

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DENARNA POLITIKA EVROPSKE CENTRALNE BANKE V LETIH  
2002 IN 2003**

Ljubljana, september 2004

TJAŠA KEBER

## **IZJAVA**

Študent/ka Tjaša KEBER izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivana RIBNIKAR in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. NASTANEK EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU)</b> .....	<b>2</b>
2.1. PRVA FAZA .....	2
2.2. DRUGA FAZA .....	3
2.3. TRETJA FAZA .....	4
<b>3. EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB), EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB) IN EVROSISTEM</b> .....	<b>4</b>
3.1. EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB) .....	5
3.2. NALOGE EVROSISTEMA IN ESCB .....	7
3.3. ORGANI EVROPSKEGA SISTEMA CENTRALNIH BANK (ESCB) .....	8
3.3.1. Svet ECB .....	8
3.3.2. Izvršni odbor ECB .....	8
3.3.3. Razširjeni svet ECB .....	9
3.3.4. Odbori ESCB in NCB .....	9
<b>4. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB</b> .....	<b>10</b>
4.1. STABILNOST CEN .....	10
4.2. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM .....	11
4.3. DVA STEBRA DENARNE POLITIKE .....	12
4.3.1. Prvi steber .....	13
4.3.2. Drugi steber .....	13
4.4. NEODVISNOST, ODGOVORNOST IN TRANSPARENTNOST ECB .....	14
<b>5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB</b> .....	<b>15</b>
5.1. OPERACIJE NA ODPRTEM TRGU .....	17
5.1.1. Glavne operacije refinanciranja .....	18
5.1.2. Operacije dolgoročnejšega refinanciranja .....	18
5.1.3. Operacije finega uravnavanja .....	18
5.1.4. Strukturne operacije .....	19
5.2. ODPRTA PONUDBA BANKAM .....	19
5.2.1. Možnost obrobnega zadolževanja .....	19
5.2.2. Možnost deponiranja sredstev .....	19
5.3. OBVEZNE REZERVE .....	21
5.4. USTREZNA AKTIVA .....	22
<b>6. IMPLEMENTACIJA DENARNE POLITIKE ECB V LETIH 2002 IN 2003</b> .....	<b>23</b>
6.1. UPRAVLJANJE Z LIKVIDNOSTJO .....	24
6.2. OPERACIJE NA ODPRTEM TRGU .....	26
6.2.1. Glavne operacije refinanciranja .....	26

6.2.2. Operacije dolgoročnega refinanciranja.....	27
6.2.3. Druge operacije na odprtem trgu.....	28
6.3. ODPRTA PONUDBA BANKAM.....	29
6.4. SODELOVANJE KREDITNIH INSTITUCIJ PRI MONETARNI POLITIKI.....	31
6.5. SISTEM OBVEZNIH REZERV.....	32
6.6. PREGLED NAD INSTRUMENTARIJEM DENARNE POLITIKE.....	33
6.7. USTREZNA AKTIVA PRI OPERACIJAH DENARNE POLITIKE.....	34
6.8. DELOVANJE DENARNEGA TRGA.....	36
<b>7. DENARNI IN GOSPODARSKI RAZVOJ EVROSISTEMA V LETIH 2002 IN 2003</b> .....	<b>36</b>
7.1. GIBANJE BRUTO DOMAČEGA PROIZVODA (BDP).....	36
7.2. HARMONIZIRANI INDEKS CEN ŽIVLJENJSKIH POTREBŠČIN (HICP).....	37
7.3. RAST DENARNEGA AGREGATA M3.....	38
7.4. SPREMEMBE KLJUČNIH OBRESTNIH MER ECB.....	38
<b>8. SKLEP.....</b>	<b>39</b>
<b>9. LITERATURA.....</b>	<b>41</b>
<b>10. VIRI.....</b>	<b>42</b>
<b>SLOVAR TUJIH IZRAZOV.....</b>	<b>1</b>
<b>PRILOGA.....</b>	<b>3</b>

# 1 UVOD

V diplomski nalogi bom predstavila Evropsko centralno banko (ECB), značilnosti njene denarne politike ter dejansko izvajanje le-te v letih 2002 in 2003.

Najprej bom predstavila potek nastanka Ekonomske in monetarne unije (EMU) skozi tri faze. ECB je začela delovati 1. januarja 1999 na začetku tretje faze. Nato sledi kratek opis razlik med Evropskim sistemom centralnih bank (ESCB), ECB in Evrosistemom. Bolj podrobno je razložena sestava kapitala ECB, njene temeljne naloge in odločitveni organi.

V četrtem poglavju je opisan glavni cilj ECB, ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok, ki je tudi temelj njene strategije. Pomemben del le-te sta tudi t.i. dva stebra, ki ji posredujeta ključne informacije za vodenje denarne politike. V prvem stebru ima dominantno vlogo denar, v drugem pa pričakovanja o prihodnjem gibanju cen. Pri doseganju glavnega cilja mora ECB vedeti tudi, kako posamezne odločitve glede denarne politike vplivajo na raven cen, zato spada tudi transmissijski mehanizem denarne politike v celotno strategijo ECB.

Sledi opis vseh instrumentov, ki so ECB na razpolago za vodenje denarne politike. Delijo se v tri glavne skupine: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam ter obvezne rezerve. Operacije na odprtem trgu lahko razdelimo še na štiri manjše skupine operacij. Te so: glavno refinanciranje, dolgoročno refinanciranje, fino uravnavanje in strukturne operacije. Pri odprti ponudbi bankam pa se ECB lahko poslužuje dveh možnosti: obrobnega zadolževanja ali deponiranja sredstev. Pri vsaki omenjeni operaciji morajo nasprotni stranke zastaviti primerno finančno aktivo.

V šestem poglavju so predstavljene vse odločitve in ukrepi, ki jih je ECB sprejela pri vodenju denarne politike v letih 2002 in 2003. Poleg tega je predstavljena tudi dejanska uporaba instrumentov s strani ECB v teh letih. Najpomembnejši in najpogosteje uporabljeni instrument je bilo glavno refinanciranje.

ECB pri sprejemanju odločitev glede vodenja denarne politike upošteva tudi stanje makroekonomskih kazalcev, ki so tudi pokazatelji učinkovitosti denarne politike Evrosistema. Zaradi tega sem v predzadnjem poglavju opisala še gibanja štirih denarnih in gospodarskih kazalcev v preučevanem obdobju: bruto domačega proizvoda (BDP), harmoniziranega indeksa potrošniških cen (HICP), denarnega agregata M3 in sprememb ključnih obrestnih mer ECB.

V sklepu sem še enkrat povzela glavne ugotovitve o denarni politiki ECB v letih 2002 in 2003.

## 2 NASTANEK EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU)

Spremembe v svetovnem gospodarstvu konec šestdesetih let so obudile idejo o večji povezanosti ekonomskih politik držav članic Evropske gospodarske skupnosti (EGS) ter skupnem vodenju monetarne politike. Glavni cilj teh držav je postala ustanovitev evropske ekonomske in monetarne unije (EMU), tj. najvišja oblika ekonomske integracije med državami članicami EU. Pri tem ekonomska unija pomeni skupni trg, na katerem velja prost pretok blaga, storitev, ljudi in kapitala med državami članicami, katere so se dogovorile tudi za skupno ekonomsko politiko na nekaterih področjih. Monetarna unija pa predstavlja predvsem skupno valuto, skupno centralno banko, skupno denarno politiko in skupno politiko deviznega tečaja (Lavrač, 1999, str. 16).

Države članice so prednosti skupnega monetarnega prostora videle predvsem v večjem finančnem in gospodarskem trgu. Slednje naj bi spodbudilo direktno investiranje v gospodarstvo in s tem povečalo gospodarsko rast. V novem evropskem prostoru so članice videle tudi možnosti za boljše demokracijo, večjo transparentnostjo in učinkovitostjo (Zupan Škof, 2004, str. 26 – 27).

Leta 1970 je bilo izdano Wernerjevo poročilo, na podlagi katerega bi se EMU moral oblikovati v treh stopnjah. Žal pa tedanje spremenjene ekonomske okoliščine, predvsem konec sistema fiksnih deviznih tečajev, tega niso dopuščale. Šele leta 1979 je prišlo do naslednjega koraka k uresničitvi zastavljenega cilja, to je bila ustanovitev Evropskega monetarnega sistema (EMS). Temeljal je na mehanizmu deviznih tečajev ERM<sup>1</sup> (Exchange Rate Mechanism), skupni evropski denarni enoti ECU (European Currency Unit) in kreditnih mehanizmih. Junija 1988 se je Evropski svet odločil za čimprejšnjo uresničitev ekonomske unije. V ta namen je sestavil poseben odbor, ki so ga sestavljali guvernerji držav članic, predsedoval pa mu je takratni predsednik Evropske komisije, Jacques Delors. Poročilo odbora, znano kot Delors Report, je predlagalo, da se ekonomska in monetarna unija uresniči v treh fazah.

### 2.1 Prva faza

Prva faza EMU se je začela 1. julija 1990, trajala pa je do 31. decembra 1993. Najprej so bile odpravljene vse omejitve pri pretoku kapitala znotraj Evropske skupnosti. S tem je bila zagotovljena popolna liberalizacija kapitalskih tokov. Spodbujali so tudi k čim večji koordinaciji ekonomskih politik posameznih držav članic ter k tesnejšemu sodelovanju med centralnimi bankami, da bi dosegli stabilnost cen. Pomemben rezultat prve faze je bila tudi

---

<sup>1</sup> Države, katerih valute so bile vključene v mehanizem deviznega tečaja, so morale določiti uradni tečaj svojega denarja z ECU-jem (paritetni tečaj ECU), ki je veljal za evropsko denarno enoto in je predstavljal košarico valut držav EMS. Na podlagi tega paritetnega tečaja valut držav, katerih valute so bile v ERM, so se določili še bilateralni centralni tečaji vseh valut, ki so bile v ERM (Ribnikar, 2004, str. 74 – 75).

Pogodba o Evropski uniji (Maastrichtska pogodba), ki je stopila v veljavo 1. novembra 1993. Ta pogodba je kot formalni cilj postavila oblikovanje EMU, določa pa tudi konvergenčne kriterije<sup>2</sup>, ki jih je potrebno izpolniti, da lahko država članica sodeluje v EMU. Konvergenčni kriteriji so bili določeni, da zagotovijo razmere za učinkovito delovanje monetarne unije. Poleg tega Maastrichtska pogodba pa vsebuje še protokol o Statutu Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) in Evropske centralne banke (ECB) ter protokol o Statutu Evropskega denarnega inštituta (EMI).

## 2.2 Druga faza

1. januarja 1994 se je začela druga faza oblikovanja EMU, končala pa 31. decembra 1998. V tem času je bil ustanovljen EMI, predhodnik Evropske centralne banke. Njegova naloga je bila okrepitev sodelovanja med nacionalnimi centralnimi bankami in koordinacija denarnih politik držav članic ter priprava vsega potrebnega za ustanovitev ESCB, s katerim bi uresničili vodenje enotne denarne politike in uvedbo skupne evropske valute. Le-ta je dobila ime »euro« decembra 1995. Junija 1997 je prišel v veljavo tudi nov mehanizem določanja deviznih tečajev ERM II<sup>3</sup>. V istem času je bil podpisan tudi Pakt stabilnosti in rasti s strani Evropskega sveta, s katerim so zagotavljali disciplino držav članic pri upravljanju javnih financ.

V tej fazi so si države članice prizadevale za izpolnitev konvergenčnih kriterijev, tako da se je 2. maja 1998 Svet Evropske unije odločil, da enajst držav (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija) izpolnjuje pogoje za uvedbo evra s 1. januarjem 1999. Za izračun fiksnih tečajev evra so uporabili takratne bilateralne centralne tečaje teh držav. 1. junija 1998 je bila ustanovljena ECB, ki je nadomestila EMI. Vlade vseh enajstih držav so za predsednika imenovale Williama F. Duisenberga, za podpredsednika Christiana Noyerja in še štiri člane izvršnega odbora ECB.

---

<sup>2</sup> Maastrichtski konvergenčni kriteriji so pogoji, ki jih mora država izpolniti pred uvedbo evra in vstopom v monetarno unijo. Pri tem mora država doseči naslednje (Roter, 2004, str. 30 – 31):

- visoko stopnjo stabilnosti cen – stopnja inflacije, merjena na osnovi rasti potrošniških cen v državi članici ne sme presegati povprečja inflacijskih stopenj treh držav članic, ki izkazujejo najboljšo inflacijo, za več kot 1,5 odstotne točke,
- določeno raven dolgoročnih obrestnih mer - povprečna dolgoročna obrestna mera v državi članici EU ne sme presegati povprečja treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki,
- sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev ERM II vsaj za dve leti - valute držav, ki želijo uvesti evro, se v razmerju do le-tega gibljejo znotraj pasu +/- 15% okrog centralne paritete (le-ta ne sme devalvirati),
- vzdržnost stanja javnih financ – višina javnofinančnega primanjkljaja ne sme presegati 3% BDP in višina javnega dolga lahko znaša do 60% BDP. Zadošča tudi, če se javni dolg približuje referenčni vrednosti z zadovoljivo hitrostjo.

<sup>3</sup> ERM II je režim menjalnih tečajev, ki določa, kako bo potekalo sodelovanje na področju politike menjalnih tečajev med državami Evrosistema in državami članicami EU, ki zaenkrat še ne sodelujejo v tretji fazi EMU.

## 2.3 Tretja faza

Zadnja faza oblikovanja EMU se je začela 1. januarja 1999 z uvedbo nove skupne valute evro in s prenosom pristojnosti za vodenje enotne denarne politike na Evrosistem (ECB in nacionalne centralne banke držav evro območja). Delovati je pričela ECB, ki je prevzela naloge EMI. V tretjo fazo je vstopilo enajst držav članic, ki so izpolnjevale zahteve konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra. Njihove valute so bile takoj fiksirane, uradna valuta pa je postal evro. Najprej so ga uvedli kot knjižni denar, evro bankovci in kovanci pa so bili uvedeni 1. januarja 2002.

1. januarja 2001 se je število članic povečalo na dvanajst, ko je Grčija izpolnila vse kriterije in se je lahko vključila v tretjo fazo EMU. 1. maja 2004 je v Evropsko unijo vstopilo deset novih članic (Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija). Te države niso uvedle evra v skladu z evropskimi predpisi, ampak ga bodo čez nekaj let, ko bodo izpolnjevale zahtevane pogoje za uvedbo evra<sup>4</sup>. Glede na to lahko rečemo, da vse članice EU, čeprav niso vključene v evro območje, sodelujejo v EMU, ker izpolnjujejo nekatere obveznosti iz EMU.

## 3 EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB), EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB) IN EVROSISTEM

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) je sestavljen iz Evropske centralne banke in iz nacionalnih centralnih bank (NCB) vseh 25 držav članic Evropske unije. Evrosistem, ki je le del ESCB, pa tvorijo Evropska centralna banka in centralne banke 12 držav<sup>5</sup>, ki so v denarnem območju evra. Le-ta od 1. januarja 1999 dalje določa in izvaja skupno monetarno politiko za evro območje. Ostale NCB držav članic EU, ki pa niso uvedle evra, lahko same vodijo lastno denarno politiko, ne morejo pa odločati o enotni monetarni politiki evro območja. V Evrosistem niso vključene tudi Anglija, Danska in Švedska, pa ne zato, ker ne bi izpolnjevale konvergenčnih kriterijev, ampak so se odločile za ohranitev nacionalnih valut in vodenje samostojne denarne politike. Ko pa se bodo vse države članice vključile v evro območje, ne bo obstajala več razlika med Evrosistemom in ESCB. Nacionalne centralne banke Evrosistema so izgubile samostojnost in denarno suverenost, postale pa so posrednice ECB. Na ta način lahko ECB vodi denarno politiko decentralizirano preko NCB (Ribnikar, 2003, str. 129).

---

<sup>4</sup> Glej: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/razvoj\\_EMU.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/razvoj_EMU.html)

<sup>5</sup> V Evrosistem spadajo: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija.



### 3.1 Evropska centralna banka (ECB)

ECB je bila ustanovljena 1. junija 1998, delovati pa je začela šele 1. januarja 1999. Takrat je prevzela vodenje enotne monetarne politike v celotnem evro območju. Gre za nadnacionalno institucijo, njene lastnice in delničarke so NCB. Delež kapitala, ki ga je morala posamezna NCB vložiti, je bil določen že ob ustanovitvi ECB s ključem za vpis kapitala ECB. Po tem ključu je bil delež kapitala izračunan na podlagi:

- 50% deleža države v skupnem prebivalstvu EU predzadnje leto pred ustanovitvijo ESCB,
- 50% deleža države v skupnem BDP EU v petih letih pred predzadnjim letom pred ustanovitvijo ESCB.

Deleži posamezne države v kapitalu ECB se na vsakih pet let prilagajajo v skladu s spremembami ključa. NCB evro območja so že vplačale celoten vpisani delež v kapital ECB. NCB 13 držav, ki še niso uvedle evra, pa morajo vplačati le minimalni delež svojega vpisanega kapitala, predvsem za pokritje operativnih stroškov, ki jih ECB ima z njimi zaradi sodelovanja v ESCB. Od 1. maja 2004 morajo te NCB vplačati 7% njihovega vpisanega kapitala, ostalih 93% pa po vstopu v EMU<sup>6</sup>. Poleg tega omenjene NCB niso upravičene do udeležbe v razdeljivem dobičku ECB, kot tudi niso dolžne financirati morebitnih izgub ECB.

Vpisani kapital ECB trenutno znaša 5.564.669.247,19 evrov, skupni znesek vplačanega vpisanega kapitala ECB vseh NCB pa nekaj več kot 4 milijarde evrov (Sklep Evropske centralne banke, 2004). Od tega znaša celotni vplačani vpis NCB evro območja 3.978.226.562,17 evrov, ostalih 111.050.987,95 evrov pa so vplačale NCB izven evro območja. Največji delež v kapitalu ima nemška centralna banka, in to 21,14%, sledi ji Francija s 14,87% ter Velika Britanija s 14,38% (glej Tab. 1).

---

<sup>6</sup> Pred 1. majem 2004 je za NCB držav izven evro območja, torej za Anglijo, Dansko in Švedsko, veljal drug režim. Le-te so vplačale le 5% njihovega deleža kapitala, po vstopu v EMU, pa bi morale dodati še preostalih 95% v kapital ECB.

**Tabela 1:** Kapitalski ključi in zneski vplačanega kapitala posameznih NCB od 1. maja 2004

<b>Nacionalne centralne banke evro območja (NCB)</b>		
<b>NCB</b>	<b>Kapitalski ključ (%)</b>	<b>Vplačani kapital (€)</b>
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195,14
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.750,76
Bank of Greece	1,8974	105.584.034,30
Banco de España	7,7758	432.697.551,32
Banque de France	14,8712	827.533.093,09
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.685,79
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371,47
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401,38
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.359,77
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120,34
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106,22
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2887	71.711.892,59
<b>Skupaj</b>	<b>71,4908</b>	<b>3.978.226.562,17</b>

<b>Nacionalne centralne banke držav članic EU izven evro območja</b>		
<b>NCB</b>	<b>Kapitalski ključ (%)</b>	<b>Vplačani kapital (€)</b>
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159,01
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451,41
Bank of England	14,3822	56.022.530,23
<b><i>Delna vsota za začetno skupino nacionalnih centralnih bank izven evro območja</i></b>	<b>18,3618</b>	<b>71.524.140,65</b>
Česká národní banka	1,4584	5.680.859,54
Eesti Pank	0,1784	694.915,90
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.384,90
Latvijas Banka	0,2978	1.160.010,95
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656,30
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.190,75
Central Bank of Malta	0,0647	252.023,87
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889,41
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967,30
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948,38
<b><i>Delna vsota za nove nacionalne centralne banke izven evro območja</i></b>	<b>10,1474</b>	<b>39.526.847,30</b>
<b>Skupaj</b>	<b>28,5092</b>	<b>111.050.987,95</b>

**Vir:** Capital subscription to the European Central Bank (from 1 May 2004), 16.5.2004.

Glede na delež posamezne NCB v kapitalu ECB se deli 80% neto dobička ECB<sup>7</sup>, ostalih 20% letnega dobička pa gre v rezerve ECB. V primeru izgube se le-ta poplača iz rezerv, če je potrebno pa tudi iz denarnih prihodkov.

V skladu s svojimi deleži v kapitalu ECB so morale NCB prenesti na ECB tudi svoje mednarodne denarne rezerve (MDR)<sup>8</sup> v skupni višini 40 milijard evrov. Le-te so sestavljene iz tujih valut, zlate rezerve, sredstev pri Mednarodnem denarnem skladu (IMF) ter posebnih pravic črpanja (SDR). 15% vplačil je v obliki zlata, ostalih 85% pa so vplačila v ameriškem dolarju ali japonskem jenu. Z ostalim delom deviznih rezerv, ki ni bil prenesen na ECB, pa še vedno upravljajo NCB. NCB so v zameno za dane MDR dobile terjatev do ECB v evrih.

### 3.2 Naloge Evrosistema in ESCB

Glavni cilj Evrosistema je stabilnost cen, to pa pomeni, da se harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) na evro območju na letni ravni ne sme povečati za več kot 2%. Stabilnost cen je določena na srednji rok. Poleg tega cilja ima Evrosistem še štiri glavne naloge:

- definiranje in uresničevanje denarne politike evro območja,
- izvajanje deviznih operacij,
- držanje in upravljanje z mednarodnimi deviznimi rezervami držav članic,
- skrb za učinkovito delovanje plačilnih sistemov znotraj EU (TARGET)<sup>9</sup>.

Poleg omenjenih nalog Evrosistem pomaga pri vodenju politik držav članic za smotrni nadzor nad kreditnimi institucijami in za stabilnost finančnega sistema<sup>10</sup>.

Naloge ECB so:

- ECB ima izključno pravico dajanja pooblastil za izdajanje bankovcev in kovancev na evro območju. Le bankovci izdani s strani ECB in nacionalnih centralnih bank evro območja so zakonito plačilno sredstvo v teh državah. Kovance lahko ravno tako izdajajo NCB, ampak samo s pooblastilom ECB.
- ECB s pomočjo NCB zbira potrebne statistične informacije od držav in finančnih institucij.

---

<sup>7</sup> Vir dobička ESCB v zvezi z denarno politiko ECB je donos od premoženja, ki ga imajo centralne banke med aktivni svojih premoženjskih bilanc nasproti bankovcem v obtoku in vlogam kreditnih institucij (Ribnikar, 1999, str.17).

<sup>8</sup> Mednarodne denarne rezerve države predstavljajo tisto likvidnost, ki je v posesti centralne banke države in s katerimi le-ta intervenira na deviznem trgu s ciljem izvajanja svoje politike deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 304).

<sup>9</sup> Plačilni sistem znotraj EU deluje na podlagi sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System = Transevropski avtomatizirani bruto ekspresni plačilni sistem). Sestavljen je iz posameznih nacionalnih plačilnih sistemov RTGS (Real time gross settlement systems) 25 članic EU, preko katerih vsaka država ureja evro plačila v realnem času, in plačilnega sistema ECB. V sistem TARGET so načeloma vključene vse denarne institucije, ki imajo račun pri centralni banki v okviru EU.

<sup>10</sup> Glej: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/monetarna\\_politika.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/monetarna_politika.html), 2004.

- ECB daje nasvete na predloge predpisov EU in osnutke nacionalnih predpisov s področij njene odgovornosti.
- Obveščanje javnosti o svojih aktivnostih spada tudi med naloge ECB. V ta namen izdaja tedenska, mesečna in letna poročila o svojem delu.

### **3.3 Organi Evropskega sistema centralnih bank (ESCB)**

Svet guvernerjev ECB in Izvršni odbor ECB oz. direktorij sta tista dva organa ECB, ki sta odgovorna za pripravo, vodenje in implementacijo denarne politike. Obstaja še tretji organ, ki se imenuje Razširjeni svet ECB.

#### **3.3.1 Svet ECB (The Governing Council of the ECB)**

Svet ECB je najvišje odločitveno telo ECB, sestavlja pa ga šest članov Izvršnega odbora ECB in dvanajst guvernerjev NCB evro območja. Tako Svetu guvernerjev kot Izvršnemu odboru ECB predseduje predsednik ECB, v njegovi odsotnosti pa ga nadomešča podpredsednik. Glavni nalogi Sveta ECB sta:

- sprejemanje odločitev in smernic, ki so potrebne za izvajanje nalog, ki so bile zaupane Evrosistemu (predvsem ohranjanje stabilnosti cen na evro območju),
- oblikovanje denarne politike na evro področju, ki vključuje tudi odločitve glede bližnjih ciljev denarne politike, obrestnih mer ter višino obveznih rezerv.

Mandat članov sveta ECB traja pet let in je obnovljiv. Vsak ima po en glas, odločitve pa se sprejemajo z navadno večino. V primeru, da pride do neodločenega izida pri glasovanju, odloči glas predsednika. Glasovanje lahko poteka le ob prisotnosti vsaj dveh tretjin članov. Sestankom lahko prisostvujeta tudi predsednik Sveta ECB in Evropske komisije, ki pa sta brez glasovalne pravice. Pri odločitvah, ki zadevajo kapital, mednarodne devizne rezerve, dobiček ali izgubo, lahko glasujejo samo guvernerji NCB, njihovo število glasov pa je tehtano po ključu glede na vplačani kapital (Žnidarčič, 2003, str. 5)<sup>11</sup>.

#### **3.3.2 Izvršni odbor ECB (The Executive Board of the ECB)**

Izvršni odbor ECB je sestavljen iz predsednika (trenutno Jean-Claude Trichet), podpredsednika (trenutno Lucas D. Papademos) in štirih članov. Vsi so bili imenovani ob soglasju vlad držav članic, po priporočilu Evropskega sveta, ki se je pred tem posvetoval še z Evropskim parlamentom in Svetom ECB. Člane izberejo glede na izkušnje in znanje, ki so si ga pridobili s področja bančništva in denarne politike. Njihov mandat traja osem let in je neobnovljiv. Izjema je bila le pri članih prvega izvršnega odbora, ki so imeli različne mandate (predsednik 8 let, podpredsednik 4, ostali člani pa po 5, 6, 7 ali 8 let). Na ta način so zagotovili kontinuiteto, saj se tako lahko v enem letu zamenja le po en član Izvršnega odbora.

<sup>11</sup> Člani Izvršnega odbora pri teh odločitvah nimajo glasovalne pravice.

Vsak član izvršnega odbora ima en glas, odločitve se sprejemajo z navadno večino. Če je izid glasovanja neodločen, je odločilen glas predsednika.

Glavne naloge izvršnega odbora ECB so:

- implementacija ukrepov denarne politike v skladu z odločitvami in smernicami Sveta ECB, s tem daje tudi potrebna navodila NCB evro območja,
- prevzem nalog, ki mu jih določa Svet ECB,
- priprava srečanj Sveta ECB.

### 3.3.3 Razširjeni svet ECB (The General Council of the ECB)

Tretji organ ECB je Razširjeni svet ECB, sestavljajo ga predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji NCB 25 držav članic EU (tudi tistih držav EU, ki še niso v EMU). Razširjeni svet ECB je predvsem posvetovalno telo in nadaljuje delo EMI, sodeluje pa še pri:

- zbiranju statističnih informacij;
- pripravi letnih poročil ECB;
- oblikovanju pravil, ki so potrebna za računovodsko evidentiranje in poročanje o operacijah, ki jih izvajajo NCB;
- izvajanju ukrepov, povezanih s ključem za vpis kapitala ECB, če ti niso določeni že v Pogodbi;
- določanju pogojev za zaposlovanje oseb v ECB;
- pripravah za določitev trdnih menjalnih razmerij med evrom in ostalimi valutami držav članic, ki niso v EMU.

Razširjeni svet bo obstajal tako dolgo, dokler ne bodo vse države članice EU uvedle evra.

### 3.3.4 Odbori ESCB in NCB

Poleg teh treh organov ECB v okviru Evrosistema delujejo še različni **odbori ESCB** (The ESCB committees). Na zahtevo Sveta guvernerjev in Izvršnega odbora ECB so si ti odbori priskrbeli veliko strokovnega znanja na svojem področju in olajšujejo odločitvene procese. Njihovi člani so predvsem strokovnjaki iz NCB Evrosistema.

ESCB sestavljajo tudi posamezne **nacionalne centralne banke**, ki delujejo v skladu s smernicami in navodili ECB. NCB so kot nekakšno »operativno telo« ESCB, ki deluje v skladu z načelom decentralizacije izvajanja denarne politike. NCB imajo pristojnost na naslednjih področjih (Majcen, 2003, str. 17):

- sodelujejo v procesu odločanja glede denarne politike znotraj Evrosistema, saj so njihovi guvernerji člani Sveta ECB;
- komunicirajo z javnostjo in igrajo vlogo posrednika med skupno monetarno politiko in nacionalnimi ekonomskimi politikami;

- izvajajo operativne naloge Evrosistema, ki so potrebne za izvajanje monetarne politike in politike deviznega tečaja (npr. izvajajo instrumente monetarne politike, upravljajo z deviznimi rezervami ECB in posredujejo na deviznem trgu, izdajajo evrobankovce v obtok, aktivno vlogo imajo pri plačilnih sistemih, zbiranje statističnih podatkov, itd.);
- so edini vpisniki in lastniki kapitala ECB, prejemajo svoj delež denarnega prihodka Evrosistema ter so udeležene pri razdelitvi dobička in izgube ECB;
- zunaj področja pristojnosti Evrosistema še naprej delujejo kot neodvisne institucije ter v skladu s Statutom ESCB in ECB opravljajo tudi druge naloge na lastno odgovornost, razen če Svet ECB z dvotretjinsko večino oddanih glasov ugotovi, da so te funkcije v nasprotju s cilji in nalogami ESCB<sup>12</sup>.

ESCB je neodvisen in samostojen pri svojih odločitvah, ne potrebuje potrditev ne pri institucijah EU, ne pri nacionalnih vladah. Neodvisnost guvernerjev NCB in članov Izvršnega odbora ECB je zagotovljena s statutom ESCB. K temu pripomore (Šturm, 2000, str. 7 – 8):

- imenovanje guvernerjev NCB vsaj za pet let (obstaja možnost ponovne izvolitve),
- člani direktorija imajo neobnovljivi osemletni mandat (to ne velja za člane prvega direktorija, ki imajo mandate različne dolžine),
- možnost odstranitve s položaja v primeru nesposobnosti ali prekrškov,
- za poravnavo sporov je zadolženo Evropsko sodišče.

## **4 STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB**

ECB je izbrala stabilnost cen na srednji rok za svojo strategijo denarne politike. Ta strategija vodi ECB skozi določene postopke, v skladu s katerimi bo delovala v smeri uresničevanja zastavljenih ekonomskih ciljev. Pri tem ji bosta pomagala tudi dva stebra denarne politike, ki ji bosta posredovala potrebne informacije. Strategija denarne politike ECB je v skladu z načeloma učinkovitosti in samostojnosti, je transparentna ter razumljiva. S tem si ECB želi pridobiti predvsem zaupanje v svoje delo, saj bo tako lahko učinkovito vodila denarno politiko in uresničila zastavljene cilje.

### **4.1 Stabilnost cen**

Osnovni cilj denarne politike ECB je ohranjanje stabilnosti cen. Svet ECB je leta 1998 določil, da stopnja rasti cen na letnem nivoju, ki se meri s harmoniziranim indeksom potrošniških cen HICP (Harmonised Index of Consumer Prices)<sup>13</sup>, ne sme presegati 2%. Poleg tega je še dodal, da zaradi prizadevanja za zagotavljanje stabilnosti cen, namerava ohranjati

<sup>12</sup> Funkcije, ki jih nekatere NCB opravljajo so: nadzor nad poslovnimi bankami, ponujanje finančnih storitev osebam javnega prava in upravljanje računov za stranke iz zasebnega sektorja.

stopnjo inflacije pod, ampak blizu 2% na srednji rok<sup>14</sup>. ECB pa ni smela pozabiti še na splošne ekonomske cilje v okviru EU, kot so obrestna mera, devizni tečaj, stopnja rasti nominalnega BDP, denarni agregat M3, itd.

Cilj ohranjanja stabilnosti cen se nanaša na splošno raven cen v ekonomiji, pripomore pa k odpravljanju dolgoročne inflacije in deflacije. Stabilnost cen na več načinov pomaga doseči visoke stopnje ekonomske rasti in zaposlenosti (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 42 – 43):

- zagotavlja transparentnost relativnih cen, tako lahko dosežemo učinkovite odločitve glede potrošnje in investicij, s tem dosežemo učinkovito alokacijo resursov, kar pripelje do povečane produkcije gospodarstva;
- pri pričakovanju stabilnih cen investitorji zahtevajo manjšo premijo za tveganje, s tem se realne obrestne mere znižajo, kar pripelje do povečanega investiranja in večje gospodarske rasti;
- stabilnost cen omogoča nizko stopnjo inflacije, zaradi katere se gospodarski subjekti odločajo za investiranje v dobičkonosne naložbe, namesto za držanje sredstev;
- gospodarstvo s stabilnimi cenami ima manjše motnje v ekonomskem obnašanju zaradi davčnega sistema;
- ohranjanje stabilnosti cen preprečuje redistribucijo premoženja in prihodkov, s tem se ohranja socialna stabilnost.

Na podlagi gornjih ugotovitev se je ECB odločila za cilj ohranjanje stabilnosti cen, katerega bo dosegala na srednji rok, saj inflacija onemogoča dolgoročno stabilnost gospodarske rasti<sup>15</sup>. To pa zato, ker inflacija v gospodarstvo prinaša spremenljivost in nepredvidljivost, kar škodi ekonomski blaginji. Visoka inflacija bi v tem primeru pomenila tudi izničenje vseh prednosti, ki bi jih prinesli enotna valuta in EMU. V okviru cilja ohranjanja stabilnosti cen se ne zasleduje nič odstotna inflacija, ampak le dovolj nizka stopnja, ki ne more vplivati na ekonomske in finančne odločitve (Pangršič, 2003, str. 15 – 16).

## 4.2 Transmisijski mehanizem

Svet ECB je odgovoren za ohranjanje stabilnosti cen, saj odloča glede denarne politike. Prav zaradi tega je pomembno, da ECB spozna, kako denarna politika vpliva na razvoj ravni cen. Proces, skozi katerega odločitve denarne politike centralne banke vplivajo na doseganje končnih ciljev ekonomske politike, še posebno na raven cen, se imenuje transmisijski mehanizem denarne politike. Ali pa drugače rečeno, to so vse spremembe, ki so potrebne za

---

<sup>13</sup> HICP pripravlja Statistični urad evropskih skupnosti (Eurostat), harmonizira se za vse države EU.

<sup>14</sup> Določena je bila tudi spodnja meja, ker tudi deflacija ni bila zaželena.

<sup>15</sup> Inflacije ni mogoče uravnati na kratek rok, saj spremembe v denarni politiki vplivajo na cene in ostale ekonomske kategorije šele čez določen čas.

ponovno vzpostavitev denarnega ravnovesja, katerega je porušila večja količina denarja v obtoku.

Transmisijski proces v EMU, ki je odprto gospodarstvo, se prične zaradi zmanjšane mase denarja. Pri nespremenjenem povpraševanju po denarju omenjeno zmanjšanje povzroči zvišanje obrestnih mer do točke, kjer se vzpostavi novo ravnovesje. Zaradi razlik med obrestnimi merami različnih držav se poveča povpraševanje po aktivih, denominiranih v domači valuti. Zaradi tega se najprej poveča povpraševanje po domači valuti, kar povzroči njeno apreciacijo. Ravno obratno pa povzroči mehanizem, ki vodi k padanju domačih obrestnih mer glede na tuje, kar vodi k depreciaciji valute. Zaradi tega se zmanjša tuje povpraševanje po domačem denarju ter večje povpraševanje po tuji aktivih s strani domačega prebivalstva. Nižje domače obrestne mere delujejo prek investicij in potrošnje na dohodek. Depreciacija domače valute pa vpliva tudi na povečan izvoz in manjši uvoz, kar pomeni večji neto izvoz in s tem tudi BDP.

Posamezni kanali, preko katerih delujejo instrumenti denarne politike na njene končne cilje, so znani kot transmisijski kanali. Ti so (Dolenc, 2001, str. 589 – 591):

- Kanal obrestnih mer – pri restriktivni monetarni politiki se količina denarja zmanjša, kar povzroči rast realne obrestne mere. Višje obrestne mere zmanjšajo obseg investicij in pa tudi porabe, kar pomeni tudi zmanjšanje agregatnega povpraševanja. Slednje vpliva na padec gospodarske aktivnosti in zmanjšanje BDP-ja.
- Kreditni kanal – pri kreditnem kanalu restriktivna denarna politika vpliva na manjšo razpoložljivost kreditov, kar ima za posledico zmanjšanje investicij. Le-to vpliva na zmanjšano agregatno povpraševanje in manjšo gospodarsko aktivnost, torej tudi zmanjšanje BDP-ja.
- Kanal deviznega tečaja – restriktivna monetarna politika prek povišanja domačih obrestnih mer povzroči apreciacijo domačega denarja oziroma povečanje realnega deviznega tečaja. Zaradi tega se konkurenčnost domačega gospodarstva zmanjša, poleg tega pa se zmanjša tudi neto izvoz. Posledica tega je manjše agregatno povpraševanje, torej tudi manjša gospodarska aktivnost ter na koncu manjši BDP. Omenjeni kanal za EMU ni tako zelo pomemben, saj ima večji vpliv na majhna, odprta gospodarstva.
- Kanal vrednosti premoženja – manjša količina denarja povzroči rast realne obrestne mere, kar vpliva na padec vrednosti finančnega in realnega premoženja, to pa zmanjša zasebno porabo in investicije. Zaradi tega se zmanjša agregatno povpraševanje, gospodarska aktivnost pade in BDP se zmanjša. To se zgodi, ker je zaradi višjih obrestnih mer tekoča potrošnja manj ugodna kot pa držanje prihrankov.

### **4.3 Dva stebra denarne politike**

Pri uresničevanju glavnega cilja ohranjanja stabilnosti cen mora ECB temeljito analizirati ekonomsko razvijanje. Pri tem se opira na dva stebra denarne politike, ki služita kot orodje za



pridobivanje ekonomskih informacij za lažje vodenje denarne politike pri zasledovanju glavnega cilja.

#### 4.3.1 Prvi steber

Dominantno vlogo je v prvem stebru denarne politike prevzel denar. To pa zato, ker z uravnavanjem količine denarja v obtoku lahko kontroliramo inflacijo, saj je na srednji in dolgi rok monetarni fenomen. Denarni agregat M3<sup>16</sup> je v evro območju dolgoročno najtesneje povezan z ravni cen, glede na njegovo srednjeročno gibanje pa se lahko napove tudi prihodnjo inflacijo.

Svet ECB je konec leta 1998 določil referenčno vrednost letne rasti M3<sup>17</sup> na ravni 4,5%, pri tem so upoštevali glavni cilj, tj. rast HICP pod 2%, rast BDP med 2 in 2,5% ter padec obtočne hitrosti denarja vsako leto za 0,5 do 1%. Ker določena referenčna vrednost ni cilj denarne politike, ECB ne bo poskušala vplivati na rast M3 kratkoročno, niti držanju M3 znotraj te vrednosti. Če pa pride do kakršnega koli odstopanja, ECB pregleda, zakaj je do tega prišlo, posreduje pa le v primeru ogroženosti stabilnosti cen.

#### 4.3.2 Drugi steber

Drugi steber denarne politike ECB sestoji iz analize o prihodnjem gibanju cen in na pritisku za ohranjanje stabilnosti cen. Pri analizi gre za temeljito spremljanje številnih monetarnih, finančnih in ekonomskih agregatov, kateri bi lahko vplivali na spreminjanje ravni cen. Te spremenljivke so: gibanje plač, vrednost premoženja, razvoj proizvodnje, povpraševanje in ponudba, cenovni in stroškovni indeksi, razvoj trga dela, potrošniške raziskave, spremembe deviznega tečaja, itd. Evrostat s temi podatki dvakrat letno pripravi projekcije, s katerimi lahko ugotovi preteklo dogajanje na trgu in lahko napoveduje možno dogajanje v prihodnosti. Na te projekcije se pri sprejemanju odločitev glede monetarne politike opira ECB, zato morajo biti pridobljeni podatki zanesljivi in kvalitetni. (Colja, 2004, str. 19).

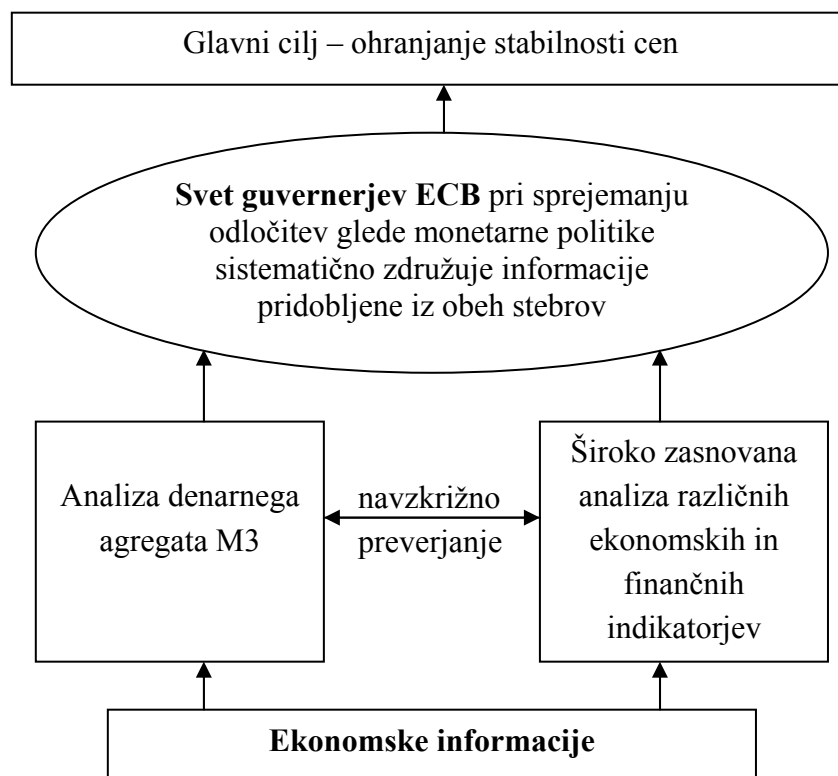
ECB je za svojo strategijo izbrala cilj ohranjanje stabilnosti cen, poleg tega je določila tudi dva stebra denarne politike, ki ji pomagata pri vodenju izbrane denarne politike s podajanjem različnih ekonomskih in finančnih informacij. Preden ukrepa, mora vsako pridobljeno informacijo ovrednotiti, analizirati in navzkrižno preveriti, kot prikazuje spodnja slika.

---

<sup>16</sup> Denarni agregat M3 sestavljajo gotovina v obtoku, blagajniški depoziti, vloge na vpogled, vezane in varčevalne vloge pri poslovnih bankah ter kratkoročni vrednostni papirji.

<sup>17</sup> Referenčna vrednost za rast M3 predstavlja letno stopnjo rasti M3 v srednjeročnem obdobju in je skladna z ohranjanjem stabilnosti cen. Stopnja rasti denarnega agregata M3 naj bi pokazala kratkoročne odmike od referenčne vrednosti. Dolgoročen odmik od referenčne vrednosti bi pomenil možnost inflacije v prihodnosti.

**Slika 1:** V ohranjanje stabilnosti cen usmerjena denarna politika strategije ECB



**Vir:** The monetary policy of the ECB, 2004, str. 66.

#### 4.4 Neodvisnost, odgovornost in transparentnost ECB

Pri vodenju skupne denarne politike je zakonsko predpisano, da mora biti ECB **neodvisna** od političnega vpliva. Na to napeljujejo tudi teoretične analize in empirična dejstva, saj naj bi neodvisnost vodila do ohranjanja stabilnosti cen. Neodvisnost centralne banke prispeva tudi k uveljavitvi verodostojnosti ali »kredibilnosti« centralne banke in njene denarne politike. Za ECB velja, da je politično in ekonomsko neodvisna. Politična neodvisnost pomeni, da lahko centralna banka vodi denarno politiko brez vmešavanja države. Ekonomska neodvisnost pa pomeni, da se lahko brez kakršnihkoli omejitev osredotoči na stabilnost cen (Ribnikar, 1998, str. 68).

Posebno pomembno je načelo o neodvisnosti (108. člen Pogodbe o Evropski skupnosti), ki zahteva, da pri izvrševanju svoje moči in opravljanju nalog, ki so jim bile dodeljene, ne ECB ne NCB, niti člani njihovih organov, ne smejo poiskati ali slediti navodilom institucij ali organov EU, vlad držav članic ali kateregakoli drugega organa. To načelo morajo ravno tako spoštovati institucije in organi Evropske skupnosti ter vlade držav članic. Obstaja še veliko drugih ukrepov za zaščito neodvisnosti Evrosistema in organov ECB: finančni sporazumi ECB so ločeni od tistih Evropske skupnosti, ECB ima svoj lasten proračun, njen kapital je vpisan in vplačan od NCB evro območja, itd. Pogodba vsebuje tudi določbe, ki zagotavljajo zasledovanje cilja ohranjanje stabilnosti cen tudi s strani skupne politike menjalnih tečajev. V

pogodbi je bilo vnaprej predvideno, da so odločitve glede politike deviznih tečajev skupna odgovornost Sveta ECOFIN (The Economic and Financial Affairs Council) in ECB, zato so bili sprejeti različni predpisi, s katerimi je bila zagotovljena popolna doslednost politike menjalnih tečajev s glavnim ciljem skupne denarne politike<sup>18</sup> (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 12 – 13).

Sočasno pa mora biti banka tudi **odgovorna** predvsem javnosti in njenim izvoljenim predstavnikom, formalno pa tudi Evropskemu parlamentu, ki je edina evropska institucija, direktno izvoljena s strani državljanov EU<sup>19</sup>. V tem smislu odgovornost pomeni zakonsko in politično dolžnost neodvisne centralne banke, da primerno obrazloži in opraviči svoje odločitve državljanom in njihovim predstavnikom. 15. člen Statuta o ESCB nalaga ECB poročevalske obveznosti. Med te spadajo objave četrletnih poročil o delovanju Evrosistema, tedenska konsolidirana finančna poročila ter letna poročila o njenih aktivnostih in vodenju denarne politike prejšnjega ter tekočega leta. Le-te je dolžna predložiti Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu in Evropski komisiji. ECB se je še dodatno odločila za izdajanje mesečnih poročil in brošur, komuniciranje z javnostjo pa je okrepila preko tiskovnih konferenc. Vse navedeno tudi redno objavlja na svoji spletni strani<sup>20</sup>.

**Transparentnost** ECB bi lahko definirali kot okolje, v katerem ECB posreduje javnosti in trgom pomembne informacije o svoji strategiji in političnih odločitvah ter postopkih na javen in pravočasen način. Tako ECB kot ostale centralne banke menijo, da je transparentnost ključna komponenta njihove denarne politike. Pri tem poudarjajo pomembnost učinkovite komunikacije in primerne vzajemnega delovanja z javnostjo. Ves trud, ki je usmerjen v povečanje transparentnosti, je namenjen boljšemu razumevanju monetarne politike s strani javnosti, to pa vpliva na večjo verodostojnost in učinkovitost ECB (The monetary policy of the ECB, 2004, str.67).

## 5 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike. Z denarno politiko pa centralna banka ureja količino denarja v obtoku in preko tega dosega končne cilje (Ribnikar, 1999a, str. 47). V primeru ECB je končni cilj stabilnost cen, doseči pa ga poskuša s pomočjo enotnega instrumentarija različnih NCB držav članic EMU.

<sup>18</sup> Predpisi v Pogodbi o Evropski skupnosti, ki zahtevajo zasledovanje glavnega cilja so:

- v 4. členu pogodbe je eksplicitno določeno, da je glavni cilj tako skupne monetarne politike kot politike menjalnih tečajev ohranjanje stabilnosti cen,
- pogodba zahteva, da so odločitve znotraj tega območja brez predsodkov do glavnega cilja,
- edini sposoben pri odločanju in izvajanju operacij na tujih menjalnih trgih je Evrosistem.

<sup>19</sup> Določeno je, da mora ECB poročati predsednikom držav in predsednikom vlad ter Evropskemu parlamentu. Glede politike deviznega tečaja se mora posvetovati s svetom Ecofin (Ecofin Council), ki ga sestavljajo finančni in gospodarski ministri. Z uvedbo evra je postal aktualnejši ožji svet, tj. Euro-12, ki ga sestavljajo samo ministri držav evro območja (Ribnikar, 1999, str. 17).

<sup>20</sup> Uradna spletna stran ECB je [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

Izbrani instrumenti ECB niso zanimivi le za države in njihove NCB, ki se pripravljajo za vstop v Evrosistem, ampak tudi za tiste države, ki še nimajo tega namena. To pa zato, ker je ECB na podlagi preteklih izkušenj NCB izbrala najboljše razpoložljive instrumente denarne politike.

ECB je izbrala naslednje skupine instrumentov denarne politike:

- posli ali operacije na odprtem trgu (open market operations),
- odprta ponudba bankam (standing facilities),
- obvezne rezerve bank (minimum reserves).

Spodnja tabela prikazuje glavne značilnosti dveh skupin instrumentov, ki so na razpolago Evrosistemu pri vodenju denarne politike.

**Tabela 2:** Instrumenti denarne politike Evrosistema

Instrumenti denarne politike	Vrsta instrumentov		Dospetje	Pogostost	Postopek	
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorbicija likvidnosti				
<b>Operacije odprtega trga</b>						
Glavno refinanciranje	Začasne transakcije	-	En teden <sup>21</sup>	Tedensko	Standardna licitacija (ponudba)	
Dolgoročno refinanciranje	Začasne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno	Standardna licitacija (ponudba)	
Fino uravnavanje	Začasne transakcije	Začasne transakcije	Nestand.	Neredno	Hitra licitacija (ponudba)	
	Valutne zamenjave	Zbiranje vezanih vlog Valutne zamenjave			Bilateralni postopek	
	Dokončni nakupi	Dokončna prodaja	-	Neredno	Bilateralni postopek	
Strukturne operacije	Začasne transakcije	Izdajanje dolžniških potrdil	Stand./ nestand.	Redno in neredno	Standardna licitacija (ponudba)	
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Neredno	Bilateralni postopek	
<b>Odprta ponudba bankam</b>						
Možnost obrobnega zadolževanja	Začasne transakcije	-	Čez noč	Dosegljivo na željo kreditne institucije		
Možnost deponiranja sredstev	-	Vloge (depoziti)	Čez noč	Dosegljivo na željo kreditne institucije		

**Vir:** The implementation of the monetary policy in the euro area, 2004, str. 11.

ECB koordinira operacije denarne politike decentralizirano prek NCB. Pri tem je nediskriminatorna, saj mora vse institucije obravnavati enako, ne glede na to, iz katere države izvirajo. Prav zaradi tega so tudi vsa pravila in postopki harmonizirani.

<sup>21</sup> Do marca 2004 je dospelost operacij glavnega refinanciranja trajala dva tedna, od takrat naprej pa je na podlagi odločitve Sveta ECB zapadlost en teden (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 81).

## 5.1 Operacije na odprtem trgu

Glede na pomembnost so operacije na odprtem trgu na prvem mestu pri denarni politiki ECB. Temeljno vlogo imajo, ker signalizirajo pozicijo denarne politike, uravnavajo višino obrestnih mer in vplivajo na likvidnostno stanje na trgu. Te operacije se izvajajo običajno na denarnem trgu<sup>22</sup> predvsem na pobudo centralne banke.

Prednosti politike odprtega trga so (Kopše, 2003, str. 30 – 31):

- njeni ukrepi omogočajo natančno upravljanje denarja centralne banke in dokaj hitro reagiranje na možna nihanja denarne mase,
- deluje v skladu s tržnim načelom,
- je zelo fleksibilna in hitra, saj v kratkem roku spreminja ponudbo denarja, sprejema različne vrednostne papirje (tudi glede ročnosti) in daje signale denarne politike glede pričakovanih obrestnih mer,
- vsem bančnim institucijam omogoča enake možnosti za dostop do denarja.

Slabosti te politike pa so:

- največkrat se izvaja centralizirano prek ECB, le redko pa decentralizirano prek NCB,
- ponudba denarja ni povezana z dejanskim povpraševanjem po denarju, ampak denar izdaja kar ECB na lastno pobudo.

Operacije na odprtem trgu ECB izvaja s pomočjo pet tipov instrumentov, ki so (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 83):

- Začasne transakcije (reverse transactions) – transakcije, ki jim čez določen čas sledi nasprotna transakcija. V primeru ECB gre za začasni nakup (prodajo) ustrezne aktive, katere zastavi sodelujoča stranka (counterparty) kot jamstvo za prejeta sredstva, čez določen čas pa zastavljena sredstva odkupi nazaj. Začasne transakcije se uporabljajo v vseh operacijah na odprtem trgu.
- Dokončne transakcije (outright transactions) – dokončne prodaje ali nakupi ustrezne aktive s strani ECB. Te transakcije se uporabljajo le v primerih strukturnih operacij in operacij finega uravnavanja, predvsem z namenom povečevanja ali zmanjševanja likvidnosti bank. Ti posli se opravljajo prek bilateralnih dogovorov, termini niso standardizirani.
- Valutne zamenjave (foreign exchange swaps) – gre za sočasni promptni nakup oziroma prodajo in terminsko prodajo oziroma nakup deviz. Likvidnost bank se poveča v primeru promptnega nakupa deviz, zmanjša pa pri promptni prodaji. Instrument se uporablja pri operacijah finega uravnavanja, preko hitrih ponudb ali licitacij ter bilateralnih pogodb.
- Zbiranje vezanih vlog (collection of fixed-term deposits) – uporablja se za zmanjšanje presežne likvidnosti na denarnem trgu pri operacijah finega uravnavanja. Evrosistem zbira vezane vloge s fiksno obrestno mero decentralizirano preko NCB.

---

<sup>22</sup> Denarni trg se nanaša na trg, kjer je dospelost transakcij običajno manjša od enega leta.

- Izdaja dolžniških potrdil ECB (issuance of ECB debt certificates) – ECB uporablja ta instrument za prilagajanje strukturnega položaja Evrosistema nasproti finančnemu sektorju s tem, da poveča likvidnostni primanjkljaj na trgu.

Operacije na odprtem trgu evro območja lahko razdelimo glede na cilje, ureditev in postopke v štiri skupine: glavna refinanciranja, dolgoročnejša refinanciranja, fina uravnavanja in strukturne operacije.

### **5.1.1 Glavne operacije refinanciranja (main refinancing operations)**

Glavno refinanciranje je najpomembnejši instrument denarne politike, poteka po načelu začasnega kreditiranja enkrat na teden, dospelost pa je tudi en teden. Ker ta instrument zagotavlja glavni vir ponudbe likvidnosti v Evrosistemu, je njegova obrestna mera ključna pri postavljanju medbančne obrestne mere na evropskem denarnem trgu. Operacije glavnega refinanciranja NCB opravljajo decentralizirano preko standardnih ponudb ali licitacij (standard tender) z variabilno obrestno mero<sup>23</sup>, kjer lahko sodelujejo vse nasprotne stranke. Praviloma se licitira količina, ki jo ECB vnaprej dodeli, obrestna mera pa je fiksna. Svet ECB, ki skrbi za skupno denarno politiko, vnaprej objavi najnižjo obrestno mero glavnega refinanciranja. NCB lahko kupujejo ali prodajajo le ustrezno aktivo, katero jim nasprotne strani ponudijo kot jamstvo za želeno količino. Ob povratnem poslu čez en teden jim bo ta aktiva tudi povrnjena. V primeru presežnega povpraševanja dobi vsak sodelujoči določen delež od ponujene količine.

### **5.1.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja (longer-term refinancing operations)**

Dolgoročno refinanciranje zagotavlja del potrebne dolgoročne likvidnosti v evropskem bančništvu. Te operacije ECB izvaja enkrat na mesec, dospelost pa je tri mesece. Ravno tako jih izvajajo decentralizirano NCB preko standardne ponudbe, kupujejo ali prodajajo lahko aktivo kot pri glavnem refinanciranju. Pri teh operacijah ne licitira količina, saj so dodeljeni obsegi vnaprej objavljeni, ampak cena, tj. obrestna mera. To pa predvsem zato, ker ECB noče vsiljevati svoje obrestne mere. Na to obrestno mero lahko posredno vplivajo tako ECB kot NCB, kazala pa naj bi razmere na denarnem trgu (Ribnikar, 1999b, str. 13 – 14). Pri teh operacijah delitev sredstev poteka drugače kot pri glavnem refinanciranju. Tisti, ki ponudi najvišjo ceno, dobi prvi sredstva in tako naprej, dokler se ne razdeli vseh sredstev.

### **5.1.3 Operacije finega uravnavanja (fine-tuning operations)**

Za operacije finega uravnavanja se ECB odloča ad hoc oziroma glede na trenutne razmere na denarnem trgu. Primarni cilj je predvsem uravnavanje likvidnosti bančnega sistema tako, da priskrbi dodatno ponudbo primarnega denarja ali pa ga umakne iz obtoka. Instrumenti, ki se uporabljajo pri finem uravnavanju, sočasne in dokončne transakcije, valutne zamenjave ter

<sup>23</sup> Standardna ponudba ali licitacija se izvrši v 24 urah.

zbiranje vezanih vlog. Z njihovo uporabo poskuša ECB stabilizirati nihanja v likvidnosti in obrestno mero, zaradi tega mora biti pri uporabi zagotovljena visoka stopnja fleksibilnosti. Te operacije lahko ECB izvaja centralizirano ali decentralizirano prek NCB, o čemer odloča Svet guvernerjev, s hitro ponudbo (quick tender) ali na osnovi bilateralnih postopkov. Pri hitri ponudbi se celotni postopek konča v eni uri, izvaja pa se z namenom večanja tržne likvidnosti. Za zmanjšanje likvidnosti pa se izvajajo bilateralni postopki, kjer gre za dogovor med centralno banko z eno ali več drugimi bankami (Kastrevc, 1999, str. 17).

#### **5.1.4 Strukturne operacije (structural operations)**

Z izvajanjem strukturnih operacij ECB spreminja strukturni položaj denarnega trga, to pomeni povečevanje ali zmanjševanje likvidnosti bančnega sistema. Operacije se izvajajo decentralizirano prek NCB v rednih ali nerednih rokih, dospelje pa je nestandardizirano. Kupuje in prodaja se lahko vsa aktiva. Instrumenti, ki se uporabljajo pri teh operacijah, so dokončni nakupi in prodaje,časne transakcije ter izdajanje dolžniških papirjev ali potrdil, ki se uporabljajo za absorbcijo presežne likvidnosti bank.

## **5.2 Odprta ponudba bankam**

Pri instrumentih odprte ponudbe bankam imajo banke oziroma kreditne institucije Evrosistema možnost pri ECB plasirati presežna likvidnostna sredstva ali pa se pri njej zadolžiti in tako pridobiti manjkajočo likvidnost. Pri obeh poslih je pobuda na strani kreditnih institucij, ne pa na strani ECB, kot je pri operacijah na odprtem trgu, izvajajo pa se decentralizirano preko NCB. Na voljo sta dve vrsti instrumentov: možnost obrobnega zadolževanja in možnost deponiranja sredstev.

### **5.2.1 Možnost obrobnega zadolževanja (marginal lending facilities)**

Nasprotna stranke se po tej možnosti zadolžijo čez noč pri NCB, če imajo težave z likvidnostjo. ECB določi obrestno mero, ki je navadno najvišja obrestna mera za zadolžitev čez noč (ceiling). Nasprotna stranke prejme likvidnostna sredstva na podlagi začasnih transakcij, v zameno mora kot jamstvo zastaviti ali ustrezno finančno premoženje (lastnik postane ECB), ali na podlagi lombardnega posojila (lastništvo ostane banki). Kreditne institucije, ki so na koncu dneva neto dolžnice ECB, avtomatično dobijo posojilo čez noč, ravno tako tudi tiste, ki za to zaprosijo.

### **5.2.2 Možnost deponiranja sredstev (deposit facilities)**

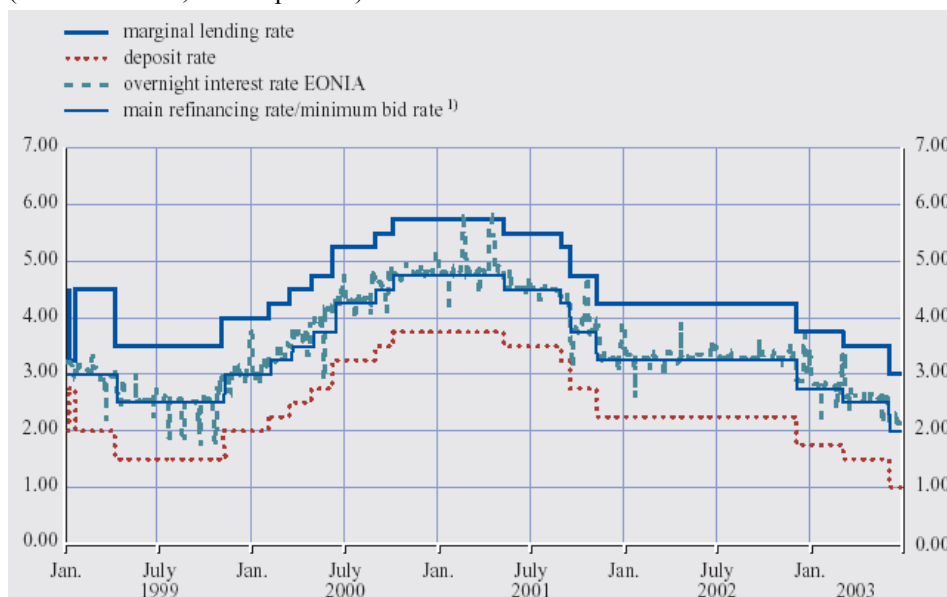
Ta možnost omogoča bankam, da deponirajo sredstva čez noč pri NCB. Obrestna mera teh depozitov je ravno tako določena vnaprej in je najnižja obrestna mera za depozite čez noč (floor). Banke lahko izkoristijo to možnost le na podlagi prošnje.

Namen instrumentov odprte ponudbe je v zagotavljanju in absorbiranju presežnih dnevnih likvidnih sredstev. Na ta način lahko ECB kontrolira nihanje obrestne mere in signalizira splošni položaj denarnega trga ter denarne politike (Festić, 2002, str. 5).

Svet guvernerjev ECB je z določitvijo obrestnih mer za instrumente odprte ponudbe bankam določil tudi koridor, znotraj katerega lahko obrestna mera preko noči (over night interest rate) na denarnem trgu valovi (glej Sliko 2). Obrestna mera preko noči se imenuje EONIA, tj. povprečje indeksa transakcij čez noč v evrih (Euro Overnight Index Average)<sup>24</sup>. Kot je razvidno iz te slike, se EONIA v splošnem giblje okoli obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, kar nakazuje na pomembnost teh operacij. Poleg tega je lahko razbrati model občasnih konic, ki jih le-ta izkazuje. Ti dve značilnosti EONIE sta povezani s sistemom minimalnih rezerv, ki ga bom kasneje opisala. Slika 2 prikazuje tudi nespremenjeno razliko med obrestno mero glavnega refinanciranja in obrestnima merama odprte ponudbe bankam, ki znaša 1 odstotno točko (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 769).

## Slika 2: Ključne obrestne mere ECB<sup>25</sup> in EONIA

(odstotki na leto; dnevni podatki)



**Vir:** The monetary policy of the ECB, 2004, str. 76.

Instrumentov odprte ponudbe bankam kot tudi operacij na odprtem trgu se lahko poslužujejo le primerne sodelujoče stranke (eligible counterparty), ki morajo izpolnjevati določene pogoje. Za prvi pogoj velja, da morajo biti kreditne institucije podvržene sistemu obveznih rezerv Evrosistema, katerega bom kasneje bolj podrobno razložila. Te institucije morajo biti tudi finančno zdrave, kar pomeni, da morajo biti solventne in morajo zagotavljati operativne

<sup>24</sup> EONIA je obseg obrestnih mer, ki so veljavne na medbančnem trgu v evrih na podlagi transakcij. Izračuna se kot tehtano povprečje nezavarovanih posojilnih transakcij čez noč v sklopu 57 bank na medbančnem trgu (Kopše, 2003, str. 32).

<sup>25</sup> Ključne obrestne mere ECB so obrestne mere določene s strani ECB in odražajo naravnost monetarne politike ECB. Med ključne obrestne mere spadajo najnižja obrestna mera glavnega refinanciranja, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojanja in obrestna mera za odprto ponudbo deponiranja čez noč.



kriterije, s katerimi se zagotovi učinkovitost operacij denarne politike. Pri operacijah na odprtem trgu lahko te institucije delujejo preko standardne ponudbe, a le preko NCB države, v kateri ima institucija tudi sedež.

### 5.3 Obvezne rezerve

ECB zahteva od kreditnih institucij Evrosistema<sup>26</sup>, da držijo obvezne rezerve na računih pri NCB, t.i. minimalne rezerve. Znesek zahtevanih rezerv je določen glede na njihovo osnovo za rezerve. Le-ta se določi glede na bilančne obveznosti kreditne institucije, ki so:

- obveznosti, na katere se aplicira pozitivna 2 odstotna stopnja (depoziti preko noči, depoziti z zapadlostjo do 2 let, depoziti z možnostjo preklica v obdobju 2 let in vrednostni papirji denarnega trga);
- obveznosti, na katere se aplicira 0 odstotna stopnja (depoziti z zapadlostjo nad 2 leti, depoziti z možnostjo preklica v obdobju nad 2 leti, dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo nad 2 leti in repo posli).

V osnovo za rezerve niso vključene obveznosti kreditnih institucij Evrosistema do ECB, NCB in do drugih kreditnih institucij. Obvezne rezerve se izračunajo tako, da se osnova za rezerve pomnoži s ustrežno stopnjo rezerv (2 ali 0 odstotna stopnja), od tega zneska pa se nato odšteje enotni znesek 100.000 evrov<sup>27</sup>.

Kreditne institucije morajo držati ravnotežje na svojih računih pri NCB, če hočejo dosegati zahtevane rezerve. Prav zaradi tega sistem obveznih rezerv Evrosistema ne zahteva od kreditnih institucij vsakodnevnega vzdrževanja zahtevane ravni obveznih rezerv, ampak le, da je v približno enomesečnem obdobju vzdrževanja obveznih rezerv povprečje dnevni stanj enako zahtevanemu. Svet guvernerjev je odločil, da marca 2004 začnejo veljati novi mejniki za obdobje držanja obveznih rezerv (reserve maintenance period)<sup>28</sup>. Tako se obdobje vedno začne na dan poravnave operacije glavnega refinanciranja po zasedanju Sveta guvernerjev, na katerem je na dnevnem redu mesečna ocena stanja denarne politike, in se konča na dan pred ustreznim dnevom dogovora naslednjega meseca. Torej obdobje držanja rezerv ne traja več en mesec, ampak se dolžina trajanja spreminja.

Evrosistem si prizadeva, da sistem obveznih rezerv ne bi predstavljal bremena bančnemu sistemu, ne oviral učinkovite alokacije resursov. Zaradi tega so te institucije poplačane, in sicer tako, da se obvezne rezerve obrestujejo po enaki obrestni meri kot glavne operacije refinanciranja (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 78).

<sup>26</sup> Kreditne institucije Evrosistema, ki morajo držati obvezne rezerve, so vse kreditne institucije znotraj denarnega področja evra in pa tudi podružnice, ki se nahajajo na tem področju.

<sup>27</sup> Odbitek 100.000 evrov je namenjen predvsem zmanjšanju visokih administrativnih stroškov, ki nastanejo zaradi držanja majhnih obveznih rezerv.

<sup>28</sup> Do marca 2004 so banke morale izpolnjevati zahtevano višino obveznih rezerv v enomesečnem obdobju, ki se je začel 24. tekočega do 23. naslednjega meseca.

Sistem obveznih rezerv ima dve funkciji, in sicer stabiliziranje obrestnih mer denarnega trga in povzročanje likvidnostnega primanjkljaja na denarnem trgu. Prva funkcija se izvaja preko samega načina izpolnjevanja obveznih rezerv. Le-ta od kreditnih institucij zahteva ustrezno višino obveznih rezerv v določenem obdobju držanja le teh, torej imajo lahko banke na računih pri NCB posamezne dneve višje rezerve od zahtevanih, druge dneve pa nižje rezerve. Zaradi tega imajo banke večjo fleksibilnost pri uravnavanju dnevnih nihanj likvidnosti, to pa jim tudi omogoča stabiliziranje obrestnih mer. Druga funkcija, ki je dodeljena sistemu obveznih rezerv, je ustvarjanje ali povečevanje likvidnostnega primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga. Potreba kreditnih institucij po držanju obveznih rezerv pri NCB prispeva k povečevanju povpraševanja po refinanciranju centralnih bank, vse to pa olajša delo ECB pri upravljanju s kratkoročnimi obrestnimi merami denarnega trga prek ponujanja likvidnih sredstev v Evrosistemu.

ECB ima za vodenje denarne politike na voljo vrsto različnih instrumentov in postopkov, s katerimi lahko vodi obrestne mere, upravlja z likvidnostjo na denarnem trgu in signalizira pozicijo denarne politike prek ključnih obrestnih mer, ki jih določa Svet guvernerjev ECB. Bančni sistem evro območja ima določen likvidnostni primanjkljaj, glede tega pa se zanaša na refinanciranje s strani Evrosistema. V takem okolju se Evrosistem obnaša kot ponudnik likvidnosti in tako lahko upravlja obrestne mere denarnega trga in pošilja impulze denarne politike čez celotno evro območje (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 85 – 86).

#### **5.4 Ustrezna aktiva (eligible assets)**

Statut ESCB zahteva, da so vse kreditne operacije znotraj Evrosistema pokrite z ustreznim zavarovanjem (collateral). Sistem zavarovanja z ustreznim finančnim premoženjem je bil zasnovan, da obvaruje Evrosistem pred nakopanimi izgubami pri vodenju monetarne politike in pri operacijah plačilnega sistema. Poleg tega zagotavlja enakovredno ravnanje s primernimi nasprotnimi strankami in povečuje operativno učinkovitost.

Ker obstajajo razlike v finančni strukturi različnih držav evro območja, vključujejo sredstva, ki so primerna za kreditne operacije v Evrosistemu, več vrst različnih instrumentov. Obstaja razlika med dvema kategorijama primernih sredstev za te operacije, t.i. aktiva prvega reda (tier one) in aktiva drugega reda (tier two). Omenjena razlika nima povezave z njihovo primernostjo v različnih tipih operacijah denarne politike evro območja, razen tega, da se aktiva drugega reda ponavadi ne uporablja pri dokončnih transakcijah.

Aktiva prvega reda je sestavljena iz tržnih dolžniških instrumentov, ki popolnoma ustrezajo kriterijem, postavljenim s strani ECB. Znatno delež aktive prve stopnje predstavljajo državne obveznice (general government securities), izdane s strani centralnih, regionalnih in lokalnih oblasti in pa obveznice, zavarovane na podlagi drugih terjatev (Pfandbrief-style securities), ki jih izdajajo kreditne institucije in so zavarovane na podlagi nepremičnine ali z javnim

dolgom. Sem štejejo še vrednostni papirji privatnega sektorja in vrednostni papirji mednarodnih (international institutions) in nadnacionalnih institucij (supranational institutions).

Aktiva druge stopnje vsebuje tako tržne kot tudi netržne dolžniške instrumente ali pa tudi lastniške vrednostne papirje. Omenjena sredstva so zelo pomembna za nacionalne finančne trge in bančne sisteme. Zanje so kriterije primernosti postavile NCB v skladu z minimalnimi kriteriji primernosti, katerim mora dati soglasje tudi ECB. Med netržne dolžniške instrumente spadajo bančna posojila, menice in zadolžnice s hipoteko, navedene s strani posameznih NCB.

Vse kreditne operacije Evrosistema temeljijo na zastavljeni aktivi, ki jo lahko NCB kupujejo ali prodajajo (underlying assets). Pri tem lahko kreditne institucije sredstva zastavijo na dva načina. Pri prvem načinu, t.i. »earmarking system«, morajo institucije zastaviti točno določeno premoženje za vsako operacijo denarne politike z ECB. Za vsako substitucijo vrednostnih papirjev je potrebno dovoljenje s strani NCB. Pri »pooling« sistemu mora nasprotna stran zagotoviti nek sklad ustreznih aktiv za jamstvo pri operacijah, ki se jih bo udeležila. Pri tem načinu zastavljeno premoženje ni točno določeno za posamezne operacije, saj ga lahko institucija zamenja kadarkoli (Krašovec, 2002, str. 26).

Uporaba ustreznih aktiv je možna na dva načina: ali z uporabo korespondenčnega centralno-bančnega modela (Correspondent Central Banking Model – CCBM) ali pa z uporabo mednarodnih povezav med klirinško depotnimi hišami (SSS links model). CCBM model je primeren za zavarovanje vseh vrst kreditnih operacij Evrosistema. V tem modelu lahko sodelujejo med seboj različne NCB, tako da sprejemajo ustrezno aktivo za drugo NCB. Drugi omenjeni model ravno tako omogoča uporabo ustreznih finančnih aktiv. V ta model je povezanih več klirinško depotnih družb prek telekomunikacijskih sistemov. Lokalna KDD skrbi za finančno premoženje, ki je bilo izdano v tuji državi pri tuji KDD (Suhadolnik, 2003, str. 33 – 34).

ECB skrbi za centralizirano upravljanje in publikacijo celotnega seznama ustreznih sredstev za kreditne operacije Evrosistema, pri njej pa je tudi shranjena podatkovna baza o ustreznih aktivih. NCB posredujejo vse informacije ECB o ustreznih aktivih, izdani na njihovih trgih. Primerna sredstva so le tista, ki se nahajajo na dnevno posodobljenem seznamu na spletni strani ECB.

## **6 IMPLEMENTACIJA DENARNE POLITIKE ECB V LETIH 2002 IN 2003**

Ena izmed ključnih nalog Evrosistema je izvrševanje skupne denarne politike evro območja. V ta namen ima Evrosistem na razpolago različne instrumente in postopke. ECB upravlja z

likvidnostjo v evro območju glede na ocenitev likvidnostnega stanja na trgu in glede na potrebe bančnega sistema z glavnim refinanciranjem, dolgoročnejšimi operacijami refinanciranja in po potrebi s finim uravnavanjem. Primerne nasprotne stranke se lahko poslužujejo instrumentov odprte ponudbe (možnost obrobnega zadolževanja in možnost deponiranja sredstev) za pridobitev potrebne likvidnosti čez noč oziroma za deponiranje odvečne likvidnosti čez noč pri NCB. Evrosistem od kreditnih institucij zahteva tudi držanje obveznih rezerv na računih pri NCB. Za vse kreditne operacije evro območja pa velja, da morajo biti zavarovane z ustreznim finančnim premoženjem, zastavljenim s strani kreditnih institucij.

Omenjeni instrumentarij za izvrševanje skupne denarne politike je tako v letu 2002 kot tudi v letu 2003 učinkovito deloval, saj mu je uspelo zagotoviti stabilen denarni trg z nizko spremenljivostjo kratkoročnih tržnih obrestnih mer in razločno signaliziranje položaja denarne politike. V nadaljevanju bom opisala odločitve ECB za uporabo posameznih instrumentov denarne politike v letih 2002 in 2003.

## 6.1 Upravljanje z likvidnostjo

Upravljanje z likvidnostjo v Evrosistemu ima zelo pomembno vlogo pri izvrševanju skupne denarne politike. Pri določanju potreb po likvidnosti bančnega sistema evro območja in s tem tudi volumna likvidnosti, namenjenega tedenskim glavnim operacijam refinanciranja ter operacijam finega uravnavanja in strukturnim operacijam, se ECB nanaša na dnevno ocenitev likvidnostnega stanja. Likvidnostne potrebe izhajajo iz seštevka obveznih rezerv bank, presežnih rezerv<sup>29</sup> in neodvisnih dejavnikov likvidnosti (autonomous factors). Le-ti se nanašajo na postavke premoženjske bilance (balance sheet) Evrosistema, ki niso pod neposrednim nadzorom ECB, saj ne izhajajo iz uporabe instrumentov monetarne politike. V to skupino spada gotovina v obtoku (banknotes in circulation), vladni depoziti pri centralni banki (government deposits) in neto tuja aktiva centralne banke (net foreign assets).

Vrednosti obveznih in presežnih rezerv sta ponavadi vnaprej znani z visoko stopnjo preciznosti, medtem ko so vrednosti neodvisnih faktorjev bolj spremenljive in težko predvidljive predvsem za nasprotne stranke. Zaradi tega ECB tedensko izdaja napovedi za povprečne vrednosti neodvisnih faktorjev, s čimer pomaga kreditnim institucijam pri pripravi ponudbe za operacije na odprtem trgu. Absolutna razlika med napovedjo in realnim rezultatom je v povprečju leta 2002 znašala 1,8 milijard evrov, leto kasneje, torej leta 2003 pa 1,4 milijard evrov, kar nakazuje na napredek pri napovedih v zadnjem letu. Tako leta 2002 kot leta 2003 so bili najbolj nestanovitni in težko predvidljivi vladni depoziti pri NCB<sup>30</sup>. Tudi

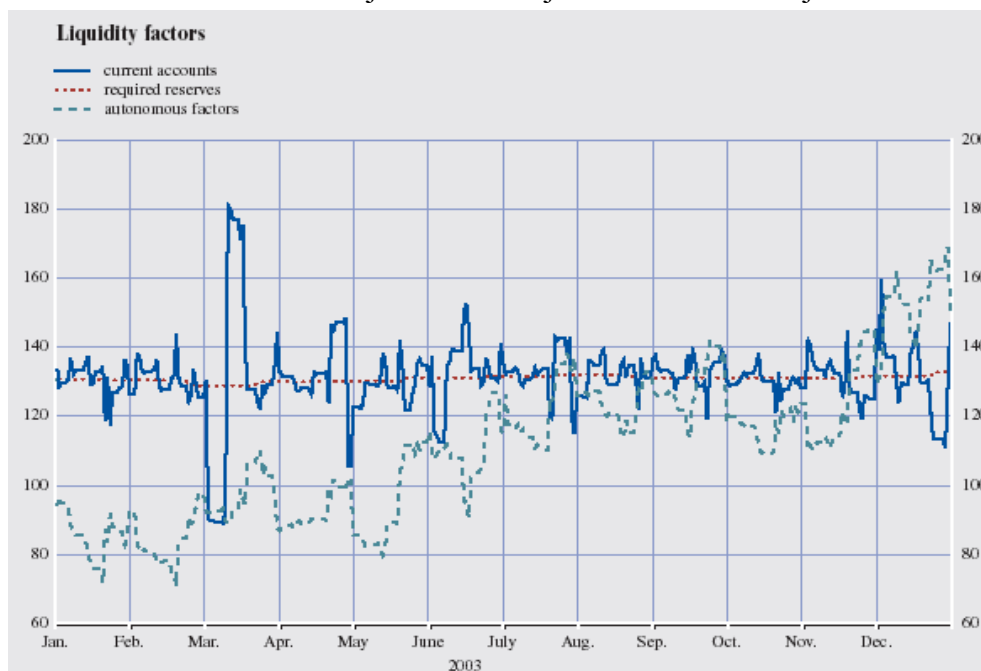
<sup>29</sup> Presežne rezerve (excess reserves) so definirane kot povprečje tekočih rezerv na računih NCB v določenem obdobju držanja rezerv minus obvezne rezerve.

<sup>30</sup> Nestanovitnost vladnih depozitov se meri na podlagi standardne deviacije dnevni sprememb. Leta 2003 so ti depoziti znašali 4,2 milijard evrov, leta 2002 pa 3,9 milijard evrov.

povpraševanje po novih evro bankovcih se je izkazalo za večje, kot ga je predvidel Evrosistem, istočasno pa so se stari nacionalni bankovci vračali nekoliko počasneje, kot je bilo predvideno. Zaradi tega je bila januarja 2002 napaka v napovedi za količino bankovcev v obtoku štirikrat večja od povprečja<sup>31</sup>. Evrosistem je takrat izpeljal dve operaciji finega uravnavanja za zagotovitev potrebne likvidnosti, ki je izhajala iz nepričakovanega povpraševanja po likvidnosti (zaradi začasnega povečanega povpraševanja po bankovcih). Do marca 2002 so se napake v napovedih za količino bankovcev v obtoku vrnile v normalne meje (Annual report, 2002, str. 72 – 73).

Leta 2003 je dnevna potreba po likvidnosti bančnega sistema evro območja v povprečju znašala 241,5 milijard evrov, kar predstavlja 24% povečanje glede na leto 2002. Obvezne rezerve se glede na leto 2002 niso veliko spremenile in so znašale okoli 130,9 milijard evrov. Presežne rezerve so leta 2003, podobno kot prejšnje leto, v povprečju znašale 0,7 milijarde evrov. V nasprotju s tem pa so neodvisni faktorji znašali 109,9 milijard evrov, kar je skoraj dvakrat toliko kot leta 2002 (glej Slika 3). To je bilo predvsem zaradi velikega povečanja bankovcev v obtoku, ki je bilo rezultat zasledovalnega procesa zaradi začasnega padca zaradi menjave denarja (Annual report, 2003, str. 74).

**Slika 3:** Likvidnostni faktorji evro območja v letu 2003 v milijardah evrov



**Vir:** Annual report, 2003, str. 75.

<sup>31</sup> Napaka v napovedi količine bankovcev v obtoku je leta 2002 znašala 6,7 milijard evrov, leta 2003 pa 1,3 milijarde evrov (Annual report, 2003, str. 74).

## 6.2 Operacije na odprtem trgu

### 6.2.1 Glavne operacije refinanciranja

Najpomembnejše operacije odprtega trga Evrosistema so glavne operacije refinanciranja. Njihova glavna vloga je vodenje obrestnih mer, upravljanje z likvidnostjo na trgu in signaliziranje položaja denarne politike prek nivoja minimalne ponudbene cene. Poleg tega pa oskrbi bančni sistem z večino refinanciranja.

Leta 2002 je Evrosistem izpeljal 53 glavnih operacij refinanciranja s povprečnim zneskom 67 milijard evrov, kar predstavlja 71% celotnega refinanciranja. Izpeljane so bile kot ponudbe s spremenljivo obrestno mero (variable rate tender) z najnižjo ponujeno obrestno mero (minimum bid rate) po postopku ameriške avkcije (American auction)<sup>32</sup>. Glede na ta postopek, so ponudbe nad obrobno dodeljeno obrestno mero (marginal allotment rate), po kateri je bila sprejeta najnižja ponudba, takoj sprejete in to po ponujeni ceni, medtem ko se ponudbe po obrobni obrestni meri zadovoljujejo dokler se kvota ponujene likvidnosti ne izčrpa. Rezultat tega je, da sta dodeljeni ceni, torej obrobna in tehtana povprečna obrestna mera (weighted average rate), ponavadi višji od najnižje ponujene obrestne mere. 3. januarja 2002 je Svet ECB določil, da najnižja ponujena obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja ostane nespremenjena na isti stopnji 3,25%. 5. decembra istega leta pa sklene, da bo to mero znižal za 0,50 odstotnih točk na 2,75%, začevši z operacijo, ki bo poravnana 11. decembra 2002.

Leta 2003 je dodeljeni znesek glavnih operacij refinanciranja znašal od 38 do 150 milijard evrov, s povprečjem okoli 95,5 milijard evrov. Zagotovljena likvidnost (outstanding liquidity), pridobljena skozi glavne operacije refinanciranja, je znašala v povprečju 194,4 milijard evrov, kar znaša 81% celotne neto likvidnosti Evrosistema, zagotovljene skozi operacije odprtega trga. Tako kot prejšnje leto, so bile te operacije izpeljane kot ponudba s spremenljivo obrestno mero z najnižjo ponujeno obrestno mero prek ameriških licitacij. 6. marca 2003 se je Svet ECB odločil znižati najnižjo ponujeno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja za 0,25 odstotnih točk na 2,50%, z operacijo, ki bo poravnana 12. marca 2003. Kasneje, 5. junija, pa jo je še dodatno zniža za 0,50 odstotnih točk na 2,0%, začevši z operacijo, ki bo poravnana 9. junija 2003 (Mesečni bilten, junij 2003, str. 2-164 – 2-165).

Leta 2002 je povprečna razlika med obrobno in najnižjo ponujeno obrestno mero znašala okoli 4,8 bazičnih točk (v nadaljevanju bt), leta 2003 pa 4,7 bt. Povprečna razlika med tehtano povprečno in obrobno obrestno mero je leta 2002 znašala 1,4 bt, leto kasneje pa ostala na

---

<sup>32</sup>»American auction« je licitacija, pri kateri nasprotne stranke licitirajo denarni znesek, preko katerega želijo skleniti posel s centralno banko, in obrestno mero, po kateri želijo skleniti posel. Torej so obrestne mere različne za povpraševalce in odvisne od ponudbe. Obstajajo tudi nizozemske licitacije (»Dutch auction«), kjer so obrestne mere za vse povpraševalce enake.

skoraj isti ravni, tj. 1,5 bt. To potrjuje, da obstaja visoko zaupanje in točnost med nasprotnimi strankami glede napovedovanja dodeljenih vrednosti in obrestnih mer. Leta 2003 se je odstotek vseh sprejetih ponudb v vsaki izpeljani glavni operaciji refinanciranja gibal od 36% do 100%, v povprečju 74%, leta 2002 pa od 19% do 100%, v povprečju 60% (Annual report, 2003, str. 76).

V letu 2003 je bil instrumentarij denarne politike Evrosistema nekajkrat deležen omejene napetosti, predvsem v povezavi s tremi ponodbami z nižjimi cenami. Kreditne institucije so s svojimi ponodbami dosegle premajhen znesek in zaradi tega bi lahko zaostajale pri izpolnjevanju obveznih rezerv. Taki ponudbi nižjih cen sta se zgodili 3. marca in 3. junija, pred sestankom Sveta guvernerjev, saj takrat ponudniki pričakujejo odločitev o znižanju ključnih obrestnih mer ECB. To se zgodi v situacijah, ko je likvidnostno stanje na trgu komaj zadostno, kar povzroči trenutni dvig kratkoročnih obrestnih mer. Nasprotno se je prav taka ponudba zgodila tudi 25. novembra, čeprav se ni pričakovalo znižanje obrestnih mer. Ponudbe so se izkazale za presenečenje prav ponudnikom, saj je tehtana povprečna obrestna mera znašala 2,02%, kar je bilo 2 bt višje od obrobne obrestne mere, ki je bila enaka najnižji ponujeni obrestni meri. Če bi se take ponudbe v splošnem pričakovale s strani trga, bi se ponudbe zbirale po najnižji ponujeni obrestni meri, kar bi se izkazalo tudi v tehtani povprečni obrestni meri v višini 2%. Čez poletje so ugotovili relativno veliko razliko med EONIA in najnižjo ponujeno obrestno mero. Zaradi tega se je ECB odločila, da bo bančni sistem oskrbela z rahlo več likvidnosti od potrebne, kar je vrnilo razliko med merama ponovno v normalne meje.

## **6.2.2 Operacije dolgoročnega refinanciranja**

Operacije dolgoročnega refinanciranja so operacije za zagotavljanje likvidnosti z mesečno frekvenco in dospelostjo treh mesecev. Njihova naloga je zagotoviti ustreznim nasprotnim strankam dodatno dolgoročno refinanciranje. Te operacije se izvajajo preko ponudb z variabilno mero z vnaprej objavljeno dodeljeno količino, preko licitacij s spremenljivo obrestno mero.

Leta 2002 so te operacije v povprečju zagotovile 29% od skupne količine refinanciranja, leto kasneje pa samo 19%. V prvi polovici leta 2002 je Svet ECB določil znesek dodeljene obrestne mere 20 milijard evrov na operacijo za dolgoročnejše operacije refinanciranja. Določen znesek je upošteval pričakovane potrebe po likvidnosti bančnega sistema v evro območja v letu 2002 ter željo Evrosistema, da se glavnina refinanciranja finančnega sektorja še v nadalje zagotavlja z operacijami glavnega refinanciranja. 10. julija istega leta pa je Svet ECB sklenil, da bo zmanjšal znesek dodeljene obrestne mere za vse dolgoročnejše operacije refinanciranja, ki se bodo opravljale v drugi polovici leta 2002, na 15 milijard evrov. V naslednjem letu je Evrosistem izpeljal 12 operacij dolgoročnejšega refinanciranja, za vsako pa je ostal znesek dodeljene obrestne mere enak na ravni 15 milijard evrov (Mesečni bilten, junij 2004, str. 2-163 – 2-164). Leta 2004 so to količino povečali na 25 milijard evrov.

Razpršitev ponudb pri teh operacijah je na splošnem večja kot pri operacijah glavnega refinanciranja, predvsem na račun odsotnosti najnižje ponujene obrestne mere in daljše dospelosti. Čez leto 2002 je v povprečju tehtana povprečna obrestna mera presegla obrobno obrestno mero za 1,9 bt, leto kasneje pa za 1,7 bt. V vsaki operaciji dolgoročnega refinanciranja se je leta 2003 odstotek zadovoljenih ponudb znašel med 42% in 60 %, v povprečju 51%, v primerjavi z razponom od 36% do 72%, v povprečju pa 50% leta 2002 (Annual report, 2003, str. 77).

### **6.2.3 Druge operacije na odprtem trgu**

Evrosistem je leta 2002 izpeljal dve operaciji finega uravnavanja (4. in 10. januarja) predvsem zaradi povečanega pričakovanega povpraševanja po likvidnosti, ki je nastalo z zamenjavo evro denarja. Ti povratni operaciji sta se izvršili čez noč prek ponudbe s spremenljivo obrestno mero z isto najnižjo ponujeno obrestno mero (3,25%) kot pri predhodnih glavnih operacijah refinanciranja. V prvi operaciji je bilo dodeljenih 25 milijard evrov, sodelovalo pa je 61 kreditnih institucij, v drugi pa je bilo na razpolago 40 milijard evrov, kjer je sodelovalo 63 kreditnih institucij. Obrobna in tehtana povprečna obrestna mera sta v prvi hitri ponudbi znašali 3,30% in 3,32%, v drugi pa sta padli na 3,28% in 3,30%. Poleg tega je bila konec leta (18. decembra) izpeljana še ena operacija finega uravnavanja s 6 dnevno dospelostjo, preko ponudbe s spremenljivo obrestno mero in najnižjo ponujeno obrestno mero 2,75%. Pri tej operaciji je sodelovalo 50 kreditnih institucij, dodeljenih pa je bilo 10 milijard evrov po obrobni obrestni meri 2,80% in tehtani povprečni obrestni meri 2,82%. Namen te operacije je bil zmanjšanje likvidnostnega primanjkljaja, ki je nastal pri kreditnih institucijah v povezavi z zadnjo glavno operacijo refinanciranja, saj so dobile manj od potrebnih sredstev za izpolnjevanje obveznih rezerv. Kljub dodeljenemu deležu te institucije niso mogle dokončno izpolniti likvidnostnega deficita, je pa tem institucijam ostala kot spodbuda za zadostno ponujanje pri glavnih operacijah refinanciranja (Annual report, 2002, str. 74).

Leta 2003 je Evrosistem izpeljal operacijo finega uravnavanja za absorbiranje odvečne likvidnosti, ki je bila potrebna za obnovitev ravnotežja likvidnostnega stanja. Operacija, ki se je zgodila 23. maja, je potekala preko zbiranja vezanih vlog s fiksno obrestno mero 2,50%<sup>33</sup>, z zapadlostjo čez noč in vnaprej napovedanim dodeljenim zneskom v višini 5 milijard evrov. Sodelovalo je le 12 kreditnih institucij, katerih ponudbe so dosegle 3,9 milijard evrov in potem tudi bile dodeljene. Takratno enomesečno obdobje držanja obveznih rezerv se je na ta način končalo z majhnim nadomestilom v višini 0,6 milijarde evrov za depozitno olajšavo (Annual report, 2003, str. 77).

---

<sup>33</sup> V istem času je bila ta obrestna mera tudi najnižja ponujena obrestna mera pri glavnih operacijah refinanciranja.

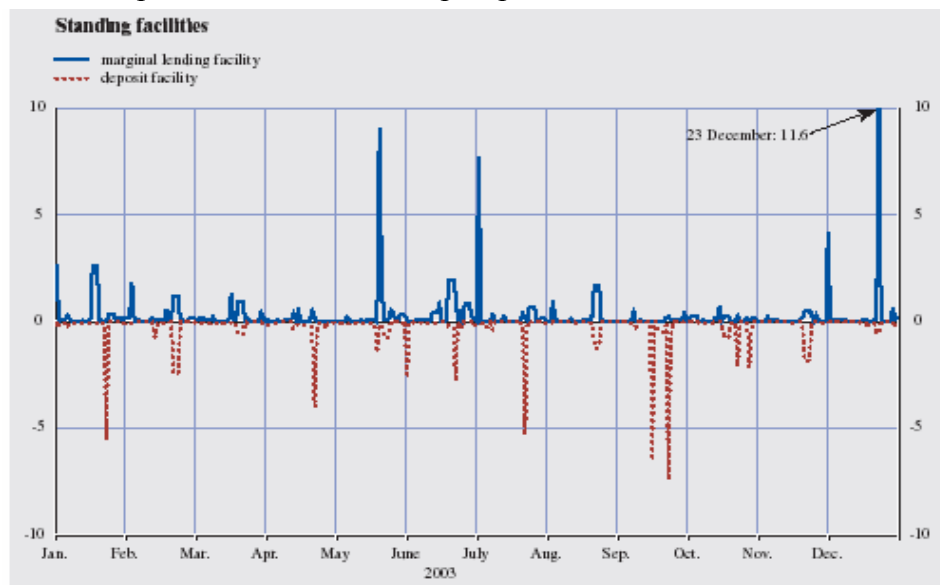


### 6.3 Odprta ponudba bankam

Tako možnost obrobnega zadolževanja kot tudi možnost deponiranja sredstev, ki sta oba instrumenta odprte ponudbe bankam, sta namenjena zagotavljanju in absorbiranju likvidnosti, signaliziranju pozicije denarne politike ter omejevanju obrestnih mer čez noč s postavljanjem zgornje in spodnje meje<sup>34</sup>. Kreditne institucije se ponavadi poslužujejo instrumentov odprte ponudbe bankam le iz dveh razlogov:

- V primeru neuravnotežene skupne likvidnosti, ko ima celoten bančni sistem tako premalo kot preveč likvidnosti glede na skupne zahtevane rezerve. Skupno nadomestilo se daje le ob koncu obdobja držanja obveznih rezerv, ko mora bančni sistem določiti svoj položaj proti katerikoli neuravnoteženim akumuliranim skupnim likvidnostim. Le-te se kompenzirajo z uporabo instrumentov odprte ponudbe bankam. Ta skupna neravnotežja povzročajo tudi konice (glej Sliko 4). Največja taka konica v letu 2003 odseva kompenzacijo pri takih skupnih neravnotežjih.
- Pri nepričakovanih tokovih plačil med posameznimi bankami na koncu dneva, ko denarni trg ni več likviden, se lahko posamezne institucije zatekajo k operacijam na odprtem trgu. To se lahko zgodi ob vsakem času v obdobju držanja obveznih rezerv, v primeru, da se ta nepričakovani likvidnostni tok avtomatično ne more zgladiti s pomočjo splošnih ukrepov sistema obveznih rezerv. Posamezna uporaba teh instrumentov lahko postane stvarnejša v primeru neučinkovitega delovanja elementov plačilnega sistema, kot se je to zgodilo 3. julija 2003. Takrat je uporaba možnosti obrobnega zadolževanja znašala 7,7 milijard evrov.

**Slika 4:** Uporaba instrumentov odprte ponudbe bankam v letu 2003 v milijardah evrov



**Vir:** Annual report, 2003, str. 75.

<sup>34</sup> Leta 2003 je bila širina koridorja za obrestne mere določena z obema možnostima pri odprti ponudbi bankam, ki sta ostali nespremenjeni na 200 bazičnih točk ali postavljeni okoli določene minimalne obrestne mere za glavne operacije refinanciranja.

Leta 2002 je prišlo do upada tako pri skupni kot tudi posamezni uporabi instrumentov odprte ponudbe bankam. Uporaba možnosti obrobnega zadolževanja je bila 32% nižja, možnosti deponiranja sredstev pa 64% nižje od prejšnjega leta. Padec skupne uporabe teh instrumentov bi lahko pripisali dejstvu, da je v tem letu prišlo le do enega manjšega primera ponudbe z nižjo ceno, kot tudi naprednejšemu napovedovanju likvidnostnih potreb Evrosistema. Individualna uporaba teh instrumentov pada že od začetka leta 1999, v letu 2002 pa je dosegla dnevno povprečje 0,1 milijarde evrov. Ta napredek najbrž odseva večjo učinkovitost pri upravljanju z likvidnostjo s strani kreditnih institucij (Annual report, 2002, str. 74).

Leta 2003 je znašala povprečna dnevna uporaba možnosti obrobnega zadolževanja 269 milijonov evrov, medtem ko je povprečna dnevna uporaba možnosti deponiranja sredstev dosegla 242 milijonov evrov. Pri možnosti obrobnega zadolževanja lahko znesek razdelimo na 49 milijonov evrov za skupno uporabo in 221 milijonov evrov za posamezno uporabo. Pri tem je treba poudariti, da do skupne uporabe lahko pride le zadnji dan v obdobju držanja obveznih rezerv, medtem ko do posamezne uporabe ves preostali del obdobja. Na tak način tudi lahko razdelimo celoten znesek uporabe možnosti deponiranja sredstev, torej na 107 milijonov evrov za skupno uporabo in 135 milijonov evrov za posamezno uporabo. Ker je uporaba teh instrumentov ostala na tako nizki ravni kot prejšnje leto, lahko sklepamo, da so napovedi za neodvisne dejavnike kvalitetne in medbančni trg učinkovit (Annual report, 2003, str. 77 – 78).

Najnižja obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč je v letu 2002 ostala nespremenjena na stopnji 4,25% oziroma 2,25% do 5. decembra 2002. Takrat se je Svet ECB odločil za znižanje teh dveh obrestnih mer za 0,50 odstotnih točk na 3,75% oziroma 1,75%, oboje z začetkom veljavnosti od 6. decembra 2002. Določeni obrestni meri sta veljali do 6. marca 2003, ko se je Svet ECB ponovno odločil za znižanje obrestnih mer za 0,25 odstotnih točk na 3,50% oziroma 1,50%, oboje z začetkom veljavnosti 7. marca 2003. 5. junija istega leta se obrestni meri še enkrat znižata po sklepu Sveta ECB za 0,50 odstotnih točk na 3,0% oziroma 1,0%, z začetkom veljave naslednjega dne (Mesečni bilten, junij 2004, str. 2-163 – 2-165).

**Tabela 3:** Uporaba instrumentov monetarne politike v letih 2002 in 2003 v milijonih evrov

		Odrta ponudba bankam				
		Glavno refinanciranje	Dolgoročno refinanciranje	Obrobno zadolževanje	Deponiranje sredstev	Ostale operacije
<b>2002</b>	Jan.	277.000	20.00	400	600	65.000
	Feb.	249.000	20.000	200	100	0
	Mar.	240.000	20.000	200	100	0
	Apr.	261.000	20.000	400	200	0
	Maj	227.000	20.000	100	300	0
	Jun.	247.000	20.000	500	400	0
	Jul.	330.000	15.000	200	200	0
	Avg.	281.000	15.000	100	100	0
	Sep.	285.000	15.000	100	200	0
	Okt.	367.000	15.000	100	100	0
	Nov.	299.000	15.000	100	100	0
	Dec.	460.300	15.000	1.100	200	10.000
	<b>SKUPAJ</b>	<b>3523.300</b>	<b>210.000</b>	<b>3.500</b>	<b>2.600</b>	<b>75.000</b>

<b>2003</b>	Jan.	335.00	15.000	500	300	0
	Feb.	339.000	15.000	300	300	0
	Mar.	412.090	15.000	200	100	0
	Apr.	412.000	15.000	100	200	0
	Maj	428.000	15.000	400	200	3.900
	Jun.	413.372	15.000	400	300	0
	Jul.	505.000	15.000	400	300	0
	Avg.	424.000	15.000	200	100	0
	Sep.	439.000	15.000	100	600	0
	Okt.	525.000	15.000	100	200	0
	Nov.	427.291	15.000	100	300	0
	Dec.	613.000	15.000	600	100	0
	<b>SKUPAJ</b>	<b>5272.753</b>	<b>180.000</b>	<b>3.400</b>	<b>3.000</b>	<b>3.900</b>

Vir: Monthly Bulletin, July 2002, str. 8\*, January 2003, str. 8\*- 9\*, June 2003, str. 8\* - 9\*, 11\*, November 2003, str. 8\*- 9\*, 11\*, January 2004, str. S8 – S9.

#### 6.4 Sodelovanje kreditnih institucij pri monetarni politiki

Ogrodje denarne politike Evrosistema omogoča sodelovanje velikega števila kreditnih institucij pri operacijah denarne politike. Konec leta 2003 je bilo 6.593 kreditnih institucij evro območja podvrženih sistemu obveznih rezerv, to je 5% manj kot prejšnje leto. Od teh je 2.149 bilo sposobnih za sodelovanje pri operacijah na odprtem trgu (7% manj kot leta 2002),

3.083 je lahko uporabilo možnost deponiranja sredstev (5% manj od prejšnjega leta) in 2.629 pa je bilo primernih za uporabo možnosti obrobnega zadolževanja, kar je 8% manj kot leta 2002.

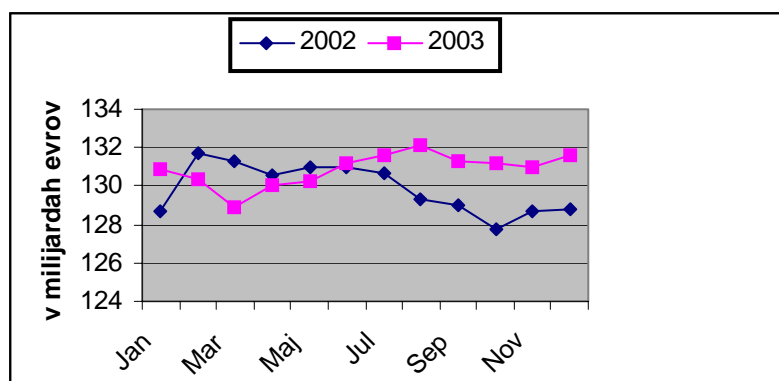
Sredi leta 2000 se je začel trend upadanja uporabe tako glavnih operacij refinanciranja kot tudi dolgoročnih operacij refinanciranja in se nadaljeval tudi v letu 2003. Povprečno število ponudnikov glavnih operacij refinanciranja je padlo na 267 leta 2003, glede na 307 ponudnikov iz leta 2002, čeprav je skupna ponujena vsota znašala skoraj dvakrat toliko kot je znašala dodeljena vsota. Podobno je pri operacijah dolgoročnega refinanciranja, kjer je število kupcev padlo iz 186 leta 2002 na 133 v letu 2003. Padajoči trend je rezultat kombinacije različnih dejavnikov, kot na primer tekmovalnost na medbančnem trgu, konsolidacija bančnega sektorja in centralizacija upravljanja z zakladnico v bančnih skupinah. Glede tega pa ni nevarnosti, da bi omenjeni padajoči trend kakorkoli lahko ogrozil smotrno alokacijo likvidnosti znotraj bančnega sistema evro območja. Res pa je, da je tekmovalnost za likvidnost pri glavnih operacijah refinanciranja kot tudi na trgih prek noči ostala na visokem nivoju. Za Evrosistem lahko rečemo, da je število sodelujočih kreditnih institucij pri operacijah na odprtem trgu je večje kot pri katerikoli drugi centralni banki (Annual report, 2003, str. 78).

## **6.5 Sistem obveznih rezerv**

Kreditne institucije Evrosistema so podvržene sistemu obveznih rezerv, v glavnem zaradi cilja stabiliziranja obrestnih mer denarnega trga in ustvarjanja oziroma povečanja strukturnega likvidnostnega primanjkljaja. Višina obveznih rezerv je določena glede na posamezne bilančne postavke vsake institucije, mora pa biti izpolnjena v določenem obdobju držanja rezerv. Pri izpolnjevanju obveznih rezerv si institucije pomagajo z držanjem povprečne zaloge rezerv v tem obdobju in s tem izničijo občasne likvidnostne šoke, ki bi utegnili vplivati na kratkoročne obrestne mere.

Zahtevane rezerve so leta 2003 predstavljale 54% vse potrebne likvidnosti bančnega sistema evro območja. Povprečni nivo skupnih zahtevanih rezerv, ki so jih morale kreditne institucije Evrosistema držati, je bil v tem letu 130,9 milijard evrov, kar je 1 milijarda več kot leta 2002. Leta 2003 so se zahtevane rezerve gibale od 128,9 milijard evrov v obdobju držanja rezerv, ki se je končalo 23. marca 2003, do 132,1 milijard evrov v obdobju s končnim dnevom 23. avgusta 2003. V letu 2002 je najvišja skupna zahteva po rezervah znašala 131,7 milijard evrov v obdobju, ki se je končalo 23. februarja, najnižja pa 127,7 milijard evrov v obdobju, ki se je končalo 23. oktobra 2002. V istem letu se je povprečna mesečna osnova za rezerve, ki se ji doda 2 odstotna pozitivna rezervna stopnja, povečala za 3,5% glede na leto 2001.

**Slika 5:** Višina obveznih rezerv v letih 2002 in 2003



**Vir:** Monthly Bulletin, Januar 2003, str. 10\* in December 2003, str. 10\*.

Tekoča sredstva kreditnih institucij na računih NCB, ki so potrebna za izpolnjevanje obveznih rezerv, so se v letu 2003 gibala med 89,1 milijard in 181,2 milijard evrov, leta 2002 pa med 109,1 milijard in 161,7 milijard evrov. To pomeni, da so v obeh letih lahko izravnali nepričakovane skupne tokove likvidnosti (glej Sliko 3). Spremenljivost EONIE je glede na mednarodne standarde v letu 2002 in 2003 ostala na nizkem nivoju, predvsem po zaslugi držanja povprečja zahtevanih rezerv v obdobju in zaradi majhne uporabe operacij na odprtem trgu. Standardna deviacija dnevnih sprememb EONIE je leta 2003 znašala 14 bazičnih točk, to je za 2 bt več kot leta 2002. Glede na to lahko sklepamo, da sta bili tako funkcija stabiliziranja obrestnih mer denarnega trga kot tudi funkcija povečanja strukturnega likvidnostnega deficita bančnega sektorja uspešno izpeljani v obeh letih.

Leta 2003 je bilo prijavljenih le 19 primerov v posameznem obdobju, ko kreditne institucije niso izpolnjevale zahtev po obveznih rezervah, prejšnje leto pa kar 28. Povprečni dnevni deficit je znašal 6,7 milijonov, v primerjavi z 10,5 milijonov leta 2002. Kar 58% od vseh primerov je bilo kaznovanih le z manj kot 500 evrov, prišlo pa je do 7 zelo hudih prekrškov v letu 2003 in 13 v prejšnjem letu, zaradi katerih je bila naložena globa več kot 10.000 evrov (Annual report, 2003, str. 79).

## 6.6 Pregled nad instrumentarijem denarne politike

23. januarja 2003 se je Svet ECB odločil izboljšati nekatere značilnosti operativnega delovanja denarne politike Evrosistema zaradi občasnih motenj v prejšnjih letih. Ti ukrepi naj bi začeli delovati od marca 2004 naprej in so (Mesečni bilten, junij 2004, str. 2-164):

- popravek časovnega razporeda obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv (kot je že bilo opisano pod točko 5.3.),
- skrajšanje dospelosti glavnih operacij refinanciranja iz dveh na en teden.

Kombinacija teh dveh popravkov naj bi pomagala pri odstranitvi pričakovanj na trgu glede sprememb obrestnih mer znotraj kateregakoli obdobja držanja obveznih rezerv. S skrajšanjem dospelosti pa bi dosegli uničenje špekulacij o obrestnih merah pri prehajanju iz enega v drugo

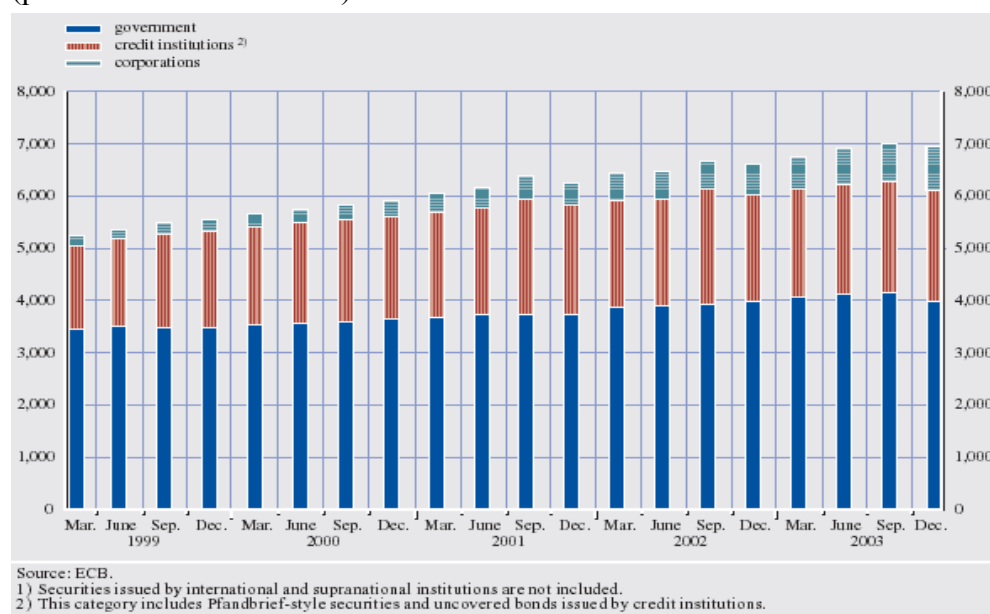
obdobje držanja rezerv. Glavni namen tega je stabiliziranje pogojev, v katerih kreditne institucije postavljajo ponudbe za operacije glavnega refinanciranja (The monetary policy of the ECB, 2004, str. 81). Zaradi tehničnih in legalnih nasvetov se je določilo, da bodo te spremembe prišle v veljavo šele po 10. marcu 2004. Uvedeno je bilo tudi daljše prehodno obdobje za držanje obveznih rezerv, od 24. januarja do 9. marca 2004, za smotrnejšo implementacijo sprememb pri kreditnih institucijah (Annual report, 2003, str. 79).

## 6.7 Ustrezna aktiva pri operacijah denarne politike

Za operacije denarne politike ECB je ustrezna samo tista finančna aktiva, ki se deli na aktivo prve in aktivo druge stopnje. Aktiva prvega reda so vrednostni papirji visoke kreditne bonitete (high credit standards) in jih je določala ECB, aktivo drugega reda pa so določale NCB s soglasjem ECB (Festić, 2002, str. 5).

Konec leta 2003 so državne obveznice in obveznice, zavarovane na podlagi drugih terjatev, predstavljale 57% in 31% celotne aktive prve vrste, vrednostni papirji privatnega sektorja ter mednarodnih in nadnacionalnih institucij pa manj kot 2%. Vrednost korporacijskih obveznic je leta 2003 trajno naraščala. Skupna vrednost aktive prve vrste, primerne za zavarovanje kreditnih operacij v Evrosistemu, je konec leta 2003 znašala 7 bilijonov evrov, v primerjavi z 6,6 bilijonov evrov leta 2002 (glej Sliko 6). Aktiva prve stopnje predstavlja ogromen delež v celotnih primernih sredstvih, kar 96% v letih 2002 in 2003. Celotna vrednost tržne aktive druge stopnje je ostala stabilna pri 261 milijard evrov leta 2003, glede na 265 milijard evrov konec leta 2002 (Annual report, 2003, str. 80).

**Slika 6:** Aktiva prve stopnje, primerna za kreditne operacije Evrosistema<sup>1)</sup> v milijardah evrov (podatki za konec meseca)

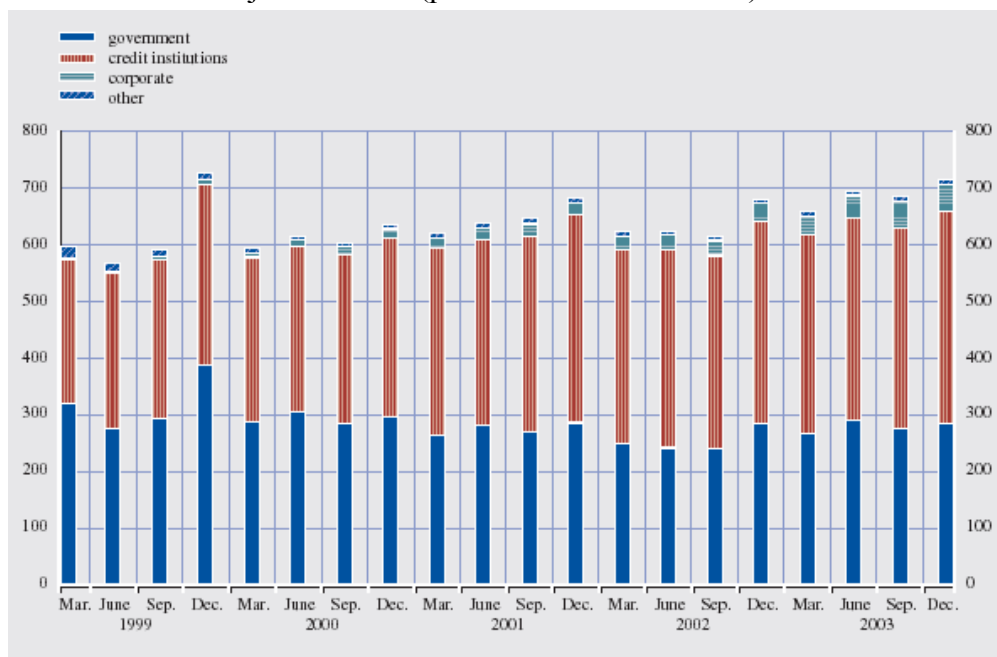


**Vir:** Annual report, 2003, str. 80.

Celotna vrednost tržnih sredstev, ki so jih nasprotne stranke deponirale kot zavarovanje za kreditne operacije v Evrosistemu, je bila okoli 750 milijard evrov konec leta 2003, v primerjavi s prejšnjim letom, ko je bila ta vrednost le za malo večja od 700 milijard evrov (glej Sliko 7). Delež dolžniških instrumentov, izdanih s strani kreditnih institucij v celotni vrednosti tržnih sredstev, deponiranih na koncu leta 2003, je ostal na istem nivoju pri 51%, glede na 52% ob koncu prejšnjega leta. Delež državnih obveznic se ravno tako ni dosti spremenil in je ostal na 38%. Naraščajoči trend je bilo zaznati pri deležu korporacijskih obveznic, saj se je iz 4% v letu 2002 povečal na 6% konec leta 2003. Pri netržnih bančnih posojilih se delež ni spreminjal in ostal na ravni 4% kot v vseh prejšnjih petih letih (Annual report, 2003, str. 81).

Nasprotne stranke v Evrosistemu lahko uporabljajo ustrezno aktivo preko meje domače države (use on a cross-border basis), torej lahko pridobijo likvidnostna sredstva pri domači NCB, pri tem pa kot jamstvo lahko zastavijo tudi ustrezno aktivo druge države evro območja. Delež zavarovanih terjatev preko meje domače države v celotnih zavarovanih terjatvah, potrebnih za kreditne operacije Evrosistema, se je povečal iz 33% konec leta 2002 na 40% konec leta 2003. Omenjeno povečanje vključuje vse tipe sredstev, predvsem tiste, izdane s strani kreditnih institucij in korporacij.

**Slika 7:** Uporaba ustreznih finančnih aktiv za zavarovanje pri kreditnih operacijah Evrosistema v milijardah evrov (podatki za konec meseca)



**Vir:** Annual report, 2003, str. 81.

V letu 2003 je Evrosistem povečal kvaliteto, učinkovitost in zanesljivost storitev, ponujenih nasprotnim strankam, ter prilagodil vsebino seznama ustrezne aktive. Dodane so še nekatere pomembne informacije, kot na primer skupina izdajateljev in tip sredstev, kar je v skladu z novim sistemom za kontrolo tveganja, ki je v uporabi od marca 2004.

## **6.8 Delovanje denarnega trga**

Uvedba nove valute evro je ustvarila širok, likviden in integriran denarni trg v evro območju, posebno v nezavarovanem segmentu (nezavarovano posojanje in valutne zamenjave). V letu 2002 je prišlo do napredovanja tudi v tistem segmentu denarnega trga, ki je do takrat zaostajal za vsemi, torej v zavarovanem segmentu (repo posli in kratkoročni vrednostni papirji).

Trg evro repo poslov se je tako povečal kot tudi strukturno razvil in tako postal zanimiva alternativa nezavarovanemu posojanju in izdajanju kratkoročnih vrednostnih papirjev. Uporaba repo poslov se je razširila na precejšnje število udeležencev denarnega trga. Večina repo transakcij je izpeljana na osnovi neodvisnih obveznic, kjer pa so tipi sredstev, primernih za zavarovanje, diverzificirani. Pri repo poslih, kjer je zavarovanje terjatev splošno sprejeto (general collateral), je zaznati splošen trend, da se sprejema neodvisne obveznice vedno večje raznolikosti. Poleg tega pa so marca 2002 uvedli še EUREPO indeks, ki meri velikost na evro GC repo trgu. Poleg vsega napredka pa integracija nacionalnih repo trgov v skupen trg še vedno ostaja počasen in kompleksen proces.

V segmentu kratkoročnih vrednostnih papirjev, kjer stopnja razvoja in integracije ni tako pomembna kot v prejšnjem segmentu, je ACI-STEP (Short-term European Paper Task Force)<sup>35</sup> izvedel pobudo za izboljšanje trenutne situacije. Na pobudo ACI-ja je lahko ECB gostila javno posvetovanje o tem, kako bi lahko evropski trg kratkoročnih vrednostnih papirjev naprej integrirali. Poleg tega je bilo izdanih še kar nekaj priporočil (Annual report, 2002, str. 78).

## **7 DENARNI IN GOSPODARSKI RAZVOJ EVROSISTEMA V LETIH 2002 IN 2003**

Tako leta 2002 kot leta 2003 je denarna politika v evro območju delovala v precej negotovem in spreminjajočem se okolju. Posebno signali glede pričakovanja srednjeročne inflacije in tveganja so se velikokrat spreminjali. Denarni in gospodarski razvoj Evrosistema lahko opišemo preko sprememb gibanja v BDP-ju, HICP-ju, denarnem agregatu M3 ter obrestnih mer.

### **7.1 Gibanje bruto domačega proizvoda (BDP)**

Po upočasnitvi ekonomske aktivnosti skozi leto 2001, predvsem zaradi negativnih šokov v povezavi s terorističnimi napadi v ZDA tega leta, se je na začetku leta 2002 zaznalo skromno okrevanje realne rasti BDP-ja. Poleg tega so v tistem času projekcije, pripravljene s strani

---

<sup>35</sup> ACI-STEP je bil ustanovljen s strani ACI (The Financial Markets Association), to je društvo finančnih trgov.



Evrosistema, kot tudi napovedi mednarodnih organizacij in privatnih institucij, nakazovale na ponovno izenačitev realne rasti BDP-ja evro območja s trendom potencialne rasti tekom leta. Tekom leta pa je okrevanje izgubilo zagon, to pa zaradi ponovnih nemirov na finančnih trgih in geopolitičnih napetostih, ki vplivajo na ceno nafte. V letu 2002 je bila letna realna rast BDP-ja ocenjena na 0,8%, glede na 1,4% v letu 2001.

V prvi polovici leta 2003 je realna rast BDP-ja začela stagnirati zaradi že prej omenjenih vzrokov (ekonomska in geopolitična negotovost). Šele od poletja naprej, pa se je začelo okrevanje ekonomske aktivnosti po vsem svetu, kar je vplivalo tudi na večje zaupanje v gospodarstvo evro območja. Kljub temu pa je letna realna rast BDP-ja evro območja dosegla nivo 0,4%.

## **7.2 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP)**

Kljub umirjenemu okrevanju ekonomske aktivnosti je HICP leta 2002 znašal v povprečju 2,3%, torej je ostal na istem nivoju kot leta 2001. Inflacija je v letu 2002 tako bila malo nad zgornjo mejo cenovne stabilnosti, določene s strani ECB in se je izkazala za večjo, kot je bila pričakovana na koncu leta 2001. Na povečanje je delno vplivalo povišanje cen v letu 2002 zaradi začasnih faktorjev, kot na primer višje cene nafte, porasta v indirektnih davkih in neugodnih vremenskih razmer. Poleg omenjenih dejavnikov so najpomembnejše posledice nastale zaradi menjave denarja, čeprav je bil zaznani vpliv menjave denarja na inflacijo veliko večji od realnega vpliva. Večjo skrb kot posledice teh kratkoročnih faktorjev na srednjeročni cilj doseganja cenovne stabilnosti, je povzročala možnost, da bi realna rast plač ostala relativno močna nasproti zmanjšane ekonomske aktivnosti in povečane nezaposlenosti.

V letu 2003 je HICP padel na letno raven 2,1%, inflacija pa se je še vedno gibala nad 2%. Glavni vzrok za tak nivo inflacije je bil v nepričakovanih povečanjih nekaterih spremenljivih elementov HICP-ja, kot sta cena nafte in, v drugi polovici leta 2003, cena hrane. Poleg tega je prišlo do povečanja tudi pri indirektnih davkih in administrativnih stroških. Za 2004 pa se pričakuje, da bo letni HICP padel pod 2% in ostal skladen s cenovno stabilnostjo na srednji rok.

8. maja 2003 je Svet ECB objavil rezultate svoje ocene strategije denarne politike ECB. Strategijo, ki je bila objavljena 13. oktobra 1998, sestavljajo količinska opredelitev stabilnosti cen, vloga rasti denarnih agregatov v oceni tveganj za stabilnost cen in pa široko zastavljene ocene obetov za gibanje cen. Stabilnost cen je še vedno opredeljena kot manj kakor 2-odstotno medletno povečanje v HICP za evro območje na srednji rok. Poleg tega pa se Svet ECB še vedno zavzema za srednjeročno ohranjanje stopnje inflacije blizu 2% (Mesečni bilten, junij 2004, str. 2-164).

### **7.3 Rast denarnega agregata M3**

Povprečna letna stopnja rasti širšega denarnega agregata M3 je v letu 2002 narasla preko 7%, iz 5,5% prejšnjega leta, in prekomerno prerasla referenčno obrestno mero, ki je znašala 4,5%. Omenjena rast je delni rezultat visoke spremenljivosti v finančnih trgih ter odraža preference investitorjev po kratkoročni likvidnosti in manj tveganem finančnem premoženju. Poleg tega pa odseva tudi relativno nizke obrestne mere Evrosistema leta 2002. Močna denarna rast evro območja je posledica ustvarjene prekomerne likvidnosti od potrebne, za financiranje vzdržne, neinflacijske rasti na dolgi rok. Kljub temu pa glede na umirjeno ekonomsko aktivnost in zmerno kreditno rast, denarni razvoj v letu 2002 ni predstavljal kritične točke za cenovno stabilnost.

Rast denarnega agregata M3 je bila tudi v letu 2003 intenzivna, v glavnem zaradi visoke stopnje prevladujoče negotovosti na ekonomskih in finančnih trgih. Le-ta je spodbudila zamenjavo portfelja v bolj varna kratkoročna likvidna sredstva, ki so sestavni del M3. Svet ECB je ugotovil, da akumulirana presežna likvidnost ne more ogroziti cenovne stabilnosti, dokler gospodarstvo evro območja okreva postopno.

### **7.4 Spremembe ključnih obrestnih mer ECB**

Od jeseni 2002 naprej je kazalo na slabšanje ekonomske aktivnosti, poleg tega pa je prišlo do precejšnje in razvlečene apreciacije menjalnega tečaja za evro, kar je vedno bolj kazalo na zmanjšan inflacijski pritisk na srednji rok. Zaradi tega se je decembra Svet ECB odločil za znižanje ključnih obrestnih mer ECB za 50 bazičnih točk z namenom ohranjanja cenovne stabilnosti na srednji rok in izničenju nastalih neugodnih vplivov na ekonomsko aktivnost.

Inflacijski pritiski so se nadaljevali vse do prve polovice leta 2003, zato se je marca Svet ECB ponovno odločil za znižanje ključnih obrestnih mer ECB za 25 bazičnih točk, junija pa še za dodatnih 50 bazičnih točk. Tako je junija 2003 minimalna ponujena obrestna mera za glavne operacije refinanciranja dosegla zgodovinsko nizko stopnjo 2,00%. Od takrat naprej so obrestne mere ostale nespremenjene, nizki nivo obrestnih mer pa podpira ekonomsko okrevanje evro območja.

**Tabela 3:** Ključne obrestne mere ECB

(stopnje v odstotkih na leto, spremembe v odstotnih točkah)

Velja od <sup>36</sup>		Možnost deponiranja sredstev	Glavne operacije refinanciranja		Možnost obrobnega zadolževanja
			Avkcije s fiksno mero Fiksna mera	Avkcije z variabilno mero Izklicna obrestna mera	
		Stopnja	Stopnja	Stopnja	Stopnja
2003	6 Jun.	1.00	-	2.00	3.00
	7 Mar.	1.50	-	2.50	3.50
2002	6 Dec.	1.75	-	2.75	3.75

**Vir:** Key ECB interest rates, 12.6.2004.

## 8 SKLEP

Evropska centralna banka je s 1. januarjem 1999 prevzela odgovornost za izvajanje denarne politike evro območja. V omenjeno območje spada 12 držav članic Evropske unije, ki so morale najprej izpolniti konvergenčna merila, določena po Maastrichtski pogodbi za vstop v EMU, nato pa še uvesti enotno evropsko valuto, evro. Z nastankom ECB so nacionalne centralne banke evro območja izgubile pravico do vodenja samostojne denarne politike, prevzele pa so funkcijo operativnega izvajanja le-te.

Glavna naloga ECB je vzdrževanje kupne moči evra, torej srednjeročno ohranjanje stabilnosti cen na celotnem evro območju. Stopnja rasti cen je določena z indeksom HICP, ki na letni ravni ne sme presegati 2 odstotkov. Ostali cilji v okviru ESCB pa so še visoka stopnja zaposlenosti, stabilna rast BDP ter rast denarnega agregata M3.

ECB si pri doseganju glavnega cilja pomaga z izbranimi instrumenti denarne politike. Kot prva in najpomembnejša skupina instrumentov so operacije na odprtem trgu, saj signalizirajo pozicijo denarne politike, vplivajo na višino obrestnih mer ter uravnavajo likvidnost na trgu. V letih 2002 in 2003 je ECB zagotovila potrebno likvidnost največ z uporabo operacij glavnega refinanciranja, majhen delež tudi z operacijami dolgoročnega refinanciranja, poleg tega pa je izpeljala še štiri operacije finega uravnavanja.

Uporaba druge skupine instrumentov, torej odprte ponudbe bankam, se je v omenjenih letih zmanjšala v primerjavi z začetnimi leti. Vzrok leži v učinkovitejšem napovedovanju potreb po likvidnosti Evrosistema kot tudi v delovanju medbančnega trga.

<sup>36</sup> ) Od 10. marca 2004 naprej se datum nanaša na odprto ponudbo mejnega deponiranja likvidnosti čez noč in odprto ponudbo mejnega posojanja ter za operacije glavnega refinanciranja (spremembe veljajo od operacije glavnega refinanciranja, ki sledi razpravi Sveta ECB), razen če ni navedeno drugače.

V zadnjo skupino instrumentov spada t.i. sistem obveznih rezerv, ki pripomore k stabiliziranju obrestnih mer ter ustvarjanju strukturnega likvidnostnega deficita. V omenjenih letih sta bili obe funkciji uspešno izpeljani, kajti spremenljivost EONIE je ostala na nizkem nivoju, nepričakovani likvidnostni tokovi pa so bili izravnani.

V začetnem obdobju delovanja ECB je bila enotna denarna politika uspešna, saj se je gospodarska rast povečala, stopnja brezposelnost pa padla. V letih 2002 in 2003 pa ECB zaradi negotovosti in spreminjajočega se okolja, glede na makroekonomske kazalce, ni dosegla želenih rezultatov. Tako je letna realna rast BDP na koncu leta 2003 padla na zelo nizek nivo, predvsem zaradi ekonomskih in geopolitičnih negotovosti. Harmonizirani indeks potrošniških cen je v obeh letih znašal malo več kot bi na želenem nivoju 2 odstotkov, ki naj bi ga dosegli že v letu 2004. Tudi rast denarnega agregata M3 je presegla določeno referenčno vrednost zaradi negotovega okolja, ampak ne predstavlja resne grožnje za cenovno stabilnost. Zaradi slabše ekonomske aktivnosti je ECB znižala tudi ključne obrestne mere, s čimer bo lažje ohranjala cenovno stabilnost in pospešila ekonomsko okrevanje evro območja.

## 9. LITERATURA

1. Colja Nataša: Evropska centralna banka in nacionalne centralne banke Evrosistema. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 40 str.
2. Dolenc Primož: Transmisijski mehanizem monetarne politike. Naše gospodarstvo: Revija za aktualna gospodarska vprašanja, Ljubljana, 47 (2001), 5 – 6, str. 588 – 596.
3. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 4, str. 2 – 8.
4. Kastrevc Erna: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 49 str.
5. Kopše Brigita: Značilnosti monetarne politike v Evropski monetarni uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 1 – 2, str. 28 – 33.
6. Krašovec Tadej: Denarna politika ECB – Operacije glavnega refinanciranja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str., 1 pril.
7. Lavrač Vladimir: EMU in pridružene države. Bančni vestnik, Ljubljana, 34 (1999), 7 – 8, str. 15 – 20.
8. Majcen Špela: Vloga nacionalne centralne banke v Evropskem sistemu centralnih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 12, str. 14 – 19.
9. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik založba, 2002. 682 str.
10. Pangršič Tadej: Denarna ureditev v EU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 39 str.
11. Ribnikar Ivan: Neodvisnost centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 7 – 8, str. 67 – 69.
12. Ribnikar Ivan: Evropski sistem centralnih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 3, str. 16 – 18.
13. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999a), 10, str. 47 – 49.

14. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999b), 9, str. 12 – 15.
15. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II (Mednarodni denarni sistemi). Druga izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 176 str.
16. Ribnikar Ivan: Centralna pariteta ali sredinska enakost? Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 1 – 2, str. 74 – 76.
17. Roter Mojca: Maastrichtski inflacijski in drugi kriteriji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 3, str. 30 – 34.
18. Suhadolnik Jana: Ustrezna finančna aktiva, ki jih od bank začasno kupuje Evropska centralna banka. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 45 str., 2 pril.
19. Šturm Katja: Denarna politika Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 46 str., 1 pril.
20. Zupan Škof Andreja: Na pragu Evropske unije. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 4, str. 26 – 30.
21. Žnidarčič Damjan: Obrestne mere ECB in njihov vpliv na obrestne mere v državah EMU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003, 54 str., 2 pril.

## 10. VIRI

1. About the ECB: Organisation of the European System of Central Banks (ESCB). [URL: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)], 16.5.2004.
2. About the ECB: The monetary policy strategy of the ECB and the operational framework of the Eurosystem. [URL: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)], 16.5.2004.
3. Capital subscription. [URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>], 14.8.2004.
4. Duisenberg Willem, Papademos Lucas: ECB Press conference: Introductory statement. [URL: <http://www.ecb.int/key/02/sp020606.htm>], 6.6.2002.
5. ECB Annual report, 2002. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2002en.pdf>], 12.3.2004.

6. ECB Annual report, 2003.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2003en.pdf>], 28.4.2004.
7. ECB Mesečni bilten: Junij 2004.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/ECBbilten/bil\\_06\\_2004/ECBilten-junij.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/ECBbilten/bil_06_2004/ECBilten-junij.pdf)], 12.6.2004.
8. ECB Monthly bulletin: July 2002.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200207en.pdf>], 18.4.2004.
9. ECB Monthly bulletin: January 2003.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200301en.pdf>], 18.4.2004.
10. ECB Monthly bulletin: June 2003.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200306en.pdf>], 18.4.2004.
11. ECB Monthly bulletin: November 2003.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200311en.pdf>], 18.4.2004.
12. ECB Monthly bulletin: December 2003.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200312en.pdf>], 18.4.2004.
13. ECB Monthly bulletin: January 2004.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200401en.pdf>], 18.4.2004.
14. ECB press release: 2002 Review of the international role of the euro. ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/press/02/pr021202.htm>], 2.2.2002.
15. ECB press release: Review of the quantitative reference value for monetary growth. ECB.  
[URL: [http://www.ecb.int/press/02/pr021205\\_1en.htm](http://www.ecb.int/press/02/pr021205_1en.htm)], 5.12.2002.
16. Evro: Ekonomska in monetarna unija.  
[URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/unija.html>], 4.5.2004.
17. Evro: Razvoj EMU.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/razvoj\\_EMU.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/razvoj_EMU.html)], 4.5.2004.
18. Evro: Monetarna politika (ECB, ESCB, Evrosistem).  
[URL: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/monetarna\\_politika.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/monetarna_politika.html)], 4.5.2004.

19. Key ECB interest rates: Main refinancing operations, deposit facilities, marginal lending facilities. ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/home/ecbinterestrates.htm>], 12.6.2004.
20. Papademos Lucas: Presentation of the ECB's Annual Report 2002 to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/key/03/sp030429.htm>], 29.4.2003.
21. Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the ECB.  
[URL: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_protocol\\_18.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_protocol_18.pdf)], 17.8.2004.
22. Sklep Evropske centralne banke ECB/2004/7.  
[URL: [http://www.ecb.int/pub/legal/SL\\_DEC\\_2004\\_7\\_f.pdf](http://www.ecb.int/pub/legal/SL_DEC_2004_7_f.pdf)], 10.5.2004.
23. The European central bank, September 2002.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ecbbren.pdf>], 16.5.2004.
24. The implementation of the monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, February 2004.
25. The monetary policy of the ECB.  
[URL: [http://www.ecb.int/pub/pdf/monetary\\_policy2004en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/monetary_policy2004en.pdf)], 31.3.2004.
26. Trichet Jean-Claude: Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Presentation of the ECB's Annual Report 2003. ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/key/04/sp040427en.htm>], 27.4.2004.



## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

- American auction – ameriška avkcija
- autonomous factors – neodvisni dejavniki
- balance sheet – premoženjska bilanca
- banknotes in circulation – gotovina v obtoku
- collateral – zavarovanje terjatev s premičnim premoženjem, lombard
- collection of fixed-term deposits – zbiranje vezanih vlog
- Correspondent Central Banking Model (CCBM) – korespondenčni centralno-bančni model
- counterparty – sodelujoča stranka
- debt certificate – dolžniško potrdilo
- deposit facilities – možnost deponiranja sredstev
- Dutch auction – nizozemska avkcija
- earmarking system – namenski sistem
- Ecofin Council – Svet Ecofin
- eligible assets – ustrezna aktiva
- eligible counterparty – primerna sodelujoča stranka
- equities – lastniški vrednostni papirji
- ESCB committees – Odbori ESCB
- European central bank (ECB) – Evropska centralna banka
- European Currency Unit (ECU) – Evropska denarna enota
- European Economic Area (EEA) – Evropsko gospodarsko področje
- European Monetary Institute (EMI) – Evropski denarni inštitut
- European System of Central Banks (ESCB) – Evropski sistem centralnih bank
- Excess reserves – presežne rezerve
- Exchange Rate Mechanism (ERM) – mehanizem deviznih tečajev
- Executive Board of the ECB – Izvršni odbor ECB (Direktorij)
- fine-tuning operations – operacije finega uravnavanja
- foreign exchange swaps – valutne zamenjave
- general collateral – zavarovanje terjatev, ki je zaradi homogene sestave, široko sprejeto
- General Council of the ECB – Razširjeni svet ECB
- general government securities – državne obveznice
- Governing Council of the ECB – Svet ECB
- government deposits – vladni depoziti
- Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) – Harmoniziran indeks potrošniških cen
- high credit standards – visoka kreditna boniteta
- international institutions – mednarodne institucije
- issuance of ECB debt certificates – izdaja dolžniških potrdil ECB
- longer-term refinancing operations – operacije dolgoročnejšega refinanciranja

- main refinancing operations – glavne operacije refinanciranja
- marginal allotment rate – obrobna dodeljena obrestna mera
- marginal lending facilities – možnost obrobnega zadolževanja
- marginal rate – obrobna obrestna mera
- minimum bid rate – najnižja ponujena obrestna mera
- minimum reserves – obvezne rezerve bank
- net foreign assets – neto tuja aktiva
- open market operations – operacije na odprtem trgu
- outright transactions – dokončne transakcije
- outstanding liquidity – zagotovljena likvidnost
- over night interest rate – obrestna mera preko noči
- Pfandbrief-style securities – obveznice zavarovane na podlagi drugih terjatev
- pooling system – sistem sklada
- quick tender – hitra ponudba ali licitacija
- reserve maintenance period – obdobje izpolnjevanja obveznosti obveznih rezerv
- reverse transactions – začasne transakcije
- SSS links model – model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami
- standard tender – standardna ponudba ali licitacija
- standing facilities – odprta ponudba bankam
- structural operations – strukturne operacije
- supranational institutions – nads nacionalne institucije
- tier one – aktiva prvega reda
- tier two – aktiva drugega reda
- Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET) – Transevropski avtomatizirani bruto ekspresni plačilni sistem
- underlying assets – finančna aktiva, ki jo lahko NCB kupujejo ali prodajajo
- use on a cross-border basis – uporaba na osnovi preko meje domače države
- variable rate tender – ponudba s spremenljivo obrestno mero
- weighted average rate – tehtana povprečna obrestna mera

## PRILOGA

**Tabela 1\*:** Ustrezna finančna aktiva primerna za operacije denarne politike Evrosistema

KRITERIJ	AKTIVA PRVEGA REDA	AKTIVA DRUGEGA REDA
<b>Tip instrumenta</b>	1. Dolžniško potrdilo ECB 2. Ostali tržni dolžniški instrumenti	1. Tržni dolžniški instrumenti 2. Netržni dolžniški instrumenti 3. Lastniški instrumenti, s katerimi se trguje na reguliranem trgu
<b>Postopek poravnave</b>	Finančno premoženje mora biti vpisano v registru pri NCB ali KDD <sup>1</sup>	Finančno premoženje, ki ga je NCB vključila med aktive 2.reda, ji mora biti hitro in lahko dostopno
<b>Izdajatelj</b>	1. NCB 2. Javni sektor 3. Privatni sektor 4. Mednarodne in nadnacionalne institucije	1. Javni sektor 2. Privatni sektor
<b>Boniteta izdajatelja</b>	Izdajatelj mora imeti po oceni ECB visoko boniteto	Izdajatelj mora imeti po oceni NCB visoko boniteto
<b>Lokacija izdajatelja</b>	Območje EEA <sup>2</sup>	Evro območje
<b>Lokacija instrumenta</b>	Lokacija izdajanja: EEA Lokacija poravnave: Evro območje	Evro območje
<b>Valuta</b>	Evro	Evro
<b>Uporaba prek meja</b>	Da	Da

**Vir:** The implementation of the monetary policy in the euro area, 2004, str.44.

<sup>1</sup> Omenjena klirinško depotna družba mora izpolnjevati minimalne standarde ECB.

<sup>2</sup> Zahtevano območje izdajatelja Evropskega ekonomskega prostora (»European Economic Area –EEA«) ne velja za mednarodne in nadnacionalne institucije.