

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

UKREPI CENTRALNIH BANK (ECB IN FED) V ČASU FINANČNE KRIZE

Ljubljana, september 2009

PRIMOŽ GORŠE

IZJAVA

Študent Primož Gorše izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Eve Ribič, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Dolenji vasi, dne 12. 08. 2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. Globalna finančna kriza	2
1.1. »Razvoj« finančne krize	2
1.1.1. Dosedanji potek krize	2
1.1.2. Sistemska tveganja v mednarodnih financah	2
1.2. Nastanek krize	3
1.3. Posledice finančne krize	4
2. Evropska Centralna Banka (ECB) in ameriški Sistem zveznih rezerv (FED)	5
2.1. Evropska Centralna Banka	6
2.1.1. Zgodovina	6
2.1.2. Organizacija in struktura	7
2.1.2.1. Svet ECB	7
2.1.2.2. Izvršilni odbor	7
2.1.2.3. Razširjeni svet	8
2.1.3. Neodvisnost, odgovornost, transparentnost	8
2.1.4. Strategija monetarne politike (cilji in orodja monetarne politike)	9
2.1.4.1. Cilji monetarne politike	9
2.1.4.2. Instrumenti monetarne politike	9
2.2. Ameriška centralna banka (FED)	9
2.2.1. Zgodovina	10
2.2.2. Organizacija in struktura	10
2.2.2.1. Svet guvernerjev (The Board of Governors)	10
2.2.2.2. Zvezne rezervne banke (Federal reserve banks)	10
2.2.2.3. Zvezni odbor za operacije na odprtem trgu (FOMC)	11
2.2.3. Neodvisnost, odgovornost, transparentnost	11
2.2.4. Strategija monetarne politike (cilji in orodja monetarne politike)	11
2.2.4.1. Cilji monetarne politike	11
2.2.4.2. Instrumenti monetarne politike	12
3. Ukrepi ECB in FED v času finančne krize	13
3.1. Evropska centralna banka	13
3.1.1. Standardni ukrepi (spremembe ključnih obrestnih mer)	13
3.1.2. Nestandardni ukrepi	15
3.1.2.1. Zgodnejše zagotavljanje likvidnosti v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv	15
3.1.2.2. Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	15
3.1.2.3. Posegi na trgih ameriškega dolarja in švicarskega franka	16
3.1.2.4. Avkcije s fiksno mero in polno dodelitvijo	16
3.1.2.5. Zožanje koridorja odprtih ponudb	17
3.1.2.6. Dodatne operacije zagotavljanja ameriških dolarjev in švicarskih frankov	17
3.1.2.7. Razširitev seznama primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev	18
3.1.2.8. Vključitev Evropske investicijske banke v operacije monetarne politike	18
3.1.2.9. Nakup kritih obveznic	18

3.2. Ameriška centralna banka (FED).....	19
3.2.1. Standardni ukrepi (spremembe ključnih obrestnih mer).....	19
3.2.2. Nestandardni ukrepi.....	20
3.2.2.1. Prva skupina ukrepov oz. instrumentov.....	20
3.2.2.2. Druga skupina ukrepov oz. instrumentov.....	22
3.2.2.3. Tretja skupina ukrepov oz. instrumentov.....	23
4. Primerjava ukrepov ECB in FED.....	23
4.1. Primerjava standardnih ukrepov (znižanje ključne obrestne mere).....	23
4.2. Primerjava nestandardnih ukrepov.....	23
SKLEP.....	25
LITERATURA IN VIRI.....	27

Kazalo tabel

<i>Tabela 1: Primerjava ECB in FED.....</i>	12
<i>Tabela 2: Pregled sprememb obrestnih mer v zadnjem obdobju.....</i>	14

Kazalo slik

<i>Slika 1: Višina ključne obrestne mere in Euribor v zadnjem obdobju.....</i>	14
<i>Slika 2: Višina razmika med US Libor in FFR.....</i>	20

UVOD

Namen diplomske naloge je predstaviti delovanje dveh glavnih centralnih bank svetovnega bančnega sistema, in sicer Evropske Centralne Banke (v nadaljevanju ECB) in ameriškega Sistema zveznih rezerv (v nadaljevanju FED) v času globalne finančne krize. Rdeča nit naloge bo predstavitev ukrepov obeh centralnih bank v obdobju krize, saj ECB in FED, kot najpomembnejša akterja v tej finančni zgodbi, s svojo aktivnostjo močno vplivata na dogajanje na globalnem trgu. Njune odzive oziroma ukrepe bom tudi medsebojno primerjal.

V prvem vsebinskem poglavju bom najprej predstavil samo problematiko finančne krize oziroma razloge, ki so pripeljali globalni finančni trg do kolapsa, katerega posledice prekašajo vse dosedanje krize, ki so sledile znamenitemu zlomu borze v začetku 30-ih let 20. stoletja (24. 10. 1929 ali t.i. Črni četrtek).

V drugem poglavju sem bom osredotočil na centralni banki in ju predstavil z različnih vidikov (zgodovinskega, organizacijsko-strukturnega ter z vidika strategije monetarne politike) ter nato izpostavil nekatere pomembnejše razlike v sami organiziranosti in delovanju obeh centralnih bank.

Sledeče - tretje poglavje pa bo ključno, saj predstavlja jedro diplomske naloge. Vsebovalo bo namreč predstavitev ukrepov, ki sta jih centralni banki sprejeli od začetka krize pa do danes. V zadnjem vsebinskem poglavju pa bom te ukrepe tudi medsebojno primerjal in ugotovil, kakšne so razlike.

Zadnje poglavje bo zajemalo sklep diplomske naloge.

1. Globalna finančna kriza

1.1. »Razvoj« finančne krize

Trenutna svetovna finančna kriza je po magnitudi posledic ena največjih, če ne ravno največja po znamenitem zlomu ameriške borze Wall Street leta 1929. Korenine krize segajo v poletje leta 2007, ko so se konec junija in v začetku julija tistega leta začeli kazati prvi znaki ohlajanja svetovnega gospodarstva.

1.1.1. Dosedanji potek krize

Kriza je do sedaj nekako potekala v dveh obdobjih in sicer je v prvem obdobju kriza nastala v ZDA ter se nato v drugem obdobju razširila še na ostale investitorje v vrednostne papirje po svetu (Mrak, 2008). Ti investitorji so s svojim delovanjem težave na finančnem sektorju prenesli na medbančni sektor in s tem na medbančni trg, od koder pa so se kritične razmere razširile na realno ekonomijo.

1.1.2. Sistemska tveganja v mednarodnih financah

Po ukinitvi Brettonwoodskega sistema¹ se je vzpostavil sistem fleksibilnih deviznih tečajev, ki je prosperiral od svojega začetka delovanja do sedaj, ko se sooča z večjimi težavami. V sistemu fleksibilnih deviznih tečajev je ključna koordinacija tečajnih politik, saj lahko v primeru neoptimalne koordinacije oziroma nekoordinacije tečajnih politik pride do anomalij v samem sistemu.

V globalnem gospodarstvu je bila koordinacija tečajnih politik sprejeta predvsem v teoriji, medtem ko je bila slika v praksi drugačna. In ravno zaradi tega so se začele kazati prve razpoke v trenutnem monetarnem sistemu.

Nestabilnost deviznih tečajev je, kot posledica prej omenjene neuspele koordinacije tečajnih politik, povzročila veliko neravnotežje v globalni plačilni bilanci. Pri ZDA so tako v zadnjih nekaj letih beležili ogromen plačilnobilančni deficit (tudi zaradi gospodarskega razvoja drugih držav kot sta npr. Nemčija in Japonska), Kitajska pa ogromen suficit. Evropska unija je v nasprotju z globalnimi partnerji svoje stanje na plačilni bilanci ohranila relativno uravnoteženo, a so posledice finančne krize povzročile, da se je plačilnobilančni deficit povečal. Torej je neustreznost mehanizma

¹ Brettonwoodski sistem – V ameriškem mestu Bretton Woods je julija 1944 potekala konferenca Združenih narodov, katere cilj je bil ustanoviti stabilen monetarni sistem, ki bi omogočal kar se da hitro in učinkovito povojno obnovo takrat močno oslabiljenega svetovnega gospodarstva. S tem namenom so bile ustanovljeni Mednarodni denarni sklad, Mednarodna banka za obnovo in razvoj ter Svetovna trgovinska organizacija. Vse pomembnejše valute so postale vezane na ameriški dolar, ki je tako z mesta najpomembnejše svetovne valute izrinil angleški funt (Mrak, 2002, str. 342).

plačilnobilančnega prilagajanja v povezavi s pomanjkanjem mednarodne likvidnosti razpoke v sistemu še povečala.

1.2. Nastanek krize

Razpoke v sistemu so svoj vrhunec dosegle julija oziroma na prehodu v avgust leta 2007, ko je dokončno izbruhnila sedanja finančna kriza. Le-ta ima svoje korenine v poka balona nepremičninskih trgov, predvsem ameriškega trga. Nastanek nepremičninskega balona lahko povežemo z dvema krogoma ekspanzivne monetarne politike, ki jo je FED uporabil za blaženje gospodarskih posledic dveh predhodnih kriz, ki sta doleteli Združene države Amerike (Palčič, 2008, str. 6). Najprej je moral FED ukrepati v primeru poka balončka internetnih podjetij (ang. *dot.com bubble*), ki je bil posledica nerealnih visokih borznih vrednosti teh podjetij. Kasneje pa je državo pretresel znameniti teroristični napad 11. 9. 2001, ki je v propad pahnil tudi mnogo letalskih družb, saj se je potniški promet zaradi nezaupanja ljudi v samo varnost na letališčih drastično zmanjšal. FED je zaradi teh dogodkov krepko zmanjšal obrestno mero na komaj 1 % v juniju leta 2003, ki je tako dosegla najnižji nivo po več kot štirih desetletjih. To je bil le eden izmed ukrepov, s katerimi je želela ameriška vlada spodbuditi svoje gospodarstvo (Larson, 2007, str. 18).

Žal so imeli ti ukrepi tudi nekatere nezaželjene stranske učinke, eden najpomembnejših pa je bila sprememba obnašanja potrošnikov, katerim se zaradi nizkih obrestnih mer ni splačalo investirati kapitala v banke ali hranilnice, temveč so raje vzeli poceni hipotekarno posojilo pri banki in ta denar vložili v različne vrednostne papirje ter nepremičnine (Larson, 2007, str. 18). Zgodovinsko nizke obrestne mere so namreč pomenile tudi zelo nizke anuitete za odplačevanje teh kreditov.

Ravno ugodni posojilni pogoji in optimistična pričakovanja sta bila razloga, da se je krivulja povpraševanja po nepremičninah v ZDA obrnila navzgor. Zaradi rastočega povpraševanja se je gradbena industrija s sorodnimi panogami razcvetela in seveda omogočala visoke dobičke vpletenim v ta del gospodarstva. Ljudje so se še kar naprej zadolževali, saj so z lahkoto prišli do novih poceni kreditov. Večje število hipotekarnih in kasneje potrošniških kreditov je le povečevalo obseg zadolženosti ameriških gospodinjstev, kar je tudi pomenilo čedalje večje število zgradb oziroma nepremičnin. Tako se je počasi, a vztrajno, začela kopičiti presežna ponudba na trgu nepremičnin. Ravno ta presežna ponudba pa je posledično ustavila rast cen in s tem krivuljo rasti obrnila navzdol. Cene nepremičnin so po dolgem času začele padati.

Eden prvih kazalcev nevzdržnega stanja na ameriškem nepremičninskem stanju so bile izgube hipotekarnih posojilodajalcev in zlom hedge skladov² banke Bear Stearns, a je po nekaj mučnih mesecih v prvem polletju leta 2007 kolaps dosegel vrh v juliju istega leta (Palčič, 2008, str. 8).

Vzrok za izgube hipotekarn so bile v veliki meri finančne inovacije, in sicer predvsem t.i. drugorazredni hipotekarni krediti, ki jih gospodinjstva oziroma ljudje niso bili več sposobni odplačevati.

To so krediti predvsem tistim strankam, ki nimajo zadostne kreditne sposobnosti za nakup lastne nepremičnine ali pa so precenile svojo kreditno sposobnost pri nakupu večjih ter dražjih nepremičnin in imajo zaradi tega težave pri odplačevanju kreditov (Klepec, 2008, str.8). Banke so te kredite odobravale po navodilih tedanje Clintonove vlade, ki je želela povečati delež lastništva nepremičnin med prebivalci oziroma gospodinjstvi z nizkimi dohodki. Zaradi take odločitve vlade se je delež drugorazrednih hipotekarnih kreditov močno povečal. Kot tak je ustvaril dodatno povpraševanje in tako v kombinaciji z drugimi ukrepi tedanje vlade (odkupovanje slabih kreditov, listinjenje³, prodaja terjatev hipotekarnih kreditov paradržavnima institucijama Fannie Mae in Freddie Mac itd.) izstrelil cene nepremičnin med oblake.

Cene nepremičnin in stroški lastništva nepremičnine so sčasoma močno preseгли rast dohodka ameriških gospodinjstev (Larson, 2007, str. 21). Sledila je prenasičenost in precenjenost nepremičninskega trga, posledica tega pa je bil upad prodaje nepremičnin, kopičenje zalog neprodanih nepremičnin, padanje vrednosti samih nepremičnin, posojilojemalci pa so se znašli v velikih težavah pri odplačevanju hipotekarnih posojil. Sosledje teh in še nekaterih sorodnih dogodkov je pomenilo dokončen pok nepremičninskega balona, ki se je počasi, a vztrajno, začel širiti tudi izven meja ZDA.

1.3. Posledice finančne krize

Posledice, omenjene že v prejšnjem podpoglavju, so sčasoma pridobile razsežnost. Sesutje nepremičninskega trga je tako mnoge hipotekarne banke skupaj z njihovimi komitenti pahnilo v težave in temu sledeče propade finančnih institucij.

² Hedge skladi so investicijski skladi, ki nalagajo del denarja v delnice, del pa na terminske trge. Ukvarjajo se predvsem z načini investiranja, ki se jih ostali splošni skladi ne poslužujejo. Če borza raste, imajo ti skladi običajno nižje donose v primerjavi z delniškimi skladi. Smisel teh skladov je najpogosteje omejitvev izgub, ko borza pada (Evroterm, 2009).

³ Listinjenje ali sekuritizacija je način prenosa kreditnega tveganja. Proces, ko se različna kreditna razmerja spreminjajo iz bančnih kreditov v oblike vrednostnih papirjev (Evroterm, 2009).

Mnoge svetovne banke so se ukvarjale s težavami krize, saj so kot po tekočem traku v težave zašle ameriške banke Bear Stearns, Merrill Lynch, zavarovalnica AIG, francoska BNP Paribas, nemška IKB Deutsche Industriebank ter britanska Northern Rock, če jih naštejemo le nekaj. Povezanost globalnih finančnih trgov je torej pomenila tudi širitev učinkov nepremičninske krize po celem svetu, ki je že začel čutiti posledice nezaupanja ljudi v finančne trge, saj sta se med ljudi razširila negotovost in pesimizem.

Končalo se je tudi obdobje ugodnih posojil, saj so se standardi njihovega izdajanja zelo poosttrili zaradi strahu pred težavami z likvidnostjo in izgubami zaradi vlaganja v različne finančne instrumente. Težave z likvidnostjo pa so povzročile večje stroške financiranja na medbančnem trgu.

Zelo so se poslabšali pogoji v avtomobilski industriji, saj so zmanjšanje prodaje zabeležili tudi največji predstavniki ameriškega avtomobilizma (General Motors, Ford, Chrysler). Posledicam krize pa ni ušla niti naftna industrija. Cena nafte se je namreč iz rekordnih 147,5 \$ za sodček črnega zlata v letu 2007 zmanjšala na blizu 40 \$ v letu 2009.

Kriza je s svojimi lovkami pogube seveda zajela tudi realni sektor, saj se mnoge države ubadajo s povečano stopnjo brezposelnosti. Zaradi povečanega varčevanja se je pojavila manjša potrošnja in posledično manjše povpraševanje po dobrinah, kar se opazi v večjih količinah zalog pri podjetjih. Podjetja imajo velike težave s pridobivanjem sredstev za investiranje, kar dolgoročno pomeni manjšo podjetniško aktivnost in zmanjšanje gospodarske rasti (zmanjšanje agregatne ponudbe).

V teh težkih časih tako najbolje pride do izraza vloga centralnih bank, ki s svojim delovanjem stremijo k oživitvi trga medbančnih posojil, in s tem posredno skušajo pomagati tudi gospodarstvu, da bi čim bolje in s čim manjšimi izgubami prebrodila krizo. Zato je smiselno, da v naslednjih poglavjih predstavim najpomembnejši izmed vseh centralnih bank ter tudi ukrepe, s katerimi vplivajo ne samo na lastno gospodarstvo, temveč tudi na celotno globalno makroekonomsko okolje.

2. Evropska Centralna Banka (ECB) in ameriški Sistem zveznih rezerv (FED)

ECB in FED v globalnem gospodarstvu nastopata kot najpomembnejša igralca, saj sta močna trgovinska partnerja, tako razvitim kot nerazvitim gospodarstvom.

2.1. Evropska Centralna Banka

Skupni denar zahteva skupno monetarno politiko, ta pa mora biti, da bi bila konsistentna, na nek način centralizirana v rokah neke nadnacionalne monetarne oblasti, ki je zadolžena za vodenje skupne monetarne politike (Mrak, 2002, str. 408). To vlogo v Ekonomski monetarni uniji (v nadaljevanju EMU) igra ECB.

2.1.1. Zgodovina

Ob ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (Rim, 1957) se še ni razmišljalo o evropski monetarni integraciji. Približno desetletje kasneje, ko je začelo prevladovati mnenje o dozorelosti ekonomskih in političnih razmer za ta korak, je prišlo do ideje o oblikovanju ekonomske monetarne unije (Mrak, 2002, str. 395). Z Delorovim poročilom⁴, kot s (pravno) podlago za ustanovitev EMU, je ta ideja dobila stvarno podobo monetarne integracije, kakršno imamo sedaj.

Sprejetje Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti⁵ (v nadaljevanju PES) in Maastrichtske pogodbe⁶ je dalo dodatno težo uresničitvi načrtovane vizije. Sprejetje PES je posledično pomenilo tudi ustanovitev ECB, ki je nastala iz Evropskega monetarnega inštituta (v nadaljevanju EMI). Le-ta je bil ustanovljen kot prehodna institucija, katere nalogi sta bili predvsem krepitev sodelovanja med centralnimi bankami in usklajevanje denarnih politik držav članic ter priprave za ustanovitev Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) (Scheller, 2004).

⁴ Delorovo poročilo je zaključno poročilo odbora pod vodstvom Jacquesa Delorsa, takratnega predsednika Evropske komisije, ki naj bi preučil in predlagal konkretne korake na poti do oblikovanja ekonomske in monetarne unije (EMU). V tem poročilu je predlagal oblikovanje ekonomske in monetarne unije v treh ločenih, a medsebojno povezanih korakih. Poročilo je predlagalo vzpostavitev monetarne institucije (Evropskega sistema centralnih bank), ki bi bila odgovorna za oblikovanje in izvajanje monetarne politike ter politike deviznega tečaja. Omenjeno poročilo je bilo sprejeto na zasedanju Evropskega sveta v Madridu junija 1989, kjer je bilo odločeno, da se prva faza EMU začne 1. julija 1990 (ECB, 2009).

⁵ Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti (PES) = Prvotna Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti, katere ime se je po sklenitvi Maastrichtske pogodbe skrajšalo v Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti. Zajema le prvi steber EU; prvi steber je domena Skupnosti, ki zajema večino skupnih politik. Sestavljajo ga Evropska skupnost za premog in jeklo - ESPJ (obstajala do l. 2002), Evropska skupnost za atomsko energijo - Euratom in Evropska (gospodarska) skupnost (ES). Druga stebra sta še "skupna zunanja in varnostna politika" ter "policijsko in pravosodno sodelovanje v kazenskih zadevah". Termin Skupnost je le osrednji steber EU, ki je supranacionalen, ostala dva stebra EU delujeta na principu klasičnega meddržavnega (medvladnega sodelovanja) (Urad RS za komuniciranje)

⁶ Maastrichtska pogodba je pogodba o ustanovitvi Evropske unije (PEU). Podpisana je bila leta 1992, v veljavo pa je stopila 1. novembra 1993. Njen cilj je bil med drugim vzpostavitev EMU. Pogodba določa konvergenčne kriterije, ki jih je treba izpolniti, da lahko država članica sodeluje v EMU ter vsebuje določbe o uresničevanju EMU v treh zaporednih stopnjah v skladu z natančnim časovnim načrtom (Urad RS za komuniciranje).

2.1.2. Organizacija in struktura

Ekonomsko moč nemške centralne banke Bundesbank in uspešnost pri uresničevanju monetarnih ciljev sta bila med glavnimi razlogi, da je Statut ESCB in ECB⁷ ter tako njeno delovanje, urejeno po zgledu stebra nemškega uspešnega povratka med evropske monetarne velesile po katastrofalnih posledicah izgube 2. svetovne vojne (Jakše, 2007, str. 55, 56).

Evropska centralna banka pri opravljanju svojih nalog sodeluje z ESCB, ki zajema vseh 27 držav članic Evropske unije (Vera, Yang, Zhang & Konstantinou; 2008). Do danes je šestnajst od teh držav uvedlo skupno valuto - evro (€) in ravno teh šestnajst držav tvori evroobmočje⁸, centralne banke teh držav pa skupaj z ECB tvorijo t.i. Evrosistem. Nacionalne centralne banke (v nadaljevanju NCB) tesno sodelujejo z ECB pri pripravljajanju in uresničevanju odločitev, ki so jih sprejeli organi odločanja v Evrosistemu. Po pomembnosti si sledijo Svet ECB, Izvršilni odbor ECB ter Razširjeni svet ECB.

2.1.2.1. Svet ECB

Svet ECB sestavlja 16 guvernerjev nacionalnih centralnih bank in 6 članov Izvršilnega odbora ter kot najvišji organ odločanja o upravljanju in delovanju ECB sprejme Poslovnik ECB in je zlasti odgovoren za njene finance. Pristojen je za vse odločitve, z izjemo tistih, ki so izrecno pridržane za Izvršilni odbor. Glede ciljev in nalog, zaupanih Evrosistemu, je Svet ECB zlasti pristojen za oblikovanje denarne politike evroobmočja. Pri tem določa strategijo denarne politike in operativni okvir ECB ter sprejema potrebne odločitve (na primer o ključnih obrestnih merah ECB) in smernice, po katerih se morajo ravnati nacionalne centralne banke Evrosistema pri opravljanju operacij denarne politike. Trenutno mu predseduje Jean-Claude Trichet, ki je hkrati tudi predsednik ECB (Scheller, 2004).

2.1.2.2. Izvršilni odbor

V 6-članskem odboru so predsednik in podpredsednik ECB ter preostali štirje člani, ki so izbrani med osebami z ugledom in poklicnimi izkušnjami na bančnem in denarnem področju. Odbor je odgovoren za izvajanje denarne politike evroobmočja v skladu s

⁷ Protokol o statutu ESCB in ECB, ki je priloga k Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti (UL C 191, 29.7. 1992, str. 68), kakor je bil spremenjen z Amsterdamsko pogodbo (UL C 340, 10.11.1997, str. 1), Pogodbo iz Nice (UL C 80, 10.3.2001, str. 1), Sklepom Sveta št. 2003/233/ES (UL L 83, 1.4.2003, str. 66) in Aktom o pogojih pristopa Češke republike, Republike Estonije, Republike Ciper, Republike Latvije, Republike Litve, Republike Madžarske, Republike Malte, Republike Poljske, Republike Slovenije in Slovaške republike ter prilagoditvah pogodb, na katerih temelji Evropska unija (UL L 236, 23.9.2003, str. 33).

⁸ Evroobmočje je skupina držav Evropske unije, ki namesto nacionalne valute uporabljajo evro, in tako tvorijo monetarno unijo. Nazadnje se je evroobmočju pridružila Slovaška, in sicer 1. januarja 2009.

smernicami in sklepi Sveta ECB ter mora s tem v zvezi dajati potrebna navodila nacionalnim centralnim bankam evroobmočja. Med drugim je odgovoren tudi za tekoče poslovanje ECB.

2.1.2.3. Razširjeni svet

Tretji organ odločanja ECB je Razširjeni svet, čigar člani so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU (t.i. ESCB). Razširjeni svet prispeva k svetovalnemu in usklajevalnem delu ECB ter nudi asistenco pri pripravah na širitev evroobmočja.

2.1.3. Neodvisnost, odgovornost, transparentnost

Temeljni steber denarne ureditve v evroobmočju je neodvisnost ECB in nacionalnih centralnih bank evroobmočja od političnih vplivov. Ta neodvisnost je zagotovljena s PES, Statutom ESCB ter ECB in ne s sekundarno zakonodajo, zato ima „ustavni“ status (Scheller, 2004). Pri oblikovanju ECB je bila velika pozornost namenjena njeni neodvisnosti, zato so jo skušali oblikovati po vzoru tistih centralnih bank, ki slovijo kot najbolj neodvisne (v tistem času ZDA in Nemčija). Neodvisnost centralne banke ima več razsežnosti - institucionalno, finančno in osebno. Najpomembnejše za neodvisnost je, da centralna banka pod nobenim pogojem neposredno ne financira države, kar je zapisano v 101. členu PES, in da je treba preprečiti vse možne oblike političnih pritiskov na sprejemanje odločitev pri vodenju skupne monetarne politike, saj morajo biti te odločitve plod strokovnih zamisli in v skladu s cilji monetarne politike, kar pa zagotavlja 7. člen Statuta ESCB in ECB.

Zaradi nekaterih pomanjkljivosti v načelu neodvisnosti ECB pa je potrebno, da centralno banko odlikujeta še dve lastnosti, ki služita kot protiutež neodvisnosti. To sta odgovornost in transparentnost delovanja.

Evropska centralna banka mora biti namreč odgovorna za svoja dejanja, saj njene odločitve odločno vplivajo na evropsko gospodarstvo in s tem na prebivalstvo (Pollard, 2003, str.24). Neodvisnost pa članom organov odločanja omogoča možnost, da jih evropski politiki (predstavniki Evropskega parlamenta) ne morejo zamenjati po svoji volji. Izredno pomembno je, da neodvisna centralna banka deluje odprto, torej da so vzroki za njena dejanja javni in da banka odgovarja za njihove učinke. Pomembno je komuniciranje z javnostmi, saj to povečuje odgovornost ECB in transparentnost njenih ukrepov; tako namreč prispeva k izgradnji kredibilnosti (Šturm, 2000, str.11).

2.1.4. Strategija monetarne politike (cilji in orodja monetarne politike)

2.1.4.1. Cilji monetarne politike

V Maastrichtski pogodbi (člen 105.1) je zapisan glavni cilj, kateremu mora ECB prilagajati svojo monetarno politiko, in sicer je to ohranjanje stabilnosti cen, ki se meri s harmoniziranim indeksom potrošniških cen (v nadaljevanju HICP⁹) (The Monetary Policy of the ECB, 2004, str. 51). Na letni ravni rast HICP v evroobmočju ne sme presegati 2 %. V senci tega cilja pa sta še dva cilja, in sicer zagotovitev prostega toka oziroma odprtega trga med državami EU ter podpora splošnim gospodarskim politikam državam EU, če te politike niso v nasprotju s ciljem stabilnosti cen.

2.1.4.2. Instrumenti monetarne politike

Operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam ter obvezne rezerve so trije instrumenti, s katerimi ECB zagotavlja izvajanje primarnega cilja ohranjanja stabilnosti cen.

Temeljno vlogo pri izvajanju monetarne politike ECB imajo operacije na odprtem trgu, saj uravnavajo višino obrestnih mer, vplivajo na likvidnost na trgu in dajejo signale o naravnosti monetarne politike. Odprta ponudba bankam je instrument, ki je v pomoč posameznim finančnim institucijam pri uravnavanju likvidnosti, pri tem pa naj ne bi vplival na sam denarni trg in gospodarstvo. ECB pa od poslovnih bank in ostalih finančnih institucij v evroobmočju zahteva, da na računu pri državnih centralnih bankah držijo določene minimalne rezerve, saj te rezerve zagotavljajo stabilnost obrestnim meram na denarnem trgu.

2.2. Ameriška centralna banka (FED)

Za monetarno politiko v ZDA je pristojna Ameriška centralna banka FED, ki je kmalu po svoji ustanovitvi prevzela vlogo ene izmed vodilnih centralnih bank sveta. ZDA je namreč zaradi hitrega razvoja postajala vedno bolj in bolj vpletena v mednarodno trgovanje oziroma menjavo. Tako je bil dolar nekaj časa najpomembnejša valuta na svetu (Bretonwoodski sistem). Po propadu tega sistema in kasnejši uveljavitvi evra je ta vloga nekoliko ohlapnela, a je še vedno dovolj velika, da se tečajne spremembe dolarja čutijo drugod po svetu. Dolar (\$) namreč predstavlja 41 % vseh svetovnih mednarodnih rezerv, medtem ko evro (€) predstavlja okoli 16 % vseh rezerv (po podatkih iz prvega četrtletja leta 2009).

⁹HICP- Harmonized Index of Consumer Prices oz. harmonizirani indeks cen potrošnih dobrin, ki meri spremembe v ravni drobnoprodajnih cen izdelkov in storitev glede na sestavo izdatkov, ki jih domači in tuji potrošniki namenjajo za nakupe predmetov končne porabe na ozemlju npr. Slovenije.

2.2.1. Zgodovina

Skozi svojo zgodovino so se ZDA večkrat znašle v primežu monetarne nestabilnosti in kaosa, čemur so sledil bančni navali¹⁰ in potem tudi obdobja nezaupanja v bančni sistem. V ZDA je takrat prevladovalo mišljenje, da bi katerakoli oblika centralizacije finančnih institucij morala biti omejena na čim manjši možen nivo oblasti (Cecchetti, 2006, str. 401). A so hude posledice pogostih finančnih panik spremenile mnenje prebivalstva. Tako je Kongres leta 1913 sprejel zakon o FED-u (ang. *Federal Reserve Act*) in ustanovljena je bila centralna banka ZDA.

2.2.2. Organizacija in struktura

Ustanovni akt predpostavlja tri vodstvene ravni, čigar odgovornosti se prepletajo med seboj. To so centralizirane vladne agencije/institucije: Svet guvernerjev (ang. *The Board of Governors*), dvanajst Zveznih rezervnih bank (ang. *Federal Reserve district banks*) ter Zvezni odbor za operacije na odprtem trgu (ang. *The Federal Open Market Committee FOMC*). Poleg glavnih enot pa s predlaganjem priporočil delujejo še Zvezni svetovalni svet (ang. *The Federal Advisory Council - FAC*), Potrošniški svetovalni svet (ang. *The Consumer Advisory Council*), Svetovalni svet hranilnic (ang. *The Thrift Institutions Advisory Council*) ter osebje FED-a.

2.2.2.1. Svet guvernerjev (The Board of Governors)

Svet sestavlja sedem članov-guvernerjev, ki jih na to mesto imenuje senat ZDA po predlogu predsednika države, ki izbere tudi predsednika (trenutno Ben S. Bernanke) in podpredsednika Sveta. Kot najvišji organ odločanja v FED vodi monetarno politiko ZDA. Njegove naloge obsegajo finančne in ekonomske analize, tako za ZDA kot mednarodno okolje, ter pripravo zakonodaje s področja kreditiranja prebivalstva. V ECB sta nadzor in regulacija odvisna od samih držav članic, bodisi preko centralne banke bodisi kake posebne institucije, kar pa ne velja za FED, saj sta dve izmed nalog Sveta guvernerjev nadzor in regulacija delovanja regionalnih Zveznih rezervnih bank, vključno z oblikovanjem njihovih proračunov in plač predsednikov uprav, določanjem stopnje obveznih rezerv komercialnih bank ter dajanjem soglasja združitvam (Cecchetti, 2006, str. 406).

2.2.2.2. Zvezne rezervne banke (Federal reserve banks)

Vseh dvanajst Zveznih rezervnih bank skupaj sestavlja t.i. Sistem zveznih rezerv oziroma FED. Največja med regionalnimi bankami je Zvezna rezervna banka New York, ki edina svoje rezerve hrani tudi v zlatu. Banke niso popolnoma v javni lasti, saj si lastništvo država deli skupaj s poslovnimi bankami iz posamezne regije. To pojasnjuje dejstvo, da

¹⁰ Bančni naval = zaradi dvoma v solventnost banke se komitenti pred bojaznijo, da bodo izgubili svoja imetja, odločijo za dvig le-teh. Ker banka ne more izplačati vseh komitentov, pride do njenega propada.

vsako regionalno rezervno banko nadzoruje tako lasten nadzorni svet kot tudi država preko Sveta guvernerjev (Cecchetti, 2006, str. 403). Njihova glavna naloga je nadziranje bank članic in izvajanje denarne politike skozi FOMC po navodilih Sveta guvernerjev. Izdajajo tudi bankovce FED-a, spremljajo gospodarsko situacijo svoje regije oziroma okrožja ter svetujejo Svetu guvernerjev in pomagajo izvajati uredbe FED-a.

2.2.2.3. Zvezni odbor za operacije na odprtem trgu (FOMC)

Kongres je FOMC ustanovil z namenom oblikovanja in izvajanja monetarne politike FED-a, ki zadeva nakupe in prodajo državnih obveznic, kar običajno imenujemo operacije na odprtem trgu (Jakše, 2000, str. 15). Na sestankih odbora se večinoma odloča o ciljni medbančni obrestni meri (ang. *Federal funds rate*) in določa usmeritve za monetarno politiko. Spremembe obrestnih mer stopijo v veljavo takoj po sprejetju ustreznih aktov, katere lahko spremeni samo FOMC, čigar člani odbora predvidoma sodelujejo na osmih sestankih letno.

2.2.3. Neodvisnost, odgovornost, transparentnost

Centralna banka je lahko učinkovita le takrat, ko je neodvisna pri odločanju o denarni politiki in so te odločitve sprejete z določeno mero odgovornosti ter transparentnosti (Cecchetti, 2006, str. 411).

Tako kot ECB, ima tudi FED tri različne vidike neodvisnosti. Čeprav so vsi pogoji neodvisnosti izpolnjeni, pa je FED, za razliko od ECB, občasno “žrtev” političnih pritiskov s strani politikov.

V demokratični ureditvi mora biti centralna banka odgovorna javnosti, in sicer neposredno ali posredno preko predstavnikov. FOMC v luči tega dejstva javnosti, v nasprotju z ECB, ki javno ne objavlja zapisnikov sej sveta ECB, sporoča ogromne količine informacij o svojem delovanju, saj vedno posreduje poročila sestankov ter njihove zapisnike, po koncu sestankov pa tudi javno objavi svoje odločitve itd. Vendar je v tej količini žal težko najti informacije, ki bi javnosti tudi dejansko koristile (Cecchetti, 2006, str. 413).

2.2.4. Strategija monetarne politike (cilji in orodja monetarne politike)

2.2.4.1. Cilji monetarne politike

Kongres ZDA je določil tri cilje, ki jih mora FED zasledovati oziroma uresničevati s svojo monetarno politiko in so si med seboj enaki. Polna zaposlenost, stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere so torej naloge z isto prioriteto, in jih morata Svet guvernerjev ter FOMC po navodilih monetarne politike izpolnjevati.

2.2.4.2. Instrumenti monetarne politike

Glavni instrumenti delovanja monetarne politike FED-a so operacije na odprtem trgu, diskontna stopnja in obvezne rezerve. Z operacijami na odprtem trgu se opravlja posle začasnega nakupa vrednostnih papirjev, neposredne nakupe in prodaje vladnih vrednostnih papirjev ter vzajemne prodajno-nakupne transakcije (Jakše, 2000, str. 41).

Posojanje po diskontni stopnji predvsem lajša prilagoditve bilanc posameznih bank, ki se soočajo z začasnimi in nepredvidenimi spremembami v njihovi strukturi sredstev in obveznosti do virov sredstev. Z obveznimi rezervami FED določi obvezno rezervo izraženo v odstotkih, ki jo morajo depozitne institucije držati za svoje transakcijske vloge. Rezerve morajo držati v obliki gotovine ali pa kot depozite pri FED-u.

Tabela 1: Primerjava ECB in FED

	ECB	FED
Organizacija in struktura	Svet ECB (22 članov), Izvršilni odbor (6 članov), Razširjeni svet ECB (29 članov); Glavno vlogo odločanja ima Svet ECB. Izvajanje monetarne politike je na strani članic Evrosistema (NCB). Države evroobmočja imajo pravico izdajati valuto evro (€).	Svet guvernerjev (7 članov), Zvezne rezervne banke (12 zveznih bank), FOMC; Glavno vlogo odločanja ima Svet guvernerjev. Obrestno mero določa FOMC, ki oblikuje in izvaja denarno politiko FED-a. V ZDA bankovce izdaja Zakladnica ZDA (ang. <i>U.S. Treasury Department</i>). Finančne storitve vladi nudi vsakič na novo določena zvezna banka.
Neodvisnost, odgovornost, transparentnost	Visoka stopnja neodvisnosti. Lažje je odgovarjati posledicam odločanja politike z enim ciljem. Tiskovna konferenca po koncu sestankov. Izdaja mesečnega poročila o spremembah politike ter ekonomske klime. Ne objavlja zapisnikov sej Sveta ECB.	Visoka stopnja neodvisnosti, a tudi dovzetnost do političnih pritiskov. Trade-off med cilji monetarne politike lahko povzroči nezadovoljstvo posameznih interesnih skupin. Pred novim sestankom izdaja poročila prejšnjega sestanka. Objavljajo se zapisniki sestankov FOMC.
Cilji monetarne politike	Ohranjanje stabilnosti cen.	Polna zaposlenost, stabilne cene, dolgoročno ohranjanje zmerne obrestne mere. Trade-off med cilji.
Orodja monetarne politike	Operacije odprtega trga, odprta ponudba bankam, obvezne rezerve.	Operacije odprtega trga, diskontna stopnja, obvezne rezerve.

Vir: Pollard, *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, 2003.

3. Ukrepi ECB in FED v času finančne krize

V tem delu diplomske naloge se bom osredotočil na ukrepe obeh centralnih bank, ki sta jih od začetka pa do danes sprejeli z namenom, da bi čim boljše prebrodili krizo. Natančneje se bom posvetil ukrepom monetarne politike, saj sta za slednjo centralni banki neposredno odgovorni.

Nadalje bom ukrepe razdelil na standardne in nestandardne. S standardnimi ukrepi bom zajel aktivnosti obeh centralnih bank v zvezi s ključnimi obrestnimi merami, medtem ko bodo v nestandardnih ukrepih zajeti ukrepi ostalih instrumentov, s katerimi centralni banki še vplivata na cilje monetarne politike.

Obrestne mere so obravnavane posebej, ker so pomemben člen povezave med količino denarja v obtoku in realno ekonomijo. Količina denarja v obtoku namreč vpliva na višino obrestnih mer, ki posledično vplivajo na gospodarstvo. Od obrestnih mer pa so odvisne tri poglavitne komponente agregatnega povpraševanja, in sicer potrošnja, investicije ter neto izvoz. Tako obrestne mere preko agregatnega povpraševanja vplivajo na bruto domači proizvod in s tem na gospodarstvo.

3.1. Evropska centralna banka

3.1.1. Standardni ukrepi (spremembe ključnih obrestnih mer)

Kot sem že omenil v drugem poglavju, ECB z operacijami na odprtem trgu uravnava višino obrestnih mer. Najpomembnejša med njimi je obrestna mera za operacije glavnega financiranja, ki so odločilnega pomena pri usmerjanju obrestnih mer in signaliziranju naravnosti monetarne politike ECB (Gaspar, Quiros & Sicilia, str. 402, 2002). Njene spremembe tako odločilno vplivajo na višino obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita (Gaspar et al, str. 403, 2002). Te obrestne mere so po začetku krize večino časa ostale nespremenjene, in sicer so bile na ravni 4,00 %, 5,00 % in 3,00 % (po vrstnem redu iz prejšnjega odstavka). Po seriji osmih znižanj pa so dosegle današnjo raven 1,00 %, 1,75 % in 0,25 %, kar je razvidno iz Tabele 2.

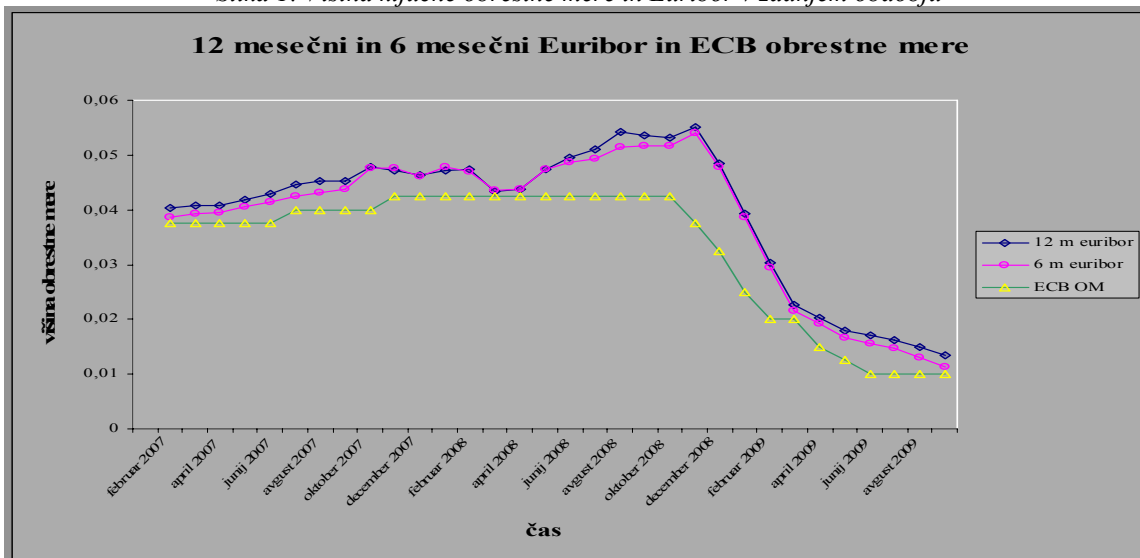
Tabela 2: Pregled sprememb obrestnih mer v zadnjem obdobju

Datum spremembe obrestne mere	Odporna ponudba mejnega deponiranja likvidnosti	Glavne operacije refinanciranja		Odporna ponudba mejnega posojanja
		Avkcije s fiksno obrestno mero	Avkcije za variabilno mero	
		Fiksna stopnja	Minimalna izklicna obrestna mera	
maj 2009	0,25	1		1,75
april 2009	0,25	1,25		2,25
marec 2009	0,5	1,5		2,5
januar 2009	1	2		3
december 2008	2	2,5		3
november 2008	2,75	3,25		3,75
15. oktober 2008	3,25	3,75		4,25
9. oktober	3,25		/	4,25
8. oktober	2,75		/	4,75
Julij 2008	3,25		4,25	5,25
Junij 2007	3		4	5

Vir: ECB, 2009.

Sprostitev svetovnih denarnih pogojev je bila upravičena, saj so se zaradi krize povečala tveganja upočasnitve rasti, ob tem pa so se dodatno zmanjšala tudi tveganja za stabilnost cen. Boljši denarni pogoji pa pomenijo ugodnejše zadolževanje, ki bi pripomoglo k doseganju višje gospodarske rasti. ECB je zaradi tega od začetka krize zmanjšala višino ključne obrestne mere, kar je razvidno iz Slike 1. Temu je sledila tudi referenčna obrestna mera Euribor¹¹. Padajoči Euribor pa posledično prinaša vse nižje obrestne mere na varčevalnih računih, hkrati pa nižje obrestne mere pomenijo pocenitev posojil v evrih.

Slika 1: Višina ključne obrestne mere in Euribor v zadnjem obdobju



Vir: ECB, 2009.

¹¹ Euribor je ponujena medbančna obrestna mera za evro na evropskem denarnem trgu

3.1.2. Nestandardni ukrepi

To podpoglavje opisuje operacije denarne politike, ki jih je ECB, poleg zniževanja obrestnih mer, izvajala v povezavi s preprečevanjem posledic finančnih pretresov. Osredotoča se na ukrepe uravnavanja likvidnosti prek operacij v evrih in tujih valutah ter opisuje, kako je v tem obdobju sistem zavarovanja terjatev podpiral izvajanje denarne politike.

Na začetku je ECB pretežno nadaljevala ukrepe, ki jih je sprejela v drugi polovici leta 2007. S propadom banke Lehman Brothers leta 2008 pa so se napetosti na denarnem trgu poglobile in to je sprožilo nov val ukrepov uravnavanja likvidnosti.

3.1.2.1. Zgodnejše zagotavljanje likvidnosti v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv

Do konca leta 2008 je ECB povečala ponudbo likvidnosti na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv in jo zmanjšala ob koncu. Takšno „preddobavljanje“ likvidnosti je nasprotnim strankam¹² omogočilo, da so obvezne rezerve izpolnile nekoliko prej v obdobju izpolnjevanja, povprečna ponudba likvidnosti pa je v celotnem obdobju izpolnjevanja ostala nespremenjena. Zaradi razmer visoke negotovosti in vse manjšega prometa, zlasti na dolgoročnejših segmentih denarnega trga, pa so tudi kreditne institucije izkoristile to možnost preddobavljanja likvidnosti. V nekaterih primerih je ECB izvajala operacije finega uravnavanja¹³ na dan znotraj obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, da bi usmerjala kratkoročne obrestne mere blizu obrestni meri denarne politike (Letno poročilo ECB, 2008).

3.1.2.2. Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Stanje refinanciranja¹⁴, zagotovljenega prek dolgoročnejših operacij, je v letu 2008 ostalo bolj ali manj nespremenjeno. Pa vendar je Svet ECB februarja 2008 sklenil obnoviti dodatni trimesečni operaciji, ki sta bili uvedeni v letu 2007, zato da bi podprl normalizacijo denarnega trga. Obenem se je povprečna zapadlost refinanciranja še dodatno podaljšala, ko sta bili uvedeni dodatni operaciji dolgoročnejšega financiranja z zapadlostjo treh in šestih mesecev. Svet ECB se je marca 2008 odločil še za uvedbo dodatnih trimesečnih operacij v višini 50 milijard EUR in uvedbo šestmesečne operacije (Letno poročilo ECB, 2008).

¹² Nasprotna stranka-nasprotna stranka v finančni transakciji (npr. kateri koli transakciji s centralno banko) (ECB, 2009).

¹³ Operacije finega uravnavanja se izvajajo občasno, s ciljem uravnavanja likvidnosti na trgu in uravnavanja obrestnih mer. V prvi vrsti se izvajajo kot povratne transakcije, vendar so lahko tudi v obliki dokončnih transakcij, valutnih zamenjav in zbiranja vezanih depozitov (Banka Slovenije, 2009).

¹⁴ Refinanciranje ali prestrukturiranje npr. vrednostnih papirjev (Evroterm, 2009)

Z obnavljanjem obstoječih operacij in z uvedbo novih operacij je bilo po sklepu ECB z dne 15. oktobra 2008 zagotavljanje dolgoročnejšega refinanciranja še okrepljeno. 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 (Letno poročilo ECB, 2008).

Maja in junija letos pa je Svet ECB sprejel še ukrep dodatnih operacij refinanciranja z zapadlostjo 12 mesecev. S tem so banke pridobile dostop do skoraj neomejenih možnosti likvidnih sredstev po trenutni veljavni obrestni meri (Trichet, 2009).

3.1.2.3. Posegi na trgih ameriškega dolarja in švicarskega franka

Zaradi močno povišanih kratkoročnih dolgarskih obrestnih mer je ECB v sodelovanju s centralnimi bankami Velike Britanije, ZDA, Japonske in Švice 13. oktobra 2008 najavila izvajanje avkcij¹⁵ dolarskega refinanciranja z ročnostjo 7,28 in 84 dni po fiksni obrestni meri ter s polno dodelitvijo. Hkrati je bankam omogočila, da sklepanje valutnih zamenjav evrov v dolarje zavarujejo z evrskim depozitom stranke pri ECB. Oktobra 2008 pa je ECB začela posojati tudi švicarske franke z valutnimi zamenjavami evrov za švicarske franke (Letno poročilo ECB, 2008).

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

3.1.2.4. Avkcije s fiksno mero in polno dodelitvijo

Povečan pritisk na finančnih trgih 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 oktobra 2008 sklenil, da se bodo najmanj do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se konča sredi 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 evrih, saj je ponudbo likvidnosti zdaj določal skupni znesek, ki ga licitirajo nasprotne stranke (Letno poročilo ECB, 2008).

¹⁵ Avkcijski postopek je postopek, v katerem centralna banka povečuje ali umika likvidnost s trga na podlagi protiponudb, ki jih predložijo nasprotne stranke, ki pri tem tekmujejo druga z drugo. Najbolj konkurenčne protiponudbe se sprejemajo prednostno, dokler se skupni znesek likvidnosti, ki ga centralna banka nudi ali umika, ne izčrpa. Poznamo avkcije ameriškega (avkcija z različnimi obrestnimi merami) in evropskega/nizozemskega tipa (avkcija z enotno obrestno mero) (ECB, 2009).

Politika polne dodelitve je bila dokončno uvedena oktobra 2008 z operacijo finega uravnavanja za zagotavljanje likvidnosti, v kateri so bile vse protiponudbe izpolnjene. Poleg tega je Svet ECB 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 četrtletja leta 2009. Okrepljeno zagotavljanje likvidnosti je bistveno ublažilo napetosti kratkoročnega denarnega trga in pripeljalo do splošnega upadanja EONIA¹⁶, in sicer od datuma najave dalje (Letno poročilo ECB, 2008).

3.1.2.5. Zožanje koridorja odprtih ponudb

Svet ECB se je oktobra 2008 prav tako odločil za zožanje širine 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 na 50 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 50 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja. Namen zožanja koridorja je bil dodatno olajšanje upravljanja 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 znova razširjena na 200 bazičnih točk (Letno poročilo ECB, 2008).

3.1.2.6. Dodatne operacije zagotavljanja ameriških dolarjev in švicarskih frankov

Ker je postal dostop do dolarskega financiranja za institucije zunaj ZDA izjemno težak, je ECB še dodatno okrepila zagotavljanje dolarske likvidnosti nasprotnim strankam Evrosistema, tako da je obstoječim operacijam dodala še operacije z zapadlostjo čez noč, ki jih je oktobra ustavila. Dodatno je še v dveh korakih zvišala znesek, ponujen nasprotnim strankam v teh operacijah zagotavljanja ameriških dolarjev, pri čemer je vsakič povečala tudi linijo zamenjave s FED (Letno poročilo ECB, 2008).

Ker so se potrebe predvsem bank evroobmočja, ki nimajo neposrednega dostopa do operacij švicarske centralne banke, po financiranju v švicarskih frankih povečale, sta Švicarska centralna banka in ECB oktobra leta 2008 skupaj najavili ukrepe za izboljšanje likvidnosti v švicarskih frankih na kratkoročnih denarnih trgih, pri čemer bo Evrosistem svojim nasprotnim strankam zagotovil financiranje v švicarskih frankih. Tovrstno zagotavljanje likvidnosti v švicarskih frankih s strani Evrosistema je bilo v obliki valutnih

¹⁶ EONIA oziroma European OverNight Index Average je evropska medbančna obrestna mera za depozite čez noč (Finance, 2009)

zamenjav EUR/CHF po fiksni ceni in z najvišjim zneskom dodelitve, ki ga je določila ECB v sodelovanju s švicarsko centralno banko (Letno poročilo ECB, 2008).

Oktober in november 2008 je ECB podpisala tudi sporazume o zagotavljanju evrske likvidnosti številnim centralnim bankam EU zunaj evroobmočja. Namen ECB pri sklepanju teh sporazumov je bil podpreti različne ukrepe, ki so jih sprejele te centralne banke in ki so imeli za cilj izboljšati evrsko likvidnost na njihovih domačih finančnih trgih (Letno poročilo ECB, 2008).

3.1.2.7. Razširitev seznama primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev

Svet ECB je oktobra tudi začasno razširil seznam primernega finančnega premoženja, in sicer do konca leta 2009. Razpoložljivost primernega finančnega premoženja zaradi širokega sistema zavarovanja terjatev Evrosistema v večini leta 2008 ni bila omejitvev. Ne glede na to je bil v luči ponujanja likvidnosti v različnih zapadlostih v evrih in ameriških dolarjih ter uvedbe avkcij s fiksno mero in polno dodelitvijo seznam finančnega premoženja začasno razširjen (Letno poročilo ECB, 2008). Ta ukrep so na seji Sveta ECB 7. maja letos podaljšali oziroma so ga za zavarovanje terjatev še povečali (Trichet, 2009).

3.1.2.8. Vključitev Evropske investicijske banke v operacije monetarne politike Evrosistema

Eden izmed nestandardnih ukrepov ECB je prav tako vključitev Evropske investicijske banke (v nadaljevanju EIB) v sodelovanje pri operacijah monetarne politike Evrosistema v vlogi ustrezne nasprotne stranke. EIB naj bi bil tako omogočen dostop do likvidnosti Evrosistema, kar bi olajšalo njeno financiranje in zadostilo dodatno povpraševanje po posojilnih programih EIB (Trichet, 2009).

3.1.2.9. Nakup kritih obveznic

Krite obveznice so bile pomemben vir sredstev bank evroobmočja še preden se je jeseni 2008 intenzivnost finančne krize povečala in tako povzročila, da se je trgovanje s kritimi obveznicami skoraj popolnoma ustavilo. Zdaj se je Svet ECB odločil, da trg kritih obveznic, v smislu likvidnosti ter samega njihovega izdajanja, preporodijo z nakupom večje količine kritih obveznic (Trichet, 2009).

Krite obveznice imajo namreč različne lastnosti od drugih vrednostnih papirjev, ki so bili popularni med investitorji do samega pojava krize. Njihova najpomembnejša lastnost pa je, da ne omogočajo prenosa kreditnega tveganja samega vrednostnega papirja od njegovega izdajalca pa do investitorja oziroma kupca dotičnega vrednostnega papirja (Trichet, 2009).

Zaradi te lastnosti so krite obveznice mišljene kot tip vrednostnih papirjev, ki predstavljajo varno dolgoročno naložbo (Trichet, 2009).

Svet ECB je tako 2. julija 2009 odobril program nakupa kritih obveznic, po katerem centralne banke Evrosistema opravljajo nakupe primernih kritih obveznic v ciljnem nominalnem znesku 60 milijard EUR. Po tem programu se centralna banka Evrosistema lahko odloči, da bo, v skladu z merili primernosti iz tega sklepa, kupila primerne krite obveznice od primernih nasprotnih strank na primarnih ali sekundarnih trgih (ECB, 2009).

3.2. Ameriška centralna banka (FED)

3.2.1. Standardni ukrepi (spremembe ključnih obrestnih mer)

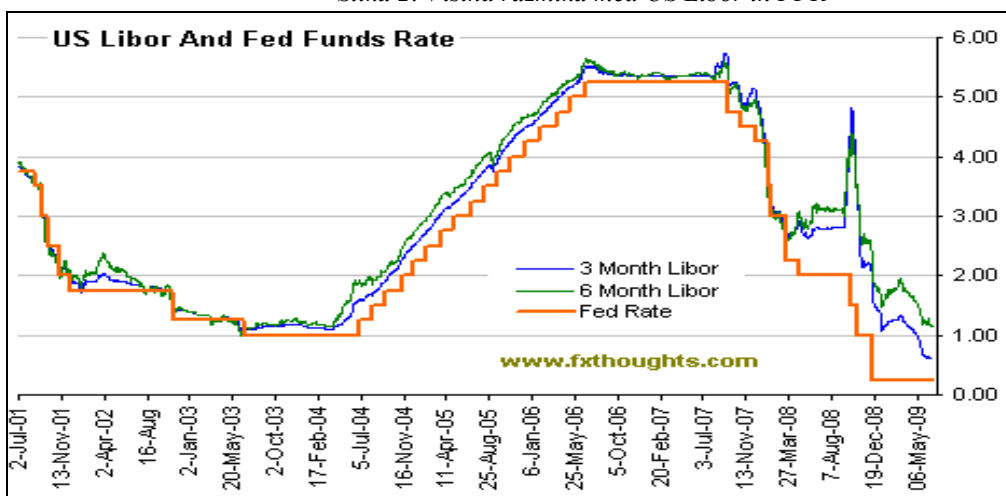
Najpomembnejša obrestna mera FED-a je obrestna mera za medbančno posojanje rezerv za čez noč ali t.i. *federal funds rate* (v nadaljevanju FFR). FED dotične obrestne mere ne določa neposredno, temveč jo uravnava preko operacij na odprtem trgu (prodaja in nakup vladnih obveznic). Višina te obrestne mere se je od začetka krize pa do danes zelo spremenila, saj je iz junijske predkrizne vrednosti 5,25 % padla na sedanjo vrednost 0,25%. Po pomembnosti ji sledi diskontna stopnja, po kateri si banke izposojajo sredstva preko noči neposredno od FED. Njena vrednost je vedno določena nekoliko pod vrednostjo FFR, tako želi FED namreč omejiti izposojanje po tej obrestni meri. Vrednost diskontne stopnje je trenutno na višini 0,50 %.

Poleg FFR in diskontne stopnje je za ameriški bančni trg pomembna tudi t.i. Libor¹⁷ medbančna obrestna mera. Obrestna mera Libor se uporablja predvsem za določanje cen mnogih izvedenih finančnih instrumentov¹⁸. Zato je, tako kot FFR, dober pokazatelj medbančne aktivnosti (Rosenblatt, 2008). Ker obe obrestni meri kažeta bančno pripravljeno k posojanju (kratkoročnih) sredstev je zanimivo opaziti določena odstopanja v njuni višini v zadnjem obdobju, kar se jasno vidi na Sliki 2. Velikost razpona (ang. *spread*) med obrestnima merama nam namreč pove, da si banke zaradi zaostrenih okoliščin še vedno s težavo posojajo sredstva druga drugi (Rosenblatt, 2008).

¹⁷ Libor rate = London Interbank Offered Rate je medbančna obrestna mera, po kateri si reprezentativne banke medsebojno ponujajo depozite (posojajo denar) v določeni valuti (USD \$ ali €) za določeno ročnost (do enega leta) (SKB Banka, 2009)

¹⁸ Izvedeni finančni instrumenti = njihova vsebina je glede vrednosti posredno ali neposredno odvisna od cene vrednostnega papirja, tuje valute, blaga, višine obrestne mere, indeksa oziroma ocene kreditne sposobnosti ali podobnih spremenljivk (Zakon o trgu vrednostnih papirjev-ZTVP-1-UPB2, 6.člen)

Slika 2: Višina razmika med US Libor in FFR



Vir: Kshitij Consultancy services, 2009

3.2.2. Nestandardni ukrepi

Zmanjšanje FFR na t.i. zero bound raven pomeni, da je FED izrabila vse možnosti reševanja gospodarstva preko običajnih instrumentov monetarne politike in je tako primorana uporabiti druge, neobičajne metode stimuliranja gospodarstva (Yellen, 2009).

To so metode oziroma ukrepi, ki pri svoji implementaciji vplivajo na aktivo bilance ameriškega gospodarstva (ang. *U.S. balance sheet*). Dotične ukrepe bom razdelil v tri skupine ukrepov/instrumentov, ki neposredno vplivajo na kreditne trge in posledično tudi na gospodarstvo.

3.2.2.1. Prva skupina ukrepov oz. instrumentov

Prva skupina ukrepov je tesno povezana s tradicionalno vlogo FED-a kot posojilodajalca v skrajni sili in zajema posle, ki zdrave finančne institucije oskrbujejo s kratkoročnimi likvidnimi sredstvi.

Med finančno krizo je FED med drugim sprejel tudi nekaj nestandardnih ukrepov v smeri zagotovitve kratkoročnih sredstev finančnim institucijam. Ti ukrepi vključujejo tvorbo novih aranžmajev za izvajanje avkcij ter omogočajo t.i. primarnim trgovcem¹⁹ (ang. *primary dealers*), kot tudi bankam, da si lahko izposojajo sredstva po diskontni stopnji (Bernanke, 2009).

¹⁹ Primarni trgovci so večje banke ali investitorji, ki so pooblaščen za prodajo in nakup vladnih vrednostnih papirjev neposredno od FED-a (Evroterm, 2009)

Primer teh nestandardnih ukrepov je podaljšanje zapadlosti oziroma ročnosti diskontnih posojil iz posojil čez noč na posojila z zapadlostjo 90 dni. Zaradi pritiskov finančne krize je FED ustvaril tudi t.i. program Term Auction Facility²⁰ (v nadaljevanju TAF), ki preko avkcijskih prodaj depozitnim ustanovam nudi potrebna likvidna sredstva. Poleg tega novoustanovljenega programa pa od leta 2008 s pomočjo t.i. Term Securities Lending Facilities²¹ (v nadaljevanju TSLF) omogoča večjo likvidnost in s tem tudi boljše delovanje finančnih trgov. Likvidnih sredstev pa FED ne omogoča samo bankam, temveč posredno tudi podjetjem. To uresničuje preko t.i. Primary Dealer Credit Facility²² (v nadaljevanju PDCF) (Bernanke, 2009).

Posledica omenjenih ukrepov je zmanjšanje razpona med FFR in diskontno stopnjo. (Bernanke, 2009).

V dotično skupino ukrepov so vključene tudi bilateralne valutne zamenjave (ang. *bilateral currency swap agreements*) s 14 tujimi centralnimi bankami, ki jih je FED »dovolil« (omogočil) zaradi globalne povezanosti bank. Bilateralne valutne zamenjave tem bankam omogočajo odkup dolarjev iz sistema rezerv FED-a. Odkupljene dolarje lahko centralne banke posojajo bankam v svoji pristojnosti, kar je pripomoglo k olajšanju razmer na trgih, kjer je dolar glavna trgovalna valuta. Pri valutnih zamenjavah za vračilo posojil odgovarjajo centralne banke, in ne tiste banke, ki dejansko prejmejo sredstva (dolarje). Kot dodatno zavarovanje pa FED v zameno za dolarje prejme ekvivalentno količino tuje valute (npr. Angleška centralna banka bo v zameno za dolarje ponudila funte) (Bernanke, 2009).

Pomemben dejavnik pri tem je, da oskrba finančnih institucij s posojili pomeni minimalno kreditno tveganje za FED (Bernanke, 2009). Oskrba likvidnih sredstev s strani centralnih bank namreč zmanjšuje sistematična tveganja, saj centralne banke tako zagotavljajo tržnim igralcem, da bodo v primeru težav kratkoročnih investitorjev sposobne zagotoviti zahtevano količino likvidnih sredstev, ne da bi pri tem povzročile množične prodaje dolgoročnih sredstev (Bernanke, 2009).

²⁰ Term Auction Facility je posojilo, ki omogoča depozitni instituciji, da vzame predjem sredstev pri lokalni Zvezni rezervni banki, in sicer po taki obrestni meri, ki je bila določena kot rezultat na avkciji/dražbi (FED, 2009).

²¹ Term Securities Lending Facility je posojilo s strani FED-a, ki ga je mogoče zavarovati z manj likvidnimi sredstvi splošnega kolaterala Zakladnice in ki spodbuja likvidnost ameriške Zakladnice ter drugih trgov zavarovanja ter tako pospešuje delovanje finančnih trgov (FED, 2009).

²² Primary Dealer Credit Facility je posojilo čez noč, ki zagotavlja sredstva za primarne trgovce, v zameno za določeno vrsto zavarovanja, ki izpolnjujejo pogoje. Namen posojila je spodbujanje delovanja finančnih trgov na splošno (FED, 2009).

3.2.2.2. Druga skupina ukrepov oz. instrumentov

FED je v tej skupini zajel ukrepe, ki zajemajo neposredno oskrbo likvidnih sredstev investitorjem in posojilojemalcem na ključnih kreditnih trgih. Ukrepi med drugim omogočajo nakupe komercialnih zapisov z visoko bonitetno oceno in s trimesečno zapadlostjo ter zagotavljajo rezervna likvidnostna sredstva za denarni trg vzajemnih skladov (Bernanke, 2009).

Po propadu nekaterih pomembnih skladov pa so investitorji septembra leta 2008 v velikem obsegu začeli umikati sredstva z denarnega trga, na katerem se ogromno trguje s potrdili o vlogah in komercialnimi zapisi. Upravljalci skladov so se na to odzvali z odprodajo sredstev (večja likvidnost) in investiranjem v vrednostne papirje z najkrajšo dospelostjo. Stabilnost trga vzajemnih skladov in celo sam obstoj trga komercialnih zapisov sta bila tako zaradi večanja količine dvigov denarja ogrožena. FED se je na to odzval z različnimi programi, vključno z aranžmaji, ki omogočajo bankam nakup aranžmajev, s pomočjo katerih lahko od vzajemnih skladov odkupijo komercialne zapise (ang. *asset-backed commercial paper*²³) z visoko bonitetno oceno. S temi aranžmaji je FED učinkovito preusmeril likvidna sredstva v sklade in jim tako pomagal pri odplačilu obveznosti do vlagateljev, ne da bi pri tem utrpeli prevelikih izgub zaradi odprodaje imetij (Bernanke, 2009).

FED je v sodelovanju z Ameriško zakladnico oblikoval tudi poseben skupni aranžma, s pomočjo katerega je omogočena izdaja vrednostnih papirjev, ki kot jamstvo med drugim uporablja tudi posojila za izobraževanje (ang. *student loans*) ter posojila, zavarovana s strani Administracije ZDA za malo gospodarstvo (Bernanke, 2009).

Dotični aranžma pa ni namenjen zgolj zagotavljanju likvidnostnih rezervacij. Investitorjem namreč zagotavlja tudi triletna (triletna) posojila v zameno za vrednostne papirje z jamstvom vrednostnih papirjev z visoko bonitetno oceno. Ena izmed dobrih lastnosti aranžmaja je ta, da združuje likvidna sredstva FED-a s kapitalom Ameriške zakladnice, kar FED-u omogoča, da nase prevzame delež kreditnega tveganja (Bernanke, 2009).

Poleg omenjenega aranžmaja pa je FED na novo vzpostavil tudi aranžma, s pomočjo katerega so omogočeni nakupi visokokakovostnih komercialnih zapisov s trimesečno zapadlostjo. Osnovan je bil z namenom zaščite investitorjev in posojilojemalcev na trgu

²³ Asset-backed commercial paper (v nadaljevanju ABCP) so kratkoročni dolžniški vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami. ABCP imajo običajno visok rating zaradi hipotekarnega zavarovanja vrednosti (Evroterm, 2009), in so podobno kot asset-backed securities (v nadaljevanju ABS) zavarovani s premoženjem izdajalca komercialnega zapisa/vrednostnega papirja. Za razliko od ABCP pa so ABS zavarovani vrednostni papirji za prihodke/sredstva iz projekta, npr. odstopi, zastave, konto sredstva.

komercialnih zapisov in služi kot rezervni vir financiranja oziroma vir sredstev za posojilojemalce ter na ta način zmanjšuje strah pred tveganjem nezmožnosti refinanciranja posojila (ang. *Roll-over risk* → *risk associated with refinancing a loan*). Tako poimenujemo situacijo, ko posojilojemalec ni več sposoben zbrati dovolj likvidnih sredstev za odplačilo dospelih vrednostnih papirjev. Zmanjšanje tega tveganja poveča pripravljenost posojanja zasebnih investorjev, predvsem ko gre za vrednostne papirje z večjo dospelostjo (Bernanke, 2009).

3.2.2.3. Tretja skupina ukrepov oz. instrumentov

Zadnja skupina ukrepov ohranjanja delovanja kreditnih trgov vsebuje nakupe dolgoročnih vrednostnih papirjev, s katerimi FED povečuje svoje premoženje. Zgleden primer je objava odkupa dolga v vrednosti 100 mrd \$, ki ga je pridela vlada s podporo podjetništvu (ang. *GSE debt*). Temu sledi tudi odkup do 500 mrd \$ vrednostnih papirjev s hipotekarnim jamstvom. Posledica teh ukrepov so manjše hipotekarne obrestne mere, kar bo po pričakovanjih nudilo podporo sektorju nepremičnin (Bernanke, 2009).

4. Primerjava ukrepov ECB in FED

Navkljub relativno različnim ciljem monetarne politike imata centralni banki podobne instrumente, s katerimi skušata gospodarstvo pripeljati do optimalnega delovanja.

4.1. Primerjava standardnih ukrepov (znižanje ključne obrestne mere)

V okviru možnosti, ki jih omogočajo ti instrumenti je določanje višine ključnih obrestnih mer tisto, ki najbolj vpliva na gospodarsko aktivnost.

Obe centralni banki sta tako z razvojem krize postopoma zniževali ključne obrestne mere v upanju po izboljšanju gospodarskih razmer. Pri FED je zniževanje prišlo do točke, ko skoraj ni bilo več možno, saj so obrestne mere dosegle skoraj ničelno raven (FFR znaša 0,25 %). V nasprotju s FED pa ima ECB pri zmanjševanju obrestnih mer še nekaj maneverskega prostora, saj te še niso dosegle svoje najnižje točke.

Kljub temu pa se stanje ni spremenilo na bolje, zato sta bili ECB in FED prisiljeni uporabiti tudi druge instrumente, s katerimi še lahko vplivata na gospodarske razmere.

4.2. Primerjava nestandardnih ukrepov

S spremembami ključnih obrestnih mer so tesno povezane operacije odprtega trga, preko katerih se obrestne mere posledično tudi izoblikujejo. Vendar se operacije odprtega trga pri FED in ECB v določenih pogledih razlikujejo. Frekvenca uporabe operacij je en vidik, v katerem se centralni banki razlikujeta, saj ECB operacije na odprtem trgu izvaja

enkrat tedensko, FED pa vsakodnevno. Pri tem FED trguje izključno z državnimi obveznicami, ECB pa s širšim obsegom vrednostnih papirjev.

Operacije odprtega trga se pri FED izvajajo kot repo posli²⁴ (ang. *repurchase agreements*), pri ECB pa kot glavne operacije refinanciranja (repo posli z dvotedensko dospelostjo). Skozi potek finančne krize sta centralni banki preko tega orodja sprejemali ukrepe za boljše delovanje trgov. ECB je tako sprejela ukrep, ki ji je omogočil izvajanje vseh operacij glavnega refinanciranja kot avkcije s fiksno določeno obrestno mero, s čimer je dala vsem udeležencem na trgu vedeti, da bo omogočila toliko likvidnih sredstev, kolikor jih bodo potrebovali, da se izognejo likvidnostni krizi.

Centralni banki sta ob izbruhu krize vse moči uperili v ohranjanje likvidnosti denarnih trgov in zato poskušali omogočiti čim boljše pogoje za izposojlo sredstev. Tako sta, sledeč razvoju krize, uporabili tudi nekatere nestandardne ukrepe, ki jih prej še nista in s katerimi sta želeli začrtane cilje uspešno izvesti. ECB je tako povečala ponudbo likvidnosti s t.i. preddobavljanjem likvidnosti nasprotnim strankam, ki so na ta način svojo kvoto obveznih rezerv izpolnile hitreje ter tako v najkrajšem možnem času sprostile likvidna sredstva v obtok. Obseg krize pa je FED prisilil v uporabo ukrepov, katerih prej ni uporabila v svoji celotni zgodovini. Kreirala je namreč več različnih aranžmajev, s katerimi je reševala likvidnostne težave domačih finančnih institucij in podjetij. Tako je implementirala že omenjene TAF, TSLF in PDCF. S temi programi so tako finančne (depozitne ustanove) kot nefinančne (podjetja) institucije prejele prepotrebna likvidna sredstva, s pomočjo katerih se še vedno skušajo izkupati iz brezna finančne krize.

Destruktivne posledice krize in bojazen poglobitve (razširitve) posledic je ECB in FED prisililo, da sta se odločili tudi za posege na valutnih trgih ter se z dodatnimi posli valutne menjave še bolj povezali z različnimi svetovnimi centralnimi in komercialnimi bankami.

Tesnejše oziroma bolj poglobljeno sodelovanje ECB in FED z ostalimi svetovnimi centralnimi in komercialnimi bankami sveta pa pomeni večjo čezmejno monetarno integracijo oziroma povezanost, čemur lahko sledi večja čezmejna finančna stabilnost. To pa je obenem dvorezen meč, saj tesnejše medsebojno sodelovanje bank lahko pomeni tudi večji potencialni obseg območja krize, saj se zaradi poglobljenega sodelovanja poveča tudi verjetnost nastanka sistemskih motenj v več državah hkrati, kot tudi hiter prenos sistemskih motenj oziroma finančnih težav iz ene države na drugo (Banka Slovenije, 2009).

²⁴ Repo posli so instrument denarnega trga in pomeni začasno prodajo vrednostnih papirjev z obveznim povratnim odkupom (Abanka, 2009)

SKLEP

Že vse od avgusta leta 2007 se svetovno gospodarstvo bojuje proti posledicam finančne krize, ki je izbruhnila kot posledica kolapsa ameriškega nepremičninskega trga. Zaradi medsebojne prepletenosti trgov so se učinki sesutja trga prenesli tudi na ostale komponente ameriškega gospodarstva. Globalna povezanost gospodarstev pa je omogočila, da so se te težave prenesle na različne svetovne trge (denarni, kreditni itd.) in tako krizo razširile na cel svet.

Breme reševanja svetovnega gospodarstva je tako padlo na ramena gospodarsko najrazvitejših držav, ki poskušajo z vsemi možnimi rešitvami oziroma ukrepi izboljšati stanje propadajočega gospodarstva, a ob tem pazijo tudi na prihodnost, saj se bodo v njej dolgoročno čutile posledice marsikaterih kratkoročnih ukrepov.

V tej nalogi sem se odločil predstaviti delovanje dveh največjih centralnih bank na svetu, in sicer Evropske centralne banke (ECB) ter Ameriške centralne banke (FED). Ob tem velja poudariti, da je njuna vloga vodenje monetarne politike, zato naloga zajema le monetarne ukrepe, s katerimi si banki utirata pot iz pogubnega objema svetovne finančne krize.

Sama organiziranost delovanja obeh bank se v določenih točkah seveda razlikuje, saj sta se razvijali v različnih okoljih in časih. Vendar pa je njun končni cilj jasen - voditi monetarno politiko na način, s katerim bo delovanje gospodarstev čim bolj optimalno. V okviru tega spoznanja sta centralni banki skozi celotno obdobje finančne krize sprejemali različne monetarne ukrepe z željo po kratkoročnem uspehu, a s čim manjšimi negativnimi dolgoročnimi posledicami (npr. zmanjšanje obrestnih mer ima lahko kratkoročno ugodne posledice, dolgoročno pa lahko povzročijo visoko inflacijo).

Tako ECB kot FED sta se ob standardnih ukrepih zatekli k neobičajnim in tudi poprej še neizkoriščenim možnostim zagotavljanja likvidnosti. ECB je npr. povečala obseg nekaterih že izkoriščenih možnosti, kot je poseganje na trg dolarja in švicarskega franka ter dodatne dolgoročne operacije refinanciranja, medtem ko so se vodilni možje pri FED odločili za kreacijo popolnoma novih aranžmajev, kot so TAF, TSLF ter PDCF.

Zgodba o posledicah krize, ki se iz finančnega preliva v realni sektor, se navkljub uporabljenim ukrepom nadaljuje, saj je stopnja brezposelnosti po svetu še vedno na visokih ravneh, pesimizem bdi nad podjetništvom, obenem pa trpi zaupanje posameznikov v kredibilnost bančnega sistema.

Brez zaupanja posameznikov v bančni sistem pa le-ta kot tak sploh ne more obstajati, saj je zaupanje ključnega pomena za njegov obstoj. Če posamezniki ne verjamejo v kredibilnost bančnega sistema, ga tudi ne bodo koristili. S tem želim opozoriti na dejstvo, da posamezniki svojih prihrankov ne bi vložili v poslovne banke, kar bi pomenilo onemogočeno multipliciranje depozitov. Banke bi tako imele na razpolago manjšo količino razpoložljivih sredstev za poslovanje.

Ključnega pomena za dobro delovanje bančnega sistema je torej ohranitev kredibilnosti centralnih bank na visoki ravni. To pa je omogočeno le takrat, kadar je njihovo delovanje popolnoma neodvisno od političnih pritiskov in hkrati transparentno.

Zato je nujno, da centralne banke ostanejo zveste načrtani poti ter nadaljujejo z implementacijo ukrepov, ki bodo ohranili kredibilnosti bančnega sistema na visokem nivoju. Le tako bo bančni sistem uspešno deloval in s svojim delovanjem pomembno vplival na višjo gospodarsko rast ter posledično svetovno gospodarstvo pripeljal na zeleno vejo.

LITERATURA IN VIRI

1. Banka Slovenije (2009). *Sporazumi med nadzornimi institucijami*. Najdeno 10. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?MapaId=1138#13203>
2. *Banka Slovenije bo izračunavala povprečno ponderirano nominalno letno obrestno mero za depozite čez noč na medbančnem trgu [domača stran Financ]*. Najdeno 18. julija na spletni strani <http://www.finance.si/31583>
3. Bernanke B. (2009). *Speech: The crisis and the policy response*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
4. Cecchetti, S.G.(2006). *Money, Banking and Financial Markets*. Boston, McGraw-Hill/Irwin.
5. ECB: *Annual report 2007*. Frankfurt am Main.
6. ECB: *Annual report 2008*. Frankfurt am Main.
7. ECB: *Monthly bulletin*, junij 2008.
8. ECB: *Monthly bulletin*, julij 2008.
9. ECB: *Monthly bulletin*, maj 2009.
10. ECB: *Monthly bulletin*, julij 2009.
11. ECB: *Izvajanje denarne politike v Evroobmočju*. (2008). Najdeno 4. avgusta na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008sl.pdf>
12. *Ekonomska in monetarna unija [domača stran ECB]*. Najdeno 8. junija 2009 na spletni strani <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.sl.html>
13. European Central Bank (2004). *The Monetary Policy of the ECB*.
14. *Evroterm. Večjezična terminološka zbirka*. Najdeno 14. julija 2009 na spletni strani <http://evroterm.gov.si>

15. FED: *Federal funds data*. Najdeno 6. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm>
16. Gaspar, Perez-Quiros & Sicilia (2002). *The monetary policy decisions of the ECB and the money market*. Frankfurt am Main, ECB.
17. *Izvajanje denarne politike v evroobmočju [domača stran ECB]*. Najdeno 10. junija 2009 na spletni strani <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008sl.pdf>
18. Jakše, G. (2007). *Evropska centralna banka in ameriški federalni rezervni sistem: Primerjava organiziranosti in načina delovanja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. *Key ECB interest rates [domača stran ECB]*. Najdeno 11. junija 2009 na spletni strani <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html#fn5>
20. Klepec (2008). *Svetovna finančna kriza 2007/2008-20??*. Najdeno 15. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.mju.gov.si/fileadmin/mju.gov.si/pageuploads/Dobre_prakse/Predstavitev_DP_2008/KLEPEC_Razlaga_DP2008_.pdf
21. *Koristne informacije [domača stran SKB banke]*. Najdeno 14. julija 2009 na spletni strani <http://www.skb.si/info/info-libor-USD.html>
22. Larson, M.D. (2007). *How Federal Regulators, lenders, and Wall Street created America's housing crisis*. Jupiter, Weiss Research, Inc.
23. Mrak M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV.
24. Mrak M. (2008). *Svetovna finančna kriza: Razlogi zanjo in kako naprej?* Najdeno 7. maja na spletnem naslovu www.ef.uni-lj.si/dogodki/datoteke/mrak20081028.ppt
25. Palčič, P. (2008). *Finančna kriza v ZDA v letih 2007 in 2008: Analiza vzrokov, poteka in posledic* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. *Pogodbe [domača stran Urada RS za komuniciranje]*. Najdeno 14. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.evropa.gov.si/si/pravni-red/pogodbe/>

27. *Pogosta vprašanja [domača stran Urada RS za komuniciranje]*. Najdeno 15. avgusta 2009 na spletni strani [http://www.evropa.gov.si/si/vsebina/pogosta-vprasanja/vprasanje/news//6b00dd45f2/?tx_evropafaq_pi1\[q\]=486](http://www.evropa.gov.si/si/vsebina/pogosta-vprasanja/vprasanje/news//6b00dd45f2/?tx_evropafaq_pi1[q]=486)
28. Pollard, P. S. (2003). *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*. St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis.
29. *Primary Dealer Credit Facility [domača stran FED]*. Najdeno 16. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm>
30. *Repo posli [domača stran Abanke Vipava d.d.]*. Najdeno 14. julija 2009 na spletni strani <http://www.abanka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=38602>
31. Rosenblatt, N. (2008). *Fed Set To Reveal Poker Hand; LIBOR vs FFR*. Najdeno 8. avgusta na spletnem naslovu http://www.urbandigs.com/2008/04/fed_set_to_reveal_poker_hand.html
32. Scheller, H.K. (2004). *The European central bank, History, role and functions*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
33. *Se sploh še spleča kam vlagati? [domača stran Siol]*. Najdeno 28. junija 2009 na spletni strani http://beta.siol.net/gospodarstvo/2009/03/pr_diba.aspx
34. Šturm, K. (2000). *Denarna politika Evropske centralne banke* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. *Term Auction Facility Questions and Answers [domača stran FED]*. Najdeno 16. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taffaq.htm>
36. *Term Securities Lending Facilities [domača stran FED]*. Najdeno 16. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>
37. Trichet, J.C. (2009). *The financial crisis and the response of the ECB*. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html>
38. *Uradni list Evropske unije, ECB* (2009). Najdeno 19. avgusta 2009 na spletni strani http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_17520090704sl00180019.pdf

39. Uradni List RS, C 191, (1992).
40. Uradni List RS, C 340, (1997).
41. Uradni List RS, C 80, (2001).
42. Uradni List RS, I 83, (2003).
43. Uradni List RS, L 236, (2003).
44. *US Libor and Fed Funds Rate*. Najdeno 15. julija 2009 na spletni strani <http://www.kshitij.com/fundamentals/funcharts/usfed.shtml>
45. Vera, Yang, Zhang & Konstantinou (2006). *The ECB vs The FED*. Najdeno 14. maja 2009 na spletnem naslovu www.econ.uiuc.edu/~seppala/econ522/ECB%20vs%20Fed.ppt
46. Yellen, J.L. (2009). *U.S. Monetary Policy in the Short and Long Run*.
47. Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Uradni list RS. (Št. 51/2006, 3. maj 2006)