembra srečala na ECB in razpravljala o politiki.



Nekdanji italijanski predsednik Carlo Azeglio Ciampi (desno) in Jean-Claude Trichet prihajata na slovesnost ob 10. obletnici ECB v Alte Oper v Frankfurtu 2. junija 2008.

## **POGLAVJE 6**

# **ODGOVORNOST**

## I ODGOVORNOST DO ŠIRŠE JAVNOSTI IN EVROPSKEGA PARLAMENTA

Neodvisnost centralnih bank se je v zadnjih desetletjih uveljavila kot nepogrešljiv element denarne politike v razvitih in nastajajočih gospodarstvih. Odločitev, da se centralnim bankam podeli neodvisnost, ima trdno podlago v ekonomski teoriji in empiričnih ugotovitvah, ki kažejo, da taka ureditev spodbuja vzdrževanje stabilnosti cen. Hkrati sodobne demokracije temeljijo na načelu, da morajo neodvisne institucije, ki opravljajo javno funkcijo, za svoja dejanja odgovarjati državljanom in njihovim izvoljenim predstavnikom. Pri neodvisni centralni banki lahko torej odgovornost razumemo kot obveznost, da državljanom in njihovim političnim predstavnikom pojasni in utemelji svoje odločitve. Odgovornost je torej pomembna prohtež neodvisnosti centralne banke.

ECB je od svoje ustanovitve vedno priznavala temeljno pomembnost tega, da je odgovorna za svoje odločitve o politiki. Kot to zahteva Pogodba ES, ECB vzdržuje reden dialog z državljani EU in Evropskim parlamentom. Zavezanost ECB v tem smislu se kaže tudi v številnih izdanih publikacijah v letu 2008 in govorih, ki so jih imeli člani Sveta ECB v letu 2008.

Pogodba ES določa natančne zahteve poročanja ECB, kar vključuje objavo četrtnega poročila, tedenskega računovodskega izkaza in letnega poročila. ECB dejansko presega te z zakonom določene obveznosti, na primer z izdajanjem mesečnega biltena (namesto zahtevanega četrtnega poročila) in organiziranjem mesečnih tiskovnih konferenc, ki sledijo prvemu sestanku Sveta ECB v posameznem mesecu.

Evropski parlament kot organ, katerega legitimnost neposredno izhaja iz državljanov EU, ohranja ključno vlogo pri pozivanju ECB k odgovornosti za svoja dejanja. V skladu s Pogodbo ES je predsednik ECB predstavil letno poročilo ECB za leto 2007 na plenarnem zasedanju Evropskega parlamenta v letu 2008. Poleg tega je predsednik redno poročal o denarni politiki ECB in drugih njenih nalogah na četrtnih zaslišanjih pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta. Predsednik je prav tako nastopil na skupnem zasedanju

Evropskega parlamenta in nacionalnih parlamentov ter obravnaval okvir EU za zagotavljanje finančne stabilnosti.

Tudi drugi člani Izvršilnega odbora so ob številnih priložnostih nastopili pred Evropskim parlamentom. Podpredsednik je pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve predstavil letno poročilo ECB za leto 2007. Gertrude Tumpel-Gugerell pa je pred navedenim odborom nastopila dvakrat, da bi njegovim članom predstavila informacije o novejših gibanjih na področju kliringa in poravnave vrednostnih papirjev ter o projektu Eurosistema TARGET2-Securities. Jürgen Stark je pred odborom predstavil konvergenčno poročilo ECB za leto 2008 in sodeloval v razpravi o vstopu Slovaške v euroobmočje. Lorenzo Bini Smaghi se je udeležil razprave v sosvetu, ki jo je odbor organiziral na temo prvih desetih let EMU in prihodnjih izzivov.

Poleg tega so potekale razprave med strokovnjaki ECB in člani Evropskega parlamenta o zadevah, v katerih ima ECB posebna strokovna znanja in izkušnje (npr. glede eurskih ponaredkov, kapitalskih zahtev in statistike).

V skladu z ustaljeno prakso je delegacija članov Odbora za ekonomske in monetarne zadeve obiskala ECB in si s člani Izvršilnega odbora izmenjala stališča o različnih vprašanjih.

Poleg tega je ECB še naprej prostovoljno odgovarjala na pisna vprašanja poslancev Evropskega parlamenta o zadevah, povezanih s področji njene pristojnosti.

## 2 IZBRANE TEME, KI SO BILE IZPOSTAVLJENE NA ZASEDANJIH Z EVROPSKIM PARLAMENTOM

V okviru izmenjave mnenj med Evropskim parlamentom in ECB je bilo obravnavanih veliko različnih tem. Ključne teme, izpostavljene v teh razpravah, so opisane v nadaljevanju.

### RESOLUCIJA EVROPSKEGA PARLAMENTA O LETNEM POROČILU ECB ZA LETO 2007

Skladno z uveljavljeno prakso je Evropski parlament 9. julija 2008 na lastno pobudo sprejel resolucijo o letnem poročilu ECB za leto 2007. V svoji resoluciji je Evropski parlament potrdil popolno neodvisnost ECB in priznal, da bi objava zapisnikov zasedanj Sveta ECB lahko vodila do političnih pritiskov na člane Sveta ECB. Resolucija je prav tako potrdila odlično delo ECB pri upravljanju finančnih pretresov in poudarila dejstvo, da so najpomembnejše centralne banke – vključno z ECB – posvarile pred podcenjevanjem tveganj pred nastopom finančne krize. Poleg tega je resolucija poudarila dobre strani denarne strategije Eurosistema, ki jo sestavljata dva stebra.

### FINANČNA REGULACIJA

Evropski parlament in ECB sta nadaljevala tesno sodelovanje na področju finančne regulacije. V svojih sklepih v tej zadevi je Evropski parlament pozval k ustreznim proticikličnim kapitalskim zahtevam za vse subjekte, ki delujejo na finančnih trgih. Evropski parlament je prav tako opazil potrebo po ustreznem razkritju in računovodski obdelavi zabilančnih postavk ter pozval k več in boljšim informacijam o kompleksnih produktih in postopku listinjenja. Kar zadeva bonitetne agencije, je parlament zagovarjal ustanovitev revizijskega mehanizma EU ter zahteval uvedbo ukrepov za izboljšanje preglednosti bonitetnih metodologij in sistemov za zagotavljanje kakovosti.

Med nastopom ob skupnem zasedanju Evropskega parlamenta in nacionalnih parlamentov 23. januarja 2008 je predsednik posvaril, da bi vedno večja kompleksnost finančnih instrumentov in pomanjkanje jasnosti glede izpostavljenosti finančnih institucij lahko sprožila povečano negotovost glede stopnje s tem povezanih tveganj in končnega nosilca teh tveganj, kar bi lahko spodbudilo še širšo okužbo. Predsednik je poudaril potrebo po povečanju preglednosti

in spremembi, ki naj bi prispevala k večji proticikličnosti regulativnega okvira. Poleg tega je finančne institucije pozval, naj izboljšajo svoje prakse upravljanja tveganj. Ob številnih priložnostih je predsednik poudaril potrebo po hitri uveljavitvi strateškega zemljevida Ekonomsko-finančnega sveta, ki bi določal potrebne odgovore politike na finančne nemire.

### OKVIR EU ZA FINANČNI NADZOR IN STABILNOST

Okvir EU za finančni nadzor in stabilnost je bil prav tako deležen posebne obravnave v razpravah med ECB in Evropskim parlamentom. V svojih različnih sklepih na to temo je Evropski parlament ugotavljal, da finančni nadzor v Evropi ni šel v korak z integracijo finančnih trgov EU. Skladno s tem je Evropski parlament ugotovil potrebo po oblikovanju „kolegija nadzornikov“ za največje čezmejne finančne skupine ter potrebo po okrepitvi in razjasnitvi statusa in odgovornosti treh odborov tretje stopnje v Lamfalussyjevem okviru (za dodatne informacije o Lamfalussyjevem okviru glej razdelek 2 v poglavju 4). Evropski parlament je od ECB in ESCB tudi zahteval, naj odigrata aktivno vlogo pri pripravi in izvajanju politik EU glede nadzora skrbnega in varnega poslovanja in finančne stabilnosti na makroravni, ter nadzornike in centralne banke pozval, naj ECB – prek Odbora za bančni nadzor – pošlje ustrezne podatke o takšnem nadzoru na mikroravni. Parlament je zagovarjal tudi zakonske ukrepe s ciljem okrepiti ureditev za preprečevanje in upravljanje krize.

Predsednik je v svojih nastopih pred parlamentom poudaril, da bi bilo treba potencial Lamfalussyjevega okvira dodatno izkoristiti in hitro uresničiti sklepe, predvidene v načrtu ob reviziji Lamfalussyjevega okvira. Predsednik je pozval tudi k hitri izvedbi faz, ki so v načrtu predvidene za okrepitev ureditve EU na področju finančne stabilnosti. Zlasti je poudaril potrebo po nemotenem medsebojnem sodelovanju ter ustrezni izmenjavi informacij med nadzorniki in centralnimi bankami.



### **DESET LET EMU**

Evropski parlament je sodeloval tudi v razpravi o prvem desetletju EMU (glej okvir 12). Dne 18. novembra 2008 je sprejel resolucijo, v kateri je navedel svoje poglede na prvo desetletje. EMU je bila zgodba o uspehu, z enotno valuto, ki je okrepila gospodarsko stabilnost in integracijo v državah euroobmočja. Hkrati je parlament menil, da je treba narediti več, da bi prednosti EMU izkoristili v celoti, zlasti kar zadeva nadaljevanje strukturnih reform in zdrave fiskalne politike.

Predsednik ECB se je strinjal, da so strukturne reforme in preudarna fiskalna politika odločilnega pomena za zagotavljanje gladkega delovanja EMU. Izrazil pa je zaskrbljenost zaradi upočasnitve izvajanja strukturnih reform in prizadevanja za fiskalno konsolidacijo.





Jean-Claude Trichet reže rojstnodnevno torto na slovesnosti ob 10. obletnici ECB v Alte Oper v Frankfurtu 2. junija 2008. Z leve proti desni: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pötering, Gretta Duisenberg, Janez Janša.

**POGLAVJE 7**

**ZUNANJE  
KOMUNICIRANJE**

## I POLITIKA KOMUNICIRANJA

Namen zunanjega komuniciranja v ECB je zagotoviti, da javnost bolje razume njeno politiko in odločitve. Komuniciranje je sestavni del denarne politike ECB in izvajanja njenih drugih nalog. Komunikacijske dejavnosti ECB vodita dve ključni načeli – odprtost in preglednost. Obe prispevata k učinkovitosti, uspešnosti in verodostojnosti denarne politike ECB. Uporabljata se tudi kot podpora njenim prizadevanjem, da javnosti in trgom celovito predstavi svoje dejavnosti, kot je podrobneje razloženo v poglavju 6.

Leta 1999 uvedena praksa, po kateri ECB redno, sproti in podrobno pojasnjuje svoje sklepe in ocene denarne politike, pomeni odprt in pregleden pristop h komuniciranju centralne banke. Sklepi o denarni politiki so pojasnjeni na tiskovni konferenci neposredno potem, ko jih sprejme Svet ECB. Predsednik na tiskovni konferenci predloži podrobno uvodno izjavo, s katero pojasni sklepe Sveta ECB. Po uvodni izjavi predsednik in podpredsednik ECB odgovarjata na vprašanja medijev. Od decembra 2004 se sklepi Sveta ECB, ki se ne nanašajo na določanje obrestnih mer, vsak mesec objavljajo tudi na spletnih straneh centralnih bank Eurosistema.

Pravni akti ECB so na razpolago v vseh uradnih jezikih EU, prav tako kot konsolidirani računovodski izkazi Eurosistema.<sup>1</sup> V celoti so v uradnih jezikih EU na razpolago tudi letna poročila ECB in četrletne izdaje njenega Mesečnega biltena.<sup>2</sup> Konvergenčno poročilo je na razpolago v celoti ali v obliki povzetka v vseh uradnih jezikih EU.<sup>3</sup> Za namene javne odgovornosti in preglednosti ECB izdaja tudi drugo dokumentacijo poleg predpisanih publikacij v nekaterih ali vseh uradnih jezikih, zlasti sporočila za javnost, ki obveščajo o sklepih denarne politike, makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB,<sup>4</sup> politična stališča in informativna gradiva, pomembna za širšo javnost. Priprava, objava in distribucija različic glavnih publikacij ECB v nacionalnih jezikih potekajo v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami.

1 Razen irskega jezika, za katerega velja odstopanje na ravni EU.

2 Razen v irskem (z odstopanjem EU) in malteškem jeziku (po dogovoru s centralno banko Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta po odpravi začasnega odstopanja EU maja 2007).

3 Glej opombo št. 2.

4 Projekcije strokovnjakov ECB od septembra 2004 in projekcije strokovnjakov Eurosistema od decembra 2000.

## 2 KOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI

ECB komunicira z različnimi 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, pri čemer upošteva različne javnosti, komunikacijska okolja in potrebe.

ECB objavlja številne študije in poročila, na primer letno poročilo, ki predstavi pregled dejavnosti ECB v preteklem letu in tako prispeva k temu, da lahko javnost poziva ECB k odgovornosti za njena dejanja. Mesečni bilten redno prinaša najnovejšo oceno gospodarskih in denarnih gibanj, ki jo pripravi ECB, ter podrobne informacije, ki so podlaga za njene odločitve, medtem ko Pregled finančne stabilnosti (*Financial Stability Review*) ocenjuje stabilnost finančnega sistema euroobmočja z vidika njegove sposobnosti absorbiranja neugodnih šokov.

Vsi člani Sveta ECB neposredno prispevajo k boljšemu splošnemu poznavanju ter razumevanju nalog in politik Eurosistema, in sicer s sodelovanjem na zaslišanjih pred Evropskim parlamentom in nacionalnimi parlamenti, z javnimi govori in intervjuji za medije. Leta 2008 je predsednik ECB petkrat nastopil v Evropskem parlamentu. Istega leta so člani Izvršilnega odbora ECB opravili okrog 300 govorov pred različnim občinstvom in dali okrog 200 intervjujev za medije, njihovi članki pa so bili objavljeni v zbornikih, revijah in časopisih.

Nacionalne centralne banke euroobmočja imajo pomembno vlogo pri sporočanju informacij in obvestil Eurosistema širši javnosti in zainteresiranim stranem na nacionalni ravni. Pri tem komunicirajo z različnimi nacionalnimi in regionalnimi ciljnimi skupinami v njihovem jeziku in okolju.

Leta 2008 je ECB organizirala 12 seminarjev za poglobitev znanja in razumevanja mednarodnih in nacionalnih predstavnikov medijev, bodisi samostojno ali v sodelovanju z nacional-

nimi centralnimi bankami EU in Evropskim centrom za novinarstvo (*European Journalism Centre*). Prvič je bil eden od teh seminarjev organiziran ob zasedanju Sveta ECB 4. decembra v Bruslju.

V letu 2008 je ECB v svojih prostorih v Frankfurtu sprejela okrog 14.000 obiskovalcev, ki jim je posredovala informacije iz prve roke v obliki predstavitev, ki so jih pripravili strokovnjaki in direktorji ECB. Obiskovalci so bili večinoma dijaki in študenti ter strokovnjaki na finančnem področju.

Vsi dokumenti, ki jih je objavila ECB, in njene različne dejavnosti so predstavljeni na spletnem mestu ECB. V letu 2008 je spletno mesto zabeležilo 18 milijonov obiskov (20% več kot v preteklem letu) in doseglo 126 milijonov ogledov strani, prenesenih pa je bilo 25 milijonov dokumentov. Leta 2008 je ECB odgovorila na okoli 60.000 poizvedb javnosti o informacijah glede številnih vprašanj, povezanih z dejavnostmi, politikami in sklepi ECB.

Komunikacijske dejavnosti ECB so se leta 2008 osredotočile zlasti na pojasnjevanje dogodkov in posledic globalnih finančnih nemirov in ukrepov, ki sta jih sprejela ECB in Eurosistem. Četrtnina vseh javnih govorov članov Sveta ECB in tretjina sporočil za javnost ECB je bilo povezanih s tem vprašanjem, zgostili pa so se v drugi polovici leta 2008. Povečalo se je število mnenj, ki jih je ECB izdala o fiskalnih in regulativnih ukrepih, ki so jih sprejele posamezne države članice EU. Bistveno se je povečalo tudi število prošenj za informacije, ki so jih predložili novinarji, javnost in obiskovalci ECB, glede finančnih nemirov in ukrepov, ki jih je sprejel Eurosistem. Razdelek spletnega mesta ECB, posvečen operacijam odprtega trga, je bil izboljšán, da bi lahko ustregel povečanemu povpraševanju po informacijah: uvedena je bila storitev elektronskega pošiljanja informacij o avkcijah v operacijah denarne politike, poleg tega so bili objavljeni podatki o vseh operacijah na trgu od leta 1999.

ECB je ob svoji deseti obletnici 1. junija 2008 odprla vrata širši javnosti. Za 1.400 registriranih

obiskovalcev so bili organizirani vodeni ogledi stavbe, delavnice, razstave in igre.

Kulturni dnevi ECB, ki so bili leta 2008 organizirani v sodelovanju z vsemi centralnimi bankami Evropskega sistema centralnih bank (ESCB), so bili posvečeni EU in so predstavili umetniške prispevke iz vseh 27 držav članic. Program kulturnih dni je bil načrtovan tako, da je sovpadal s praznovanjem obletnice ECB, ki so se ga udeležili voditelji držav in vlad EU ter številne osebnosti, ki so pomembno prispevale k uresničitvi ekonomske in monetarne unije (EMU). Ob obletnici je izšla posebna izdaja Mesečnega biltena, ki je prinesla pregled prvih desetih let EMU in pogled na prihodnje izzive. Peta centralnobančna konferenca ECB, ki je potekala v Frankfurtu 13. in 14. novembra 2008 na temo „Euro pri desetih: izkušnje in izzivi“, je povezala uslužbence centralnih bank, akademike, udeležence na trgu in medije z vsega sveta.

Leta 2008 je ECB v sodelovanju s slovaško centralno banko Národná banka Slovenska organizirala informacijsko kampanjo kot del priprav na uvedbo eura na Slovaškem 1. januarja 2009. Slogan „€ NAŠ denar.“, ki ga je razvil Eurosistem, se je uporabljal v vseh komunikacijskih dejavnostih, povezanih z uvedbo eura na Slovaškem. Slovaška kampanja je sledila vzorcu koncepta komuniciranja, ki je bil oblikovan za Slovenijo, Ciper in Malto. Njen namen je bil seznaniti profesionalne uporabnike gotovine in širšo javnost z videzom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovancev ter postopki zamenjave gotovine (glej poglavje 3). V pripravah na izdajo druge serije eurobankovcev, do katere bo prišlo v prihodnjih letih, centralne banke Eurosistema razvijajo koncept komuniciranja.







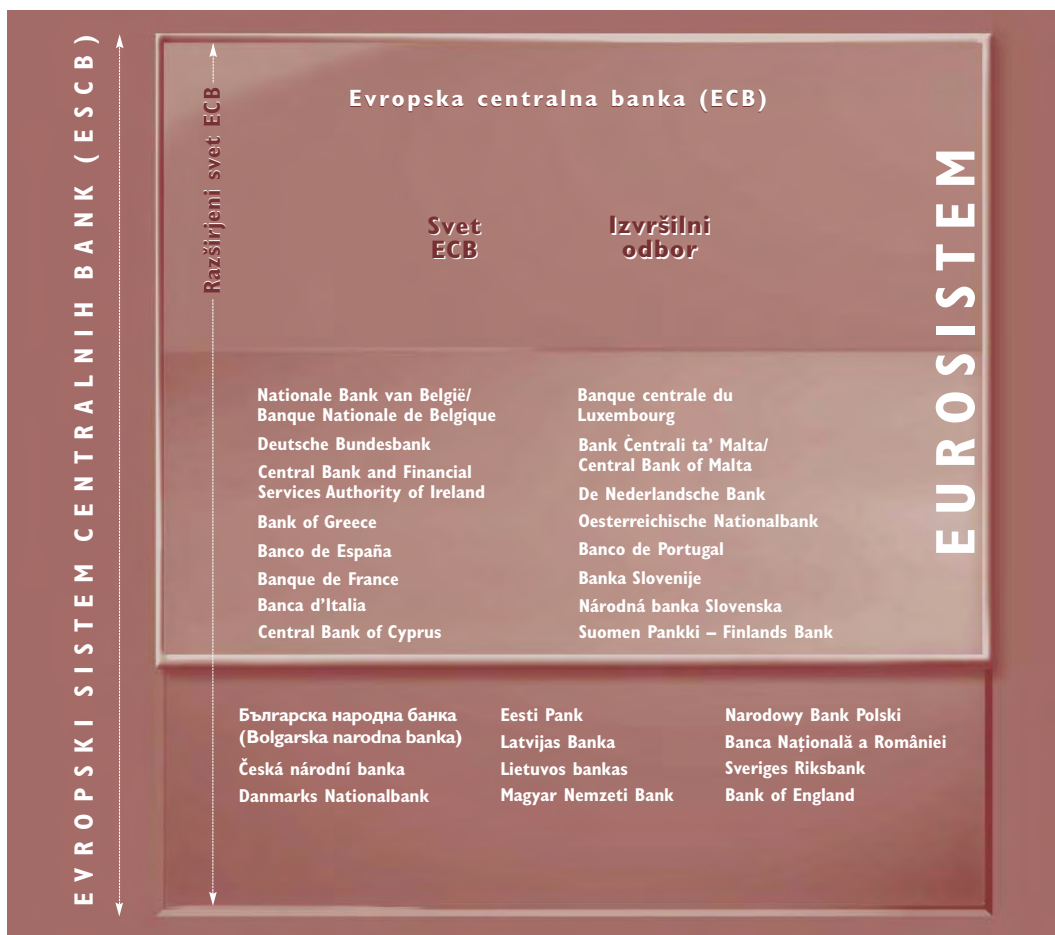
Panel na 5. centralnobaňni konferenci 13. in 14. novembra 2008.

**INSTITUCIONALNI OKVIR,  
ORGANIZACIJA IN LETNI  
RAČUNOVODSKI IZKAZI**



# I ORGANI ODLOČANJA TER UPRAVLJANJE IN VODENJE 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 (od 1. januarja 2009 jih je 16). Svet ECB je sprejel izraz „Eurosistem”, da bi olajšal razumevanje strukture centralnega bančništva v euroobmočju. Izraz poudarja skupno identiteto, timsko delo in sodelovanje vseh njegovih članic. Izraz „Eurosistem” je vključen v Lizbonsko pogodbo<sup>1</sup>.

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU (od 1. januarja 2007 jih je 27), tj. vključuje tudi centralne banke držav članic, ki še niso sprejele eura.

ECB je jedro Eurosistema in ESCB ter zagotavlja, da se njune naloge izvajajo prek njenih dejavnosti ali prek nacionalnih centralnih bank. ECB

deluje kot pravna oseba po mednarodnem javnem pravu.

Vsaka nacionalna centralna banka je pravna oseba po zakonodaji svoje države. Nacionalne centralne banke euroobmočja, ki so sestavni del Eurosistema, izvajajo naloge Eurosistema v skladu s pravili, ki so jih določili organi odločanja ECB. Nacionalne centralne banke prav tako sodelujejo pri delu Eurosistema in ESCB s sodelovanjem v odborih Eurosistema/ESCB (glej razdelek 1.5 v tem poglavju). Na lastno odgovornost lahko opravljajo tudi naloge, ki niso v pristojnosti Eurosistema, razen če Svet ECB ugotovi, da take naloge posegajo v cilje in naloge Eurosistema.

<sup>1</sup> Več informacij o Lizbonski pogodbi je v razdelku 1.2 v poglavju 5.

Za upravljanje Eurosistema in ESCB sta pristojna organa odločanja ECB: Svet ECB in Izvršilni odbor. 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 ustrezni poslovnik<sup>2</sup>. Odločanje v Eurosistemu in ESCB je centralizirano, vendar pa ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja strateško in operativno skupaj prispevajo k doseganju skupnih ciljev Eurosistema, pri tem pa skladno s Statutom ESCB ustrezno upoštevajo načelo decentralizacije.

## 1.2 SVET ECB

Svet ECB sestavljajo člani Izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav članic, ki so sprejele euro. V skladu s Pogodbo ES so njegove glavne naloge naslednje:

- sprejemanje smernic in sklepov, potrebnih za izvajanje nalog, zaupanih Eurosistemu;
- oblikovanje denarne politike euroobmočja, kar po potrebi vključuje sklepe o vmesnih denarnih ciljnih, ključnih obrestnih merah in zagotavljanju rezerv v Eurosistemu ter oblikovanje smernic za izvajanje navedenih sklepov.

Svet ECB se praviloma sestaja dvakrat mesečno v prostorih ECB v Frankfurtu na Majni v Nemčiji. Zlasti na svoji prvi seji v mesecu med drugim podrobno oceni denarna in gospodarska gibanja ter sprejme ustrezne sklepe, medtem ko na drugi seji obravnava predvsem vprašanja, povezana z drugimi nalogami in odgovornostmi ECB in Eurosistema. Leta 2008 sta bili dve seji sklicani zunaj Frankfurta: eno je v Atenah gostila Bank of Greece, drugo pa v Bruslju Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

Pri sprejemanju sklepov o denarni politiki in drugih nalogah ECB in Eurosistema člani Sveta ECB ne delujejo kot predstavniki svojih držav,

temveč popolnoma neodvisno kot posamezniki. To se izraža v načelu „en član, en glas“, ki se uporablja v Svetu ECB. Svet ECB je 18. decembra 2008 sklenil, da bo ohranil svoj obstoječi sistem glasovanja<sup>3</sup> in da bo sistem rotacije uvedel šele, ko bo število guvernerjev nacionalnih centralnih bank euroobmočja presežlo 18.<sup>4</sup> Navedeni sklep je posledica povečanja števila guvernerjev v Svetu ECB na 16 zaradi sprejetja eura na Slovaškem 1. januarja 2009. Istočasno je Svet ECB opredelil glavne vidike izvajanja sistema rotacije,<sup>5</sup> ko število guvernerjev preseže 18. Po analizi vrste modelov se je odločil za naslednjega: guvernerji bodo glasovalno pravico pridobili oziroma izgubili po enem mesecu. Število guvernerjev v sistemu rotacije bo določeno z razliko med številom guvernerjev in številom glasov, dodeljenih vsaki skupini, minus dva, pri čemer se v primeru negativnega števila upošteva absolutna vrednost. S tem modelom je posamezno obdobje brez glasovalne pravice za vsakega guvernerja dokaj kratko, sestava glasovalnega kolegija pa ostaja razmeroma stabilna.<sup>6</sup>

2 V zvezi s Poslovníkom ECB glej Sklep ECB/2004/2 z dne 19. februarja 2004 o sprejetju Poslovníka Evropske centralne banke, UL L 80, 18. 3. 2004, str. 33; Sklep ECB/2004/12 z dne 17. junija 2004 o sprejetju Poslovníka Razširjenega sveta ECB, UL L 230, 30. 6. 2004, str. 61; in Sklep ECB/1999/7 z dne 12. oktobra 1999 o Poslovníku Izvršilnega odbora ECB, UL L 314, 8. 12. 1999, str. 34. Vsi navedeni dokumenti so na razpolago na spletni strani ECB.

3 V skladu s členom 10.2 Statuta ESCB, ki število guvernerjev z glasovalno pravico omejuje na 15, vendar pa tudi predvideva možnost, da Svet ECB preloži uvedbo sistema rotacije, dokler število guvernerjev ne preseže 18.

4 Glej sporočilo za javnost z dne 18. decembra 2008 in Sklep ECB/2008/29 o preložitvi začetka sistema rotacije v Svetu ECB.

5 Svet ECB je 19. decembra 2002 določil sistem rotacije, po katerem bodo guvernerji nacionalnih centralnih bank volilno pravico izvajali z različno pogostostjo, odvisno od relativne velikosti gospodarstva njihove države v euroobmočju. Na podlagi tega kazalnika bodo guvernerji dodeljeni v različne skupine. S to dodelitvijo bo določeno, kako pogosto lahko guvernerji izvršujejo volilno pravico. Na začetku bosta dve skupini in ko število držav euroobmočja doseže 22, bodo tri skupine. Opis sistema rotacije je na voljo tudi v sporočilu za javnost z dne 20. decembra 2002 na naslovu <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>.

6 Model rotacije bo uradno uveden s sprejetjem sklepa ECB o spremembah Sklepa ECB/2004/2 z dne 19. februarja o sprejetju Poslovníka Evropske centralne banke. Podrobnosti bodo na voljo tudi v prihajajočem članku v Mesečnem biltenu ECB.

## SVET ECB



**Jean-Claude Trichet**

predsednik ECB

**Lucas D. Papademos**

podpredsednik ECB

**Lorenzo Bini Smaghi**

član Izvršilnega odbora ECB

**Michael C. Bonello**

guverner, Bank Centrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta

**Vítor Constâncio**

guverner, Banco de Portugal

**Mario Draghi**

guverner, Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

guverner, Banco de España

**Nicholas C. Garganas**

guverner, Bank of Greece (do 13. junija 2008)

**José Manuel González-Páramo**

član Izvršilnega odbora ECB

**Tony Grimes**

v. d. guvernerja, Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

(od 19. julija do 19. septembra 2008)

**John Hurley**

guverner, Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland (od 1. januarja do

18. julija 2008 in od 20. septembra 2008)

**Marko Kranjec**

guverner, Banka Slovenije

**Klaus Liescher**

guverner, Oesterreichische Nationalbank

(do 31. avgusta 2008)

**Erkki Liikanen**

guverner, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

guverner, Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

guverner, Banque de France

**Ewald Nowotny**

guverner, Oesterreichische Nationalbank

(od 1. septembra 2008)

**Athanasios Orphanides**

guverner, Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**

guverner, Bank of Greece

(od 20. junija 2008)

**Guy Quaden**

guverner, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Ivan Šramko<sup>7</sup>**

guverner, Národná banka Slovenska

(od 1. januarja 2009)

**Jürgen Stark**

član Izvršilnega odbora ECB

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

članica Izvršilnega odbora ECB

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

v. d. guvernerja, Bank of Greece

(od 14. junija do 19. junija 2008)

**Axel A. Weber**

predsednik, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

predsednik, De Nederlandsche Bank

**Sprednja vrsta (z leve proti desni):**

John Hurley,

Michael C. Bonello,

Gertrude Tumpel-Gugerell,

Jean-Claude Trichet,

Lucas D. Papademos,

Miguel Fernández Ordóñez,

Yves Mersch

**Srednja vrsta (z leve proti desni):**

Christian Noyer,

Marko Kranjec,

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,

George A. Provopoulos,

Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

**Zadnja vrsta (z leve proti desni):**

Ivan Šramko,

José Manuel González-Páramo,

Axel A. Weber, Nout Wellink,

Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,

Jürgen Stark

Opomba: Mario Draghi in Athanasios Orphanides v času nastanka fotografije nista bila dosegljiva.

<sup>7</sup> Guverner centralne banke Národná banka Slovenska je leta 2008 sodeloval na sejah Sveta ECB kot „posebni povabljenec“ po sklepu, ki ga je Ekonomsko-finančni svet sprejel 8. julija 2008 o odpravi odstopanja za Slovaško s 1. januarjem 2009.

### 1.3 IZVRŠILNI ODBOR

Izvršilni odbor sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB ter štirje drugi člani, ki jih v medsebojnem soglasju imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so uvedle euro. Glavne naloge Izvršilnega odbora, ki se navadno sestaja enkrat tedensko, so:

- priprava sej Sveta ECB;
- izvajanje denarne politike euroobmočja v skladu s smernicami in sklepi Sveta ECB ter dajanje potrebnih navodil nacionalnim centralnim bankam euroobmočja;
- vodenje tekočih poslov ECB;

- izvajanje nekaterih pooblastil, ki jih nanj prenese Svet ECB, vključno z nekaterimi normativnimi pooblastili.

Izvršilnemu odboru v zvezi z upravljanjem ECB, poslovnim načrtovanjem in letnim proračunskim postopkom pomaga Upravni odbor. Upravni odbor sestavljajo en član Izvršilnega odbora, ki ima vlogo predsednika, in več višjih vodstvenih delavcev.

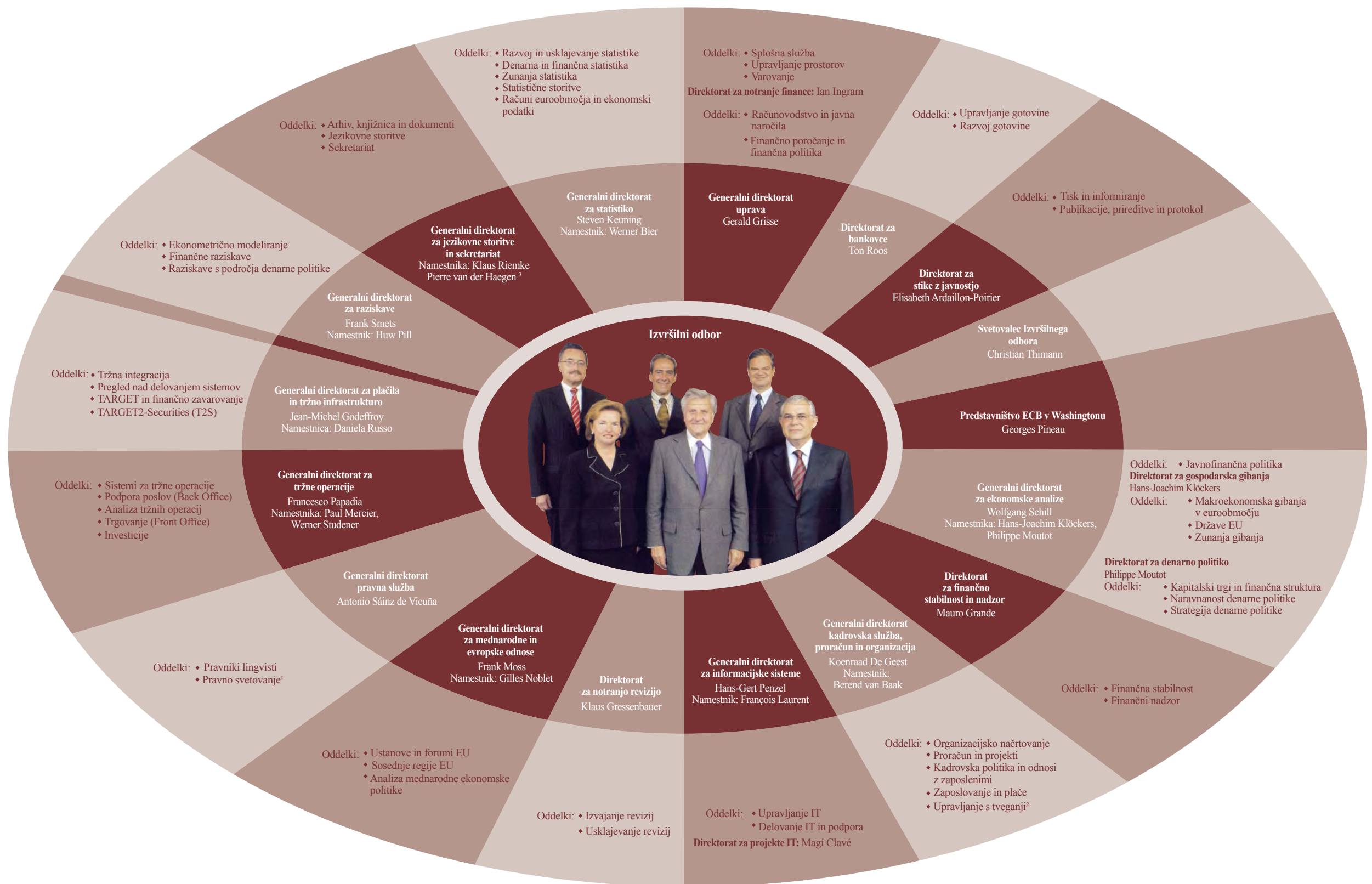
**Zadnja vrsta**  
(z leve proti desni):  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Sprednja vrsta**  
(z leve proti desni):  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
predsednik ECB  
**Lucas D. Papademos**  
podpredsednik ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
član Izvršilnega odbora ECB

**José Manuel González-Páramo**  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Jürgen Stark**  
član Izvršilnega odbora ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
članica Izvršilnega odbora ECB



**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> Oddelk poroča neposredno Izvršilnemu odboru.

<sup>3</sup> Sekretar Izvršilnega odbora, Sveta ECB in Razširjenega sveta



#### I.4 RAZŠIRJENI SVET

Razširjeni svet sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh 27 držav članic EU. Izvaja predvsem

naloge, ki jih je prevzel od EMI in jih mora ECB še vedno opravljati, ker vse države članice še niso sprejele eura. Leta 2008 se je Razširjeni svet sestal petkrat.

##### Sprednja vrsta (z leve proti desni)::

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

##### Srednja vrsta (z leve proti desni):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

##### Zadnja vrsta (z leve proti desni):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor

Opomba: Mario Draghi, Mervyn King,  
Athanasios Orphanides in Mugur  
Constantin Isărescu v času nastanka  
fotografije niso bili dosegljivi.



##### **Jean-Claude Trichet**

predsednik ECB

##### **Lucas D. Papademos**

podpredsednik ECB

##### **Nils Bernstein**

guverner, Danmarks Nationalbank

##### **Michael C. Bonello**

guverner, Bank Centrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta

##### **Vitor Constâncio**

guverner, Banco de Portugal

##### **Mario Draghi**

guverner, Banca d'Italia

##### **Miguel Fernández Ordóñez**

guverner, Banco de España

##### **Nicholas C. Garganas**

guverner, Bank of Greece (do 13. junija 2008)

##### **Tony Grimes**

v. d. guvernerja, Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
(od 19. julija do 19. septembra 2008)

##### **John Hurley**

guverner, Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland (od 1. januarja do 18. julija  
2008 in od 20. septembra 2008)

##### **Stefan Ingves**

guverner, Sveriges Riksbank

##### **Mugur Constantin Isărescu**

guverner, Banca Națională a României

##### **Ivan Iskrov**

guverner, Българска народна банка  
(Bolgarska narodna banka)

##### **Mervyn King**

guverner, Bank of England

##### **Marko Kranjec**

guverner, Banka Slovenije

##### **Klaus Liebscher**

guverner, Oesterreichische Nationalbank  
(do 31. avgusta 2008)

##### **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  
(od 1. septembra 2008)

##### **Ewald Nowotny**

guverner, Oesterreichische Nationalbank

##### **Athanasios Orphanides**

guverner, Central Bank of Cyprus

##### **George A. Provopoulos**

guverner, Bank of Greece (od 20. junija 2008)

**Guy Quaden**

guverner, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimševičs**

guverner, Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

predsednik sveta, Lietuvos bankas

**András Simor**

guverner, Magyar Nemzeti Bank

**Slawomir Skrzypek**

predsednik, Narodowy Bank Polski

**Ivan Šramko**

guverner, Národná banka Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

v. d. guvernerja, Bank of Greece  
(od 14. junija do 19. junija 2008)

**Zdeněk Tůma**

guverner, Česká národní banka

**Axel A. Weber**

predsednik, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

predsednik, De Nederlandsche Bank

### I.5 ODBORI EUROSISTEMA/ESCB, ODBOR ZA PRORAČUN, KADROVSKA KONFERENCA IN ODBOR EUROSISTEMA ZA KOORDINACIJO PROJEKTOV IT



Odbori Eurosistema/ESCB so tudi v letu 2008 veliko pripomogli k izpolnjevanju nalog organov odločanja ECB. Na prošnjo Sveta ECB in Izvršilnega odbora so prispevali strokovno znanje s svojega področja pristojnosti in olajšali proces odločanja. Članstvo v odborih je navadno omejeno na uslužbenke centralnih bank Eurosistema. Vendar pa nacionalne centralne banke držav članic, ki še niso uvedle eura, sodelujejo na zasedanjih odbora, ki obravnava zadeve s področja pristojnosti Razširjenega sveta. Po potrebi so lahko povabljeni tudi drugi pristojni organi, na primer nacionalni nadzorni organi v primeru Odbora za bančni nadzor. Do 31. decembra 2008 je bilo na podlagi člena 9.1 Poslovnika ECB ustanovljenih 13 odborov Eurosistema/ESCB.

Odbor za proračun, ki je bil ustanovljen v skladu s členom 15 Poslovnika ECB, pomaga Svetu ECB pri zadevah, povezanih s proračunom ECB.

Kadrovska konferenca je bila ustanovljena leta 2005 na podlagi člena 9a Poslovnika ECB kot forum za izmenjavo izkušenj, strokovnega znanja in informacij med centralnimi bankami Eurosistema/ESCB na področju upravljanja človeških virov.

V skladu z izjavo o poslanstvu Eurosistema in organizacijskimi načeli, ki kot cilj določajo izkoriščanje sinergij v Eurosistemu in doseganje stroškovne učinkovitosti na podlagi ekonomij obsega, je Svet ECB avgusta 2007 ustanovil Odbor Eurosistema za koordinacijo projektov IT (EISC), katerega mandat je usmerjati nenehno izboljševanje uporabe informacijskih sistemov v Eurosistemu. Odgovornosti odbora EISC so zlasti povezane z upravljanjem informacijske tehnologije Eurosistema, njegov cilj pa je izboljšati učinkovitost in uspešnost odločanja Sveta ECB o projektih in operacijah informacijske tehnologije Eurosistema/ESCB. Odbor EISC, ki ga sestavljajo po en član na vsako centralno banko Eurosistema, Svetu ECB poroča prek Izvršilnega odbora.

## 1.6 UPRAVLJANJE IN VODENJE ECB

Poleg organov odločanja vključuje upravljanje in vodenje ECB tudi več plasti zunanjega in notranjega nadzora, tri kodekse ravnanja ter pravila glede dostopa javnosti do dokumentov ECB.

### PLASTI ZUNANJEGA NADZORA

Statut ESCB predvideva dve plasti: zunanje revizorje, 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 spletni strani ECB in v Uradnem listu Evropske unije. Da bi okrepili zagotovilo javnosti, da so zunanji revizorji ECB neodvisni, se uporablja načelo rotacije revizijskih družb.<sup>8</sup> Leta 2008 je Svet ECB v okviru svoje zakonsko določene naloge, po kateri mora Svetu EU priporočiti zunanje revizorje centralnih bank ESCB, kot je predvideno v členu 27.1 Statuta ESCB, odobril dokument z naslovom Dobre prakse za izbiro in mandat zunanjih revizorjev (*Good practices for the selection and mandate of External Auditors*), objavljen na spletni strani ECB. Navedene dobre prakse Svetu ECB omogočajo, da svoja priporočila Svetu EU oblikuje na podlagi usklajenih, doslednih in preglednih meril izbora.

### PLASTI NOTRANJEGA NADZORA

Struktura notranjega nadzora v ECB je urejena tako, da je vsaka organizacijska enota (odsek, oddelek, direktorat ali generalni direktorat) sama odgovorna za upravljanje lastnih tveganj, notranji nadzor ter učinkovitost in uspešnost svojega delovanja. Vsaka organizacijska enota izvaja postopke operativnega nadzora na svojem področju v skladu s sprejemljivo ravni tveganja, ki jo pred tem določi Izvršilni odbor. Sklop pravil in postopkov, imenovan „kitajski zid“, na pri-

<sup>8</sup> KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft je bil zunanji revizor ECB v poslovnih letih 2003–07. Na podlagi razpisnega postopka in v skladu z dogovorjeno prakso o rotaciji revizijskih družb je bil za zunanje revizorje ECB v poslovnih letih 2008–12 imenovan PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

mer preprečuje širjenje notranjih informacij iz enot, odgovornih za izvajanje denarne politike, v enote, odgovorne za upravljanje deviznih rezerv in portfelja lastnih sredstev ECB. ECB je tudi v letu 2008 izboljševala svoj pristop k upravljanju operativnih tveganj. Prvič, centralna enota v Generalnem direktoratu kadrovska služba, proračun in organizacija je koordinirala obsežno, od zgoraj navzdol usmerjeno nalogo, v kateri so poslovna področja ugotavljala operativna tveganja, ki bi lahko, če bi se uresničila, imela precejšnje negativne posledice za poslovanje, ugled in finančni položaj ECB. Na podlagi navedene naloge so bili vzpostavljeni akcijski načrti za obvladovanje takih tveganj. Drugič, ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja so razvile okvir za upravljanje operativnih tveganj pri nalogah in procesih Eurosistema, ki se bo začel uvajati leta 2009.

Neodvisno od notranje nadzorne strukture in spremljanja tveganj v ECB revizije izvaja tudi Direktorat za notranjo revizijo, ki je neposredno odgovoren Izvršilnemu odboru. V skladu z mandatom iz Pravilnika ECB o revidiranju<sup>9</sup> dajejo notranji revizorji ECB neodvisna in objektivna zagotovila in nasvete, kar prispeva k sistematičnosti ocenjevanja in izboljševanja učinkovitosti upravljanja tveganj, notranjega nadzora ter upravljanja in vodenja. Direktorat za notranjo revizijo deluje v skladu z mednarodnimi standardi strokovnega ravnanja pri notranjem revidiranju (*International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing*), ki jih je določil Inštitut notranjih revizorjev (*Institute of Internal Auditors*).

Odbor notranjih revizorjev (odbor Eurosistema/ESCB), sestavljen iz predstojnikov oddelkov za notranjo revizijo v ECB in nacionalnih centralnih bankah, je odgovoren za usklajevanje revidiranja skupnih projektov in operativnih sistemov Eurosistema/ECB.

Svet ECB je za izboljšanje upravljanja in vodenja aprila 2007 ustanovil Revizijski odbor ECB, ki ga sestavljajo trije člani, predseduje pa mu John Hurley (guverner Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

## KODEKSI RAVNANJA

V ECB veljajo trije kodeksi ravnanja. Prvi kodeks velja za člane Sveta ECB, ki so pri svojem delu dolžni varovati poštenost in ugled Eurosistema ter skrbeti za njegovo učinkovito delovanje.<sup>10</sup> Kodeks podaja smernice in etična merila članom Sveta ECB in njihovim namestnikom, kadar opravljajo funkcije članov Sveta ECB. Svet ECB je imenoval tudi svetovalca, ki je pristojen, 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 opravljanju svojih nalog, pri čemer se od njih pričakuje, da bodo upoštevali najvišje standarde poklicne etike.<sup>11</sup> V skladu s pravili proti trgovanju na podlagi notranjih informacij zaposleni v ECB in člani Izvršilnega odbora ne smejo izkoriščati notranjih informacij pri zasebnih finančnih dejavnostih, ki jih opravljajo na lastno odgovornost in v svojem imenu ali na odgovornost in v imenu tretje stranke.<sup>12</sup> Tretji kodeks je Dopolnilni kodeks etičnih meril za člane Izvršilnega odbora ECB.<sup>13</sup> Ta dopolnjuje prej omenjena kodeksa in določa podrobnejša etična merila, ki veljajo za člane Izvršilnega odbora. Izvršilni odbor je imenoval svetovalca za poklicno etiko, ki zagotavlja dosledno razlago teh pravil.

## UKREPI ZA PREPREČEVANJE GOLJUFIJ

Evropski parlament in Svet EU sta leta 1999 sprejela uredbo o preiskavah,<sup>14</sup> da bi okrepila boj proti goljufigam, korupciji in drugim nezakonitim dejanjem, ki škodujejo finančnim interesom

9 Pravilnik je objavljen na spletnem mestu ECB, zato da bi izboljšali preglednost revizijskih predpisov, ki veljajo za ECB.

10 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 stran ECB.

11 Glej Kodeks ravnanja ECB v skladu s členom 11.3 Poslovnika ECB, UL C 76, 8. 3. 2001, str. 12, in spletno stran ECB.

12 Glej del 1.2 Pravil za zaposlene ECB, kjer so pravila o poklicnem ravnanju in poslovni skrivnosti, UL C 92, 16. 4. 2004, str 31, in spletno stran ECB.

13 Glej Dopolnilni kodeks etičnih meril za člane Izvršilnega odbora ECB, UL C 230, 23. 9. 2006, str. 46, in spletno stran ECB.

14 Uredba (ES) št. 1073/1999 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. maja 1999 o preiskavah, ki jih izvaja Evropski urad za boj proti goljufigam (OLAF), UL L 136, 31. 5. 1999, str. 1.

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 omogoči izvajanje preiskav v vsaki od njih. Junija 2004 je Svet ECB sprejel Sklep<sup>15</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>16</sup>, sprejet marca 2004, je skladen s cilji in merili drugih institucij in organov Skupnosti glede javnega dostopa do njihovih dokumentov. Izboljšuje preglednost, hkrati pa upošteva neodvisnost ECB in nacionalnih centralnih bank ter zagotavlja zaupnost nekaterih zadev, značilnih za izvajanje nalog ECB.<sup>17</sup>

Leta 2008 je število zahtevkov za javni dostop ostalo majhno.

15 Sklep ECB/2004/11 o pogojih za preiskave Evropskega urada za boj proti goljufijam v Evropski centralni banki v zvezi s preprečevanjem goljufij, korupcije in drugih nezakonitih dejanj, ki škodujejo finančnim interesom Evropskih skupnosti, in o spremembah Pogojev za zaposlitev v Evropski centralni banki, UL L 230, 30. 6. 2004, str. 56. Ta sklep je bil sprejet kot odgovor na razsodbo Sodišča Evropskih skupnosti z dne 10. julija 2003 v zadevi 11/00 Komisija proti Evropski centralni banki, ECR I-7147.

16 Sklep ECB/2004/3 o dostopu javnosti do dokumentov Evropske centralne banke, UL L 80, 18. 3. 2004, str. 42.

17 V skladu z zavezanostjo ECB odprtosti in preglednosti. Razdelek z naslovom „Arhiv“ na spletnem mestu ECB omogoča dostop do arhivske dokumentacije.

## 2 ORGANIZACIJSKI RAZVOJ

### 2.1 ČLOVEŠKI VIRI

V letu 2008 je ECB še naprej izvajala svoj okvir kadrovske politike, ki obsega vrednote ECB in temeljna kadrovska načela<sup>18</sup>. Okvir kadrovske politike pojasnjuje, zakaj so bile izbrane posamezne kadrovske politike in kako so med seboj povezane. Znotraj okvira so politike upravljanja s človeškimi viri razdeljene na štiri glavna področja.

#### ORGANIZACIJSKA KULTURA

ECB zaposluje državljane iz 27 držav članic EU, zato je v svoje kadrovske postopke vključila upravljanje raznolikosti, da bi zaposlenim priznala njihove individualne sposobnosti in jih v celoti izkoristila pri doseganju ciljev ECB. Upravljanje raznolikosti v ECB temelji na strategiji raznolikosti, uvedeni leta 2006. Njen cilj je zagotoviti, da so vsi zaposleni obravnavani spoštljivo in da se njihova uspešnost ocenjuje na podlagi zaslug. Leta 2008 je ECB organizirala prvi forum raznolikosti za vodstvene delavce s ciljem povečati ozaveščenost o vprašanih s področja raznolikosti ter izmenjati mnenja in izkušnje o različnih vprašanih, povezanih s spolum, državljanstvom in starostjo.

V kadrovske politike je bilo vključenih tudi šest skupnih vrednot ECB (strokovnost, uspešnost in učinkovitost, poštenost, skupinski duh, preglednost in odgovornost ter delo za Evropo) kot vodilo pri vsakdanjem ravnanju in spodbuda za večjo delovno uspešnost.

#### RAZVOJ ZAPOSLENIH

Splošna načela notranje mobilnosti v ECB, ki zaposlene spodbujajo, da vsakih pet let zamenjajo delovno mesto, še naprej uživajo precejšnjo podporo. Mobilnost je za zaposlene priložnost za širitev strokovnega znanja in razvoj sposobnosti, za ECB pa sredstvo za ozaveščanje zaposlenih in povečanje sinergij med poslovnimi področji. Notranjo mobilnost zaposlenih dodatno pospešuje politika notranjega zaposlovanja, ki poudarja predvsem širino sposobnosti. Leta 2008 je bilo na drugo delovno mesto začasno ali za daljše obdobje notranje premeščenih 165 zaposlenih, med njimi 17 vodstvenih delavcev in svetovalcev.

Program zunanjega pridobivanja delovnih izkušenj, ki ga izvaja ECB, omogoča napotitve zaposlenih v 27 nacionalnih centralnih bank v EU ali v ustrezne mednarodne organizacije (npr. MDS in BIS) za obdobje od dveh do dvanajstih mesecev. V letu 2008 je bilo po tem programu napotenih 23 zaposlenih. ECB je poleg tega 30 zaposlenim odobrila neplačan dopust do treh let. Mnogi od njih (19) so se zaposlili pri nacionalni centralni banki, v mednarodnih organizacijah ali zasebnih podjetjih. Drugi so neplačani dopust izkoristili za študij. Konec decembra 2008 je bilo na neplačanem dopustu skupaj 54 zaposlenih (v primerjavi s 56 leta 2007), na starševskem dopustu pa je bilo 26 zaposlenih (v primerjavi s 23 leta 2007).

Poleg spodbujanja mobilnosti, vključno z rotacijo vodstvenih delavcev, je kadrovska strategija veliko pozornosti še naprej posvečala razvoju zaposlenih ECB ter zlasti krejitvi vodstvenih znanj s pomočjo usposabljanja in individualnega treninga. Pri usposabljanju vodstvenih delavcev je bil poudarek namenjen krejitvi skupinskega dela, znanjem vodenja in zaposlovanja ter različnim vidikom upravljanja uspešnosti.

Poleg tega so vodstveni delavci sodelovali pri pridobivanju povratnih informacij iz različnih virov, v okviru katerega neposredno podrejeni, sodelavci na isti ravni in zunanji stiki ugotavljajo področja nadaljnjega osebnega razvoja ocenjevanega. Na podlagi rezultatov povratnih informacij iz različnih virov so bili zagotovljeni individualni treningi.

Stalno pridobivanje in razvoj znanj in sposobnosti vseh zaposlenih ostaja eden temeljnih kamnov kadrovske strategije ECB. Osnovno načelo je, da sta učenje in razvoj skupna odgovornost zaposlenih in organizacije. Na eni strani ECB zagotavlja proračunska sredstva in okvir usposabljanja, vodstveni delavci pa opredelijo potrebe po usposabljanju zaposlenih na njihovem trenutnem delovnem mestu. Na drugi strani morajo zaposleni za učenje in razvoj ustrezno

<sup>18</sup> Temeljna načela kadrovske politike so organizacijske potrebe, decentralizirano vodenje zaposlenih, zasluge, raznolikost, privlačni pogoji zaposlitve in vzajemna zavezanost.

ukrepati ter ohraniti svoje strokovno znanje na najvišji ravni. Poleg številnih možnosti za notranje usposabljanje so zaposleni še naprej izkoriščali možnosti zunanjega usposabljanja, da bi zadovoljili individualne potrebe po bolj strokovnem usposabljanju. Mnogi so se udeležili tudi usposabljanj, ki so potekala v okviru programov ESCB ali so jih organizirale nacionalne centralne banke.

ECB je v skladu s svojo politiko sekundarnega usposabljanja 12 zaposlenim omogočila pridobitev izobrazbe, ki presega zahtevano raven za njihovo trenutno delovno mesto.

### **ZAPOSLOVANJE**

Ob koncu leta 2008 je dejansko število zaposlenih v ekvivalentu polnega delovnega časa, ki so imeli pogodbo z ECB, znašalo 1.536<sup>19</sup> (v primerjavi s 1.478 ob koncu leta 2007).

Zunanje zaposlovanje za zapolnitev stalnih delovnih mest je potekalo na podlagi petletnih pogodb za določen čas za vodstvene položaje in triletnih pogodb za določen čas za vsa druga delovna mesta, ki pa jih je ob upoštevanju organizacijskih vidikov in individualne uspešnosti mogoče spremeniti v pogodbe za nedoločen čas. Pogodbe za določen čas se lahko izdajo tudi za nadomeščanje zaposlenih s pogodbo za nedoločen čas, ki so začasno odstotni več kakor 12 mesecev, na primer v času starševskega ali neplačanega dopusta. Leta 2008 je ECB ponudila skupaj 108 pogodb za določen čas. Hkrati jo je zapustilo 45 zaposlenih s pogodbo za določen ali nedoločen čas. Poleg tega je bilo leta 2008 izdanih 113 kratkoročnih pogodb (poleg nekaterih podaljšanj pogodb iz leta 2007) za nadomeščanje delavcev, odsotnih do enega leta, 83 kratkoročnih pogodb pa je poteklo med letom.

ECB ponuja kratkoročne pogodbe tudi uslužbenecem nacionalnih centralnih bank in mednarodnih organizacij, s čimer omogoča medsebojno izmenjavo izkušenj. Kratkoročno zaposlovanje uslužbencev nacionalnih centralnih bank prispeva tudi h krepitvi skupinskega duha v ESCB. Na dan 31. decembra 2008 je v ECB na raznih delovnih mestih delalo 122 zaposlenih iz nacionalnih cen-

tralnih bank in mednarodnih organizacij (v primerjavi z 91 na dan 31. decembra 2007).

Septembra 2008 se je ECB na podlagi dvoletnih nespremenljivih pogodb pridružila tretja skupina udeležencev programa ECB za diplomante z zelo različno izobrazbo. Prva generacija udeležencev je zaključila program ECB za diplomante leta 2008 in številni med njimi so uspešno zaposlili za delovno mesto v ECB s spremenljivo pogodbo za določen čas.

ECB je opravljanje pripravništva omogočila predvsem študentom in diplomantom ekonomije, statistike, poslovne administracije, prava in prevajalstva. Tako je 31. decembra 2008 gostila 84 pripravnikov.

ECB je podelila tudi dve štipendiji v okviru programa *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, ki je na voljo vodilnim ekonomistom, in pet štipendij mladim raziskovalcem v okviru raziskovalnega programa *Lamfalussy Fellowship Programme*.

### **POGOJI ZAPOSLOTITVE**

ECB ob upoštevanju najnovejših gibanj pričakovane življenjske dobe in dolgoročnega financiranja opravlja revizijo pokojninskega načrta, ki ga ponuja svojim zaposlenim. Pričakovati je, da se bodo rezultati te revizije začeli udeleževati v začetku leta 2009.

Leta 2008 je ECB začela izvajati tudi revizijo disciplinskega in pritožbenega postopka. Cilj sprejetih sprememb je bil povečati učinkovitost in uspešnost obeh postopkov, hkrati pa ohraniti pravice, ki jih imajo zaposleni.

Da bi izboljšali ravnotežje med poklicnim in zasebnim življenjem zaposlenih ter še okrepili vzdržljivost ECB, je Izvršilni odbor leta 2008 sklenil uvesti pilotni projekt, s katerim naj bi se postopoma uvedlo teledelo. Ko bo projekt

<sup>19</sup> Zaposleni na neplačanem dopustu so izključeni. Število vključuje zaposlene s pogodbo za nedoločen čas, določen čas in s kratkoročno pogodbo ter udeležence programa ECB za diplomante. Vključeni so tudi zaposleni na porodniškem dopustu ali dolgoročni bolniški.

leta 2009 končan, bo opravljena temeljita ocena prednosti in slabosti, šele potem bo sprejeta odločitev o razširitvi programa.

## 2.2 KADROVSKA KONFERENCA

Dejavnosti kadrovske konference in njenih podenot so v letu 2008 obsegale številne vidike usposabljanja in razvoja zaposlenih. Na podlagi analize potreb so bile razvite nove oblike usposabljanja ESCB, ki se bodo začele izvajati leta 2009. Kadrovska konferenca je sprejela tudi ukrepe za povečanje mobilnosti znotraj ESCB z namenom, da zaposlenim v Eurosistemu/ESCB poveča priložnosti za medsebojno učenje ter spodbudi sodelovanje in skupinskega duha.

Poleg tega sta kadrovska konferenca in Odbor Eurosistema/ESCB za komuniciranje z javnostjo z namenom izmenjati izkušnje in določiti najboljše prakse organizirala konferenco o komuniciranju na področju upravljanja s človeškimi viri, ki so se je udeležile vse centralne banke ESCB. Kadrovska konferenca je na sestankih obravnavala druge teme, kot so demografska gibanja, centri za ocenjevanje in prihodnost kadrovanja v Evropi ter ključne izzive do leta 2015.

## 2.3 NOVI PROSTORI ECB

Leta 2008 je bil dosežen nadaljnji napredek v zvezi z novo stavbo ECB v predelu Ostend v mestu Frankfurt.

Pripravljalna dela na zemljišču so se pred začetkom gradnje začela aprila 2008. Dva štirinadstropna prizidka na koncu stavbe Grossmarkthalle sta bila ročno porušena, večina opeke pa je bila prihranjena za obnovo fasade Grossmarkthalle, da bi se ohranila prvotna barva in tekstura. Pozno spomladi so se začela prva izkopavanja za dve kletni nadstropji pisarniških nebotičnikov ter podzemno parkirišče za zaposlene na južnem delu zemljišča. Nato so bili vstavljeni piloti za temelje. Ta pripravljala dela so bila zaključena do septembra 2008, v skladu z urnikom in proračunom.

Županja Frankfurta, Petra Roth, je predsedniku ECB 6. maja 2008 izročila gradbeno dovoljenje za novo stavbo ECB. Gradbeno dovoljenje je formalno pravno dovoljenje za novo stavbo na mestu nekdanje veleprodajne tržnice Grossmarkthalle.

ECB se je 25. junija 2008 odločila, da bo formalno zaključila mednarodni javni razpis za glavnega izvajalca gradnje nove stavbe ECB, ker z njim ni dosegla zadovoljivih ekonomskih rezultatov, saj je prejeta ponudba močno presejala ocenjeni proračun ECB. Poleti in jeseni 2008 so arhitekti in načrtovalci opravili poglobljeno analizo razmer na gradbenem trgu. Na podlagi te analize je Svet ECB novembra 2008 sklenil, da spremeni razpisno strategijo in razdeli gradbena dela med različne izvajalce ter ponovno objavi razpis za gradbena dela. V letu 2009 bo objavljenih okoli 15 ločenih razpisov za konstrukcijska dela, fasado in druge dele objekta. Cilj te razpisne strategije je pridobiti bolj konkurenčne ponudbe, tudi od srednje velikih podjetij, in za vsako vrsto dela poiskati specializirana podjetja. Razpisna strategija bo temeljila na uravnoteženih pogodbenih pogojih, ki se pogosto uporabljajo v gradbeništvu.

ECB je še naprej trdno odločena, da se bo držala predvidenih stroškov gradnje, ki znašajo okoli 500 milijonov EUR (po stalnih cenah iz leta 2005). Stroški se revalorizirajo v skladu z uradnimi indeksi cen nemškega statističnega urada (Statistisches Bundesamt). Gradnja nove stavbe, ki naj bi zadovoljila posebne potrebe ECB, je najboljša možna rešitev z vidika stroškovne učinkovitosti.

Ob koncu leta 2009 bo Svet ECB na podlagi vrednotenja ponudb odločal o nadaljevanju projekta.

## 2.4 URAD EUROSISTEMA ZA USKLAJEVANJE NAROČIL

Svet ECB je julija 2007 sklenil ustanoviti Urad Eurosistema za usklajevanje naročil (*Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO*),



da bi okrepil sodelovanje znotraj Eurosistema na področju naročil. V njem prostovoljno sodeluje 20 centralnih bank iz ESCB. Decembra 2007 je bila kot gostiteljica urada za obdobje od 1. januarja 2008 do 31. decembra 2012 določena Banque centrale du Luxembourg. Leta 2008 so bili izbrani vsi štirje zaposleni urada in sklicanih je bilo sedem sestankov strokovnjakov za naročila iz sodelujočih centralnih bank. Delo je bilo osredotočeno na določitev najboljših praks. Novembra 2008 je Svet ECB sprejel sklep o določitvi okvira za skupno naročanje v Eurosistemu. Na podlagi tega sklepa, katerega cilj je zagotoviti enake možnosti za vse centralne banke, ki sodelujejo v skupnih naročilih, je Svet ECB odobril tudi načrt naročanja za leto 2009. Dejavnosti urada EPCO usmerja Usmerjevalni odbor, ki poroča Svetu ECB prek Izvršilnega odbora.

### 3 SOCIALNI DIALOG V ESCB

Socialni dialog v ESCB je posvetovalni forum, ki vključuje ECB in predstavnike zaposlenih iz centralnih bank ESCB in evropskih sindikalnih združenj.<sup>20</sup> Njegov namen je posredovati informacije in spodbujati izmenjavo mnenj o vprašanjih, ki lahko pomembno vplivajo na pogoje zaposlitve v centralnih bankah ESCB.

Te informacije se posredujejo v polletnem glasilu ter na sestankih v aprilu in oktobru. Sestanka v letu 2008 sta bila osredotočena na teme sodelovanja in specializacije znotraj Eurosistema, na Lizbonsko pogodbo in njen vpliv na ESCB, ter na vlogo tržnih operacij in finančnega nadzora v časih pretresov. Prav tako so bila obravnavana vprašanja v zvezi s proizvodnjo in obtokom bankovcev ter plačilnimi sistemi (TARGET2, TARGET2-Securities in CCBM2). Predstavniki zaposlenih so bili seznanjeni tudi z delom kadrovske konference.

Ustanovljena je bila priložnostna delovna skupina za izdajo in obtok bankovcev. Vključevala je zelo omejeno število udeležencev, njen namen pa je bil obravnavati tehnična vprašanja v zvezi z bankovci pred plenarnim zasedanjem Socialnega dialoga ESCB.

20 Stalni odbor sindikatov evropskih centralnih bank (*Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU*), Mednarodna mreža sindikatov – Evropa (*UNI-Europa Finance*) in Evropska federacija sindikatov javnih služb (*European Federation of Public Service Unions – EPSU*).

# 4 LETNI RAČUNOVODSKI IZKAZI ECB

# POSLOVNO POROČILO ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2008

## I NARAVA POSLOVANJA

Dejavnosti ECB v letu 2008 so podrobno opisane v ustreznih poglavjih Letnega poročila.

## 2 CILJI IN NALOGE

Cilji in naloge ECB so opisani v Statutu ESCB (člena 2 in 3). Na kratko so ti cilji predstavljeni tudi v predgovoru predsednika ECB k Letnemu poročilu.

## 3 KLJUČNI VIRI, TVEGANJA IN POSTOPKI

### UPRAVLJANJE ECB

Upravljanje ECB je obravnavano v osmem poglavju Letnega poročila.

### ČLANI IZVRŠILNEGA ODBORA

Za člane Izvršilnega odbora so imenovani ljudje z ugledom in poklicnimi izkušnjami na denarnem ali bančnem področju, in sicer na priporočilo Sveta EU, ki se o tem predhodno posvetuje z Evropskim parlamentom in Svetom ECB, ter s soglasjem držav euroobmočja na ravni predsednikov držav ali vlad.

Pogoje zaposlitve za člane Izvršilnega odbora določi Svet ECB na predlog odbora, v katerem so trije člani, ki jih imenuje Svet ECB, in trije člani, ki jih imenuje Svet EU.

Denarna nadomestila članom Izvršilnega odbora so opisana v pojasnilu 29 „Stroški dela” v Letnih računovodskih izkazih.

### ZAPOSLENI

Povprečno število zaposlenih v ECB (v ekvivalentu polnega delovnega časa), ki imajo z ECB<sup>1</sup> sklenjeno pogodbo o zaposlitvi, se je s 1.448 v letu 2007 povečalo na 1.499 v letu 2008. Ob koncu tega leta je bilo v ECB zaposlenih 1.536 oseb. To področje je podrobneje predstavljeno v pojasnilu 29 „Stroški dela” v Letnih računovodskih izkazih in v osmem poglavju, 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 ESCB in Evropske centralne banke, ter prihodki iz tega naslova. Portfelj zagotavlja sredstva za operacije ECB na deviznem trgu za namene, ki so opredeljeni v Pogodbi.

Portfelj lastnih sredstev ECB odraža naložbe vplačanega kapitala, protipostavko rezervacije za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata, sklad splošnih rezerv ter prihodke od portfelja, nabrane v prejšnjih obdobjih. Njen namen je Evropski centralni banki zagotoviti prihodke, ki se lahko uporabijo za pokritje njenih stroškov poslovanja.

Naložbene dejavnosti ECB in upravljanje s tem povezanih tveganj so podrobneje opisani v drugem poglavju Letnega poročila.

## POSTOPEK PRIPRAVE PRORAČUNA

K finančnemu upravljanju ECB največ prispeva Odbor za proračun (BUCOM), ki ga sestavljajo strokovnjaki ECB in nacionalnih centralnih bank euroobmočja. Odbor za proračun v skladu s členom 15 Poslovnika podpira delo Sveta ECB s tem, da pripravi natančno oceno predloga letnega proračuna ECB in zahtevkov Izvršilnega odbora po dodatnih proračunskih sredstvih, preden se ti pošljejo v sprejetje Svetu ECB. Porabo v skladu s sprejetim proračunom redno spremljata Izvršilni odbor, ki upošteva nasvete notranjega nadzora ECB, in Svet ECB ob pomoči Odbora za proračun.

1 Zaposleni na neplačanem dopustu niso vključeni. V tej številki so zajeti zaposleni s pogodbo za nedoločen čas, za določen čas ali za kratek čas ter sodelujoči v programu ECB za diplomante. Vključeni so tudi zaposleni na porodniškem ali daljšem bolniškem dopustu.

## 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 so objavljeni potem, ko jih odobri Svet ECB.

### REZERVACIJA ZA TVEGANJA DEVIZNEGA TEČAJA, OBRETNOSTNE MERE IN CENE ZLATA

Ker se večina sredstev in obveznosti ECB redno prevrednoti po tekočih tržnih deviznih tečajih in cenah vrednostnih papirjev, je dobičkonosnost ECB močno izpostavljena tečajnemu in v manjši meri obrestnemu tveganju. Ta izpostavljenost izhaja predvsem iz njenih imetij deviznih rezerv v ameriških dolarjih, japonskih jenih in zlatu, ki se večinoma nalagajo v obrestonosne instrumente.

Zaradi velike izpostavljenosti ECB tem tveganjem in velikosti računov prevrednotenja je Svet ECB leta 2005 sklenil, da oblikuje rezervacijo za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata. Na dan 31. decembra 2007 je ta rezervacija znašala 2.668.758.313 EUR. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB sta centralni banki Cipra in Malte v rezervacijo s 1. januarjem 2008 prispevali 4.795.450 EUR oziroma 2.388.127 EUR. Ob upoštevanju rezultatov ocene je Svet ECB sklenil, da na dan 31. decembra 2008 v rezervacijo prenese dodatni znesek v višini 1.339.019.690 EUR. S tem se je obseg rezervacije povečal na največjo dovoljeno vrednost 4.014.961.580 EUR. Svet ECB je sklenil, da rezervacija skupaj z morebitnimi sredstvi v splošnem rezervnem skladu ECB ne sme presežati vrednosti kapitalskih deležev, ki so jih vplačale nacionalne centralne banke euroobmočja.

Iz te rezervacije se bodo financirale prihodnje realizirane in nerealizirane izgube, predvsem izgube vrednotenja, ki se ne pokrijejo z računov prevrednotenja. Velikost in nadaljnja potrebnost te rezervacije se ocenita letno glede na vrsto dejavnikov, predvsem raven imetij

tveganih finančnih sredstev, obseg realizirane izpostavljenosti tveganju v tekočem finančnem letu, pričakovani poslovni izid za prihodnje leto in oceno tveganja z izračunom tvegane vrednosti (VaR) za tvegana finančna sredstva, ki se dosledno uporablja daljše časovno obdobje.

### POSLOVNI IZID ZA LETO 2008

Neto prihodek ECB pred prenosom sredstev v rezervacijo za tveganja je znašal 2.661 milijonov EUR, v primerjavi z 286 milijoni EUR v letu 2007. Čisti dobiček v višini 1.322 milijonov EUR po prenosu je bil razdeljen nacionalnim centralnim bankam.

Zaradi apreciacije eura do ameriškega dolarja in v manjši meri do japonskega jena se je v letu 2007 znižala eurska knjigovodska vrednost imetij ECB, izraženih v teh dveh valutah. Znižanje knjigovodske vrednosti je znašalo 2,5 milijarde EUR in je bilo prikazano kot odhodek v izkazu poslovnega izida. V letu 2008 je ECB zaradi depreciacije eura do japonskega jena in ameriškega dolarja ustvarila nerealizirani dobiček v višini približno 3,6 milijarde EUR. Ta dobiček se je evidentiral na računu prevrednotenja v skladu s skupnimi računovodskimi usmeritvami, ki jih je za Eurosistem sprejel Svet ECB.

V letu 2008 so se neto obrestni prihodki zmanjšali na 2.381 milijonov EUR, z 2.421 milijonov EUR v letu 2007, in sicer predvsem zaradi (a) nižjih neto obrestnih prihodkov v ameriških dolarjih in (b) večjega obrestovanja terjatev nacionalnih centralnih bank v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami. Posledično zmanjšanje neto obrestnih prihodkov je le deloma odtehtalo povečanje obrestnih prihodkov v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema, ki odraža predvsem splošno povečanje obsega eurobankovcev v obtoku.

Neto realizirani prihodki iz naslova finančnih operacij so se s 779 milijonov EUR v letu 2007 zmanjšali na 662 milijonov EUR v letu 2008, predvsem zaradi manjše prodaje zlata v skladu

z sporazumom centralnih bank o zlatu, ki je v veljavo stopil 27. septembra 2004 in čigar podpisnica je tudi ECB. Posledično zmanjšanje realiziranih prihodkov od teh operacij so le deloma odtehtali višji neto realizirani prihodki od prodaje vrednostnih papirjev v letu 2008, opravljene po padcu obrestnih mer v ZDA v tem letu.

Skupni upravni stroški ECB, vključno z amortizacijo, so se s 385 milijonov EUR v letu 2007 povečali na 388 milijonov EUR v letu 2008.

#### **SPREMEMBA V KAPITALU ECB**

Na podlagi odločb Sveta 2007/503/ES in 2007/504/ES z dne 10. julij 2007, sta Ciper in Malta 1. januarja 2008 uvedla enotno valuto. V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB sta Central Bank of Cyprus in Bank Āentrali ta' Malta/Central Bank of Malta na ta dan zato vplačali preostali del vpisanega kapitala. Zaradi teh plačil se je vpisani kapital ECB s 4.127 milijonov EUR na dan 31. december 2007 povečal na 4.137 milijonov EUR na dan 1. januar 2008.

## **5 DRUGO**

#### **OKOLJEVARSTVENA VPRAŠANJA**

Na osnovi okvira okoljevarstvene politike ECB, sprejetega konec leta 2007, sta bila v letu 2008 pripravljena seznam okoljevarstvenih vprašanj in prva ocena ekoloških posledic delovanja ECB. ECB je poleg tega sklenila, da bo vzpostavila sistem za upravljanje okoljevarstvenih ukrepov, ki bo skladen z mednarodno priznanimi standardoma ISO 14001 in EMAS. Delovati je začel projekt za pridobitev certifikata za ta sistem banke do leta 2010, v letu 2008 pa so bili uspešno izvedeni nekateri ukrepi.

#### **UPRAVLJANJE STORITEV INFORMACIJSKE TEHNOLOGIJE**

V letu 2008 je ECB kot prva centralna banka pridobila certifikat skladnosti z mednarodnim standardom ISO/IEC 20000 za odlično upravljanje storitev informacijske tehnologije (ITSM). Standard ISO/IEC 20000 opisuje sklop medsebojno povezanih upravljalških

procesov za učinkovito ponudbo storitev IT organizaciji in njenim strankam. Z njim se bo bistveno izboljšala kakovost storitev IT v ECB in je že prinesel merljive koristi in prispeval k še večjemu zadovoljstvu končnih uporabnikov s temi storitvami.

## BILANCA STANJA NA DAN 31. DECEMBRA 2008

SREDSTVA	ŠT. POJASNILA	2008 EUR	2007 EUR
<b>Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>1</b>	<b>10.663.514.154</b>	<b>10.280.374.109</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>		
Terjatve do MDS		346.651.334	449.565.998
Stanja pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, posojila in druge terjatve do tujine		41.264.100.632	28.721.418.912
		<b>41.610.751.966</b>	<b>29.170.984.910</b>
<b>Terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>2</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>
<b>Terjatve do nerezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>3</b>		
Stanja pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila		<b>629.326.381</b>	<b>0</b>
<b>Druge terjatve do kreditnih institucij euroobmočja v eurih</b>	<b>4</b>	<b>25.006</b>	<b>13.774</b>
<b>Terjatve znotraj Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema		61.021.794.350	54.130.517.580
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)		234.095.515.333	17.241.183.222
		<b>295.117.309.683</b>	<b>71.371.700.802</b>
<b>Druga sredstva</b>	<b>6</b>		
Opredmetena osnovna sredstva		202.690.344	188.209.963
Druga finančna sredstva		10.351.859.696	9.678.817.294
Razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov		23.493.348	34.986.651
Aktivne časovne razmejitev		1.806.184.794	1.365.938.582
Razno		1.272.185.672	69.064.934
		<b>13.656.413.854</b>	<b>11.337.017.424</b>
<b>Skupaj sredstva</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

OBVEZNOSTI	ŠT. POJASNILA	2008 EUR	2007 EUR
<b>Bankovci v obtoku</b>	<b>7</b>	<b>61.021.794.350</b>	<b>54.130.517.580</b>
<b>Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>8</b>	<b>1.020.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>9</b>	<b>253.930.530.070</b>	<b>14.571.253.753</b>
<b>Obveznosti do rezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>10</b>	<b>272.822.807</b>	<b>0</b>
<b>Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti</b>	<b>10</b>	<b>1.444.797.283</b>	<b>667.076.397</b>
Vloge, stanja in druge obveznosti			
<b>Obveznosti znotraj Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Obveznosti, ustrezne prenosu deviznih rezerv		<b>40.149.615.805</b>	<b>40.041.833.998</b>
<b>Druge obveznosti</b>	<b>12</b>		
Razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov		1.130.580.103	69.589.536
Pasivne časovne razmejitev		2.284.795.433	1.848.257.491
Razno		1.797.414.878	659.763.920
		<b>5.212.790.414</b>	<b>2.577.610.947</b>
<b>Rezervacije</b>	<b>13</b>	<b>4.038.858.227</b>	<b>2.693.816.002</b>
<b>Računi prevrednotenja</b>	<b>14</b>	<b>11.352.601.325</b>	<b>6.169.009.571</b>
<b>Kapital in rezerve</b>	<b>15</b>		
Kapital		<b>4.137.159.938</b>	<b>4.127.136.230</b>
<b>Dobiček tekočega leta</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>
<b>Skupaj obveznosti</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>



## IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA ZA LETO, KI SE JE KONČALO 31. DECEMBRA 2008

	ŠT. POJASNILA	2008 EUR	2007 EUR
Obrestni prihodki od deviznih rezerv		997.075.442	1.354.887.368
Obrestni prihodki iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema		2.230.477.327	2.004.355.782
Drugi obrestni prihodki		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Obrestni prihodki</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Obrestovanje terjatev NCB v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami		(1.400.368.012)	(1.356.536.045)
Drugi obrestni odhodki		(7.876.884.520)	(3.962.006.944)
<i>Obrestni odhodki</i>		<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(5.318.542.989)</i>
<b>Neto obrestni prihodki</b>	<b>23</b>	<b>2.381.194.674</b>	<b>2.420.766.640</b>
Realizirani dobički/izgube iz finančnih operacij	<b>24</b>	662.342.084	778.547.213
Delni odpisi finančnih sredstev in pozicij	<b>25</b>	(2.662.102)	(2.534.252.814)
Prenos v/iz rezervacije za tečajna in cenovna tveganja		(1.339.019.690)	(286.416.109)
<b>Neto rezultat finančnih operacij, delni odpisi in rezervacije za tveganja</b>		<b>(679.339.708)</b>	<b>(2.042.121.710)</b>
<b>Neto odhodki iz provizij</b>	<b>26</b>	<b>(149.007)</b>	<b>(621.691)</b>
<b>Prihodek iz lastniških vrednostnih papirjev in udeležb v drugih družbah</b>	<b>27</b>	<b>882.152</b>	<b>920.730</b>
<b>Drugi prihodki</b>	<b>28</b>	<b>7.245.593</b>	<b>6.345.668</b>
<b>Skupaj neto prihodki</b>		<b>1.709.833.704</b>	<b>385.289.637</b>
Stroški dela	<b>29</b>	(174.200.469)	(168.870.244)
Upravni stroški	<b>30</b>	(183.224.063)	(184.589.229)
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev		(23.284.586)	(26.478.405)
Storitve tiskanja bankovcev	<b>31</b>	(6.871.050)	(5.351.759)
<b>Dobiček tekočega leta</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>

Frankfurt na Majni, 24. februar 2009

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Jean-Claude Trichet  
Predsednik

# RAČUNOVODSKE USMERITVE<sup>1</sup>

## OBLIKA IN PREDSTAVITEV RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

Namen računovodskih izkazov ECB je, da pošteno prikažejo finančno stanje ECB in rezultate njenega poslovanja. Pripravljeni so bili v skladu z naslednjimi 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

Sredstvo ali obveznost se v bilanci stanja prizna samo, če je verjetno, da bodo s sredstvom ali obveznostjo povezane prihodnje ekonomske koristi pritekale v ECB ali iz nje odtekale, če se skoraj vsa s sredstvom ali obveznostjo povezana tveganja in koristi prenesejo na ECB, ter če je mogoče nabavno ceno ali vrednost sredstva ali znesek obveznosti zanesljivo izmeriti.

## RAČUNOVODSKA IZHODIŠČA

Ti računovodski izkazi so bili pripravljeni na podlagi izvirne vrednosti, kot spremenjene zaradi upoštevanja 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 na podlagi datuma poravnave.

Z izjemo vrednostnih papirjev se transakcije s finančnimi instrumenti v tuji valuti 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 spremenijo neto valutno pozicijo na datum sklenitve posla, ko se izračunajo tudi z njimi povezani realizirani dobički ali izgube. Natečene obresti, premije in diskonti v zvezi s finančnimi instrumenti v tuji valuti se izračunajo in evidentirajo dnevno ter dnevno tudi vplivajo na valutno pozicijo.

## ZLATO TER SREDSTVA IN OBVEZNOSTI V TUJI VALUTI

Sredstva in obveznosti v tuji valuti se preračunajo v eure po deviznem tečaju, veljavnem na datum bilance stanja. Prihodki in odhodki v tuji valuti pa se preračunajo v eure po deviznem tečaju, veljavnem 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 obravnava ločeno od prevrednotenja zaradi spremembe deviznega tečaja.

Zlato se vrednoti po tržni ceni, veljavni ob koncu leta, prevrednotenje zaradi spremembe tržne cene in zaradi spremembe deviznega tečaja pa se ne obravnava ločeno. Zlato se vrednoti le enkrat na podlagi cene za unčo zlata v eurih, ki je bila za leto, končano 31. decembra 2008, določena na podlagi tečaja EUR/USD na dan 31. decembra 2008.

## VREDNOSTNI PAPIRJI

Vsi tržni vrednostni papirji in podobna sredstva se vrednotijo po srednjih tržnih cenah ali na podlagi ustrezne krivulje donosnosti na datum bilance stanja, in sicer vsak vrednostni papir posebej. Za leto, ki se je končalo 31. decembra 2008, so bile uporabljene srednje tržne cene na dan 30. decembra 2008. Netržni vrednostni papirji se vrednotijo po nabavni vrednosti, enako tudi nelikvidni lastniški vrednostni papirji, vendar ob upoštevanju oslabitve.

## PRIZNAVANJE PRIHODKOV

Prihodki in odhodki se priznajo v obdobju, v katerem nastanejo. Realizirani dobički in izgube iz prodaje tujih valut, zlata in vrednostnih papirjev se prenesejo v izkaz poslovnega izida. Izračunajo se na podlagi povprečne nabavne vrednosti posameznega sredstva.

- 1 Računovodske usmeritve ECB so podrobno opredeljene v Sklepu ECB/2006/17, UL L 348, 11. 12. 2006, str. 38, z vsemi spremembami.
- 2 Te usmeritve so skladne z določbami člena 26.4 Statuta ESCB, ki zahtevajo usklajen pristop k pravilom, ki urejajo računovodstvo in finančno poročanje o poslovanju Eurosistema.

Nerealizirani dobički se ne priznajo kot prihodek, ampak se evidentirajo neposredno na računu prevrednotenja.

Nerealizirane izgube se prenesejo v izkaz poslovnega izida, če presegajo predhodne dobičke iz prevrednotenja, evidentirane na ustreznem računu prevrednotenja. Pri nerealiziranih izgubah iz katerega koli vrednostnega papirja, valute ali imetja v zlatu ni neto izravnave v breme nerealiziranih dobičkov iz drugih vrednostnih papirjev, valut ali zlata. V primeru nerealizirane izgube ob koncu leta iz katere koli postavke se povprečna nabavna vrednost te postavke zmanjša na devizni tečaj ali tržno ceno ob koncu leta.

Premije ali diskonti za kupljene vrednostne papirje se izračunajo in prikažejo kot del obrestnih prihodkov ter amortizirajo med preostalim obdobjem 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 nasprotni stranke za dogovorjeno ceno na datum v prihodnosti. Pogodbe o povratnem nakupu se evidentirajo 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 evidentirajo kot dana zavarovana posojila na strani sredstev v bilanci stanja, 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, če ECB prejme zavarovanje v obliki gotovine. V letu 2008 ECB ni prejela nobenega zavarovanja v obliki gotovine v zvezi s takšnimi transakcijami.

### **ZABILANČNI INSTRUMENTI**

Valutni instrumenti, tj. valutne terminske transakcije, terminski deli valutnih zamenjav in drugi instrumenti, ki vključujejo prihodnjo zamenjavo ene valute za drugo, se vključijo v neto valutno pozicijo zaradi izračuna pozitivnih in negativnih tečajnih razlik.

Prevrednotenje obrestnih instrumentov se izvaja za vsako postavko posebej. Dnevne spremembe gibljivih kritij nedospelih terminskih pogodb na obrestno mero se evidentirajo v izkazu poslovnega izida. Vrednotenje terminskih transakcij z vrednostnimi papirji in obrestnih zamenjav temelji na splošno sprejeti metodi vrednotenja z uporabo tržnih cen ter diskontnih faktorjev od datuma poravnave do datuma vrednotenja.

### **DOGODKI PO DATUMU BILANCE STANJA**

Sredstva in obveznosti se prilagodijo ustrezno 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.

Pomembni dogodki po datumu bilance stanja, ki ne vplivajo na stanje sredstev in obveznosti na datum bilance stanja, so razkriti v pojasnilih.

### **STANJA ZNOTRAJ ESCB/EUROSISTEMA**

Transakcije znotraj ESCB so čezmejne transakcije, ki potekajo med dvema centralnima bankama EU. Zaradi teh transakcij, ki se obdelajo predvsem v sistemu TARGET2<sup>3</sup>– transevrop-

3 Tehnično decentralizirani sistem prve generacije se je postopno zamenjal s sistemom druge generacije (TARGET2), ki temelji na enotni tehnični infrastrukturi, to je enotni skupni platformi (ESP). Migracija v TARGET2 se je začela novembra 2007 in končala maja 2008.

skem sistemu bruto poravnave v realnem času (glej poglavje 2) –, nastanejo dvostranska stanja na računih med centralnimi bankami EU, ki so povezane v TARGET2. Ta dvostranska stanja se dnevno dodelijo ECB, tako da vsaki posamezni nacionalni centralni banki ostane samo ena neto dvostranska pozicija do ECB. Ta pozicija v knjigah ECB predstavlja neto terjatev ali obveznost vsake nacionalne centralne banke do ostalega ESCB.

Stanja znotraj ESCB v eurih, ki jih imajo nacionalne centralne banke euroobmočja pri ECB (razen kapitala ECB in stanj, ki so posledica prenosa deviznih rezerv na ECB), so terjatve ali obveznosti znotraj Eurosistema in se v bilanci stanja ECB prikažejo kot ena neto pozicija sredstev ali obveznosti.

Stanja znotraj Eurosistema, ki izhajajo iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema, se vključijo kot eno neto sredstvo v postavko „terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema“ (glej „Bankovci v obtoku“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

Stanja znotraj ESCB, ki jih imajo nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pri ECB in izhajajo iz njihovega sodelovanja v sistemu TARGET2<sup>4</sup>, se razkrijejo pod „obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih“.

### OBRAVNAVA OSNOVNIH SREDSTEV

Osnovna sredstva, razen zemljišč, se vrednotijo po amortizirani nabavni vrednosti. Zemljišča se vrednotijo po nabavni vrednosti. Amortizacija se obračunava linearno od četrtertletja po nabavi do konca pričakovane dobe koristnosti sredstva, kakor sledi:

Računalniki in strojna/programska oprema ter motorna vozila	4 leta
Oprema, pohištvo in tehnična infrastruktura	10 let
Osnovna sredstva, ki stanejo manj kot 10.000 EUR	odpis v letu nabave

Amortizacijska doba usredstvenih izdatkov za zgradbe in obnovo, povezanih z obstoječimi prostori ECB, se je skrajšala, da bi se zagotovil

popoln odpis teh sredstev še pred selitvijo ECB v novo stavbo.

### POKOJNINSKI NAČRT IN DRUGI POZAPOSLITVENI PREJEMKI V 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 tako, da se ocenjeni prihodnji denarni tokovi diskontirajo z uporabo obrestnih mer visoko kakovostnih podjetniških obveznic, ki so denominirane v eurih in imajo podobno dospelost kot ustrezna obveza.

Aktuarski dobički in izgube lahko nastanejo zaradi izkustvenih prilagoditev (če se dejstva razlikujejo od predhodnih aktuarskih predpostavk) in sprememb v aktuarskih predpostavkah.

### IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA

Neto znesek, ki bremeni izkaz poslovnega izida, obsega:

- stroške sprotnega službovanja, ki izhajajo iz prejemkov, natečenih v tekočem letu;
- obresti od obveze za določene prejemke po diskontni stopnji;
- pričakovani donos sredstev načrta; ter

<sup>4</sup> Na dan 31. decembra 2008 so naslednje centralne banke zunaj euroobmočja sodelovale v sistemu TARGET2: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski in Eesti Pank.

(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 presežajo večjo od naslednjih 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 rezervacijo za invalidnine zaposlenih je vzpostavljen sistem financiranja brez skladov. Pričakovani stroški teh prejemkov se izračunajo na podlagi trajanja mandata/zaposlitve člana Izvršilnega odbora/zaposlenega z uporabo računovodskega pristopa, ki je podoben tistemu za pokojninske načrte z določenimi prejemki. Aktuarski dobički in izgube se priznajo na enak način, kot je opisano zgoraj.

Te obveze letno vrednotijo neodvisni aktuarji z namenom, da se v računovodskih izkazih prikaže ustrezna obveznost.

#### **BANKOVCI V OBTOKU**

ECB in nacionalne centralne banke euroobmočja, ki skupaj tvorijo Eurosistem, izdajajo eurobankovce.<sup>5</sup> Skupna vrednost eurobankovcev v obtoku se centralnim bankam Eurosistema razdeli zadnji delovni dan v mesecu v skladu s ključem za razdelitev bankovcev.<sup>6</sup>

ECB je bil dodeljen 8-odstotni delež skupne vrednosti eurobankovcev v obtoku, ki se razkrije na strani obveznosti bilance stanja v postavki „bankovci v obtoku“. Delež ECB v skupni izdaji bankovcev je krit s terjatvami do nacionalnih centralnih bank. Te terjatve, ki se obrestujejo<sup>7</sup>, se razkrijejo v podpostavki „terjatve znotraj Eurosistema: terjatve v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema“ (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema“ v pojasni-

lih k računovodskim usmeritvam). Obrestni prihodki od teh terjatev se vključijo v postavko „neto obrestni prihodki“. Ti prihodki pripadajo nacionalnim centralnim bankam v poslovnem letu, v katerem nastanejo, razdelijo pa se drugi delovni dan naslednjega leta.<sup>8</sup> Razdelijo se v celoti, razen če je čisti dobiček ECB tekočega leta manjši od njenega prihodka iz eurobankovcev v obtoku, kot tudi ob upoštevanju morebitnih sklepov Sveta ECB o prenosu teh prihodkov v rezervacijo za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata ter/ali o porabi teh prihodkov za pokritje stroškov ECB v zvezi z izdajo in obdelavo eurobankovcev.

#### **PRERAZVRSTITVE**

V letu 2008 je bilo zaradi spremembe predstavljanja ponovno razvrščenih več postavk, čemur ustrezno so bila prilagojena stanja na dan 31. decembra 2007. Prerazvrstitve so opisane v pojasnilih k bilanci stanja.<sup>9</sup>

#### **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 PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft imenuje za zunanjega revizorja ECB za obdobje petih let do konca poslovnega leta 2012.

5 Sklep ECB/2001/15 z dne 6. decembra 2001 o izdajanju eurobankovcev, UL L 337, 20. 12. 2001, str. 52, z vsemi spremembami.

6 „Ključ za razdelitev bankovcev“ pomeni odstotke, ki jih dobimo, če upoštevamo delež ECB v skupni izdaji eurobankovcev in uporabimo ključ za vpis kapitala pri določitvi deleža nacionalnih centralnih bank v skupni izdaji.

7 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.

8 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.

9 Prerazvrstitve so v skladu z računovodskimi usmeritvami ECB, kot so opredeljene v Sklepu ECB/2006/17, UL L 348, 11. 12. 2006, str. 38, z vsemi spremembami.

# POJASNILA K BILANCI STANJA

## I ZLATO IN TERJATVE V ZLATU

Na dan 31. decembra 2008 je imela ECB 17.156.546 unč zlata (2007: 18.091.733 unč). Zmanjšanje je posledica (a) prodaj v višini 963.987 unč zlata v skladu s Sporazumom centralnih bank o zlatu, ki je začel veljati 27. septembra 2004 in ga je podpisala tudi ECB, ter (b) prenosa na ECB v višini 19.151 unč oziroma 9.649 unč zlata<sup>10</sup>, ki sta ga centralni banki Cipra in Malte opravili ob uvedbi enotne valute v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB. Zmanjšanje eurske protivrednosti tega imetja zaradi omenjenih transakcij pa je več kot odtehtalo precejšnje povečanje cene zlata v letu 2008 (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## 2 TERJATVE DO NEREZIDENTOV IN REZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

### TERJATVE DO MDS

Ta postavka predstavlja imetja ECB v obliki posebnih pravic črpanja (PPČ) na dan 31. decembra 2008. Izhaja iz dogovora z Mednarodnim denarnim skladom (MDS), po katerem je ta pooblaščen, da v imenu ECB prodaja ali kupuje PPČ za eure v okviru najnižje in najvišje ravni imetij. PPČ so opredeljene kot košarica valut. Njihova vrednost je določena kot ponderirana vsota deviznih tečajev štirih glavnih valut (eura, japonskega jena, britanskega funta in ameriškega dolarja). PPČ se v računovodske namene obravnavajo kot tuja valuta (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

### STANJA PRI BANKAH IN NALOŽBE V VREDNOSTNE PAPIRJE, POSOJILA IN DRUGE TERJATVE DO TUJINE; TER TERJATVE DO REZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

Ti dve postavki obsegata stanja pri bankah in posojila v tuji valuti ter naložbe v vrednostne papirje, denominirane v ameriških dolarjih in japonskih jenih. Amortizacija diskontov in premij za vrednostne papirje, denominirane v tuji valuti, je bila prej vključena v postavko „aktivne časovne razmejitve” oziroma v postavko

„pasivne časovne razmejitve”. ECB je sklenila, da spremeni predstavljanje in zato prerazporedi te zneske pod postavko „stanja pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, posojila in druge terjatve do tujine”. Primerljiva stanja na dan 31. decembra 2007 so bila ustrezno prilagojena.

<i>Terjatve do nerezidentov euroobmočja</i>	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Vloge na denarnem trgu	573.557.686	688.783.688	(115.226.002)
Pogodbe o povratni prodaji	379.961.453	543.247.188	(163.285.735)
Naložbe v vrednostne papirje	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
Skupaj	41.264.100.632	28.721.418.912	12.542.681.720

<i>Terjatve do rezidentov euroobmočja</i>	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi	619.534	574.945	44.589
Vloge na denarnem trgu	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
Skupaj	22.225.882.711	3.868.163.459	18.357.719.252

Povečanje tekočih računov pri nerezidentih euroobmočja je predvsem posledica (a) poravnave valutnih zamenjav z dansko centralno banko, natančneje njihovih delov v danskih kronah, nedospelih v višini 3,9 milijarde EUR na dan 31. decembra 2008 (glej pojasnilo 20, „Valutne zamenjave in valutne termenske transakcije”), ter (b) stanj v švicarskih frankih v višini 1,2 milijarde EUR, ki so se pojavila v zvezi dogovorom o valutnih zamenjavah s švicarsko centralno banko<sup>11</sup> (glej pojasnilo 9, „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”). K povečanju skupne vrednosti teh postavk je prispevalo tudi naslednje: apreciacija japonskega jena in ame-

<sup>10</sup> Prenosa v skupni protivrednosti 16,5 milijona EUR sta bila izvedena s 1. januarjem 2008.

<sup>11</sup> Stanja v švicarskih frankih odražajo ukrepe za obvladovanje tveganj, ki jih ECB uporablja pri svojih avkcijah valutnih zamenjav EUR/CHF, natančneje zahteve ECB po začetnem kritju, ki znaša 5% v primeru enotedenskih operacij in 15% v primeru 84-dnevnih operacij.

riškega dolarja do eura, nerealizirani dobički iz vrednostnih papirjev (glej pojasnilo 14, „Računi prevrednotenja”), naložitev iztržkov od prodaj zlata (glej pojasnilo 1, „Zlato in terjatve v zlatu”) ter prihodki, prejeti predvsem v zvezi s portfeljem v ameriških dolarjih.

Vloge v zvezi z operacijami, ki so jih centralne banke Eurosistema izvedle, da bi kreditnim institucijam euroobmočja zagotovile likvidnost v ameriških dolarjih, so vključene v postavko vloge na denarnem trgu pri rezidentih euroobmočja.

Dodatno sta centralni banki Cipra in Malte ob uvedbi eura na ECB s 1. januarjem 2008 prenesli ameriške dolarje v skupni vrednosti 93,5 milijona EUR, v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB.

Neto devizna imetja ECB<sup>12</sup> v ameriških dolarjih oziroma japonskih jenih na dan 31. decembra 2008 so bila naslednja:

	(v milijonih USD ali JPY)
Ameriški dolar	40.062
Japonski jen	1.084.548

### 3 TERJATVE DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH

Ta postavka je v letu 2007 vključevala vloge na denarnem trgu in tekoče račune pri nerezidentih euroobmočja kot neposredno protipostavko kapitala in rezerv ECB. ECB je sklenila, da ta imetja kot namenski portfelj prerazporedi v postavko „druga finančna sredstva”. Primerljiva stanja na dan 31. decembra 2007 so bila ustrezno prilagojena.

Na dan 31. decembra 2008 je ta postavka vključevala predvsem terjatev v višini 460,0 milijona EUR do madžarske centralne banke v zvezi z dogovorom, ki ga je ta sklenila z ECB o povratnih transakcijah. Dogovor Magyar Nemzeti Bank omogoča, da si izposodi do 5 milijard EUR, če jih potrebuje v okviru svojih domačih operacij povečevanja likvidnosti v eurih.

### 4 DRUGE TERJATVE DO KREDITNIH INSTITUCIJ EUROOBMOČJA V EURIH

Ta postavka je v letu 2007 vključevala vloge na denarnem trgu in tekoče račune pri rezidentih euroobmočja kot neposredno protipostavko kapitala in rezerv ECB. ECB je sklenila, da ta imetja kot namenski portfelj prerazporedi v postavko „druga finančna sredstva”. Primerljiva stanja na dan 31. decembra 2007 so bila ustrezno prilagojena.

Na dan 31. decembra 2008 je ta terjatev vključevala en tekoči račun pri rezidentu euroobmočja.

### 5 TERJATVE ZNOTRAJ EUROSISTEMA

#### TERJATVE V ZVEZI Z RAZDELITVIJO EUROBANKOVCEV ZNOTRAJ EUROSISTEMA

Ta postavka vključuje terjatve ECB do nacionalnih centralnih bank euroobmočja v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

#### DRUGE TERJATVE ZNOTRAJ EUROSISTEMA (NETO)

Ta postavka je v letu 2008 vključevala predvsem stanja v sistemu TARGET2, ki so jih imele nacionalne centralne banke euroobmočja do ECB (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam). Povečanje te postavke je predvsem posledica verižnih zamenjav z nacionalnimi centralnimi bankami v zvezi z operacijami povečevanja likvidnosti v ameriških dolarjih (glej pojasnilo 9, „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”).

<sup>12</sup> Sredstva minus obveznosti v ustrezni tuji valuti, ki se prevrednotijo v primeru spremembe deviznega tečaja. Vključena so pod postavke „terjatve do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „terjatve do rezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „aktivne časovne razmejitev”, „obveznosti do rezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „obveznosti do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti”, „razlike zaradi prevrednotenja zabilančnih instrumentov” (na strani obveznosti) in „pasivne časovne razmejitev”, tudi ob upoštevanju valutnih zamenjav in valutnih terminskih transakcij v zabilančnih postavkah. Učinki cenovnega prevrednotenja finančnih instrumentov v tuji valuti niso vključeni.

Ta postavka vključuje tudi znesek, ki ga ECB dolguje nacionalnim centralnim bankam euroobmočja v zvezi z vmesno razdelitvijo prihodka ECB iz bankovcev (glej „Bankovci v obtoku” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

	2008 EUR	2007 EUR
Terjatve do NCB euroobmočja v zvezi s TARGET2	420.833.781.929	145.320.642.526
Obveznosti do NCB euroobmočja v zvezi s TARGET2	(185.532.591.178)	(128.079.459.304)
Obveznosti do NCB euroobmočja v zvezi z vmesno razdelitvijo prihodka ECB iz bankovcev	(1.205.675.418)	0
Druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)	234.095.515.333	17.241.183.222

## 6 DRUGA SREDSTVA

### OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA

Na dan 31. decembra 2008 so ta sredstva obsegala naslednje postavke:

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
<b>Nabavnavrednost</b>			
Zemljišča in zgradbe	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Računalniška strojna in programska oprema	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Sredstva v gradnji in izdelavi	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Druga osnovna sredstva	3.577.485	1.195.290	2.382.195
<b>Skupaj nabavna vrednost</b>	<b>450.011.028</b>	<b>413.787.579</b>	<b>36.223.449</b>
<b>Nabrana amortizacija</b>			
Zemljišča in zgradbe	(59.885.983)	(49.672.589)	(10.213.394)
Računalniška strojna in programska oprema	(160.665.542)	(150.195.777)	(10.469.765)
Oprema, pohištvo, tehnična infrastruktura in motorna vozila	(26.618.732)	(25.562.068)	(1.056.664)

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Druga osnovna sredstva	(150.427)	(147.182)	(3.245)
<b>Skupaj nabrana amortizacija</b>	<b>(247.320.684)</b>	<b>(225.577.616)</b>	<b>(21.743.068)</b>
<b>Neto knjigovodska vrednost</b>	<b>202.690.344</b>	<b>188.209.963</b>	<b>14.480.381</b>

Povečanje postavke „sredstva v gradnji in izdelavi” se pretežno nanaša na začetna dela v zvezi z novo stavbo ECB. Prenosi iz te kategorije v ustrezne postavke osnovnih sredstev se bodo izvršili ob predaji sredstev v uporabo.

### DRUGA FINANČNA SREDSTVA

Amortizacija diskontov in premij za vrednostne papirje, denominirane v eurih, je bila prej vključena v postavko „aktivne časovne razmejitev” oziroma v postavko „pasivne časovne razmejitev”. ECB je sklenila, da spremeni predstavljanje in zato prerazporedi te zneske pod to postavko. Poleg tega so sedaj tudi vloge na denarnem trgu in tekoči računi v eurih kot neposredna protipostavka kapitala in rezerv ECB vključeni v to postavko (glej pojasnilo 3, „Terjatve do nerezidentov euroobmočja v eurih”, in pojasnilo 4, „Druge terjatve do kreditnih institucij euroobmočja v eurih”). Primerljiva stanja na dan 31. decembra 2007 so bila ustrezno prilagojena.

Ta postavka je sestavljena iz naslednjih glavnih komponent:

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Tekoči računi v eurih	4.936.630	5.153.295	(216.665)
Vloge na denarnem trgu v eurih	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Vrednostni papirji v eurih	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Pogodbe o povratni prodaji v eurih	479.293.075	668.392.837	(189.099.762)
Druga finančna sredstva	42.124.863	42.190.576	(65.713)
<b>Skupaj</b>	<b>10.351.859.696</b>	<b>9.678.817.294</b>	<b>673.042.402</b>



- (a) Tekoči računi, vloge na denarnem trgu, vrednostni papirji in pogodbe o povratni prodaji v eurih predstavljajo naložbe lastnih sredstev ECB (glej pojasnilo 12, „Druge obveznosti“). Neto povečanje vrednostni lastnih sredstev ECB je predvsem posledica dejstva, da se je v portfelj lastnih sredstev naložilo protipostavko zneska, ki se je v letu 2007 prenesel v rezervacijo ECB za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata, kot tudi nerealiziranih dobičkov iz vrednostnih papirjev (glej pojasnilo 14, „Računi prevrednotenja“) ter prihodka od portfelja lastnih sredstev.
- (b) ECB ima 3.211 delnic Banke za mednarodne poravnave (BIS), ki so v bilanco stanja vključene po nabavni vrednosti 41,8 milijona EUR.

#### **RAZLIKE ZARADI PREVREDNOTENJA ZABILANČNIH INSTRUMENTOV**

V letu 2008 je ta postavka obsegala predvsem dobičke iz vrednotenja nedospelih obrestnih zamenjav (glej pojasnilo 19, „Obrestne zamenjave“).

#### **AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE**

V letu 2008 je ta postavka vključevala natečene obresti na terjatve ECB v zvezi z razdelitvijo eurobankovcev znotraj Eurosistema (glej „Bankovci v obtoku“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam), in sicer za zadnje četrletje v višini 500,4 milijona EUR, ter natečene obresti na terjatve do nacionalnih centralnih bank euroobmočja v zvezi s stanji v sistemu TARGET2, in sicer za zadnji mesec v letu 2008 v višini 648,9 milijona EUR.

Ta postavka vključuje tudi natečene obresti na vrednostne papirje (glej tudi pojasnilo 2, „Terjatve do nerezidentov in rezidentov euroobmočja v tuji valuti“, ter pojasnilo 6, „Druga sredstva“) in drugih finančnih sredstev.

#### **RAZNO**

Ta postavka vključuje predvsem natečeno vmesno razdelitev prihodka ECB iz bankovcev (glej „Bankovci v obtoku“ v pojasnilih k računovod-

skim usmeritvam, in pojasnilo 5, „Terjatve znotraj Eurosistema“).

Ta postavka vključuje tudi pozitivna stanja v zvezi z valutnimi zamenjavami in valutnimi terminskimi transakcijami, ki so bile nedospele 31. decembra 2008 (glej pojasnilo 20, „Valutne zamenjave in valutne terminske transakcije“). Ta stanja izhajajo iz pretvorbe omenjenih transakcij v eure po povprečni nabavni ceni ustrezne valute na datum bilance stanja, v primerjavi z njihovo protivrednostjo v eurih, v kateri so bile prvotno evidentirane (glej „Zabilančni instrumenti“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

Poleg tega ta postavka vključuje še 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 vključuje 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 Bančnega združenja za euro (*Euro Banking Association* – EBA), ki jih ECB uporablja za zavarovanje plačil EBA, poravnanih prek sistema TARGET2.

## **9 OBVEZNOSTI DO NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V EURIH**

Ta postavka vključuje predvsem obveznosti do ameriške centralne banke Federal Reserve v višini 219,7 milijarde EUR v zvezi z zača-

sno avkcijo v ameriških dolarjih (*Term Auction Facility*). V okviru tega programa je ECB od ameriške centralne banke prejela ameriške dolarje prek začasnega dogovora o povratnih valutnih zamenjavah (*temporary reciprocal currency arrangement* ali *swap line*), katere cilj je nasprotnim strankam Eurosistema ponuditi kratkoročna sredstva v ameriških dolarjih. Hkrati je ECB izvedla verižne valutne zamenjave z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja, te pa so pridobljena sredstva uporabile za operacije povečevanja likvidnosti v ameriških dolarjih, ki so jih z nasprotnimi strankami Eurosistema izvedle v obliki povratnih transakcij in valutnih zamenjav. Zaradi verižnih valutnih zamenjav so med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami nastala stanja znotraj Eurosistema, ki so vključena v postavko „druge terjatve znotraj Euro-sistema (neto)”.

V to postavko je vključena tudi obveznost do švicarske centralne banke v višini 18,4 milijarde EUR. Swiss National Bank je zagotovila švicarske franke v okviru dogovora o valutnih zamenjavah, katerega cilj je nasprotnim strankam Eurosistema ponuditi kratkoročna sredstva v švicarskih frankih. Hkrati je ECB izvedla valutne zamenjave z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja, te pa so pridobljena sredstva uporabile za operacije povečevanja likvidnosti v švicarskih frankih v zameno za eurogotovino, ki so jih z nasprotnimi strankami Eurosistema izvedle v obliki valutnih zamenjav. Zaradi valutnih zamenjav so med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami nastala stanja znotraj Eurosistema, ki so vključena v postavko „druge terjatve znotraj Eurosistema (neto)”. Ta postavka vključuje še obveznost do Swiss National Bank v višini 15,4 milijarde EUR. Ta se nanaša na euro sredstva, ki jih je Swiss National Bank prejela iz operacij z drugimi nasprotnimi strankami in vložila pri ECB.

Preostali del te postavke so stanja, ki jih imajo nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja pri ECB in izhajajo iz transakcij prek sistema TARGET2 (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema” v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

## IO OBVEZNOSTI DO REZIDENTOV IN NEREZIDENTOV EUROOBMOČJA V TUJI VALUTI

Ta postavka vključuje predvsem pogodbe o povratnem nakupu, sklenjene z rezidenti in nerezidenti euroobmočja v zvezi z upravljanjem deviznih rezerv ECB.

## II 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. Obrestujejo se po zadnji razpoložljivi mejni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema, ki je prilagojena tako, da odraža ničelno stopnjo donosa zlata (glej pojasnilo 23, „Neto obrestni prihodki”).

	Do 31. december 2007 EUR	Od 1. januar 2008 <sup>1</sup> EUR
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Bank of Greece	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Central Bank of Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
<b>Skupaj</b>	<b>40.041.833.998</b>	<b>40.149.615.805</b>

1) Posamezni zneski so zaokroženi na najbližji euro. Zaradi tega je mogoče, da se vsote v tabeli ne izidejo.

Te obveznosti so se povečale za 107.781.807 EUR zaradi prenosa deviznih rezerv s strani centralnih bank Cipra in Malte ob uvedbi enotne valute.

Terjatvi centralnih bank Cipra in Malte sta bili določeni v višini 71.950.549 EUR oziroma 35.831.258 EUR, s čimer se je zagotovila enakost med razmerjem njunih terjatev in skupno terjatvijo drugih nacionalnih centralnih bank euroobmočja na eni strani ter razmerjem med njunima ponderjema v kapitalnem ključu ECB in skupnim ponderjem drugih nacionalnih centralnih bank euroobmočja v tem ključu na drugi strani. Razlika med terjatvijo in vrednostjo prenesenih sredstev (glej pojasnilo 1, „Zlato in terjatve v zlatu“, ter pojasnilo 2, „Terjatve do nerezidentov in rezidentov euroobmočja v tuji valuti“) je bila obravnavana kot del zneska, ki sta ga centralni banki Cipra in Malte v skladu s členom 49.2 Statuta ESCB dolžni prispevati k rezervam in k tem rezervam enakovredni rezervaciji ECB na dan 31. decembra 2007 (glej pojasnilo 13, „Rezervacije“, in pojasnilo 14, „Računi prevrednotenja“).

## 12 DRUGE OBVEZNOSTI

### RAZLIKE ZARADI PREVREDNOTENJA ZABILANČNIH INSTRUMENTOV

Ta postavka vključuje predvsem spremembe zaradi vrednotenja valutnih zamenjav in valutnih terminskih transakcij, ki so bile nedospele 31. decembra 2008 (glej pojasnilo 20, „Valutne zamenjave in valutne terminske transakcije“). Te spremembe zaradi vrednotenja izhajajo iz pretvorbe omenjenih transakcij v eure po tečajih, veljavnih na datum bilance stanja, v primerjavi z njihovo protivrednostjo v eurih, ki izhaja iz pretvorbe teh transakcij po povprečni nabavni vrednosti ustrezne valute (glej „Zlato ter sredstva in obveznosti v tuji valuti“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam, ter pojasnilo 6, „Druga sredstva“).

Ta postavka vključuje tudi izgube iz vrednotenja obrestnih zamenjav.

### PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE

Ta postavka vključuje predvsem obresti, plačljive nacionalnim centralnim bankam na njihove terjatve v zvezi s prenesenimi deviznimi rezervami (glej pojasnilo 11, „Obveznosti znotraj Euro-sistema“), in sicer v višini 1,4 milijarde EUR. Vključuje tudi časovne razmejitve za obveznosti do nacionalnih centralnih bank v zvezi s stanji v TARGET2, časovne razmejitve v zvezi s finančnimi instrumenti (glej tudi pojasnilo 2, „Terjatve do nerezidentov in rezidentov euroobmočja v tuji valuti“, ter pojasnilo 6, „Druga sredstva“) ter druge časovne razmejitve.

### RAZNO

Ta postavka vključuje predvsem negativna stanja v zvezi z valutnimi zamenjavami in valutnimi terminskimi transakcijami, ki so bile nedospele 31. decembra 2008 (glej pojasnilo 20, „Valutne zamenjave in valutne terminske transakcije“). Ta stanja izhajajo iz pretvorbe omenjenih transakcij v eure po povprečni nabavni ceni ustrezne valute na datum bilance stanja, v primerjavi z njihovo protivrednostjo v eurih, v kateri so bile prvotno evidentirane (glej „Zabilančni instrumenti“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

Ta postavka vključuje tudi nedospele pogodbe o povratnem nakupu v višini 337,6 milijona EUR, ki so bile sklenjene v zvezi z upravljanjem lastnih sredstev ECB (glej pojasnilo 6, „Druga sredstva“), in neto obveznost v zvezi s pokojninsko obvezo ECB, kot je opisano v nadaljevanju.

### POKOJNINSKI NAČRT IN DRUGI POZAPOSLITVENI PREJEMKI V ECB

Zneski, ki se v zvezi s pokojninsko obvezo ECB priznajo v bilanci stanja (glej „Pokojninski načrt in drugi zaposlitveni prejemki v ECB“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam), so naslednji:

	2008 v milijonih EUR	2007 v milijonih EUR
Sedanja vrednost obveze	317,0	285,8
Poštena vrednost sredstev načrta	(226,7)	(229,8)
Nepriznani aktuarski dobički/(izgube)	7,6	35,4
Obveznost, priznana v bilanci stanja	97,9	91,4

Sedanja vrednost obveze vključuje tudi obvezo v višini 42,3 milijona EUR (2007: 36,8 milijona EUR) iz naslova pokojnin članov Izvršilnega odbora in rezervacije za invalidnine zaposlenih, ki se financirajo brez skladov.

Zneski, priznani v izkazu poslovnega izida za leti 2008 in 2007 v zvezi s „stroški sprotnega službovanja”, „obresti od obveze za določene prejemke”, „pričakovanim donosom sredstev načrta” in „neto aktuarskimi (dobički)/izgubami, priznanimi v poslovnem letu”, so naslednji:

	2008 v milijonih EUR	2007 v milijonih EUR
Stroški sprotnega službovanja	24,7	26,5
Obresti od obveze	10,7	8,6
Pričakovani donos sredstev načrta	(10,0)	(7,9)
Neto aktuarski (dobički)/ izgube, priznani v letu	(1,1)	0
Skupaj vključeno med „stroške dela”	24,3	27,2

V skladu s pristopom z „10% pasom” (glej „Pokojninski načrt in drugi pozaposlitveni prejemki v ECB“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam) se neto kumulativni nepriznani aktuarski dobički, ki presegajo večjo od naslednjih velikosti: (a) 10% sedanje vrednosti obveze za določene prejemke in (b) 10% poštene vrednosti sredstev načrta, amortizirajo med pričakovano povprečno preostalo delovno dobo sodelujočih zaposlenih.

Spremembe v sedanji vrednosti obveze za določene prejemke so naslednje:

	2008 v milijonih EUR	2007 v milijonih EUR
Začetna obveza za določene prejemke	285,8	258,5
Stroški službovanja	24,7	26,5
Štroški obresti	10,7	8,6
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	17,9	14,2
Druge neto spremembe v obveznostih, povezane s prispevki udeležencev načrta	(12,3)	2,5
Plačani prejemki	(3,8)	(2,5)
Aktuarski (dobički)/izgube	(6,0)	(22,0)
Končna obveza za določene prejemke	(317,0)	(285,8)

Spremembe v poštenu vrednosti sredstev načrta so naslednje:

	2008 v milijonih EUR	2007 v milijonih EUR
Začetna poštena vrednost sredstev načrta	229,8	195,3
Pričakovani donos	10,0	7,9
Aktuarski dobički/(izgube)	(32,7)	(4,0)
Prispevki, ki jih plača delodajalec	17,5	16,2
Prispevki, ki jih plačajo udeleženci načrta	17,8	14,1
Plačani prejemki	(3,4)	(2,2)
Druge neto spremembe v sredstvih, povezane s prispevki udeležencev načrta	(12,3)	2,5
Končna poštena vrednost sredstev načrta	226,7	229,8

Pri vrednotenju postavk iz tega pojasnila so aktuarji uporabili predpostavke, ki jih je za namen računovodstva in razkritja sprejel Izvršilni odbor.

Glavne predpostavke, ki so jih aktuarji uporabili pri izračunu obveznosti iz pokojninskega načrta zaposlenih, so prikazane v naslednji tabeli. Aktuarji za izračun letne bremenitve izkaza poslovnega izida uporabijo pričakovano stopnjo donosa sredstev načrta.

	2008 %	2007 %
Diskontna stopnja	5,75	5,30
Pričakovani donos sredstev načrta	6,50	6,50
Prihodnja rast plač	2,00	2,00
Future pension increases	2,00	2,00

### 13 REZERVACIJE

Ta postavka vključuje rezervacijo za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata, ter druge rezervacije. Slednje vključujejo tudi ustrezno rezervacijo za pogodbene obveznosti, ki ECB nalagajo, da sedanje prostore ob selitvi na novo lokacijo vrne v prvotno stanje.

Ob upoštevanju velike izpostavljenosti ECB tveganjem deviznega tečaja, obrestne mere in

cene zlata, kot tudi velikosti njenih računov prevrednotenja, je Svet ECB dne 31. decembra 2005 sklenil, da je primerno oblikovati rezervacijo za zaščito pred temi tveganji. Ta rezervacija se bo v obsegu, za katerega bo Svet ECB menil, da je primeren, uporabila za pokritje prihodnjih realiziranih in nerealiziranih izgub, zlasti iz vrednotenja, ki se ne pokrijejo z računov prevrednotenja. Velikost in nadaljnja potrebnost te rezervacije se ugotavlja letno na podlagi ocene ECB o izpostavljenosti prej omenjenim tveganjem. V tej oceni je upoštevana vrsta dejavnikov, predvsem raven imetij tveganih finančnih sredstev, obseg realiziranih izpostavljenosti tveganjem v tekočem poslovnem letu, pričakovani rezultati za prihodnje leto in ocena tveganja z izračunom tvegane vrednosti (VaR) za tvegana finančna sredstva, ki se dosledno uporablja daljše časovno obdobje.<sup>13</sup> Ta rezervacija skupaj s skladom splošnih rezerv ne sme preseči vrednosti kapitala ECB, ki so ga vplačale nacionalne centralne banke euroobmočja.

Na dan 31. decembra 2007 je rezervacija za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata znašala 2.668.758.313 EUR. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB sta svoj prispevek k rezervaciji v višini 4.795.450 EUR oziroma 2.388.127 EUR vplačali tudi centralni banki Cipra in Malte, in sicer s 1. januarjem 2008. Ob upoštevanju rezultatov svoje ocene je Svet ECB sklenil, da na dan 31. decembra 2008 v to rezervacijo prenese dodaten znesek v višini 1.339.019.690 EUR.<sup>14</sup> To je rezervacijo povečalo na 4.014.961.580 EUR, kar je enako vrednosti kapitala ECB, ki so ga vplačale nacionalne centralne banke euroobmočja, na dan 31. decembra 2008, in znižalo čisti dobiček na 1.322.253.536 EUR.

## 14 RAČUNI PREVREDNOTENJA

Ti računi predstavljajo stanja prevrednotenja, ki izhajajo iz nerealiziranih dobičkov iz sredstev in obveznosti. V skladu s členom 49.2 Statuta ESCB sta centralni banki Cipra in Malte k tem stanjem prispevali 11,1 milijona EUR oziroma 5,5 milijona EUR, in sicer s 1. januarjem 2008.

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Zlato	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Tuja valuta	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Vrednostni papirji in drugi instrumenti	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
Skupaj	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

Pri prevrednotenju ob koncu leta so se uporabili naslednji tečaji:

Tečaj	2008	2007
USD za EUR	1,3917	1,4721
JPY za EUR	126,14	164,93
EUR za PPČ	1,1048	1,0740
CHF za EUR	1,4850	se ne uporablja
DKK za EUR	7,4506	se ne uporablja
EUR za unčo zlata	621,542	568,236

## 15 KAPITAL IN REZERVE

### KAPITAL

Na podlagi sklepov Sveta 2007/503/ES in 2007/504/ES z dne 10. julija 2007, sprejetih v skladu s členom 122(2) Pogodbe, sta Ciper in Malta 1. januarja 2008 uvedla enotno valuto. V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB in pravnih aktov, ki jih je Svet ECB sprejel 31. decembra 2007<sup>15</sup>, sta Central Bank of Cyprus in Central Bank of Malta s 1. januarjem 2008 vplačali 6.691.401 EUR oziroma 3.332.307 EUR, kar je predstavljalo preostanek njenega vpisanega kapitala ECB. Posledično se je vplačani kapi-

<sup>13</sup> Glej tudi Poglavlje 2 Letnega poročila ECB.

<sup>14</sup> Prenesla so se sredstva iz naslova realiziranih dobičkov iz prodaj zlata v višini 0,3 milijarde EUR in prihodek ECB iz bankovcev v obtoku v višini 1,0 milijarde EUR.

<sup>15</sup> Sklep ECB/2007/22 z dne 31. decembra 2007 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv ter prispevku v rezerve in rezervacije ECB s strani centralnih bank Central Bank of Cyprus in Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta, UL L 28, 1. 2. 2008, str. 36; Sporazum z dne 31. decembra 2007 med Evropsko centralno banko in centralno banko Central Bank of Cyprus v zvezi s terjatvijo, priznано centralni banki Central Bank of Cyprus s strani ECB po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in ECB, UL C 29, 1. 2. 2008, str. 4; Sporazum z dne 31. decembra 2007 med Evropsko centralno banko in centralno banko Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta v zvezi s terjatvijo, priznано centralni banki Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta s strani ECB po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in ECB, UL C 29, 1. 2. 2008, str. 6.

	Kapitalski ključ do 31. decembra 2007 %	Vplačani kapital do 31. decembra 2007 EUR	Kapitalski ključ od 1. januarja 2008 %	Vplačani kapital od 1. januarja 2008 EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Bank of Greece	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke euroobmočja</b>	<b>69,5092</b>	<b>4.004.183.400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4.014.961.580</b>
Българска народна банка (Bolgarska narodna banka)	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Central Bank of Malta	0,0622	250.819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja</b>	<b>30,4908</b>	<b>122.952.830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122.198.358</b>
<b>Skupaj</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.127.136.230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.137.159.938</b>

tal ECB povečal s 4.127.136.230 EUR na dan 31. december 2007 na 4.137.159.938 EUR na dan 1. januar 2008, kot je prikazano v spodnji tabeli.<sup>16</sup>

Nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja morajo kot svoj prispevek k stroškom poslovanja ECB vplačati 7% svojega deleža vpisanega kapitala. Ta prispevek je konec leta 2008 znašal

122.198.358 EUR. Centralne banke zunaj euroobmočja niso upravičene do udeležbe v razdeljivem dobičku ECB, vključno s prihodki iz razdelitve eurobankovcev znotraj Eurosistema, niti niso dolžne pokrivati morebitne izgube ECB.

<sup>16</sup> Posamezni zneski so zaokroženi na najbližji euro. Zaradi tega je mogoče, da se vsote v tabelah v tem razdelku ne izidejo.

## 16 DOGODKI PO DATUMU BILANCE STANJA

### SPREMEMBE KAPITALSKEGA KLJUČA ECB

Na podlagi člena 29 Statuta ESCB se deleži nacionalnih centralnih bank v kapitalnem ključu ECB ponderirajo glede na delež, ki ga ima posamezna država članica v celotnem prebivalstvu in v bruto domačem proizvodu Evropske unije, pri čemer sta si deleža enakovredna, Evropski centralni banki pa ju sporoči Evropska komisija. Ti ponderji se prilagodijo vsakih pet let.<sup>17</sup> Druga takšna prilagoditev od ustanovitve ECB je bila 1. januarja 2009. 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<sup>18</sup>, so se deleži ključa za vpis kapitala nacionalnih centralnih bank 1. januarja 2009 prilagodili, kakor sledi:

	Kapitalski ključ od 1. januarja 2008 do 31. decembra 2008 %	Kapitalski ključ od 1. januarja 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke euroobmočja</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8833	0,8686

	Kapitalski ključ od 1. januarja 2008 do 31. decembra 2008 %	Kapitalski ključ od 1. januarja 2009 %
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke zunaj euroobmočja</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Skupaj</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### VSTOP SLOVAŠKE V EUROOBMOČJE

Na podlagi Sklepa Sveta 2008/608/ES z dne 8. julija 2008, sprejetega v skladu s členom 122(2) Pogodbe, je Slovaška 1. januarja 2009 uvedla enotno valuto. V skladu s členom 49.1 Statuta ESCB in pravnih aktov, ki jih je Svet ECB sprejel 31. decembra 2008<sup>19</sup>, je Národná banka Slovenska s 1. januarjem 2009 vplačala 37.216.407 EUR, kar je predstavljalo preostanek njenega vpisanega kapitala ECB. V skladu s členom 30.1 Statuta ESCB je Národná banka Slovenska s 1. januarjem 2009 na ECB prenesla devizne rezerve v skupni protivrednosti 443.086.156 EUR. Skupni preneseni znesek se je določil kot zmnožek že prenesenih deviznih rezerv, preračunanih v eure po tečajih na dan

17 Ti ponderji se prilagodijo tudi vsakič, ko se Evropski uniji pridruži nova država članica.

18 UL L 181, 19. 7. 2003, str. 43.

19 Sklep ECB/2008/33 z dne 31. decembra 2008 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv ter prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke s strani centralne banke Národná banka Slovenska, UL L 21, 24. 1. 2009, str. 83; Sporazum z dne 31. decembra 2008 med centralno banko Národná banka Slovenska in Evropsko centralno banko v zvezi s terjatvijo, priznana centralni banki Národná banka Slovenska s strani Evropske centralne banke po členu 30.3 Statuta Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, UL C 18, 24. 1. 2009, str. 3.

31. decembra 2008, ter razmerja med številom delnic, ki jih je vpisala slovaška centralna banka, in številom delnic, ki so jih že vplačale druge nacionalne centralne banke brez odstopanja. Te devizne rezerve so obsegale zneske v ameriških dolarjih v obliki vrednostnih papirjev in gotovine, ter zlato, in sicer v razmerju 85 proti 15.

Slovaški centralni banki je bila priznana 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“).

#### UČINEK NA KAPITAL ECB

Prilagoditev deležev nacionalnih centralnih bank v kapitalskem ključu v zvezi z vstopom Slovaške v euroobmočje je imela za posledico povečanje vplačanega kapitala ECB za 5.100.251 EUR.

#### UČINEK NA TERJATVE NCB

**IZ NASLOVA PRENOSA DEVIZNIH REZERV NA ECB**  
Neto učinek, ki sta ga sprememba ponderjev nacionalnih centralnih bank v kapitalskem ključu ECB in prenos deviznih rezerv slovaške centralne banke imela na terjatve nacionalnih centralnih bank iz naslova prenosa deviznih rezerv na ECB, je bilo povečanje slednjih za 54.841.411 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 transakcije posojanja vrednostnih papirjev z večjim številom nasprotnih strank, ki jih je ECB določila kot primerne. Znesek nedospelih povratnih transakcij, sklenjenih v okviru tega sporazuma, je 31. decembra 2008 znašal 1,2 milijarde EUR

(2007: 3,0 milijarde EUR) (glej „Povratne transakcije“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam).

#### 18 TERMINSKE POGODBE NA OBRESTNO MERO

V letu 2008 so se terminske pogodbe na obrestno mero uporabljale v okviru upravljanja deviznih rezerv in lastnih sredstev ECB. Na dan 31. decembra 2008 so bile nedospele naslednje transakcije:

Terminske pogodbe na obrestno mero v tuji valuti	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	2.041.082.857
Prodaje	1.209.470.518

Terminske pogodbe na obrestno mero v eurih	Pogodbena vrednost EUR
Nakupi	50.000.000
Prodaje	33.000.000

#### 19 OBRESTNE ZAMENJAVE

Na dan 31. decembra 2008 je bila pogodbena vrednost nedospelih obrestnih zamenjav 459,3 milijona EUR. Te transakcije so se izvedle v okviru upravljanja deviznih rezerv ECB.

#### 20 VALUTNE ZAMENJAVE IN VALUTNE TERMINSKE TRANSAKCIJE

##### UPRVLJANJE DEVIZNIH REZERV

V okviru upravljanja deviznih rezerv ECB so bile sklenjene valutne zamenjave in valutne terminske transakcije, v zvezi z njimi pa so dne 31. decembra 2008 obstajale nedospele terjatve v višini 358,1 milijona EUR in nedospele obveznosti v višini 404,3 milijona EUR.

##### OPERACIJE POVEČEVANJA LIKVIDNOST

Nedospele obveznosti do Danmarks Nationalbank iz naslova terminskih transakcij so 31. decembra 2008 znašale 3,9 milijarde EUR. Te obveznosti so se pojavile v zvezi z dogovorom o povratnih valutnih zamenjavah med dansko centralno banko in ECB. Po tem dogovoru ECB med trajanjem transakcije zagotavlja danski cen-



tralni banki sredstva v eurih, in sicer v zameno za danske krone. Ta sredstva se uporabljajo za povečevanje likvidnosti na kratkoročnih eur-skih trgih.

Poleg tega so bile 31. decembra 2008 nepravilne tudi terjatve do nacionalnih centralnih bank in obveznosti do ameriške centralne banke iz naslova terminskih transakcij za zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih nasprotnim strankam Eurosistema (glej pojasnilo 9, „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”).

Nadalje so bile 31. decembra 2008 nepravilne še terjatve do nacionalnih centralnih bank in obveznosti do švicarske centralne banke iz naslova terminskih transakcij za zagotavljanje likvidnosti v švicarskih frankih nasprotnim strankam Eurosistema (glej pojasnilo 9, „Obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih”).

## **21 UPRAVLJANJE OPERACIJ NAJEMANJA IN DAJANJA POSOJIL**

V skladu s členom 123(2) Pogodbe in členom 9 Uredbe Sveta (ES) št. 332/2002 z dne 18. februar 2002 je ECB odgovorna za upravljanje operacij najemanja in dajanja posojil Evropske skupnosti v okviru mehanizma srednjeročne finančne pomoči. V okviru tega mehanizma je Evropska skupnost dala Madžarski posojilo, katerega nepravilni znesek je 31. decembra 2008 znašal 2,0 milijarde EUR.

## **22 NEREŠENI PRAVNI SPORI**

Na Sodišču prve stopnje Evropskih skupnosti je podjetje Document Security Systems Inc. (DSSI) sprožilo odškodninsko tožbo proti ECB, ker naj bi ta pri izdelavi eurobankovcev domnevno kršila njegov patent.<sup>20</sup> Sodišče je odškodninsko tožbo podjetja DSSI proti ECB zavrnilo<sup>21</sup>, ECB pa v več jurisdikcijah vodi postopke za preklic patenta. Poleg tega vztraja, da patenta nikakor ni kršila, in bo zato odgovorila na vsako tožbo zaradi kršitve, ki bi jo pred pristojnim nacionalnim sodiščem sprožilo podjetje DSSI.

Ker je Sodišče prve stopnje Evropskih skupnosti zavrnilo odškodninsko tožbo podjetja DSSI proti ECB, in ker je bila s svojimi postopki za preklic nacionalnega dela patenta podjetja DSSI uspešna že v več jurisdikcijah, ECB ostaja prepričana, da je možnost plačila podjetju DSSI majhna. ECB aktivno spremlja potek spora v teku.

<sup>20</sup> Evropski patent podjetja DSSI št. 0455 750 B1.

<sup>21</sup> Sklep Sodišča prve stopnje z dne 5. septembra 2007, zadeva T-295/05. Na voljo na spletni strani [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## POJASNILA K IZKAZU POSLOVNEGA IZIDA

### 23 NETO OBRESTNI PRIHODKI

#### OBRESTNI PRIHODKI OD DEVIZNIH REZERV

Ta postavka vključuje obrestne prihodke neto, brez obrestnih odhodkov, in sicer od sredstev in obveznosti v tuji valuti, kot sledi:

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Obrestni prihodki od tekočih računov	11.202.181	24.052.321	(12.850.140)
Obrestni prihodki od vlog na denarnem trgu	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Obrestni prihodki od pogodb o povratni prodaji	42.404.485	138.079.630	(95.675.145)
Obrestni prihodki od vrednostnih papirjev	885.725.044	1.036.836.752	(151.111.708)
Neto obrestni prihodki od obrestnih zamenjav	2.299.631	0	2.299.631
Neto obrestni prihodki iz valutnih zamenjav in valutnih terminskih transakcij	0	19.766.033	(19.766.033)
<b>Skupaj obrestni prihodki od deviznih rezerv</b>	<b>1.159.815.578</b>	<b>1.415.519.297</b>	<b>(255.703.719)</b>
Obrestni odhodki od tekočih računov	(45.896)	(154.041)	108.145
Obrestni odhodki od sprejetih depozitov	(1.574.337)	0	(1.574.337)
Neto obrestni odhodki od pogodb o povratnem nakupu	(29.492.415)	(60.476.997)	30.984.582
Neto obrestni odhodki od obrestnih zamenjav	0	(891)	891
Neto obrestni odhodki od valutnih zamenjav in valutnih terminskih transakcij	(131.627.488)	0	(131.627.488)
<b>Obrestni prihodki od deviznih rezerv (neto)</b>	<b>997.075.442</b>	<b>1.354.887.368</b>	<b>(357.811.926)</b>

#### OBRESTNI PRIHODKI IZ RAZDELITVE EUROBANKOVCEV ZNOTRAJ EUROSISTEMA

Ta postavka vključuje obrestne prihodke v zvezi z deležem ECB v skupni izdaji eurobankov-

cev. Obresti od terjatev ECB iz naslova njenega deleža eurobankovcev se obračunajo po zadnji razpoložljivi mejni obrestni meri Eurosistema za operacije glavnega refinanciranja. Povečanje prihodkov v letu 2008 odraža predvsem splošno povečanje bankovcev v obtoku.

Ta prihodek se razdeli nacionalnim centralnim bankam, kot je opisano v „Bankovcih v obtoku“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam. Na podlagi ocene rezultata poslovanja ECB za leto 2008 ter odločitve, da se prenos v rezervacijo za tveganja deviznega tečaja, obrestne mere in cene zlata pokrije iz prihodka ECB iz bankovcev v obtoku (glej pojasnilo 13, „Rezervacije“), je Svet ECB sklenil, da se preostalih 1,2 milijarde EUR tega prihodka razdeli nacionalnim centralnim bankam euroobmočja, v skladu z njihovimi deleži v kapitalu ECB.

#### OBRESTOVANJE TERJATEV NCB V ZVEZI S PRENESENIMI DEVIZNIMI REZERVAMI

V tej postavki so prikazane obresti, plačane nacionalnim centralnim bankam euroobmočja za njihove terjatve do ECB iz naslova deviznih rezerv, prenesenih v skladu s členom 30.1 Statuta ESCB.

#### DRUGI OBRESTNI PRIHODKI IN DRUGI OBRESTNI ODHODKI

Ti dve postavki vključujeta obrestne prihodke v višini 8,0 milijarde EUR (2007: 3,9 milijarde EUR) in obrestne odhodke v višini 7,6 milijarde EUR (2007: 3,8 milijarde EUR) v zvezi s stanji na računih v sistemu TARGET2 (glej „Stanja znotraj ESCB/Eurosistema“ v pojasnilih k računovodskim usmeritvam). Obrestni prihodki in odhodki od drugih sredstev in obveznosti v eurih so tudi prikazani tukaj.

### 24 REALIZIRANI DOBIČKI/(IZGUBE) IZ FINANČNIH OPERACIJ

Neto realizirani dobički/(izgube) iz finančnih operacij v letu 2008 so bili naslednji:

Skupno zmanjšanje neto realiziranih pozitivnih tečajnih razlik in dobičkov v zvezi s ceno zlata

v letu 2008 je bilo predvsem posledica manjšega obsega zlata, prodanega med letom (glej pojasnilo 1, „Zlato in terjatve v zlato”).

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Neto realizirani dobički/(izgube) v zvezi s cenami vrednostnih papirjev in terminskih pogodb na obrestno mero	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Neto realizirane pozitivne tečajne razlike in dobički v zvezi s ceno zlata	313.162.603	709.294.272	(396.131.669)
Realizirani dobički v zvezi s finančnimi operacijami	662.342.084	778.547.213	(116.205.129)

## 25 DELNI ODPISI FINANČNIH SREDSTEV IN POZICIJ

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Nerealizirane izgube iz vrednotenja vrednostnih papirjev	(2.164.000)	(15.864.181)	13.700.181
Nerealizirane izgube iz vrednotenja obrestnih zamenjav	(476.831)	(18.899)	(457.932)
Nerealizirane negativne tečajne razlike	(21.271)	(2.518.369.734)	2.518.348.463
Skupaj delni odpisi	(2.662.102)	(2.534.252.814)	2.531.590.712

V letu 2008 je bil ta strošek predvsem posledica delnega odpisa nabavne vrednosti posameznih vrednostnih papirjev, vključenih v bilanco stanja, zaradi uskladitve z njihovo tržno vrednostjo na dan 30. decembra 2008.

## 26 NETO ODHODKI IZ PROVIZIJ

Prihodki v tej postavki vključujejo kazni, naložene kreditnim institucijam zaradi neizpolnjevanja zahteve po obveznih rezervah. Odhodki

pa so povezani s provizijami za tekoče račune in izvajanjem terminskih pogodb na obrestno mero v tuji valuti (glej pojasnilo 18, „Terminske pogodbe na obrestno mero”).

	2008 EUR	2007 EUR	Sprememba EUR
Prihodki iz provizij	588.052	263.440	324.612
Odhodki iz provizij	(737.059)	(885.131)	148.072
Neto odhodki iz provizij	(149.007)	(621.691)	472.684

## 27 PRIHODEK IZ LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN UDELEŽB V DRUGIH DRUŽBAH

Pod to postavko so prikazane prejete dividende na delnice BIS (glej pojasnilo 6, „Druga sredstva”).

## 28 DRUGI PRIHODKI

Drugi prihodki med letom so nastali predvsem iz prispevkov ostalih centralnih bank k stroškom centralne pogodbe za izvajanje storitev, ki jo ima ECB sklenjeno z zunanjim ponudnikom omrežja IT, in prenosa neizrabljene rezervacije za upravne stroške v izkaz poslovnega izida.

## 29 STROŠKI DELA

V to postavko so vključene plače, nadomestila, stroški zavarovanja zaposlenih in drugi stroški v višini 149,9 milijona EUR (2007: 141,7 milijona EUR). Stroški dela v višini 1,1 milijona EUR (2007: 1,1 milijona EUR), nastali v zvezi z gradnjo nove stavbe ECB, so bili usredstveni in izključeni iz te postavke. Plače in nadomestila, vključno z denarnimi nadomestili nosilec visokih vodstvenih funkcij, so v osnovi oblikovane na temelju plačnega sistema Evropskih skupnosti in so z njim primerljive.

Člani Izvršilnega odbora prejemajo osnovno plačo ter dodatek za bivanje in zastopanje. Predsedniku je namesto dodatka za bivanje zagotovljena uradna rezidenca v lasti ECB. V skladu

s Pogoji za zaposlitev v Evropski centralni banki so člani Izvršilnega odbora upravičeni do dodatka za vzdrževane družinske člane, otroškega dodatka in dodatka za šolanje, odvisno od okoliščin posameznika. Osnovne plače so obdavčene z davkom v korist Evropskih skupnosti, od njih pa se obračuna tudi odbitek v zvezi s prispevki za pokojninsko, zdravstveno in nezgodno zavarovanje. Nadomestila niso obdavčena in se ne upoštevajo pri izračunu pokojnine.

Osnovna plača članov Izvršilnega odbora v letih 2008 in 2007 je bila naslednja:

	2008 EUR	2007 EUR
Jean-Claude Trichet (predsednik)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (podpredsednik)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (članica odbora)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (član odbora)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (član odbora)	251.280	246.588
Jürgen Stark (član odbora)	251.280	246.588
Skupaj	1.658.484	1.627.524

Nadomestila članom Izvršilnega odbora ter njihovi prejemki iz naslova prispevkov ECB za zdravstveno in nezgodno zavarovanje so skupaj znašali 600.523 EUR (2007: 579.842 EUR), tako da so njihovi skupni prejemki znašali 2.259.007 EUR (2007: 2.207.366 EUR).

Bivši člani Izvršilnega odbora prejemajo prehodna plačila še določeno obdobje po koncu svojega mandata. V letu 2008 so ta plačila ter prispevki ECB za zdravstveno in nezgodno zavarovanje bivših članov znašala 30.748 EUR (2007: 52.020 EUR). Plačila pokojnin in s tem povezana nadomestila bivšim članom Izvršilnega odbora ali njihovim vzdrževanim članom ter prispevki za zdravstveno in nezgodno zavarovanje so znašali 306.798 EUR (2007: 249.902 EUR).

Ta postavka vključuje tudi znesek v višini 24,3 milijona EUR (2007: 27,2 milijona EUR), ki se prizna v zvezi s pokojninskim načrtom in drugimi pozaposlitvenimi prejemki v ECB (glej pojasnilo 12, „Druge obveznosti“).

Konec leta 2008 je dejansko število zaposlenih s pogodbo o zaposlitvi z ECB, izraženo v ekvivalentu polnega delovnega časa, znašalo 1.536<sup>22</sup>, od tega jih je 144 zasedalo vodstveni položaj. Spremembe v številu zaposlenih so bile v letu 2008 naslednje:<sup>23</sup>

	2008	2007
Na dan 1. januarja	1.478	1.416
Novi zaposleni	307	310
Odpovedi/izteki pogodb	238	235
Neto zmanjšanje zaradi sprememb v vzorcih zaposlitev za kratek čas	11	13
Na dan 31. decembra	1.536	1.478
Povprečno število zaposlenih	1.499	1.448

### 30 UPRAVNI STROŠKI

Ti stroški vključujejo vse druge tekoče izdatke za najem in vzdrževanje prostorov in opreme, ki niso investicijske narave, honorarje strokovnjakov ter druge storitve in dobavljeno blago, vključno z izdatki za zaposlene, povezanimi z njihovim zaposlovanjem, selitvijo, namestitvijo, usposabljanjem in odselitvijo.

### 31 STORITVE TISKANJA BANKOVCEV

Ti izdatki obsegajo stroške za čezmejni prevoz eurobankovcev med nacionalnimi centralnimi bankami, ki je namenjen zadovoljitvi nepričakovanih nihanj v povpraševanju po bankovcih. Te stroške centralno pokriva ECB.

22 Zaposleni na neplačanem dopustu niso vključeni. V tej številki so zajeti zaposleni s pogodbo za nedoločen čas, za določen čas ali za kratek čas ter sodelujoči v programu ECB za diplomante. Vključeni so tudi zaposleni na porodniškem ali daljšem bolniškem dopustu.

23 V letu 2007 je število zaposlenih v tej tabeli vključevalo zaposlene na neplačanem/plačanem dopustu, ne pa tudi zaposlenih za kratek čas, niti zaposlenih iz drugih centralnih bank ESCB, začasno prerazporejenih na ECB, in sodelujočih v programu ECB za diplomante. Sprememba v predstavitvi številke za leto 2008 je bila uvedena z namenom, da bi bile koristnejše za uporabnike računovodskih izkazov. Podatki za leto 2007 so bili ustrezno prilagojeni.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

  
Jens Rönneberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

**To stran je ECB pripravila kot informativni prevod poročila zunanjega revizorja ECB.  
V primeru odstopanj je veljavna angleška različica, ki jo je podpisala revizijska družba PWC.**

Predsednik in Svet Evropske centralne banke  
Frankfurt na Majni

25. februar 2009

**Poročilo neodvisnega revizorja**

Revidirali smo priložene računovodske izkaze Evropske centralne banke, ki vključujejo bilanco stanja na dan 31. decembra 2008, izkaz poslovnega izida za takrat končano leto ter povzetek bistvenih računovodskih usmeritev in druge pojasnjevalne opombe.

*Odgovornost Izvršilnega odbora Evropske centralne banke za letne računovodske izkaze*

Izvršilni odbor je odgovoren za pripravo in pošteno predstavitev teh letnih računovodskih izkazov v skladu z načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v sklepu ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke, z vsemi spremembami. Ta odgovornost vključuje: vzpostavitev, delovanje in vzdrževanje notranjega nadzora, povezane 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, da na podlagi opravljene revizije izrazimo mnenje o teh računovodskih izkazih. Revizijo smo opravili v skladu z mednarodnimi standardi revidiranja. Ti standardi od nas zahtevajo spoštovanje etičnih zahtev ter načrtovanje in izvedbo revizije za pridobitev sprejemljivega zagotovila, da 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 revizor prouči notranje kontroliranje, povezano s pripravo in pošteno predstavitvijo računovodskih izkazov družbe, da bi določil okoliščinam ustrezne revizijske postopke, ne pa, da bi izrazil mnenje o uspešnosti notranjega nadzora družbe. Revizija vključuje tudi ovrednotenje ustreznosti uporabljenih računovodskih usmeritev in utemeljenosti računovodskih ocen posloводства kot tudi ovrednotenje celotne predstavitve računovodskih izkazov.

Menimo, 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 2008 ter njenega poslovnega izida za takrat končano leto v skladu z načeli, ki jih je določil Svet ECB in so navedena v sklepu ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke, z vsemi spremembami.

Frankfurt na Majni, 25. februar 2009

**PricewaterhouseCoopers**

**Aktiengesellschaft**

**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönnerberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

## POJASNILO K RAZDELITVI DOBIČKA/RAZPOREDITVI IZGUBE

To pojasnilo ni del računovodskih izkazov ECB za leto 2008.

### PRIHODKI OD DELEŽA ECB V SKUPNEM OBSEGU BANKOVCEV V OBTOKU

V skladu z odločitvijo Sveta ECB je v letu 2007 ECB zadržala celoten prihodek od svojega deleža bankovcev v obtoku v višini 2.004 milijonov EUR, s čimer je zagotovila, da celotna razdelitev dobička za poslovno leto ni preseгла njenega čistega dobička za poslovno leto. Za leto 2008 je bil znesek v višini 1.206 milijonov EUR, ki obsega del prihodka od deleža ECB v skupnem obsegu eurobankovcev v obtoku, 5. januarja 2009 razdeljen nacionalnim centralnim bankam sorazmerno z njihovimi deleži v vpisanem kapitalu ECB.

### 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 presežati 20% čistega dobička, se prenese v sklad splošnih rezerv največ do višine, ki je enaka 100% kapitala;
- (b) preostali čisti dobiček se razdeli med delničarje ECB sorazmerno z njihovimi vplačanimi deleži.

Če ima ECB izgubo, se primanjkljaj pokrije iz sklada splošnih rezerv ECB in po potrebi na podlagi odločitve Sveta ECB iz denarnih prihodkov v določenem poslovnem letu sorazmerno z višino in do višine zneskov, razdeljenih nacionalnim centralnim bankam v skladu s členom 32.5 Statuta ESCB.<sup>1</sup>

Svet ECB je 5. marca 2009 sklenil, da ne opravi prenosa v sklad splošnih rezerv in da preostala sredstva v višini 117 milijonov EUR razdeli nacionalnim centralnim bankam euroobmočja sorazmerno z njihovim vplačanim kapitalom.

Nacionalne centralne banke držav nečlanice euroobmočja niso upravičene do deleža v dobičku ECB.

	2008 EUR	2007 EUR
Dobiček tekočega leta	1.322.253.536	0
Prihodek od deleža ECB v skupni izdaji eurobankovcev, razdeljen nacionalnim centralnim bankam	(1.205.675.418)	0
Dobiček tekočega leta po razdelitvi prihodka od deleža ECB v skupni izdaji eurobankovcev	116.578.118	0
Razdelitev dobička nacionalnim centralnim bankam	(116.578.118)	0
Skupaj	0	0

<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.





## 5 KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA EUROSISTEMA NA DAN 31.DECEMBRA 2008

(V MILIJONIH EUR)

AKTIVA	31. DECEMBER 2008 <sup>1</sup>	31. DECEMBER 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Zlato in terjatve v zlatu</b>	<b>217.722</b>	<b>201.584</b>
<b>2 Terjatve v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>160.372</b>	<b>139.030</b>
2.1 Terjatve do IMF	13.192	9.057
2.2 Računi pri bankah in naložbe v vrednostne papirje, zunanja posojila in druga zunanja sredstva	147.180	129.973
<b>3 Terjatve v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>234.293</b>	<b>41.975</b>
<b>4 Terjatve v eurih do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>18.651</b>	<b>18.822</b>
4.1 Računi pri bankah, naložbe v vrednostne papirje in posojila	18.651	18.822
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>860.312</b>	<b>637.178</b>
5.1 Operacije glavnega refinanciranja	239.527	368.607
5.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	616.662	268.477
5.3 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
5.4 Povratne strukturne operacije	0	0
5.5 Odprta ponudba mejnega posojanja	4.057	91
5.6 Krediti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	66	2
<b>6 Druge terjatve v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>56.988</b>	<b>23.798</b>
<b>7 Vrednostni papirji rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>271.196</b>	<b>143.983</b>
<b>8 Dolg širše opredeljene države v eurih</b>	<b>37.438</b>	<b>37.062</b>
<b>9 Druga sredstva</b>	<b>218.134</b>	<b>264.454</b>
<b>Skupaj aktiva</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>

1 Konsolidirani podatki na dan 31. 12. 2008 vključujejo tudi Central Bank of Cyprus in Central Bank of Malta, ki sta članici Eurosistema od 1. 1. 2008.

2 Primerjalni podatki na dan 31. 12. 2007 so bili preoblikovani, da bi vključevali prerazvrstitve z dne 13. 12. 2008.

PASIVA	31. DECEMBER 2008	31. DECEMBER 2007
<b>1 Bankovci v obtoku</b>	<b>762.921</b>	<b>676.678</b>
<b>2 Obveznosti v eurih, povezane z operacijami denarne politike, kreditnim ustanovam euroobmočja</b>	<b>492.310</b>	<b>379.183</b>
2.1 Tekoči računi (ki zajemajo sistem obveznih rezerv)	291.710	267.337
2.2 Odprta ponudba mejnega deponiranja likvidnosti čez noč	200.487	8.831
2.3 Vezani depoziti	0	101.580
2.4 Povratne operacije finega uravnavanja	0	0
2.5 Depoziti v zvezi z dnevno poravnavo dobičkov in izgub	113	1.435
<b>3 Druge obveznosti v eurih do kreditnih ustanov euroobmočja</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Izdani dolžniški certifikati</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Obveznosti do drugih rezidentov euroobmočja v eurih</b>	<b>91.077</b>	<b>46.183</b>
5.1 Sektor država	83.282	38.115
5.2 Druge obveznosti	7.794	8.069
<b>6 Obveznosti do rezidentov zunaj euroobmočja v eurih</b>	<b>293.592</b>	<b>45.094</b>
<b>7 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov euroobmočja</b>	<b>5.723</b>	<b>2.490</b>
<b>8 Obveznosti v tuji valuti do rezidentov zunaj euroobmočja</b>	<b>10.258</b>	<b>15.553</b>
8.1 Depoziti, računi in druge obveznosti	10.258	15.553
8.2 Obveznosti iz posojil v okviru ERM II	0	0
<b>9 Protipostavka posebnih pravic črpanja, ki jih dodeli IMF</b>	<b>5.465</b>	<b>5.279</b>
<b>10 Ostale obveznosti</b>	<b>166.500</b>	<b>123.076</b>
<b>11 Računi revalorizacije</b>	<b>175.735</b>	<b>147.123</b>
<b>12 Kapital in rezerve</b>	<b>71.200</b>	<b>67.101</b>
<b>Skupna pasiva</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>



# PRILOGE

## PRAVNI INSTRUMENTI, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli je seznam pravnih instrumentov, ki jih je ECB sprejela v letu 2008 in na začetku leta 2009 ter so bili objavljeni v *Uradnem listu Evropske unije*. Izvode Uradnega lista je mogoče dobiti pri Uradu za uradne publi-

kacije Evropskih skupnosti. Seznam vseh pravnih instrumentov, ki jih je od svoje ustanovitve sprejela ECB in ki so bili objavljeni v Uradnem listu, je objavljen v razdelku „Pravni okvir“ na spletni strani ECB.

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2008/1	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 28. januarja 2008 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Suomen Pankki	UL C 29, 1. 2. 2008, str. 1
ECB/2008/2	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 30. aprila 2008 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju Evropske centralne banke	UL C 114, 9. 5. 2008, str. 1
ECB/2008/3	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. maja 2008 o postopkih varnostnega akreditiranja izdelovalcev zaščitnih elementov eura za eurobankovce	UL L 140, 30. 5. 2008, str. 26
ECB/2008/4	Smernica Evropske centralne banke z dne 19. junija 2008 o spremembah Smernice ECB/2006/9 o nekaterih pripravah za prehod na eurogotovino ter o preddobavi in posredni preddobavi eurobankovcev in eurokovancev zunaj euroobmočja	UL L 176, 4. 7. 2008, str. 16
ECB/2008/5	Smernica Evropske centralne banke z dne 20. junija 2008 o upravljanju deviznih rezerv Evropske centralne banke s strani nacionalnih centralnih bank in o pravni dokumentaciji za posle, ki vključujejo te rezerve (preoblikovano)	UL L 192, 19. 7. 2008, str. 63
ECB/2008/6	Smernica Evropske centralne banke z dne 26. avgusta 2008 o spremembah Smernice ECB/2002/7 o zahtevah Evropske centralne banke glede statističnega poročanja na področju četrletnih finančnih računov	UL L 259, 27. 9. 2008, str. 12
ECB/2008/7	Smernica Evropske centralne banke z dne 5. septembra 2008 o spremembah Smernice ECB/2005/5 z dne 17. februarja 2005 o zahtevah Evropske centralne banke za statistično poročanje in o postopkih za izmenjavo statističnih informacij znotraj Evropskega sistema centralnih bank na področju statistike državnih financ	UL L 276, 17. 10. 2008, str. 32
ECB/2008/8	Smernica Evropske centralne banke z dne 11. septembra 2008 o zbiranju podatkov v zvezi z eurom in delovanju gotovinskega informacijskega sistema Currency Information System 2	UL L 346, 23. 12. 2008, str. 89

Številka.	Naslov	Referenca UL
ECB/2008/9	Priporočilo za uredbo Sveta o spremembah Uredbe (ES) št. 2533/98 o zbiranju statističnih informacij s strani ECB	UL C 251, 3. 10. 2008, str. 1
ECB/2008/10	Uredba Evropske centralne banke z dne 22. oktobra 2008 o spremembah Uredbe ECB/2003/9 o uporabi obveznih rezerv	UL L 282, 25. 10. 2008, str. 14
ECB/2008/11	Uredba Evropske centralne banke z dne 23. oktobra 2008 o začetnih spremembah pravil v zvezi s primernostjo zavarovanja	UL L 282, 25. 10. 2008, str. 17
ECB/2008/13	Smernica Evropske centralne banke z dne 23. oktobra 2008 o spremembah Smernice ECB/2000/7 o instrumentih monetarne politike in postopkih Eurosistema	UL L 36, 5. 2. 2009, str. 31
ECB/2008/14	Odločba Evropske centralne banke z dne 28. oktobra 2008 o prehodnih določbah za uporabo obveznih rezerv Evropske centralne banke po uvedbi eura na Slovaškem	UL L 319, 29. 11. 2008, str. 73
ECB/2008/15	Sklep Evropske centralne banke z dne 14. novembra 2008 o izvajanju Uredbe ECB/2008/11 z dne 23. oktobra 2008 o začetnih spremembah pravil v zvezi s primernostjo zavarovanja	UL L 309, 20. 11. 2008, str. 8
ECB/2008/16	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 17. novembra 2008 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Banque centrale du Luxembourg	UL C 299, 22. 11. 2008, str. 5
ECB/2008/17	Sklep Evropske centralne banke z dne 17. novembra 2008 o določitvi okvira za skupno naročanje Eurosistema	UL L 319, 29. 11. 2008, str. 76
ECB/2008/18	Smernica Evropske centralne banke z dne 21. novembra 2008 o začetnih spremembah pravil v zvezi s primernostjo zavarovanja	UL L 314, 25. 11. 2008, str. 14
ECB/2008/19	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 5. decembra 2008 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Bank Ċentrali ta' Malta/Central bank of Malta	UL C 322, 17. 12. 2008, str. 1
ECB/2008/20	Odločba Evropske centralne banke z dne 11. decembra 2008 o odobritvi obsega izdaje kovancev v letu 2009	UL L 352, 31. 12. 2008, str. 58

Številka	Naslov	Referenca UL
ECB/2008/21	Smernica Evropske centralne banke z dne 11. decembra 2008 o spremembah Smernice ECB/2006/16 o pravnem okviru za računovodstvo in finančno poročanje v Evropskem sistemu centralnih bank	UL L 36, 5. 2. 2009, str. 46
ECB/2008/22	Sklep Evropske centralne banke z dne 11. decembra 2008 o spremembah Sklepa ECB/2006/17 o letnih računovodskih izkazih Evropske centralne banke	UL L 36, 5. 2. 2009, str. 22
ECB/2008/23	Sklep Evropske centralne banke z dne 12. decembra 2008 o odstotnih deležih nacionalnih centralnih bank v ključu za vpis kapitala Evropske centralne banke	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 66
ECB/2008/24	Sklep Evropske centralne banke z dne 12. decembra 2008 o določitvi ukrepov, potrebnih za vplačilo kapitala Evropske centralne banke s strani sodelujočih nacionalnih centralnih bank	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 69
ECB/2008/25	Sklep Evropske centralne banke z dne 12. decembra 2008 o določitvi pogojev za prenose kapitalskih deležev Evropske centralne banke med nacionalnimi centralnimi bankami in za uskladitev vplačanega kapitala	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 71
ECB/2008/26	Sklep Evropske centralne banke z dne 12. decembra 2008 o spremembah Sklepa ECB/2001/15 z dne 6. december 2001 o izdajanju eurobankovcev	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 75
ECB/2008/27	Sklep Evropske centralne banke z dne 12. decembra 2008 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 deviznim rezervam	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 77
ECB/2008/28	Sklep Evropske centralne banke z dne 15. decembra 2008 o določitvi ukrepov, potrebnih za vplačilo kapitala Evropske centralne banke s strani nesodelujočih nacionalnih centralnih bank	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 81
ECB/2008/29	Sklep Evropske centralne banke z dne 18. decembra 2008 o preložitvi začetka sistema rotacije v Svetu Evropske centralne banke	UL L 3, 7. 1. 2009, str. 4
ECB/2008/30	Uredba Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o statistiki sredstev in obveznosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in so vključene v transakcije listinjenja	UL L 15, 20. 1. 2009, str. 1

Številka.	Naslov	Referenca UL
ECB/2008/31	Smernica Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o spremembi Smernice ECB/2007/9 o denarni statistiki, statistiki finančnih institucij in statistiki finančnih trgov (preoblikovano)	UL L 53, 26. 2. 2009, str. 76
ECB/2008/32	Uredba Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o bilanci stanja sektorja denarnih finančnih institucij (preoblikovano).	UL L 15, 20. 1. 2009, str. 14
ECB/2008/33	Sklep Evropske centralne banke z dne 31. decembra 2008 o vplačilu kapitala, prenosu deviznih rezerv in prispevku v rezerve in rezervacije Evropske centralne banke s strani centralne banke Národná banka Slovenska	UL L 21, 24. 1. 2009, str. 83
ECB/2009/1	Smernica Evropske centralne banke z dne 20. januarja 2009 o spremembah Smernice ECB/2000/7 o instrumentih monetarne politike in postopkih Eurosistema	UL L 36, 5. 2. 2009, str. 59
ECB/2009/2	Sklep Evropske centralne banke z dne 27. januarja 2009 o spremembah Sklepa ECB/2007/5 o določitvi pravil za oddajo naročil	UL L 51, 24. 2. 2009, str. 10
ECB/2009/3	Priporočilo Evropske centralne banke z dne 16. februarja 2009 Svetu Evropske unije o zunanjem revizorju centralne banke Deutsche Bundesbank	UL C 43, 21. 2. 2009, str. 1



## MNENJA, KI JIH JE SPREJELA ECB

V spodnji tabeli so mnenja, ki jih je sprejela ECB leta 2008 in na začetku leta 2009 na podlagi člena 105(4) Pogodbe ES, člena 4 Statuta ESCB, člena 112(2)(b) Pogodbe ES in člena 11.2 Statuta. Seznam vseh mnenj, ki jih je sprejela ECB vse od svoje ustanovitve, je objavljen na spletnem mestu ECB.

### (a) Mnenja ECB po posvetovanju z državo članico<sup>1</sup>

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2008/1	Ciper	Nadzor nad reprodukcijo eurobankovcev in eurokovancev na Cipru
CON/2008/2	Češka republika	Delitev pristojnosti za pripravo in vložitev nekaterih predlogov zakonov na vlado med centralno banko Česká národní banka in ministrstvom za finance
CON/2008/3	Nemčija	Nemška zakonodaja o kovancih
CON/2008/4	Švedska	Spremembe statuta centralne banke Sveriges Riksbank glede trajanja mandata članov Izvršilnega odbora
CON/2008/5	Poljska	Spremembe v zvezi z upravljanjem, nadzorom in načinom financiranja sistema zajamčenih vlog, zlasti glede udeležbe centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugalska	Načela, pravila in struktura nacionalnega statističnega sistema ter vloga centralne banke Banco de Portugal
CON/2008/7	Romunija	Spremembe zakonov o čekih, menicah in zadolžnicah
CON/2008/8	Francija	Posledice spremembe statusa Saint-Martin in Saint-Barthélemy po francoskem pravu za njun denarni režim
CON/2008/9	Nemčija	Delovna razmerja med centralno banko Deutsche Bundesbank in njenimi zaposlenimi
CON/2008/10	Italija	Plače v centralni banki Banca d'Italia in strukturna reforma vladnih računov, ki jih vodi Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugalska	Nadzor revizorjev in vloga centralne banke Banco de Portugal s tem v zvezi
CON/2008/13	Grčija	Reforma grškega sistema socialne varnosti v zvezi s centralno banko Bank of Greece
CON/2008/14	Estonija	Administrativne spremembe zakona o centralni banki Eesti Pank
CON/2008/16	Finska	Integracija finančnega in zavarovalnega nadzora
CON/2008/17	Luksemburg	Pristojnosti centralne banke Banque centrale du Luxembourg in pokojninski načrt za njene uslužbence

<sup>1</sup> Decembra 2004 je Svet ECB določil, da se bodo mnenja ECB, ki se izdajo na zahtevo nacionalnih organov oblasti, navadno objavila takoj po njihovem sprejetju in posredovanju posvetovalnemu organu.

<sup>2</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2008/18	Slovaška	Zakonodajna ureditev glede plačilnih sistemov za zagotovitev združljivosti s Pogodbo in olajšanje nemotene migracije domačega plačilnega sistema na TARGET2
CON/2008/20	Poljska	Vloga centralne banke Narodowy Bank Polski glede sistema obračuna in poravnave vrednostnih papirjev ter centralni depozitni sistem za vrednostne papirje
CON/2008/21	Češka	Predlog zakona o centralni banki Česká národní banka
CON/2008/23	Slovaška	Osnutki pravnih predpisov o dvojnem označevanju cen v bančništvu, na kapitalskem trgu, v zavarovalniški panogi in sektorjih pokojninskega varčevanja ter pravila zaokroževanja cen nekaterih vrst vrednostnih papirjev
CON/2008/24	Grčija	Odstopanje od zakona o delniških družbah glede nekaterih transakcijah kreditnih institucij
CON/2008/25	Slovaška	Dvojno izkazovanje zneskov v igralniškem sektorju
CON/2008/26	Poljska	Pravila za nadomestitev poškodovanih bankovcev in kovancev
CON/2008/27	Slovaška	Dvojno izkazovanje cen in pravila zaokroževanja v sektorjih dela in socialne varnosti
CON/2008/29	Bolgarija	Spremembe zakona o statistiki
CON/2008/30	Avstrija	Uvedba naložbeno naravnane življenjskega zavarovanja in izvajanje pravil poslovanja za zavarovalne družbe
CON/2008/31	Romunija	Spremembe statuta centralne banke Banca Națională a României
CON/2008/32	Poljska	Spremembe v zvezi z upravljanjem, nadzorom in načinom financiranja sistema zajamčenih vlog, zlasti glede udeležbe centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Belgija	Ustanovitev revizijskega komisije centralne banke Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Švedska	Finančna neodvisnost centralne banke Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Danska	Umik kovanca najmanjšega apoena kot zakonitega plačilnega sredstva
CON/2008/36	Latvija	Zakonodaja v zvezi z bankovci in kovanci
CON/2008/38	Malta	Pravni okvir za recikliranje eurobankovcev s strani kreditnih institucij in drugih profesionalnih uporabnikov gotovine
CON/2008/39	Poljska	Odbor za finančno stabilnost

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2008/40	Slovaška	Dodatna podrobna tehnična pravila za prehod euro
CON/2008/41	Avstrija	Financiranje prispevka Avstrije k odpisu dolga za Liberijo
CON/2008/42	Luksemburg	Spremembe, ki centralni banki Banque centrale du Luxembourg omogočajo, da bolj učinkovito prispeva k finančni stabilnosti, in pojasnjujejo ureditev zahtev glede obveznih rezerv
CON/2008/43	Slovenija	Omejitve in prepovedi za javne funkcionarje
CON/2008/44	Irska	Ukrepi finančne podpore za kreditne institucije
CON/2008/46	Belgija	Državno jamstvo za posojilo, ki ga je centralna banka Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique odobrila v kontekstu prispevanja k finančni stabilnosti
CON/2008/47	Švedska	Zamenjava bankovcev in kovancev ter njihov umik iz obtoka
CON/2008/48	Irska	Izvedba ukrepov finančne podpore za kreditne institucije
CON/2008/49	Nemčija	Nadomestitev eurokovanecv in nemških spominskih eurokovanecv
CON/2008/50	Belgija	Državno jamstvo, ki krije obveznosti kreditnih institucij
CON/2008/51	Grčija	Sistemi zajamčenih vlog in varstva vlagateljev
CON/2008/52	Španija	Oblikovanje sklada za pridobivanje finančnih sredstev in drugi ukrepi vlade, ki prispevajo k finančni stabilnosti
CON/2008/53	Poljska	Razširitev pravnega okvira za zbiranje statističnih informacij s strani centralne banke Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Danska	Sistem finančne stabilnosti, ki jamči polno kritje terjatev imetnikov vlog in navadnih upnikov
CON/2008/55	Avstrija	Pravni ukrepi za ponovno vzpostavitev stabilnosti finančnega trga
CON/2008/56	Francija	Izdajanje državnih jamstev za prispevanje k finančni stabilnosti
CON/2008/57	Nemčija	Ustanovitev sklada za stabilizacijo finančnega trga in drugi ukrepi za finančno stabilnost
CON/2008/58	Italija	Ukrepi za zagotovitev stabilnosti bančnega sistema
CON/2008/59	Švedska	Stabilizacijski ukrepi za finančni sistem
CON/2008/60	Španija	Delovanje sklada za pridobivanje finančnih sredstev
CON/2008/61	Belgija	Zaščita vlog in določenih produktov življenjskega zavarovanja

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2008/62	Švedska	Zagotovitev državnih jamstev za banke in družbe na kreditnem trgu
CON/2008/64	Belgija	Upravljanje z informacijami o izdajateljih v kontekstu dematerializacije njihovih vrednostnih papirjev
CON/2008/65	Italija	Izvajanje ukrepov za zagotovitev stabilnosti bančnega sistema
CON/2008/66	Litva	Spremembe zahtev glede obveznih rezerv
CON/2008/67	Španija	Zahteve za izdajanje državnih jamstev
CON/2008/68	Finska	Ukrepi za finančno stabilnost v zvezi z vladnim jamstvenim skladom
CON/2008/69	Irska	Razširitev obsega sistema zajamčenih vlog
CON/2008/71	Bolgarija	Vzpostavitev registra finančnih institucij, ki ga bo vodila centralna banka Българска народна банка (Bolgarska narodna banka)
CON/2008/72	Romunija	Uporaba deviznih rezerv za turizem
CON/2008/73	Bolgarija	Spremembe statuta centralne banke Българска народна банка (Bolgarska narodna banka) v pripravi na uvedbo eura
CON/2008/74	Belgija	Državno jamstvo z namenom izogniti se odlivu likvidnosti
CON/2008/75	Finska	Kapitalsko vlaganje države v depozitarne banke
CON/2008/76	Slovenija	Državna poročila in drugi ukrepi za ohranjanje stabilnosti finančnega sistema
CON/2008/78	Bolgarija	Vloga centralne banke Българска народна банка (Bolgarska narodna banka) v zvezi s plačilnimi institucijami in upravljavci plačilnih sistemov ter pregled nad plačilnimi in poravnalnimi sistemi
CON/2008/79	Grčija	Ukrepi za povečanje likvidnosti v gospodarstvu
CON/2008/80	Poljska	Zagotavljanje podpore državne zakladnice finančnim institucijam
CON/2008/81	Madžarska	Ukrepi za krepitev sistema finančnih posrednikov za ohranitev finančne stabilnosti
CON/2008/82	Španija	Plačilo dobička centralne banke Banco de España državnim zakladnici
CON/2008/83	Madžarska	Uskladitev statuta centralne banke Magyar Nemzeti Bank s pravom Skupnosti

Številka <sup>2</sup>	Izvor	Zadeva
CON/2008/85	Francija	Modernizacija pravnega okvira za finančne instrumente
CON/2008/86	Slovaška	Gotovinski denarni obtok
CON/2008/87	Španija	Spremembe Zakona o plačilnih sistemih in sistemih za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji
CON/2008/88	Slovenija	Merila in pogoji za izdajanje državnih poroštev
CON/2008/89	Latvija	Instrumenti denarne politike
CON/2008/90	Madžarska	Obdelava in distribucija bankovcev in kovancev ter tehnični ukrepi za preprečevanje ponarejanja
CON/2008/91	Belgija	Uporaba omejitev v zvezi z odpravnino pri odpustu izvršnih direktorjev družb, ki kotirajo na borzi, za centralno banko Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/92	Slovenija	Merila in pogoji za dajanje državnih posojil
CON/2009/2	Latvija	Državna poročstva za bančna posojila
CON/2009/3	Slovenija	Pogoji za izvedbo kapitalskih naložb države in za konverzijo terjatev države v kapitalske deleže po Zakonu o javnih financah
CON/2009/4	Belgija	Spremembe pravil o razdelitvi prihodkov centralne banke Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in dodelitev njenega dobička belgijski državi
CON/2009/5	Avstrija	Plačilo predlaganega povišanja kvote Avstrije v IMF s strani centralne banke Oesterreichische Nationalbank
CON/2009/6	Danska	Razširitev sistema finančne stabilnosti, ki jamči za polno kritje terjatev imetnikov vlog in navadnih upnikov, in o sistemu za zagotovitev državnega kapitala kreditnim institucijam
CON/2009/7	Luksemburg	Vloga centralne banke Banque centrale du Luxembourg pri pripravi nekaterih statističnih podatkov
CON/2009/8	Švedska	Kovanec najmanjšega apoena, ki preneha biti zakonito plačilno sredstvo, in o spremembah pravil zaokroževanja
CON/2009/9	Madžarska	Pravila poslovanja centralnega depozitarja vrednostnih papirjev, klirinške hiše in centralne nasprotne stranke
CON/2009/10	Latvija	Sistem zajamčenih vlog in vloga nadzornega organa v insolvenčnih postopkih
CON/2009/11	Latvija	Nadomestilo, ki ga plača država v zvezi s prevzemi bank

<b>Številka<sup>2</sup></b>	<b>Izvor</b>	<b>Zadeva</b>
CON/2009/12	Ciper	Pogoji za dajanje državnih posojil in poroštev v izrednih razmerah
CON/2009/13	Bolgarija	Dodatna merila primernosti za člane sveta centralne banke Българска народна банка (Bolgarska narodna banka) in nadaljnja pravila za predložitev informacij v tej zvezi
CON/2009/15	Irska	Ukrepi finančne podpore v zvezi s plačili javnim uslužbencem
CON/2009/16	Irska	Zakonodaja, ki ministru za finance omogoča, da Nacionalnemu skladu za pokojninske rezerve (National Pensions Reserve Fund) da navodilo, naj nalaga v finančne institucije v okviru dokapitalizacije bank

**(b) Mnenja ECB po posvetovanju z evropsko institucijo<sup>3</sup>**

Številka <sup>4</sup>	Izvor	Zadeva	Referenca UL
CON/2008/12	Svet EU	Statistika Skupnosti v zvezi z zunanjo trgovino z državami nečlanicami	UL C 70, 15. 3. 2008, str. 1
CON/2008/15	Svet EU	Kodifikacija Uredbe Sveta o uporabi Protokola o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem	UL C 88, 9. 4. 2008, str. 1
CON/2008/19	Svet EU	Uvedba regulativnega postopka s pregledom glede nekaterih statističnih instrumentov	UL C 117, 14. 5. 2008, str. 1
CON/2008/22	Evropska komisija	Izvajanje uredbe o statističnih podatkih glede prostih delovnih mest v Skupnosti, kar se tiče postopkov desezoniranja, poročil o kakovosti, zbiranja podatkov, specifikacij prenosa podatkov in študij o izvedljivosti	UL C 134, 31. 5. 2008, str. 10
CON/2008/28	Svet EU	Uvedba eura na Slovaškem in menjalno razmerje med eurom in slovaško krono	UL C 180, 17. 7. 2008, str. 1
CON/2008/37	Svet EU	Sprememba direktive o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev ter direktive o dogovorih o finančnem zavarovanju glede povezanih sistemov in kreditnih zahtevkov	UL C 216, 23. 8. 2008, str. 1
CON/2008/45	Svet EU	Medalje in žetoni, podobni eurokovanecem	UL C 283, 7. 11. 2008, str. 1
CON/2008/63	Evropska komisija	Novi sklep o Odboru evropskih bančnih nadzornikov (CEBS)	UL C 45, 24. 2. 2009, str. 1
CON/2008/70	Svet EU	Spremembe Direktive o sistemih zajamčenih vlog glede stopnje kritja in zamude pri izplačilu	UL C 314, 9. 12. 2008, str. 1
CON/2008/77	Svet EU	Predlog za Uredbo Sveta o ustanovitvi aranžmaja za zagotavljanje srednjeročne finančne pomoči za plačilne bilance držav članic	UL C 328, 23. 12. 2008, p. 1
CON/2008/84	Svet EU	Direktiva o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti ter nadzoru skrbnega in varnega poslovanja institucij za izdajo elektronskega denarja	UL C 30, 6. 2. 2009, str. 1

<sup>3</sup> Objavljeno tudi na spletni strani ECB.

<sup>4</sup> Posvetovanja so oštevilčena po vrstnem redu, po katerem jih je sprejel Svet ECB.

Številka <sup>4</sup>	Izvor	Zadeva	Referenca UL
CON/2009/1	Svet EU	Nova Uredba o čezmejnih plačilih v Skupnosti	UL C 21, 28. 1. 2009, str. 1
CON/2009/14	Evropska komisija	Standardi pri obravnavi sezonskih proizvodov v harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin	Še ni objavljeno



# KRONOLOŠKI PREGLED UKREPOV DENARNE POLITIKE EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## **11. JANUAR IN 8. FEBRUAR 2007**

Svet ECB je sklenil, da ostanejo izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ter obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita nespremenjene na ravni 3,50%, 4,50% oziroma 2,50%.

## **8. MAREC 2007**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 3,75%, z začetkom veljavnosti z operacijo, ki bo poravnana 14. marca 2007. Poleg tega je sklenil zvišati obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 4,75% oziroma na 2,75% z veljavnostjo od 14. marca 2007.

## **12. APRIL IN 10. MAJ 2007**

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ter obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostanejo nespremenjene na ravni 3,75%, 4,75% oziroma 2,75%.

## **6. JUNIJ 2007**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 4%, začevši z operacijo, ki bo poravnana 13. junija 2007. Poleg tega je sklenil zvišati obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita za 25 bazičnih točk na 5% oziroma na 3% z veljavnostjo od 13. junija 2007.

## **5. JULIJ, 2. AVGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER IN 6. DECEMBER 2007 TER 10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 6. MAREC, 10. APRIL, 8. MAJ IN 5. JUNIJ 2008**

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ter obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostanejo

nespremenjene na ravni 4,00%, 5,00% oziroma 3,00%.

## **3. JULIJ 2008**

Svet ECB je sklenil zvišati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 25 bazičnih točk na 4,25%, z začetkom z operacijo, ki bo poravnana 9. julija 2008. Poleg tega je za 25 bazičnih točk zvišal obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila ter obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita na 5,25% oz. 3,25%, z začetkom veljavnosti 9. julija 2008.

## **7. AVGUST, 4. SEPTEMBER IN 2. OKTOBER 2008**

Svet ECB je sklenil, da izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ter obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostanejo nespremenjene na ravni 4,25%, 5,25% oz. 3,25%.

## **8. OKTOBER 2008**

Svet ECB je sklenil znižati izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 50 bazičnih točk na 3,75%, začevši z operacijo, poravnano 15. oktobra 2008. Poleg tega je sklenil, da za 50 bazičnih točk zniža obrestno mero mejnega posojila in obrestno mero mejnega depozita na 4,75% oziroma 2,75% s takojšnjim učinkom. Svet ECB je tudi sklenil, da se bodo od operacije, poravnane 15. oktobra, tedenske operacije glavnega refinanciranja izvajale prek avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja. ECB bo od 9. oktobra dalje zmanjšala širino koridorja, ki ga oblikujeta dve odprti ponudbi (z 200 na 100 bazičnih točk okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja). Oba ukrepa ostaneta v veljavi, dokler bo potrebno in najmanj do zaključka prvega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009, to je do 20. januarja.

<sup>1</sup> Kronološki pregled ukrepov denarne politike, ki jih je Eurosistem sprejel med letom 1999 in 2006, je v letnem poročilu ECB za posamezno leto.

#### **15. OKTOBER 2008**

Svet ECB je sklenil razširiti sistem zavarovanja terjatev in okrepiti zagotavljanje likvidnosti. V ta namen je Svet ECB sklenil: i) razširiti listo primernega finančnega premoženja za zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema, pri čemer ta razširitev ostane v veljavi do konca leta 2009, ii) okrepiti zagotavljanje dolgoročnejšega financiranja v obdobju od 30. oktobra 2008 do konca prvega četrtletja leta 2009 ter iii) zagotoviti likvidnost v ameriških dolarjih prek valutnih zamenjav.

#### **6. NOVEMBER 2008**

Svet ECB je sklenil znižati obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 50 bazičnih točk na 3,25%, začevši z operacijo, poravnano 12. novembra 2008. Poleg tega je sklenil, da z dnem 12. novembrom 2008 za 50 bazičnih točk zniža obrestno mero mejnega posojila in obrestno mero mejnega depozita na 3,75% oziroma 2,75%.

#### **4. DECEMBER 2008**

Svet ECB je sklenil znižati obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema za 75 bazičnih točk na 2,50%. Nova obrestna mera začne veljati z operacij, poravnano 10. decembra 2008. Poleg tega je za 75 bazičnih točk znižal obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita na 3,00% oz. 2,00%, ki prav tako začeta veljati 10. decembra 2008.

#### **18. DECEMBER 2008**

Svet ECB je sklenil, da se bodo tudi po obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se konča 20. januarja 2009, operacije glavnega refinanciranja izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Ta ukrep bo veljal, dokler bo potrebno, oz. najmanj do zadnje dodelitve v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009 na dan 31. marca. Svet je tudi sklenil, da se bo koridor obeh odprtih ponudb, ki je bil 9. oktobra 2008 zožen na 100 bazičnih točk okrog obrestne mere za operacije glavnega refi-

nanciranja, z 21. januarjem 2009 ponovno simetrično razširil na 200 bazičnih točk.

#### **15. JANUAR 2009**

Svet ECB je znižal fiksno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 50 bazičnih točk na 2,00%. Nova obrestna mera začne veljati za operacije, poravnane 21. januarja 2009. Poleg tega je sklenil, da bosta v skladu s sklepom z dne 18. decembra 2008 obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojila in mejnega depozita od 21. januarja 2009 znašali 3,00% oz. 1,00%.

#### **5. FEBRUAR 2009**

Svet ECB je sklenil, da bo obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja ter obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojila in mejnega depozita pustil nespremenjene na ravnih 2,00%, 3,00% in 1,00%.

#### **5. MAREC 2009**

Svet ECB je znižal fiksno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 50 bazičnih točk na 1,50%. Nova obrestna mera začne veljati za operacije, poravnane 11. marca 2009. Poleg tega je sklenil, da bosta obrestni meri za odprto ponudbo mejnega posojila in mejnega depozita od 11. marca 2009 znašali 2,50% oziroma 0,50%.

Svet ECB je tudi sklenil, da se bodo vse operacije glavnega refinanciranja, operacije refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti ter dodatne in redne operacije dolgoročnejšega refinanciranja še naprej izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer toliko časa, kolikor bo potrebno, oziroma dlje kot do konca leta 2009. Svet ECB je poleg tega sklenil ohraniti trenutno pogostost in trajanje dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in operacij refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti, in sicer toliko časa, kolikor bo potrebno, oziroma dlje kot do konca leta 2009.

# PREGLED DEJAVNOSTI KOMUNICIRANJA ECB V ZVEZI Z ZAGOTAVLJANJEM EURSKE LIKVIDNOSTI<sup>1</sup>

**14. JANUAR 2008**

## **OPERACIJE GLAVNEGA REFINANCIRANJA**

ECB še naprej natančno spremlja likvidnostne razmere s ciljem ohranjati zelo kratkoročne obrestne mere blizu izklicni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja. ECB bo toliko časa, kot bo potrebno, dodeljevala višjo likvidnost od referenčnega zneska v operacijah glavnega refinanciranja, da bi zadovoljila potrebe nasprotnih strank, da obvezne rezerve izpolnijo že na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. ECB namerava uravnotežiti likvidnostne razmere ob koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

**7. FEBRUAR 2008**

## **DODATNE OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA**

Svet ECB je sklenil obnoviti dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki sta bili dodeljeni 23. novembra 2007 (60 milijard EUR) in 12. decembra 2007 (60 milijard EUR) in ki bosta zapadli 21. februarja 2008 oziroma 13. marca 2008. Namen obnovitve teh dveh dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je nadalje konsolidirati dosednji napredek pri normalizaciji eurskega denarnega trga. Obnovitev bo izvedena, kot sledi, in ne bo vplivala na redne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bosta izvedeni prek avkcij z variabilno obrestno mero, vsaka s predhodno določenim zneskom 60 milijard EUR. Prva operacija bo poravnana 21. februarja 2008 in bo zapadla 22. maja 2008. Druga operacija bo poravnana 13. marca 2008 in bo zapadla 12. junija 2008. Dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bosta izvedeni prek standardne avkcije,

kjer bosta najava in dodelitev potekali dva dni oziroma dan pred poravnavo.

**28. MAREC 2008**

## **DODATNE OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA**

Svet ECB je na seji 27. marca 2008 sklenil izvesti dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja z zapadlostjo šestih mesecev. Poleg tega je Svet ECB sklenil, da bo izvedel nadaljnje dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja z zapadlostjo treh mesecev. Na redne mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja to ne vpliva. Namen teh dodatnih tri- in šestmesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je podpreti normalizacijo delovanja eurskega denarnega trga. Dodatne tri- in šestmesečne operacije bodo izvedene, kot sledi. Izvedene bodo prek avkcij z variabilno obrestno mero in predhodno določenimi zneski. Praviloma bodo zapadle na drugi četrtek v danem mesecu. Ena dodatna šestmesečna operacija dolgoročnejšega refinanciranja s predhodno določenim zneskom 25 milijard EUR bo dodeljena v sredo, 2. aprila, poravnana bo v četrtek, 3. aprila, zapadla pa bo v četrtek, 9. oktobra 2008. Druga dodatna šestmesečna operacija dolgoročnejšega refinanciranja v znesku 25 milijard EUR bo dodeljena v sredo, 9. julija, poravnana bo v četrtek, 10. julija 2008, zapadla pa bo v četrtek, 8. januarja 2009. Dve dodatni trimesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja s predhodno določenim zneskom 50 milijard EUR v vsaki operaciji bosta nadomestili dve trenutno odprti dodatni trimesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja v višini 60 milijard EUR. Prva bo dodeljena v sredo, 21. maja, poravnana v četrtek, 22. maja, in bo zapadla v četrtek, 14. avgusta. Druga bo dodeljena v sredo, 11. junija, poravnana v četrtek, 12. junija, in bo zapadla v četrtek, 11. septembra.

<sup>1</sup> Pregled dejavnosti komuniciranja v zvezi z zagotavljanjem likvidnosti v drugih valutah kot euro je na razpolago na spletnem mestu ECB.

## 31. JULIJ 2008

### DODATNE OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA

Svet ECB je sklenil obnoviti dve odprti trimesečni dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki sta bili dodeljeni 21. maja 2008 (50 milijard EUR) in 11. junija 2007 (50 milijard EUR) in ki bosta zapadli 14. avgusta 2008 oziroma 11. septembra 2008. Namen obnovitve teh dveh dodatnih trimesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je nadalje konsolidirati dosedanj napredek pri normalizaciji eurskega denarnega trga. Obnovitev ne bo vplivala na redne operacije dolgoročnejšega refinanciranja in bo izvedena, kot sledi. Dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bosta izvedeni prek avkcij z variabilno obrestno mero, vsaka s predhodno določenim zneskom 50 milijard EUR. Prva operacija bo poravnana 14. avgusta 2008 in bo zapadla 13. novembra 2008. Druga operacija bo poravnana 11. septembra 2008 in bo zapadla 11. decembra 2008. Dve dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bosta izvedeni prek standardne avkcije, kjer bosta najava in dodelitev potekali dva dni oziroma dan pred poravnavo.

## 4. SEPTEMBER 2008

### DODATNE OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA

Svet ECB je sklenil obnoviti odprto šestmesečno dodatno operacijo dolgoročnejšega refinanciranja v višini 25 milijonov EUR, ki je bila dodeljena 2. aprila in bo zapadla 9. oktobra 2008. Sklenil je obnoviti tudi dve trimesečni dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja (50 milijard EUR), ki bosta zapadli 13. novembra oziroma 11. decembra 2008. Namen obnovitve teh dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je podpreti nadaljnjo normalizacijo eurskega denarnega trga. Obnovitev ne bo vplivalo na redne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja bodo izvedene, kot sledi. Dve dodatni trimesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bosta izvedeni prek avkcij z variabilno obrestno mero, vsaka s predhodno dolo-

čenim zneskom 50 milijard EUR. Prva operacija bo poravnana 13. novembra 2008 in bo zapadla 12. februarja 2009. Druga operacija bo poravnana 11. decembra 2008 in bo zapadla 12. marca 2009. Dodatna šestmesečna operacija dolgoročnejšega refinanciranja bo izvedena prek avkcije z variabilno obrestno mero, s predhodno določenim zneskom 25 milijard EUR. Operacija bo poravnana 9. oktobra 2008 in bo zapadla 9. aprila 2009. Kot v prejšnjih primerih bo pri šestmesečni dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja uporabljen najvišji znesek protiponudbe v višini 2,5 milijarde EUR. Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja bodo izvedene prek standardnih avkcij, kjer bosta najava in dodelitev potekali dva dni oziroma dan pred poravnavo.

## 29. SEPTEMBER 2008

### OPERACIJA REFINANCIRANJA S POSEBNIM ROKOM ZAPADLOSTI

Svet ECB je sklenil izvesti operacijo refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti. Namen te operacije je izboljšati splošen likvidnostni položaj bančnega sistema euroobmočja. Operacija bo izvedena, kot sledi. Izvedena bo danes prek standardne avkcije z uporabo avkcije z variabilno obrestno mero brez predhodno določenega zneska. Poravnana bo v četrtek, 30. septembra 2008, in bo zapadla v petek, 7. novembra 2008. ECB bo še naprej uravnavala likvidnost v smeri uravnoveženih razmer na način, ki je skladen s ciljem ohranjanja zelo kratkoročnih obrestnih mer blizu izklicni obrestni meri. Operacija refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti bo obnovljena najmanj do konca leta.

## 3. OKTOBER 2008<sup>2</sup>

### SPLOŠNA IZJAVA O LIKVIDNOSTNI POLITIKI

Svet ECB je sklenil, da bodo od 6. oktobra 2008 do nadaljnega vse institucije, ki so na pod-

2 Splošne izjave o likvidnostni politiki, ki niso bile neposredno povezane z zagotavljanjem likvidnosti, niso na tem seznamu. Na voljo so na spletnem mestu ECB.

lagi standardnih avkcij primerne za sodelovanje v operacijah odprtega trga Eurosistema in ki dodatno izpolnjujejo dodatna operativna ali izbirna merila, ki jih določijo posamezne nacionalne centralne banke, primerne za sodelovanje v hitrih avkcijah, tj. avkcijskem postopku, ki se navadno uporablja za operacije finega uravnavanja. Nacionalne centralne banke smejo, kadar je to potrebno, najaviti dodatne podrobnosti, ki veljajo za institucije, ustanovljene v zadevnih državah članicah.

#### **7. OKTOBER 2008**

##### **DODATNA OPERACIJA DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA**

Svet ECB je danes sklenil zvišati znesek dodelitve (s 25 milijard EUR na 50 milijard EUR) v šestmesečni dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki je bila predhodno najavljena v sporočilu za javnost z dne 4. septembra 2008 in bo dodeljena 8. oktobra 2008. V skladu s tem bo v tej operaciji uporabljen najvišji znesek protiponudbe v višini 5 milijard EUR.

#### **8. OKTOBER 2008**

##### **SPLOŠNA IZJAVA O LIKVIDNOSTNI POLITIKI**

Svet ECB se je prek telekonference odločil o naslednjih dveh ukrepih. Od operacije, poravnane 15. oktobra, bodo tedenske operacije glavnega refinanciranja izvedene prek avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja, tj. trenutno 3,75%. Z 9. oktobrom bo ECB zožila koridor odprtih ponudb z 200 na 100 bazičnih točk okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja. Tako se bo z 9. oktobrom obrestna mera odprte ponudbe mejnega posojila znižala s 100 na 50 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, tj. trenutno na 4,25%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa bo zvišana s 100 na 50 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, tj. trenutno na 3,25%. Oba ukrepa bosta ostala v veljavi, dokler bo potrebno in najmanj do konca prvega obdobja

izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009, tj. do 20. januarja. ECB bo še naprej uravnavala likvidnost v smeri uravnoveženih razmer na način, ki je skladen s ciljem ohranjanja kratkoročnih obrestnih mer blizu obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja.

#### **9. OKTOBER 2008**

##### **OPERACIJA FINEGA URAVNAVANJA**

S to operacijo se izvaja včerajšnji sklep (glej sporočilo za javnost z dne 8. oktobra) z namenom zadovoljiti celotno povpraševanje nasprotnih strank (polna dodelitev) po refinanciranju po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja (3,75%) na podlagi primerne zavarovanja, tako dolgo, kot je potrebno, oziroma najmanj do konca prvega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009, tj. do 20. januarja.

#### **15. OKTOBER 2008**

##### **DODATNE OPERACIJE DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA/OPERACIJA DOLGOROČNEJŠEGA REFINANCIRANJA S POSEBNIM ROKOM ZAPADLOSTI<sup>3</sup>**

Svet ECB je danes prek telekonference sklenil, da bo z operacijo, poravnano 30. oktobra 2008, in do konca prvega četrtletja leta 2009 zagotavljanje dolgoročnega refinanciranja Eurosistema (skladno z začasno razširitvijo sklada finančnega premoženja za zavarovanje terjatev) okrepjeno, kot sledi:

Vse operacije dolgoročnejšega refinanciranja se bodo do marca 2009 izvajale prek avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Dve trimesečni dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki zapadeta februarja in marca 2009, bosta obnovljeni, januarja 2009 pa bo izvedena še ena trimesečna operacija. Nedospela šestmesečna dodatna operacija dolgoročnejšega refinanciranja

<sup>3</sup> Izjave o fiksni obrestni meri v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, dodatnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja in operacijah refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti med 30. oktobrom in 31. decembrom 2008 niso na tem seznamu. Na voljo so na spletnem mestu ECB.

ciranja, ki zapade januarja 2009, bo obnovljena, in še štiri šestmesečne dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja bodo izvedene novembra 2008, decembra 2008, februarja 2009 in marca 2009 vzporedno s trimesečnimi dodatnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja. Tako bosta dve trimesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja/dodatni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja in ena šestmesečna operacija dolgoročnejšega refinanciranja izvedeni vsak mesec do vključno marca 2009. Poleg tega bo operacija refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti, dodeljena 29. septembra 2008, obnovljena 7. novembra 2008, ko zapade, in bo imela zapadlost enako dolžini obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

ECB bo še naprej uravnavala likvidnost v smeri uravnoteženih razmer na način, ki je skladen s ciljem ohranjanja kratkoročnih obrestnih mer blizu obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja. V ta namen bo sprejemala tudi vezane vloge z zapadlostjo en teden.

## 16. OKTOBER 2008

### DRUGO ZAGOTAVLJANJE EURSKE LIKVIDNOSTI

Magyar Nemzeti Bank je 10. oktobra 2008 najavila novo operacijo odprtega trga, da bi podprla likvidnost na domačem trgu začasnih prodaj/odkupov deviz. Danes sta Magyar Nemzeti Bank in ECB skupaj najavili sporazum o podpori instrumentom Magyar Nemzeti Bank za zagotavljanje eurske likvidnosti. Vzpostavili sta dogovor o repo transakcijah, s katerim bo centralni banki Magyar Nemzeti Bank omogočena odprta ponudba za izposojanje do 5 milijard EUR z namenom dodatno podpreti svoje operacije. Dodatne informacije o ponudbi začasnih prodaj/odkupov deviz Magyar Nemzeti Bank so na voljo na spletnem mestu Magyar Nemzeti Bank: <http://www.mnb.hu>.

## 27. OKTOBER 2008

### DRUGO ZAGOTAVLJANJE EURSKE LIKVIDNOSTI

Danmarks Nationalbank je danes najavila ukrepe za izboljšanje likvidnosti na kratkoroč-

nih eurskih trgih. V podporo tem ukrepom sta ECB in Danmarks Nationalbank danes vzpostavili povratno valutno zamenjavo v višini 12 milijard EUR, ki bo veljala tako dolgo, kot bo potrebno.

## 21. NOVEMBER 2008

### DRUGO ZAGOTAVLJANJE EURSKE LIKVIDNOSTI

Narodowy Bank Polski in ECB sta skupaj najavili dogovor o podpori instrumentom Narodowy Bank Polski za zagotavljanje eurske likvidnosti. Dogovor, ki je bil sklenjen 6. novembra 2008, se nanaša na repo transakcije, s katerim bo centralni banki Narodowy Bank Polski omogočena odprta ponudba za izposojanje do 10 milijard EUR z namenom dodatno podpreti svoje operacije. Dodatne informacije o transakcijah Narodowy Bank Polski so na voljo na spletnem mestu Narodowy Bank Polski: <http://www.nbp.pl>.

## 18. DECEMBER 2008

### SPLOŠNA IZJAVA O LIKVIDNOSTNI POLITIKI

Svet ECB je v zvezi s sporočilom za javnost glede sprememb v avkcijskih postopkih in koridorju odprtih ponudb z dne 8. oktobra 2008 sklenil, kot sledi. Operacije glavnega refinanciranja se bodo še naprej izvajale prek avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo po obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se zaključi 20. januarja 2009. Ta ukrep bo veljal, dokler bo potrebno, oziroma najmanj do zadnje dodelitve v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009, tj. do 31. marca. Z 21. januarjem 2009 bo koridor obrestnih mer odprtih ponudb, ki je bil 9. oktobra 2008 zožen na 100 bazičnih točk okoli veljavne obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, ponovno vzpostavljen na 200 bazičnih točk. Tako bo z 21. januarjem obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila zvišana s 50 na 100 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa bo znižana s 50 na 100 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja.

## OPERACIJE ODPRTEGA TRGA PO VALUTAH

### Operacije v EUR

Vrsta operacije <sup>1)</sup>	Trajanje (št. dni)	Datum poravnave	Dodeljeni znesek <sup>2)</sup> (v milijardah EUR)	Skupni znesek protiponudb <sup>2)</sup> (v milijardah EUR)	Mejna obrestna mera (%)	Tehtana povprečna obrestna mera (%)	Fiksna obrestna mera (%)	Število ponudnikov	Količnik pokritosti ponudb
OFU	1	2. jan. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
OFU	1	3. jan. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
OGR	5	4. jan. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
OGR	7	9. jan. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
OFU	1	15. jan. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
OGR	7	16. jan. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
OGR	7	23. jan. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
OGR	7	30. jan. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
ODR	92	31. jan. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
OGR	7	6. feb. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
OFU	1	12. feb. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
OGR	7	13. feb. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
OGR	7	20. feb. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
DODR	91	21. feb. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
OGR	7	27. feb. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
ODR	91	28. feb. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
OGR	7	5. mar. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
OFU	1	11. mar. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
OGR	7	12. mar. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
DODR	91	13. mar. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
OGR	7	19. mar. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
OFU	5	20. mar. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
OGR	7	26. mar. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
ODR	91	27. mar. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
OFU	1	31. mar. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
OGR	7	2. apr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
DODR	189	3. apr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
OGR	7	9. apr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
OFU	1	15. apr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
OGR	7	16. apr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
OGR	7	23. apr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
OGR	7	30. apr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
ODR	90	2. maj 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
OGR	7	7. maj 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
OFU	1	13. maj 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
OGR	7	14. maj 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
OGR	7	21. maj 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
DODR	84	22. maj 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
OGR	7	28. maj 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
ODR	91	29. maj 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
OGR	7	4. jun. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
OFU	1	10. jun. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
OGR	7	11. jun. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
DODR	91	12. jun. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
OGR	7	18. jun. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
OGR	7	25. jun. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
ODR	91	26. jun. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
OGR	7	2. jul. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
OFU	1	8. jul. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
OGR	7	9. jul. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
DODR	182	10. jul. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
OGR	7	16. jul. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
OGR	7	23. jul. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
OGR	7	30. jul. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49

1) OGR – operacija glavnega refinanciranja; ODR – operacija dolgoročnejšega refinanciranja; DODR – dodatna operacija dolgoročnejšega refinanciranja; ORPZ – operacija refinanciranja s posebno zapadlostjo; OFU – operacija finega uravnavanja.  
2) Pozitiven znesek v primeru operacije za zagotavljanje likvidnosti; negativen znesek v primeru operacije umikanja likvidnosti.

## Operacije v EUR

Vrsta operacije <sup>1)</sup>	Trajanje (št. dni)	Datum poravnave	Dodeljeni znesek <sup>2)</sup> (v milijardah EUR)	Skupni znesek protiponudb <sup>2)</sup> (v milijardah EUR)	Mejna obrestna mera (%)	Tehtana povprečna obrestna mera (%)	Fiksna obrestna mera (%)	Število ponudnikov	Količnik pokritosti ponudb
ODR	91	31. jul. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
OGR	7	6. avg. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
OFU	1	12. avg. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
OGR	7	13. avg. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
DODR	91	14. avg. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
OGR	7	20. avg. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
OGR	7	27. avg. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
ODR	91	28. avg. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
OGR	7	3. sep. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
OFU	1	9. sep. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
OGR	7	10. sep. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
DODR	91	11. sep. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
OFU	1	15. sep. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
OFU	1	16. sep. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
OGR	7	17. sep. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
OFU	1	18. sep. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
OGR	7	24. sep. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
OFU	1	24. sep. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
ODR	84	25. sep. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	30. sep. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
OGR	7	1. okt. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
OFU	1	1. okt. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
OFU	1	2. okt. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
OFU	3	3. okt. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
OFU	1	6. okt. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
OFU	1	7. okt. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
OGR	7	8. okt. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
DODR	182	9. okt. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
OFU	6	9. okt. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
OGR	7	15. okt. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
OGR	7	22. okt. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
OGR	7	29. okt. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
ODR	91	30. okt. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
OGR	7	5. nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	7. nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
OFU	1	11. nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
OGR	7	12. nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
DODR	91	13. nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
DODR	182	13. nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
OGR	7	19. nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
OGR	7	26. nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
ODR	91	27. nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
OGR	7	3. dec. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
OFU	1	9. dec. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
OGR	7	10. dec. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	10. dec. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
DODR	91	11. dec. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
DODR	182	11. dec. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
OGR	6	17. dec. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
ODR	98	18. dec. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
OGR	7	23. dec. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
OGR	7	30. dec. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) OGR – operacija glavnega refinanciranja; ODR – operacija dolgoročnejšega refinanciranja; DODR – dodatna operacija dolgoročnejšega refinanciranja; ORPZ – operacija refinanciranja s posebno zapadlostjo; OFU – operacija finega uravnavanja.

2) Pozitiven znesek v primeru operacije za zagotavljanje likvidnosti; negativen znesek v primeru operacije umikanja likvidnosti.



## Operacije v USD

Vrsta transakcije <sup>1)</sup>	Datum poravnave	Trajanje (št. dni)	Dodeljeni znesek (v milijardah USD)	Mejna obrestna mera (%)	Fiksna obrestna mera (%) (PT) / Fiksne swap točke (VZ)	Skupni znesek protiponudb (v milijardah USD)	Število ponudnikov	Količnik pokritosti ponudb
PT	17. jan. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
PT	31. jan. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
PT	27. mar. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
PT	10. apr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
PT	24. apr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
PT	8. maj 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
PT	22. maj 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
PT	5. jun. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
PT	19. jun. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
PT	3. jul. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
PT	17. jul. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
PT	31. jul. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
PT	14. avg. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
PT	14. avg. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
PT	28. avg. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
PT	11. sep. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
PT	11. sep. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
PT	18. sep. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
PT	19. sep. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
PT	22. sep. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
PT	23. sep. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
PT	24. sep. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
PT	25. sep. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
PT	25. sep. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
PT	26. sep. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
PT	26. sep. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
PT	29. sep. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
PT	30. sep. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
PT	30. sep. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
PT	10. okt. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
PT	2. okt. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
PT	3. okt. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
PT	6. okt. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
PT	7. okt. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
PT	8. okt. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	9. okt. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
PT	9. okt. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
PT	10. okt. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
PT	14. okt. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
PT	15. okt. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
PT	16. okt. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
VZ	23. okt. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
PT	23. okt. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
VZ	23. okt. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
PT	23. okt. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
VZ	30. okt. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
PT	30. okt. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
VZ	6. nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
PT	6. nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
VZ	6. nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
PT	6. nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
VZ	13. nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
PT	13. nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
VZ	20. nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
PT	20. nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
VZ	20. nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
PT	20. nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00

1) PT – povratna transakcija; VZ – valutna zamenjava.

#### Operacije v USD

Vrsta transakcije <sup>1)</sup>	Datum poravnave	Trajanje (št. dni)	Dodeljeni znesek (v milijardah USD)	Mejna obrestna mera (%)	Fiksna obrestna mera (%) (PT) / Fiksne swap točke (VZ)	Skupni znesek	Število ponudnikov	Količnik pokritosti ponudb
VZ	28. nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
PT	28. nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
VZ	4. dec. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
PT	4. dec. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
VZ	4. dec. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
PT	4. dec. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
VZ	11. dec. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
PT	11. dec. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
VZ	18. dec. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
PT	18. dec. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
VZ	18. dec. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
PT	18. dec. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
VZ	23. dec. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
PT	23. dec. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
VZ	30. dec. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
PT	30. dec. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) PT – povratna transakcija; VZ – valutna zamenjava.

#### Operacije v CHF

Vrsta transakcije <sup>1)</sup>	Datum poravnave	Trajanje (št. dni)	Dodeljeni znesek (v milijardah EUR)	Mejna obrestna mera (%)	Fiksne swap točke	Skupni znesek protiponudb (v milijardah EUR)	Število ponudnikov	Količnik pokritosti ponudb
VZ	22. okt. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
VZ	29. okt. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
VZ	5. nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
VZ	7. nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
VZ	12. nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
VZ	19. nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
VZ	21. nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
VZ	26. nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
VZ	3. dec. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
VZ	5. dec. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
VZ	10. dec. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
VZ	17. dec. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
VZ	19. dec. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
VZ	23. dec. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
VZ	30. dec. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = foreign exchange swap.

# DOKUMENTI, KI JIH JE OBJAVILA EVROPSKA CENTRALNA BANKA OD LETA 2008

Namen tega seznama je bralca seznaniti z izbranimi dokumenti, ki jih je objavila Evropska centralna banka od januarja 2008. Seznam delovnih zvezkov se nanaša samo na dokumente, objavljene med decembrom 2008 in februarjem 2009. Če ni drugače navedeno, lahko do izpraznitve zalog za tiskano različico zaprosite ali se za brezplačno prejemanje naročite na naslovu [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Celoten seznam dokumentov, ki sta jih objavila Evropska centralna banka in Evropski monetarni inštitut je na voljo na spletnem mestu ECB (<http://www.ecb.europa.eu>).

## LETNO POROČILO

„Letno poročilo 2007“, april 2008.

## KONVERGENČNO POROČILO

„Konvergenčno poročilo maj 2008“.

## MESEČNI BILTEN – POSEBNA IZDAJA

„Mesečni bilten: 10. obletnica ECB 1998–2008“, maj 2008.

## ČLANKI IZ MESEČNIH BILTENOV

- „Productivity developments and monetary policy“, januar 2008.
- „Globalisation, trade and the euro area macroeconomy“, januar 2008.
- „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves“, januar 2008.
- „The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective“, februar 2008.
- „Securitisation in the euro area“, februar 2008.
- „The new euro area yield curves“, februar 2008.
- „Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions“, april 2008.
- „Short-term forecasts of economic activity in the euro area“, april 2008.
- „Developments in the EU arrangements for financial stability“, april 2008.
- „Price stability and growth“, maj 2008.
- „The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility“, maj 2008.
- „One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU“, julij 2008.
- „Euro area trade in services: some key stylised facts“, julij 2008.
- „The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions“, julij 2008.
- „The external dimension of monetary analysis“, avgust 2008.
- „The role of banks in the monetary policy transmission mechanism“, avgust 2008.
- „Ten years of the Stability and Growth Pact“, oktober 2008.
- „Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors“, oktober 2008.
- „Monitoring labour cost developments across euro area countries“, november 2008.
- „Valuing stock markets and the equity risk premium“, november 2008.
- „Ten years of TARGET and the launch of TARGET2“, november 2008.
- „Housing wealth and private consumption in the euro area“, januar 2009.
- „Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets“, januar 2009.
- „New survey evidence on wage setting in Europe“, februar 2009.
- „Assessing global trends in protectionism“, februar 2009.

## STATISTICS POCKET BOOK

Na razpolago vsak mesec od avgusta 2003.

## SERIJA PRAVNIH DELOVNIH ZVEZKOV

- 6 „The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law”, S. Kerjean, junij 2008.
- 7 „Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects”, P. Athanassiou in N. Max-Guix, julij 2008.

## SERIJA OBČASNIH ZVEZKOV

- 78 „A framework for assessing global imbalances”, T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora in R. Straub, januar 2008.
- 79 „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues”, P. Moutot, A. Jung in F. P. Mongelli, januar 2008.
- 80 „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?”, M. Bussière in A. Mehl, januar 2008.
- 81 „Measuring financial integration in new EU Member States”, M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis in S. Manganelli, marec 2008.
- 82 „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation”, L. Cappiello in G. Ferrucci, marec 2008.
- 83 „The predictability of monetary policy”, T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch in J. Turunen, marec 2008.
- 84 „Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise”, G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk in C. Van Nieuwenhuyze, maj 2008.
- 85 „Benchmarking the Lisbon strategy”, D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca in W. Coussens, junij 2008.
- 86 „Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach”, M. M. Borys, É. K. Polgár in A. Zlate, junij 2008.
- 87 „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, junij 2008.
- 88 „Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia”, S. Herrmann in A. Winkler, junij 2008.
- 89 „An analysis of youth unemployment in the euro area”, R. Gomez-Salvador in N. Leiner-Killinger, junij 2008.
- 90 „Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts”, M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi in N. Vidalis, julij 2008.
- 91 „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets”, R. Beck in M. Fidora, julij 2008.
- 92 „The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy”, M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf in D. Peschel, julij 2008.
- 93 „Russia, EU enlargement and the euro”, Z. Polański in A. Winkler, avgust 2008.
- 94 „The changing role of the exchange rate in a globalised economy”, F. di Mauro, R. Ruffer in I. Bunda, september 2008.
- 95 „Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems”, the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, september 2008.

- 96 „The monetary presentation of the euro area balance of payments”, L. Bê Duc, F. Mayerlen in P. Sola, september 2008.
- 97 „Globalisation and the competitiveness of the euro area”, F. di Mauro in K. Forster, september 2008.
- 98 „Will oil prices decline over the long run?”, R. Kaufmann, P. Karadeloglou in F. di Mauro, oktober 2008.
- 99 „The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches”, A. M. Agresti, P. Baudino in P. Poloni, november 2008.
- 100 „Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use” by the Eurosystem Household Finance and Consumption Network, januar 2009.

#### **RAZISKOVALNI BILTENI**

Research Bulletin, št. 7, junij 2008.

#### **SERIJA DELOVNIH ZVEZKOV**

- 973 „Do China and oil exporters influence major currency configurations?”, M. Fratzscher in A. Mehl, december 2008.
- 974 „Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan”, P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou in M. Ward-Warmedinger, december 2008.
- 975 „Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side”, E. Hahn in F. Skudelny, december 2008.
- 976 „The term structure of interest rates across frequencies”, K. Assenmacher-Wesche in S. Gerlach, december 2008.
- 977 „Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates”, M. Guidolin in D. L. Thornton, december 2008.
- 978 „Measuring monetary policy expectations from financial market instruments”, M. Joyce, J. Relleen in S. Sorensen, december 2008.
- 979 „Futures contract rates as monetary policy forecasts”, G. Ferrero in A. Nobili, december 2008.
- 980 „Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan”, T. Nagano in N. Baba, december 2008.
- 981 „Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?”, T. Välimäki, december 2008.
- 982 „Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market”, N. Cassola in C. Morana, december 2008.
- 983 „What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?”, T. Linzert in S. Schmidt, december 2008.
- 984 „The daily and policy-relevant liquidity effects”, D. L. Thornton, december 2008.
- 985 „Portuguese banks in the euro area market for daily funds”, L. Farinha in V. Gaspar, december 2008.
- 986 „The topology of the federal funds market”, M. L. Bech in E. Atalay, december 2008.
- 987 „Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update”, J. Idier in S. Nardelli, december 2008.
- 988 „The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform”, R. Beaupain in A. Durré, december 2008.
- 989 „Modelling loans to non-financial corporations in the euro area”, C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez in C. Rossi, januar 2009.

- 990 „Fiscal policy, housing and stock prices”, A. Afonso in R. M. Sousa, januar 2009.
- 991 „The macroeconomic effects of fiscal policy”, A. Afonso in R. M. Sousa, januar 2009.
- 992 „FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation”, M. Bijsterbosch in M. Kolasa, januar 2009.
- 993 „Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table”, G. Pula in T. A. Peltonen, januar 2009.
- 994 „Fiscal sustainability and policy implications for the euro area”, F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer in P. Tommasino, januar 2009.
- 995 „Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?”, M. Ca’ Zorzi, A. Chudik in A. Dieppe, januar 2009.
- 996 „What drives euro area break-even inflation rates?”, M. Ciccarelli in J. A. García, januar 2009.
- 997 „Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations”, C. Coluzzi, A. Ferrando in C. Martinez-Carrascal, januar 2009.
- 998 „Infinite-dimensional VARs and factor models”, A. Chudik in M. H. Pesaran, januar 2009.
- 999 „Risk-adjusted forecasts of oil prices”, P. Pagano in M. Pisani, januar 2009.
- 1000 „Wealth effects in emerging market economies”, T. A. Peltonen, R. M. Sousa in I. S. Vansteenkiste, januar 2009.
- 1001 „Identifying the elasticity of substitution with biased technical change”, M. A. León-Ledesma, P. McAdam in A. Willman, januar 2009.
- 1002 „Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks”, O. Castrén, T. Fitzpatrick in M. Sydow, februar 2009.
- 1003 „Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains”, J. Messina, C. Strozzi in J. Turunen, februar 2009.
- 1004 „Characterising the inflation-targeting regime in South Korea”, M. Sánchez, februar 2009.
- 1005 „Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries”, F. Rumler in J. Scharler, februar 2009.
- 1006 „Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition”, P. Du Caju, C. Fuss in L. Wintr, februar 2009.
- 1007 „Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation”, G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens in R. Wouters, februar 2009.
- 1008 „Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions”, K. Nikolaou, februar 2009.
- 1009 „Optimal sticky prices under rational inattention”, B. Maćkowiak in M. Wiederholt, februar 2009.
- 1010 „Business cycles in the euro area”, D. Giannone, M. Lenza in L. Reichlin, februar 2009.
- 1011 „The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves”, S. Eickmeier in K. Moll, februar 2009.
- 1012 „Petrodollars and imports of oil-exporting countries”, R. Beck in A. Kamps, februar 2009.
- 1013 „Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect”, A. Beyer, A. Haug in B. Dewald, februar 2009.
- 1014 „Asset prices and current account fluctuations in G7 economies”, M. Fratzscher in R. Straub, februar 2009.
- 1015 „Inflation forecasting in the new EU Member States”, O. Arratibel, C. Kamps in N. Leiner-Killinger, februar 2009.

## DRUGE PUBLIKACIJE

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, januar 2008 (samo spletna izdaja).
- „Oversight framework for card payment schemes – standards”, januar 2008 (samo spletna izdaja).
- „The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, februar 2008.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, marec 2008 (samo spletna izdaja).
- „ECB statistics quality framework (SQF)”, april 2008 (samo spletna izdaja).
- „Quality assurance procedures within the ECB statistical function”, april 2008 (samo spletna izdaja).
- „ECB statistics – an overview”, april 2008 (samo spletna izdaja).
- „TARGET Annual Report 2007”, april 2008 (samo spletna izdaja).
- „Financial integration in Europe”, april 2008.
- „Financial Stability Review”, junij 2008.
- „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, junij 2008.
- „The international role of the euro”, julij 2008 (samo spletna izdaja).
- „Payment systems and market infrastructure oversight report”, julij 2008 (samo spletna izdaja).
- „Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament”, julij 2008 (samo spletna izdaja).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, julij 2008 (samo spletna izdaja).
- „Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments”, julij 2008.
- „CCBM2 User Requirements 4.1”, julij 2008 (samo spletna izdaja).
- „Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12.-13. julij 2007”, september 2008.
- „New procedure for constructing ECB staff projection ranges”, september 2008 (samo spletna izdaja).
- „Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation”, september 2008 (samo spletna izdaja).
- „Euro money market survey”, september 2008 (samo spletna izdaja).
- „EU banking structures”, oktober 2008 (samo spletna izdaja).
- „Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament”, oktober 2008 (samo spletna izdaja).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, oktober 2008 (samo spletna izdaja).
- „A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008”, november 2008.
- „Izvajanje denarne politike v euroobmočju: splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih denarne politike Eurosistema”, november 2008.
- „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling eurodenominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’ ”, november 2008 (samo spletna izdaja).
- „Enotno območje plačil v eurih – šesto poročilo o napredku”, november 2008 (samo spletna izdaja).
- „EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans”, november 2008 (samo spletna izdaja).
- „Government finance statistics guide”, december 2008 (samo spletna izdaja).
- „Financial Stability Review”, december 2008.
- „Covered bonds in the EU financial system”, december 2008 (samo spletna izdaja).

„The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model”, december 2008 (samo spletna izdaja).  
„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations”, december 2008 (samo spletna izdaja).  
„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt”, december 2008 (samo spletna izdaja).  
„Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures”, december 2008 (samo spletna izdaja).  
„Korespondenčni centralnobančni model (CCBM) – postopki za nasprotne stranke Eurosistema”, december 2008 (samo spletna izdaja).  
„Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament”, januar 2009 (samo spletna izdaja).  
„Euro Money Market Study 2008”, februar 2009 (samo spletna izdaja).  
„Eurosystem oversight policy framework”, februar 2009 (samo spletna izdaja).  
„Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments”, februar 2009 (samo spletna izdaja).  
„European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution”, februar 2009 (samo spletna izdaja).

#### **INFORMATIVNE BROŠURE**

„Evropska centralna banka, Eurosistem, Evropski sistem centralnih bank”, druga izdaja, april 2008.  
„Cenovna stabilnost: zakaj je zame pomembna?”, junij 2008.  
„A single currency – an integrated market infrastructure”, september 2008.



## GLOSAR

*V tem glosarju so izbrani izrazi iz letnega poročila. Obsežnejši in podrobnejši glosar je na voljo na spletnem mestu ECB.*

**Avtomatizirana obdelava plačil:** avtomatizirana obdelava poslov/plačilnih prenosov od začetka do konca, vključno (kjer je ustrezno) z avtomatizirano potrditvijo, uskladitvijo, ustvaritvijo, obračunom in poravnavo nalogov.

**Bruto poslovni presežek:** presežek (ali primanjkljaj) v rezultatu poslovne dejavnosti po odbitju stroškov vmesne potrošnje, sredstev za zaposlene in davkov brez subvencij na proizvodnjo, vendar pa pred upoštevanjem plačil in prejemkov dohodka, povezanega s posojanjem ali izposojanjem ali lastništvom finančnih in neproizvedenih sredstev.

**Centralna depotna družba:** pravna oseba, ki i) omogoča obdelavo poslov z vrednostnimi papirji v nematerializirani obliki in ii) dejavno zagotavlja celovitost izdaj vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji so lahko v fizični (vendar imobilizirani) ali nematerializirani obliki (obstajajo le v obliki elektronskih zapisov).

**Centralna država:** država, kot je opredeljena v **Evropskem sistemu računov 1995**, vendar brez regionalne in lokalne ravni države (glej tudi **širše opredeljena država**).

**Centralna nasprotna stranka:** pravna oseba, ki posreduje med **nasprotnimi strankami** v pogodbah, s katerimi se trguje na enem ali več finančnih trgih, ter postane kupec za vsakega prodajalca in prodajalec za vsakega kupca.

**Denarna analiza:** eden od stebrov okvira **Evropske centralne banke** za izvajanje izčrpane analize tveganj za **stabilnost cen**, ki je podlaga za odločitve **Sveta ECB** glede denarne politike. Denarna analiza prispeva k oceni srednjeročnih in dolgoročnih trendov inflacije glede na tesno povezanost denarja in cen v daljšem obdobju. Denarna analiza upošteva gibanja širokega spektra denarnih kazalnikov, vključno z agregatom **M3**, njegovimi komponentami in protipostavkami, zlasti krediti, ter različnimi merili presežne likvidnosti (glej tudi **ekonomska analiza**).

**Denarni prihodki:** prihodki, ki jih ustvarijo nacionalne centralne banke pri izvajanju nalog denarne politike **Eurosistema**. Ti prihodki izhajajo iz sredstev, namensko razporejenih v skladu s smernicami **Sveta ECB**, in se hranijo kot protipostavke bankovcem v obtoku in obveznostim iz naslova vlog **kreditnih institucij**.

**Denarni trg:** trg, na katerem udeleženci zbirajo in vlagajo kratkoročna sredstva ter z njimi trgujejo prek instrumentov, ki imajo navadno originalno zapadlost do vključno 1 leta.

**Dobičkonosnost podjetja:** merilo uspešnosti poslovanja podjetja, predvsem glede na obseg prodaje, finančno premoženje in kapital. Obstaja več meril dobičkonosnosti podjetja, ki temeljijo na računovodskih izkazih, na primer razmerje med poslovnimi prihodki (prihodki od prodaje minus stroški poslovanja) in prihodki od prodaje, razmerje med čistim dobičkom (poslovni prihodki 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 skupnih sredstev) in donosnost lastnega kapitala (razmerje med čistim dobičkom in delniškim kapitalom). Na makroekonomski ravni se kot merilo donosnosti pogosto uporablja **bruto poslovni presežek**, ki temelji na nacionalnih računih, na primer v razmerju do BDP ali dodane vrednosti.

**Dolgoročnejsše finančne obveznosti MFI:** vezane vloge nad 2 leti, vloge na odpoklic z odpovednim rokom nad 3 mesece, **dolžniški vrednostni papirji**, ki jih izdajo **denarne finančne institucije (MFI) euroobmočja** z originalno zapadlostjo nad 2 leti, ter kapital in rezerve sektorja **MFI euroobmočja**.

**Dolžniški vrednostni papir:** obljuba izdajatelja (tj. dolžnika), da bo izvršil eno ali več plačil v dobro imetnika (posojilodajalca) na določen datum oziroma datume. Navadno se obrestuje s posebno obrestno mero (kupon) oziroma se proda s popustom od zneska, ki bo vrnjen ob zapadlosti. Dolžniški vrednostni papirji, ki so izdani z originalno zapadlostjo, daljšo od 1 leta, se uvrščajo med dolgoročne.

**Drug finančni posrednik:** družba ali neprava družba (razen zavarovalnice ali pokojninskega sklada), ki se ukvarja s finančnim posredništvom predvsem tako, da prevzema obveznosti v oblikah, ki niso gotovina, vloge oziroma vlogam podobni instrumenti od institucionalnih subjektov, ki niso **denarne finančne institucije (MFI)**. Med druge finančne posrednike spadajo zlasti družbe, ki se ukvarjajo predvsem z dolgoročnim financiranjem (na primer v obliki finančnega najema), z imetjem listinjenih sredstev, drugimi finančnimi imetji, trgovanjem (za svoj račun) z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti, s tveganim kapitalom in razvojnim kapitalom.

**Države kandidatke:** države, pri katerih je EU sprejela prošnjo za članstvo v EU. Pristopna pogajanja s Hrvaško in Turčijo so se začela 3. oktobra 2005, medtem ko se z Nekdanjo jugoslovansko republiko Makedonijo še niso začela.

**Efektivni devizni tečaj (EDT) eura (nominalni/realni):** tehtano povprečje dvostranskih deviznih tečajev eura proti valutam najpomembnejših trgovinskih partneric **euroobmočja**. **Evropska centralna banka** objavlja nominalne indekse EDT za euro v primerjavi z valutami dveh skupin trgovinskih partneric: EDT-21 (obsega 11 držav članic EU zunaj euroobmočja in 10 glavnih trgovinskih partneric zunaj EU) ter EDT-41 (obsega EDT-21 in 20 drugih držav). Uporabljene uteži izražajo delež vsake države partnerice v trgovinski menjavi euroobmočja in upoštevajo konkurenčnost na trgih tretjih držav. Realni EDT je nominalni EDT, deflacioniran s tehtanim povprečjem tujih cen ali stroškov glede na domače. Tako predstavljajo merilo cenovne in stroškovne konkurenčnosti.

**Ekonomska analiza:** eden od stebrov okvira **Evropske centralne banke** za izvajanje izčrpane analize tveganj za **stabilnost cen**, ki je podlaga za odločitve **Sveta ECB** o denarni politiki. Ekonomska analiza obravnava predvsem tekoča gospodarska in finančna gibanja ter z njimi povezana kratkoročna in srednjeročna tveganja za stabilnost cen s stališča razmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgih blaga, storitev in proizvodnih dejavnikov. Eden od ciljev ekonomske analize je tudi ugotoviti izvor in naravo šokov, ki povzročajo težave v gospodarstvu, oceniti njihov vpliv na stroške in oblikovanje cen ter predvideti kratkoročne in dolgoročne možnosti za njihovo širitev v gospodarstvu (glej tudi **denarna analiza**).

**Ekonomska in monetarna unija (EMU):** proces, ki je pripeljal do enotne valute – eura – in enotne denarne politike v **euroobmočju** ter do usklajevanja gospodarskih politik držav članic EU. V skladu s **Pogodbo ES** je ta proces potekal v treh fazah. Tretja, zadnja, faza se je začela 1. januarja 1999 s prenosom denarne pristojnosti na **Evropsko centralno banko** in z uvedbo eura. Z zamenjavo gotovine 1. januarja 2002 se je proces oblikovanja EMU končal.

**Ekonomsko-finančni odbor (EFC):** posvetovalni organ Skupnosti, ki sodeluje pri pripravi dela **Ekonomsko-finančnega sveta** in Evropske komisije. Med njegove naloge spada spremljanje gospodarskih in finančnih razmer v državah članicah in Skupnosti ter nadzor proračuna.

**Ekonomsko-finančni svet (ECOFIN):** Svet EU v sestavi ministrov, pristojnih za gospodarstvo in finance.

**EONIA (uteženo povprečje obrestnih mer v eurih za medbančna posojila čez noč):** merilo efektivne obrestne mere, ki prevladuje na medbančnem trgu v eurih čez noč. Izračuna se kot tehtano povprečje obrestnih mer za nezavarovana posojila čez noč v eurih, kot poroča odbor bank prispevnic.

**ERM II (mehanizem deviznih tečajev II):** režim deviznih tečajev, ki določa okvir za sodelovanje na področju tečajne politike med državami v **euroobmočju** in državami članicami EU, ki niso del euroobmočja. ERM II je večstranski sistem fiksni, a prilagodljivih centralnih deviznih tečajev in standardnim razponom nihanja  $\pm 15\%$ . Centralni tečaj in po možnosti ožje razpone nihanja z medsebojnim dogovorom določijo zadevne države članice EU, države euroobmočja, **Evropska centralna banka (ECB)** in druge države članice EU, ki sodelujejo v mehanizmu. Vsi udeleženci v ERM II, vključno z ECB, imajo pravico do pobude za uvedbo zaupnega postopka, katerega namen je sprememba centralnega tečaja.

**EURIBOR (obrestna mera za dane medbančne depozite v eurih):** obrestna mera, po kateri je prvorazredna banka pripravljena posoditi finančna sredstva v eurih drugi prvorazredni banki in ki se izračunava vsak dan za medbančne vloge z različno strukturo ročnosti do 12 mesecev.

**Euroobmočje:** območje, ki obsega države članice EU, ki so sprejele euro kot svojo enotno valuto v skladu s **Pogodbo ES** in v katerih se izvaja enotna denarna politika, za katero je odgovoren **Svet Evropske centralne banke**. Euroobmočje sestavljajo Belgija, Nemčija, Irska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Ciper, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Avstrija, Portugalska, Slovenija, Slovaška 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)** ter je po Pogodbi ES (člen 107(2)) pravna oseba. Zagotavlja, da se z njenimi dejavnostmi ali z dejavnostmi nacionalnih centralnih bank izvajajo naloge Eurosistema in ESCB v skladu s statutom ESCB. ECB upravljajo **Svet ECB** in **Izvršilni odbor** ter kot tretji organ odločanja **Razširjeni svet**.

**Evropski monetarni inštitut (EMI):** začasna institucija, ustanovljena na začetku druge faze **ekonomske in monetarne unije** 1. januarja 1994. Inštitut je bil razpuščen z ustanovitvijo **Evropske centralne banke** 1. junija 1998.

**Evropski sistem centralnih bank (ESCB):** sestavljajo ga **Evropska centralna banka (ECB)** in nacionalne centralne banke vseh 27 držav članic EU, se pravi, da poleg članic **Eurosistema** vključuje tudi nacionalne centralne banke držav članic, ki še niso prevzele eura. ESCB upravljajo **Svet ECB** in **Izvršilni odbor** ter kot tretji organ odločanja ECB **Razširjeni svet**.

**Evropski sistem računov 1995 (ESR 95):** celovit in notranje povezan sistem makroekonomskih računov, ki temelji na sklopu mednarodno sprejetih statističnih konceptov, definicij, razvrstitev in računovodskih pravil ter 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 izravnati finančna neravnotežja ter tako zmanjšati verjetnost motenj pri finančnem posredovanju, ki so dovolj hude, da lahko močno škodujejo razporejanju prihrankov v donosne naložbene oblike.

**Finančna vrzel nefinančnih družb:** finančno vrzel lahko opredelimo kot razliko med varčevanjem družbe (preneseni čisti dobiček in olajšave zaradi amortizacije) in nefinančnimi investicijami nefinančnih družb. Finančno vrzel lahko opredelimo tudi na podlagi finančnih računov, in sicer kot razliko med neto pridobitvami finančnih sredstev in neto prevzemi obveznosti nefinančnih družb. Med obema meriloma zaradi razlik v izvirnih statističnih podatkih obstajajo statistična razhajanja.

**Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP):** merilo cen življenjskih potrebščin, ki ga pripravlja **Eurostat** in se usklajuje za vse države članice EU.

**Implicitna volatilitnost:** pričakovana volatilitnost (tj. standardni odklon) v gibanju cene finančnega sredstva (npr. delnice ali obveznice). Izpeljati jo je mogoče iz cene sredstva, datuma zapadlosti in izvršilne cene **opcij** ter iz netvegane stopnje donosa z uporabo modelov, kot je na primer Black-Scholesov model.

**Izklicna obrestna mera:** najnižja obrestna mera, po kateri lahko **nasprotne stranke** predložijo ponudbe na avkcijah z variabilno obrestno mero.

**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 izražajo naravnost denarne politike **Evropske centralne banke**. Vključujejo obrestno mero za **operacije glavnega refinanciranja**, obrestno mero za **odprto ponudbo mejnega posojila** in obrestno mero za **odprto ponudbo mejnega depozita**.

**Konsolidirana bilanca stanja sektorja denarnih finančnih institucij (MFI):** bilanca stanja, nastala s pobotom pozicij med **MFI** (tj. posojila in vloge med MFI) na zbirni bilanci stanja MFI. Obsega statistične podatke o sredstvih in obveznostih sektorja MFI do rezidentov **euroobmočja**, ki ne spadajo v ta sektor (tj. **širše opredeljena država** in drugi rezidenti euroobmočja), in do nerezidentov euroobmočja. Je glavni statistični vir za izračun denarnih agregatov in osnova za redno analizo protipostavk **M3**.

**Korespondenčni centralnobančni model (CCBM):** mehanizem, ki ga je vzpostavil **Eurosistem**, da bi **nasprotnim strankam** omogočil uporabo primerne finančnega premoženja na čezmejni ravni. V CCBM nacionalne centralne banke druga za drugo nastopajo kot skrbnice. Vsaka nacionalna centralna banka v okviru upravljanja z vrednostnimi papirji vodi račun vrednostnih papirjev za vsako od drugih nacionalnih centralnih bank (in za **Evropsko centralno banko**).

**Kreditni 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.

**Kreditna institucija:** i) družba, ki se ukvarja s sprejemanjem vlog ali drugih odplačljivih sredstev od javnosti in z odobravanjem posojil za svoj lastni račun; ali ii) družba ali katera koli druga pravna oseba, razen tistih pod i), ki izdaja plačilna sredstva v obliki elektronskega denarja.

**Kreditni izvedeni finančni instrument:** finančni instrument, ki ločuje **kreditno tveganje** od transakcije z osnovnim instrumentom ter tako omogoča ločeno vrednotenje in prenos kreditnega tveganja.

**Kreditno tveganje:** tveganje, da **nasprotna stranka** ne bo poravnala svojih obveznosti v celotni vrednosti bodisi ob zapadlosti ali kadar koli pozneje. Kreditno tveganje vključuje tveganje nadomestitvenih stroškov in tveganje izgube glavnice. Vključuje tudi tveganje neizpolnitve poravnalne banke.

**Lastniški kapital:** vrednostni papirji, ki predstavljajo lastništvo deleža neke družbe. Mednje spadajo delnice, s katerimi se trguje na borzi (delnice, ki kotirajo na borzi), delnice, ki ne kotirajo na borzi, in druge oblike lastniškega kapitala. Lastniški kapital navadno ustvarja dohodek v obliki dividend.

**Listinjenje:** združevanje finančnih sredstev, kot so stanovanjska hipotekarna posojila, in njihova poznejša prodaja družbi za posebne namene, ki nato izda vrednostne papirje s fiksno donosnostjo za prodajo vlagateljem. Glavnica in obresti teh vrednostnih papirjev so odvisni od denarnih tokov, ki jih proizvede sklad osnovnih finančnih sredstev.

**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 **denarnih finančnih institucijah** in institucionalnih enotah **centralne države** (na primer pri pošti ali zakladnici).

**M2:** vmesni denarni agregat, ki obsega **M1** in vloge na odpoklic z odpovednim rokom do vključno 3 mesecev (tj. kratkoročne hranilne vloge) in vezane vloge do vključno 2 let (tj. kratkoročne vezane 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 **denarne finančne institucije**.

**MFI (denarne finančne institucije):** finančne institucije, ki skupaj tvorijo denarni sektor v **euroobmočju**. Vključuje **Eurosistem**, rezidenčne **kreditne institucije** (kot so opredeljene v pravu Skupnosti) in vse druge rezidenčne finančne institucije, ki se ukvarjajo s sprejemanjem vlog oziroma bližnjih substitutov za vloge od subjektov, ki niso MFI, in z odobravanjem kreditov oziroma naložbami v vrednostne papirje za svoj račun (vsaj v ekonomskem pomenu). V zadnji skupini so pretežno skladi **denarnega trga**.

**Nasprotna stranka:** nasprotna stranka v finančni transakciji (npr. vsaka stranka, ki opravlja transakcijo s centralno banko).

**Neposredna naložba:** čezmejna naložba za pridobivanje trajnega deleža v podjetju s sedežem v drugem gospodarstvu (v praksi predvideno za lastništvo, ki ustreza najmanj 10% navadnih delnic ali glasovalnih pravic). Obsega lastniški kapital, reinvestirane dobičke in drug kapital, povezan z operacijami med družbami.

**Neto tuja aktiva MFI:** tuja sredstva sektorja **MFI euroobmočja** (npr. zlato, bankovci in kovanci v tuji valuti, vrednostni papirji, ki so jih izdali nerezidenti euroobmočja, in posojila, odobrena nerezidentom euroobmočja), zmanjšana za zunanje obveznosti sektorja MFI euroobmočja (npr. vloge in **pogodbe o povratnem nakupu** nerezidentov euroobmočja ter njihova imetja delnic/točk skladov **denarnega trga** in **dolžniških vrednostnih papirjev**, ki so jih izdale denarne finančne institucije, z dospelostjo do vključno dveh let).

**Obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv:** obdobje, za katerega se izračunava izpolnjevanje **obveznih rezerv kreditnih institucij**. Začne se na dan poravnave prve **operacije glavnega refinanciranja** po seji **Sveta ECB**, za katerega je na dnevnem redu predvidena mesečna ocena naravnosti denarne politike. **Evropska centralna banka** objavi koledar obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv vsaj 3 mesece pred začetkom vsakega leta.

**Odrta ponudba mejnega depozita: odrta ponudba Eurosistema,** ki jo **nasprotne stranke** lahko uporabijo za deponiranje likvidnosti čez noč pri nacionalni centralni banki po vnaprej določeni obrestni meri (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).

**Odrta ponudba mejnega posojila: odrta ponudba Eurosistema,** ki jo **nasprotne stranke** lahko uporabijo za pridobitev posojila čez noč od nacionalne centralne banke po vnaprej določeni obrestni meri ob zastavi primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (glej tudi **ključne obrestne mere ECB**).

**Obrestne mere MFI:** obrestne mere, ki jih uporabljajo rezidenčne **kreditne institucije** in druge **denarne finančne institucije**, razen centralnih bank in skladov **denarnega trga**, za vloge v eurih, ter posojila gospodinjstvom in nefinančnim družbam, ki so rezidenti **euroobmočja**.

**Obvezne rezerve:** minimalna višina rezerv, ki jih morajo imeti **kreditne institucije** pri **Eurosistemu** v vnaprej določenem obdobju. Izpolnjevanje te obveznosti se ugotavlja na osnovi povprečja dnevnih stanj med približno enomesečnim **obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv**.

**Odrta ponudba:** ponudba centralne banke, ki je na razpolago **nasprotnim strankam** na njihovo lastno pobudo. **Eurosistem** ponuja dve odrti ponudbi čez noč: **odrto ponudbo mejnega posojila** in **odrto ponudbo mejnega depozita**.

**Opcija:** finančni instrument, ki imetniku daje pravico, ne pa tudi obveznosti, da kupi ali proda določeno finančno premoženje (npr. obveznico ali delnico) po vnaprej določeni ceni (izvršilna cena) na določen datum ali do določenega datuma (datum izvršitve ali datum zapadlosti).

**Operacija dolgoročnejšega refinanciranja:** redna **operacija odrtega trga**, ki jo **Eurosistem** izvaja v obliki **povratne transakcije**. Take operacije se izvajajo kot mesečne standardne avkcije in imajo navadno rok dospelosti 3 mesece.

**Operacija finega uravnavanja: operacija odrtega trga,** ki jo **Eurosistem** izvaja za izravnava-nje nepričakovanih likvidnostnih nihanj na trgu. Pogostost in trajanje teh operacij nista standardi-zirana.

**Operacija glavnega refinanciranja:** redna **operacija odrtega trga**, ki jo **Eurosistem** izvaja v obliki **povratne transakcije**. Take operacije se izvajajo kot tedenske standardne avkcije in imajo navadno rok dospelosti 1 teden.

**Operacija odprtega trga:** operacija, ki se izvaja na finančnem trgu na pobudo centralne banke. Glede na njihove cilje, rednost in postopke je operacije odprtega trga **Eurosistema** mogoče razdeliti v štiri skupine: operacije glavnega refinanciranja, **operacije dolgoročnejšega refinanciranja**, **operacije finega uravnavanja** in strukturne operacije. Z vidika uporabljenih instrumentov so **povratne transakcije** glavni instrument odprtega trga Eurosistema in se lahko uporabijo za vse štiri skupine operacij. Poleg tega sta za strukturne operacije na voljo še izdaja dolžniških certifikatov in dokončne transakcije, medtem ko so za izvajanje operacij finega uravnavanja na voljo dokončne transakcije, valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog.

**Osnova za obvezne rezerve:** seštevek določenih bilančnih postavk (zlasti obveznosti), ki so osnova za izračun **obveznih rezerv kreditne institucije**.

**Pakt za stabilnost in rast:** namen Pakta za stabilnost in rast je zagotoviti zdrave javne finance v tretji fazi **ekonomske in monetarne unije** ter tako s strožjimi pogoji za **stabilnost cen** prispevati k visoki in vzdržni rasti ter ustvarjanju novih delovnih mest. Zato Pakt za stabilnost in rast državam članicam predpisuje srednjeročne proračunske cilje. Vsebuje tudi konkretna določila glede **postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem**. Pakt sestavljajo Resolucija Evropskega sveta o Paktu za stabilnost in rast, sprejeta 17. junija 1997 na vrhu v Amsterdamu, in dve uredbi Sveta, in sicer (i) Uredba (ES) št. 1466/97 z dne 7. julija 1997 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik, kakor je bila spremenjena z Uredbo (ES) št. 1055/2005 z dne 27. junija 2005, in (ii) Uredba (ES) št. 1467/97 z dne 7. julija 1997 o pospežitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, kakor je bila spremenjena z Uredbo (ES) št. 1056/2005 z dne 27. junija 2005. Pakt za stabilnost in rast dopolnjuje poročilo **Ekonomsko-finančnega sveta** z naslovom „Izboljšanje izvajanja Pakta za stabilnost in rast“, ki ga je sprejel Evropski svet v Bruslju 22. in 23. marca 2005. Dopolnjuje ga tudi novi kodeks ravnanja „Specifikacije izvajanja Pakta za stabilnost in rast ter smernice o obliki in vsebini programov stabilnosti in konvergenčnih programov“, ki ga je sprejel Ekonomsko-finančni svet 11. oktobra 2005.

**Plačilna bilanca:** statistični izkaz, ki za določeno časovno obdobje zajema ekonomske transakcije določenega gospodarstva s tujino. Zajete so transakcije, ki se nanašajo na blago, storitve in dohodke, transakcije, ki se nanašajo na finančne terjatve in obveznosti do tujine, in transakcije (npr. odpis dolga), ki so razvrščene kot transferji.

**Pogodba ES:** izraz se nanaša na Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti („Rimska pogodba“). Pogodba je bila večkrat spremenjena, zlasti s Pogodbo o Evropski uniji („Maastrichtska pogodba“), ki je postavila temelje za **ekonomsko in monetarno unijo** in je vsebovala **Statut ESCB**.

**Pogodba o povratnem nakupu:** dogovor o prodaji in ponovnem nakupu vrednostnih papirjev na določen datum in po določeni ceni. Imenuje se tudi „repo pogodba“.

**Poravnalno tveganje:** tveganje, da poravnava v plačilnem sistemu ne bo potekala po pričakovanjih, običajno zaradi tega, ker stranka ne izpolni obveznosti iz ene ali več poravnav. Poravnalno tveganje obsega predvsem operativno tveganje, **kreditno tveganje** in likvidnostno tveganje.

**Portfeljske naložbe:** neto transakcije oziroma stanja rezidentov **euroobmočja** z vrednostnimi papirji, ki so jih izdali nerezidenti euroobmočja („sredstva“), in neto transakcije oziroma stanja nerezidentov euroobmočja z vrednostnimi papirji, ki so jih izdali rezidenti euroobmočja („obveznosti“). Vključujejo lastniške in **dolžniške vrednostne papirje** (obveznice in zadolžnice ter instrumente **denarnega trga**), ne pa zneskov, ki so evidentirani kot **neposredne naložbe** ali rezerve.

**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 za stabilnost in rast**.

**Povratna transakcija:** operacija, s katero centralna banka kupi ali proda finančno premoženje s **pogodbo o povratnem nakupu** ali sklepa **zavarovane** posojilne posle.

**Primarni saldo:** neto izposojanje ali neto posojanje države brez plačil obresti za konsolidirane obveznosti države.

**Primerjalni portfelj:** v zvezi z naložbami referenčni portfelj ali indeks, ustvarjen na podlagi ciljev glede likvidnosti, tveganja in donosa naložb. Primerjalni portfelj se uporablja kot podlaga za primerjavo uspešnosti dejanskega portfelja.

**Projekcije:** rezultati analiz, ki se izvajajo štirikrat letno za napovedovanje mogočih prihodnjih makroekonomskih gibanj v **euroobmočju**. Projekcije strokovnjakov **Eurosistema** so objavljene junija in decembra, projekcije strokovnjakov **Evropske centralne banke (ECB)** pa marca in septembra. Projekcije so sestavni del **ekonomske analize** v strategiji denarne politike ECB in s tem eden od mnogih prispevkov pri oceni 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 nefinančnih družb:** stroški nefinančne družbe za pridobitev novih zunanjih sredstev. Za nefinančne družbe **euroobmočja** so realni stroški zunanjega financiranja enaki tehtanemu povprečju stroškov bančnih posojil, stroškov **dolžniških vrednostnih papirjev** in stroškov lastniških vrednostnih papirjev, ki je izračunano na podlagi stanj (popravljenih za učinke vrednotenja) in prilagojeno glede na inflacijska pričakovanja.

**Referenčna vrednost za rast M3:** medletna stopnja rasti **M3** v srednjeročnem obdobju, ki je skladna z ohranjanjem **stabilnosti cen**. Sedanja referenčna vrednost za letno rast M3 znaša 4,5%.

**Sistem BPRČ (bruto poravnava v realnem času):** poravnalni sistem, v katerem se obdelava in poravnava izvedeta na osnovi posameznih naročil (brez pobota) v realnem času (nepretrogoma) (glej tudi **TARGET**).

**Sistem poravnave vrednostnih papirjev:** sistem prenosov, ki omogoča poravnavo poslov z vrednostnimi papirji. Obsega vse institucionalne in tehnične rešitve, potrebne za kliring in poravnavo prometa z vrednostnimi papirji ter za zagotavljanje skrbniških storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

**Sistemska tveganje:** tveganje, da zaradi nesposobnosti ene institucije, da bi poravnala svoje obveznosti v sistemu, tudi druge institucije do datuma zapadlosti ne bodo mogle poravnati svojih



obveznosti. To lahko povzroči hude likvidnostne ali kreditne težave, ki lahko ogrozijo stabilnost finančnega sistema. Tako nesposobnost lahko povzročijo operativne ali finančne težave.

**Stabilnost cen:** ohranjanje stabilnosti cen je poglaviti cilj **Eurosistema**. Svet ECB opredeljuje stabilnost cen kot medletno povečanje **harmoniziranega indeksa življenjskih potrebščin (HICP)** v **euroobmočju**, ki je manjše od 2%. Svet ECB si je poleg tega v prizadevanjih za stabilnost cen zastavil cilj ohranjati srednjeročno stopnjo inflacije pod 2%, vendar blizu te meje.

**Stanje mednarodnih naložb:** vrednost in sestava stanja neto finančnih imetij (ali finančnih obveznosti) gospodarstva do tujine.

**Stopnja obveznih rezerv:** količnik, ki ga določi centralna banka za vsako kategorijo bilančnih postavk, vključeno v osnovo za **obvezne rezerve**. Količnik se uporablja za izračun **obveznih rezerv**.

**Svet ECB:** najvišji organ odločanja **Evropske centralne banke (ECB)**. Sestavljajo ga člani **Izvršilnega odbora** in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav, ki so uvedle euro.

**Širše opredeljena država:** sektor, ki po definiciji **Evropskega sistema računov 1995** obsega rezidenčne enote, ki se ukvarjajo predvsem s proizvodnjo netržnega blaga in storitev za individualno in kolektivno potrošnjo oziroma s prerazporeditvijo nacionalnega dohodka in premoženja. Obsega centralne, regionalne in lokalne državne organe ter sklade socialne varnosti, ne vključuje pa enot v javni lasti, ki opravljajo poslovno dejavnost, kot so javna podjetja.

**TARGET (transevropski sistem bruto poravnave v realnem času): sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ)** za euro.

**TARGET2:** nova generacija sistema **TARGET**, v kateri nekdanjo decentralizirano tehnično strukturo nadomesti enotna skupna platforma, ki zagotavlja usklajeno storitev z notnim cenikom.

**Trg lastniških vrednostnih papirjev:** trg, na katerem se izdaja **lastniški kapital** in se z njim trguje.

**Trg obveznic:** trg, na katerem se izdajajo dolgoročnejši **dolžniški vrednostni papirji** in se z njimi trguje.

**Tržno tveganje:** tveganje izgube (v bilančnih in zunajbilančnih postavkah), ki nastane zaradi gibanj v tržnih cenah.

**Tveganje likvidnosti trga:** tveganje, da zaradi nezadostne globine trga ali motenj na trgu transakcij na finančnem trgu ne bo mogoče izvesti ali jih bo mogoče izvesti le pod slabšimi pogoji od pričakovanih.

**Upravljanje družbe:** postopki in procesi, po katerih je organizacija vodena in nadzirana. Struktura upravljanja družbe določa razdelitev pravic in odgovornosti med različne udeležence v organizaciji – kot so upravni odbor, vodstveni delavci, delničarji in drugi deležniki – ter postavlja pravila in postopke za sprejemanje odločitev.

**Valutna zamenjava:** promptni nakup (ali prodaja) neke valute in njena sočasna terminska prodaja (ali nakup).

**Zavarovanje:** finančno premoženje, zastavljeno (zastavijo ga na primer **kreditne institucije** pri centralni banki) kot garancija za poplačilo posojil, in finančno premoženje, prodano (prodajo ga na primer kreditne institucije centralni banki) na podlagi **pogodbe o povratnem nakupu**.

