

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TADEJ KRAŠOVEC

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DENARNA POLITIKA ECB –
OPERACIJE GLAVNEGA REFINANCIRANJA**

Ljubljana, november 2002

TADEJ KRAŠOVEC

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega
diplomskega dela, ki sem ga

napisal/a pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega
dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

Kazalo

1.	Uvod	1
2.	Nastanek ECB	2
3.	Sestava ECB	4
4.	Strategija ECB	6
4.1.	Glavni cilj ECB	7
4.2.	Obveščanje javnosti	8
4.3.	Dva stebra denarne politike	9
4.3.1.	Prvi steber	9
4.3.2.	Drugi steber	10
5.	Instrumenti denarne politike	11
5.1.	Operacije na odprtem trgu	11
5.1.1.	Glavno refinanciranje	12
5.1.2.	Dolgoročno refinanciranje	12
5.1.3.	Operacije finega uravnavanja	13
5.1.4.	Strukturne operacije	14
5.2.	Odrta ponudba bankam	15
5.2.1.	Možnost zadolževanja	15
5.2.2.	Možnost deponiranja sredstev	15
5.3.	Obvezne (minimalne) rezerve	17
6.	Operacije glavnega refinanciranja	18
6.1.	Kaj je glavno refinanciranje?	18
6.2.	Obrestna mera pri glavnem refinanciranju	19
6.3.	Vodenje denarne politike z vidika glavnega refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2001	20
7.	Nasprotna stran (counterparties) in ustrezna aktiva	22
7.1.	Nasprotna stran	22
7.1.1.	Pogoji	22
7.1.2.	Udeležba finančnih institucij v operacijah glavnega refinanciranja	23
7.2.	Ustrezna aktiva	24
7.2.1.	Zakaj je potrebna ustrezna aktiva?	24
7.2.2.	Kategorije ustrezne aktive	24
7.2.3.	Pogoji, ki jih mora izpolnjevati ustrezna aktiva	25
7.2.4.	“Pooling system” in namenski sistem	26
7.2.5.	Kontrolno merjenje tveganja	26
7.2.6.	Mednarodna uporaba ustreznih aktiv	27
8.	Postopek licitacije	28
8.1.	Objava licitacije	29
8.2.	Institucije predložijo ponudbe	29
8.3.	Zbiranje ponudb in razglasitev rezultatov	30
8.4.	Poravnava	32
8.5.	Nasprotna transakcija	32
9.	Sistem trdne obrestne mere in sistem spremenljive obrestne mere	33
9.1.	Sistem trdne obrestne mere	33
9.2.	Sistem spremenljive obrestne mere	34
10.	Obnašanje institucij (nasprotne strani) pri izdelavi ponudb	35
10.1.	Ponudbeno obnašanje v sistemu trdne obrestne mere	36

10.1.1. Kronološki pregled	36
10.2. Ponudbeno obnašanje v sistemu spremenljive obrestne mere.....	37
10.2.1. Kronološki pregled	38
11. Sklep.....	41
12. Literatura	43
13. Slovar.....	45

1. UVOD

Evropska centralna banka (ECB) je glavna institucija EMUja, katere poglobitna naloga je z instrumenti denarne politike uresničevati cilje, ki si jih je zastavila. Z doseganjem le-teh lahko ECB v največji meri prispeva k učinkovitosti gospodarstva in finančnega sistema.

Namen mojega diplomskega dela je natančno spoznati najpomembnejši in najpogosteje uporabljan instrument denarne politike ECB, to je glavno refinanciranje. Da bi lahko ta instrument čim bolje razumeli, bom v prvi polovici diplome najprej predstavil nastanek, sestavo in strategijo ECB. V okviru strategije bom opisal še glavni cilj, ki ga poskuša ECB dosegati srednjeročno. Kot pomoč pri doseganju zastavljenega cilja je ECB oblikovala dva stebra, ki omogočata uspešno vodenje denarne politike, kot tudi kontrolo učinkovitosti le-te. V okviru prve polovice sem v petem poglavju opisal instrumente denarne politike, ki jih ima ECB na razpolago. Iz množice poznanih instrumentov, so bili izbrani tisti, ki so se v preteklosti (pri nacionalnih centralnih bankah) izkazali za najboljše. Instrumenti tvorijo tri večje skupine: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam in obvezne (minimalne) rezerve. Posamezne instrumente, ki so ECB na voljo, bom opisal na kratko, poleg tega bom pri vsakem analiziral še razpoložljive podatke in poskušal ugotoviti kolikokrat in v kolikšni meri je bil posamezen instrument uporabljen.

V drugi polovici diplomskega dela bom natančno obravnaval operacije glavnega refinanciranja. Najprej je podana definicija tega instrumenta, nato pa je še podrobneje obravnavana obrestna mera, ki velja za najpomembnejšo obrestno mero ECB, saj signalizira pozicijo njene denarne politike. To poglavje se konča s kronološkim pregledom vodenja denarne politike od 1. januar 1999 do 31. decembra 2001.

Glavno refinanciranje je instrument, kjer poleg ECB nastopa še nasprotna stran, ki je dejansko posojiljemalec, zato v nadaljevanju obravnavam pogoje, ki jih mora finančna institucija izpolnjevati, da lahko nastopa kot nasprotna stran. Za prejeta sredstva mora nasprotna stran zastaviti ustrezno aktivo, ki mora izpolnjevati določene pogoje postavljene s strani ECB in NCB, njeno delitev v dve kategoriji ter možnost mednarodne uporabe. ECB se ne sme izpostavljati tveganjem pri posojanju sredstev finančnim institucijam, zato zahteva neko jamstvo (aktivo) za posojena sredstva. Ker pa se vrednost zastavljene aktive lahko spreminja, ECB neprestano izvaja kontrolno merjenje tveganja.

Operacije glavnega refinanciranja se izvajajo na podlagi standardne licitacije. Le-ta ima več korakov, ki jih bom opisal v nadaljevanju.

S tem bom zaključil opis glavnega instrumenta denarne politike. Vendar je potrebno natančneje pogledati še en pomemben element v postopku licitacije – obrestno mero. Dejal sem že, da je obrestna mera pri glavnem refinanciranju najpomembnejša obrestna mera ECB. V povezavi z njo govorimo o dveh sistemih: sistem trdne obrestne mere in sistem spremenljive obrestne mere. Sistema sta si med seboj različna in vplivata na ponudbeno obnašanje finančnih institucij, ki nastopajo kot nasprotna stran v operacijah glavnega refinanciranja, zato opišem tudi oba sistema.

Sledi predzadnje poglavje, ki se osredotoča na obnašanje institucij v obeh sistemih obrestnih mer. Teoretični poglobitvi sledi tudi kronološka analiza preteklega obnašanja finančnih institucij, tako v sistemu trdne, kot tudi v sistemu spremenljive obrestne mere.

Na koncu sem še enkrat povzel vse ugotovitve, ki se nanašajo na uporabo glavnega refinanciranja pri vodenju denarne politike ECB.

2. NASTANEK ECB

Evropska centralna banka (ECB) je formalno nastala 1. junija 1998, ko so svoje položaje zavzeli predsednik (Williem F. Duisenberg), podpredsednik (Christian Noyer)¹ in še štirje člani **direktorija ECB**. Za sedež ECB je bil izbran Frankfurt v Nemčiji.

Vodenje enotne (skupne) denarne politike je ECB prevzela šele 1. junija 1999. V tem trenutku nacionalne centralne banke (NCB) držav, ki so sprejele evro kot edino valuto, izgubijo samostojnost pri izvajanju denarne politike. Hkrati s pričetkom delovanja ECB preneha delovati Evropski monetarni inštitut (EMI), katerega naloga je bila povečati sodelovanje NCB, usklajevati njihove denarne politike in tako tlakovati pot za nastanek ECB; vendar EMI, za razliko od ECB, ni imel možnosti vodenja denarne politike.

Z nastankom ECB nastane tudi Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki ga tvorijo ECB in NCB 15 držav Evropske unije (EU). Pomembno je ločiti med ESCB in **Evrosistemom**, ki ga sestavljajo ECB in CB 12 držav², ki so v denarnem področju evra. Tri države³, ki se niso odrekle nacionalni valuti in samostojni denarni politiki in so članice EU, ne morejo sodelovati pri vodenju, kakor tudi ne pri uveljavljanju skupne denarne politike in zatorej niso članice Evrosistema.

Kot je bilo že rečeno, so NCB z nastankom ECB izgubile denarno suverenost in samostojno ter prevzele funkcijo agentov ECB. ECB vodi denarno politiko decentralizirano preko NCB.

Potrebno je vedeti, da je ECB pomemben korak k nastanku Ekonomske in monetarne unije (EMU). Gre za sistem 15 držav, ki so se zavezale k nastanku ekonomske unije, kar pomeni skupen trg, s prostim gibanjem blaga, storitev, delovne sile in kapitala, in monetarne unije, ki vključuje skupno valuto, CB in denarno politiko, ki jo ta vodi, ter skupno politiko deviznega tečaja.

ECB je nadnacionalna institucija in edini izvršilni organ Evropskega centralnobančnega sistema. Njene lastnice so nacionalne CB, ki so morale vložiti delež kapitala. Kolikšen delež je morala posamezna banka vložiti je odvisno od dveh faktorjev:

- deleža države v skupnem BDP,
- deleža države v skupnem številu prebivalstva EU

¹ Oba sta bila izvoljena 25. maja 1998.

² Poleg Grčije, ki se je denarnemu področju evra (Evroland) priključila kot zadnja, in sicer 1. januarja 2001, sodijo v Evroland še: Finska, Belgija, Francija, Nemčija, Italija, Španija, Portugalska, Nizozemska, Irska, Luksemburg in Avstrija.

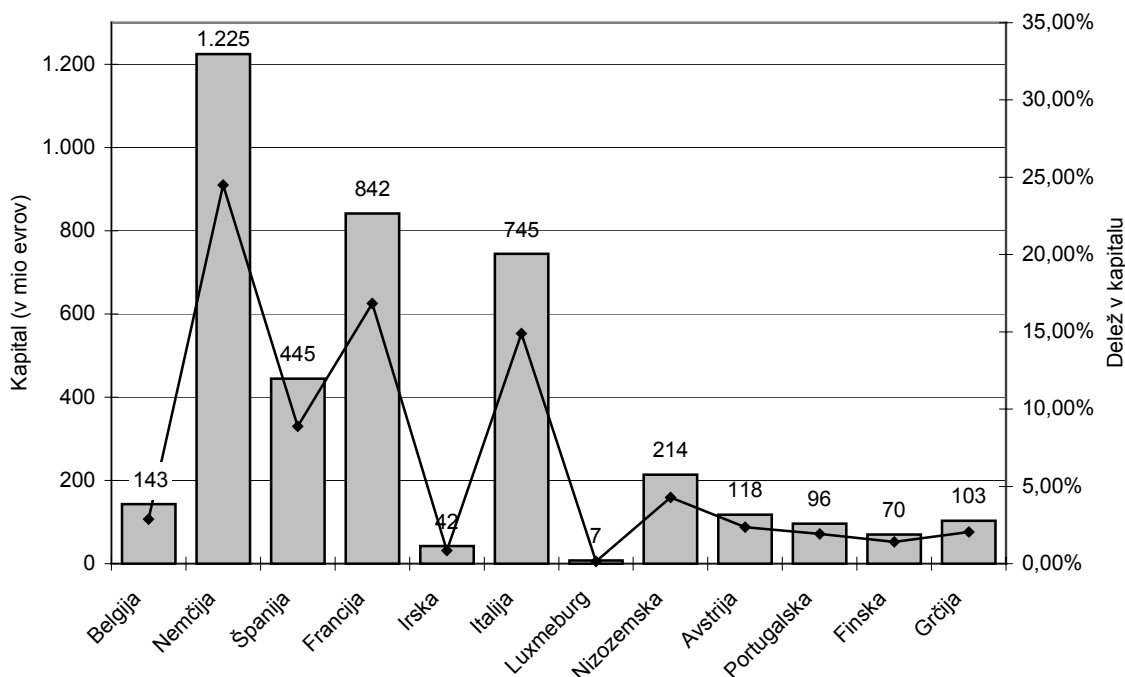
³ To so: Anglija, Švedska in Danska.

Pri izračunu deleža kapitala se upošteva 50% deleža prebivalstva države v EU in 50% deleža BDPja države v EU. Na vsakih pet let se deleži posamezne države v kapitalu ECB, prilagajajo spremembi obeh faktorjev.

Določeni so tudi deleži za tri države, ki še niso članice EMU⁴.

Kapital ECB znaša (od 1. januarja 2001 dalje) 4.049.715.000 evrov, največji delež v kapitalu ima nemška CB (Deutsche Bundesbank), in sicer 24,49 odstotkov, kar pomeni, da je vložila 1.224.675.000 evrov, najmanjši delež pa Luksemburg (Banque centrale du Luxembourg), 0,15 odstotka, kar pomeni vloženih 7.460.000 evrov. Spodnji graf nam prikazuje dejanske vrednosti vloženega kapitala za 12 članic EMU in njihove deleže v kapitalu.

Slika 1: Vrednosti vloženega kapitala dvanajstih NCB članic EMU v kapitalu ECB in njihovi deleži



Vir: Annual report 2001, 2001, str. 238.

Delež posamezne nacionalne CB v kapitalu ECB je pomemben, kajti na tej podlagi se deli dobiček ECB. 80% dobička se razdeli med delničarje (NCB), glede na njihov delež v kapitalu ECB. 20% dobička gre v rezerve ECB.

NCB so poleg kapitala prispevale tudi mednarodne denarne rezerve (MDR). Prispevek vsake je odvisen od njenega deleža v kapitalu ECB. Na začetku je imela ECB približno 39,47 milijarde evrov. Grčija je v MDR prispevala znesek v višini nekaj manj kot 1,28 milijarde evrov. MDR so na koncu leta 2001 znašale 46,8 milijard evrov, kar je 3,3 milijarde več kot

⁴ Le-te prispevajo v ECB 5% njihovega deleža kapitala, za operativne stroške, ki jih ima ECB z njimi. Z vstopom v EMU bodo morale dodati še preostalih 95% v kapital ECB. Pet odstotkov vseh treh držav skupaj znaša 52,6 milijonov evrov.

leto prej in enako kot leta 1999. Do spreminjanja višine MDR, ki jih ima ECB lahko pride zaradi:

- intervencij, v zvezi z menjalnimi tečaji,
- vstopa (izstopa) posamezne države,
- obresti, ki jih ECB dobi od mednarodnih rezerv,
- spremembe v tržni vrednosti MDR.

ECB je dopustila možnost, da pridobi dodatne MDR s strani NCB.

Mednarodne denarne rezerve sestojijo iz Ameriškega dolarja, Japonskega jena, ki skupaj predstavljata 85 odstotkov MDR ter zlata, ki predstavlja preostalih 15 odstotkov. V zameno za dane MDR so nacionalne CB dobile posojila, dominirana v evrih.

3. SESTAVA ECB

Vrh ECB tvori **Svet ECB** ("Governing Council"), ki ga sestavlja šest članov **direktorija** ("Executive board") in guvernerji NCB (od leta 2001 naprej jih je dvanajst). Svet ECB torej od leta 2001 dalje sestavlja 18 članov.

Svet ECB:

- predstavlja najvišji odločitveni organ ECB,
- oblikuje denarno politiko (določa obrestne mere, višino obveznih rezerv...),
- sprejema odločitve in smernice, ki zagotavljajo izpeljevanje nalog, ki so bile zaupane Evrosistemu.

Direktorij sestavljajo predsednik (Williem F. Duisenberg), podpredsednik (Christian Noyer) in še štirje člani; vsi morajo imeti bogato znanje in izkušnje z monetarnega oziroma bančnega področja. Člane direktorija imenuje Evropski svet ("European Council"), ki se predhodno posvetuje z Evropskim parlamentom in svetom ECB. Soglasje k imenovanju predsednika morajo dati tudi vlade držav članic EMUja.

Naloga direktorija je operativno izvajanje denarne politike ECB, v skladu z odločitvami Sveta ECB. Zadolženi so tudi za dajanje potrebnih navodil NCB, pripravo srečanja Sveta ECB ter odgovorni za delovanje ECB.

Mandat šestih članov direktorija traja osem let, kar ne velja za sedanje člane. Z različno dolžino mandatov članov prvega direktorija bo zagotovljena kontinuiteta v ECB, saj se bo predvidoma zamenjal naenkrat le en član direktorija. Za najdlje je trenutno imenovan O. Issing (osem let) – član direktorija, za najkrajši čas pa C. Noyer (štiri leta) – podpredsednik.

Oba organa sta zadolžena za pripravo in uveljavljanje denarne politike. Na čelu obeh je predsednik ECB, ki ga lahko nadomešča podpredsednik.

Odločanje v Svetu ECB poteka z navadno večino, kjer ima vsak član en glas. V primeru izenačenosti je odločilen glas predsednika. Člani direktorija pa nimajo glasovalne pravice pri odločanju o razdelitvi dobička. V tem primeru glasujejo le guvernerji nacionalnih CB, in

sicer z dvotretinjsko večino. Število glasov posameznega guvernerja je v sorazmerju z njegovim deležem v kapitalu ECB.

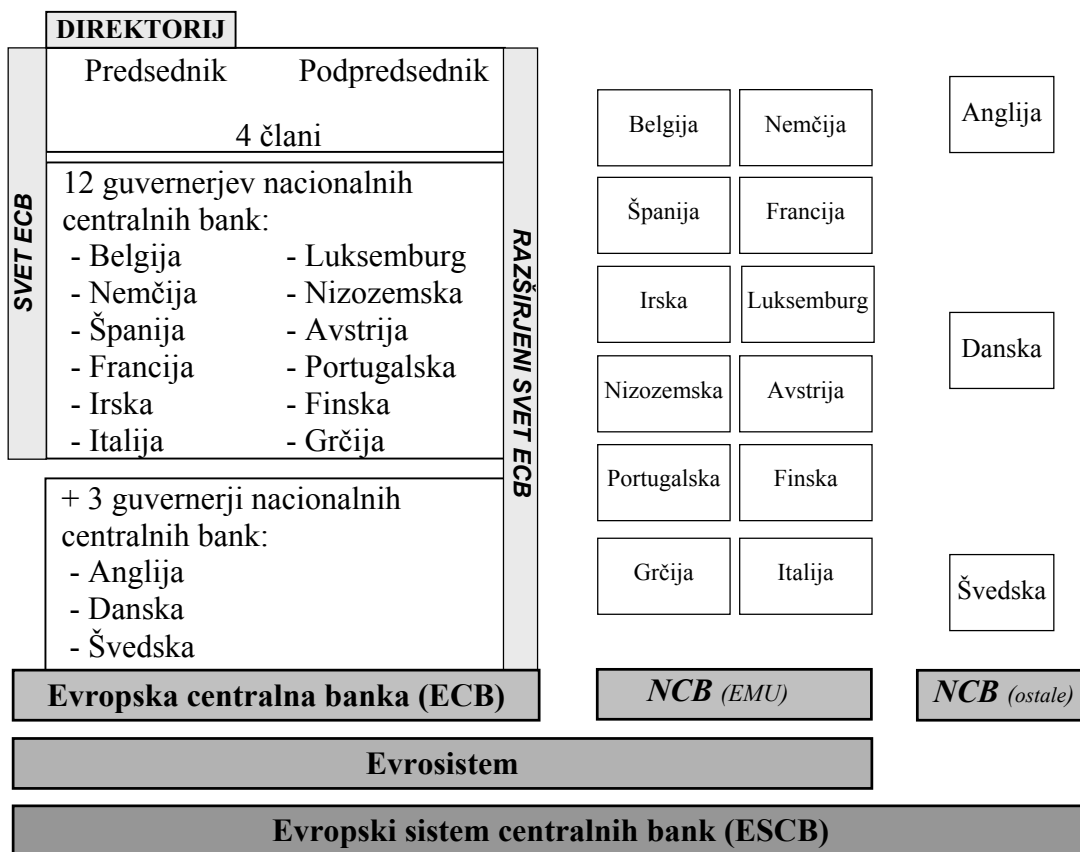
V okviru ECB deluje tudi tretji organ, **razširjeni svet ECB** ("General Council"), ki ima posvetovalno funkcijo. Poleg predsednika in podpredsednika so vanj vključeni še guvernerji CB vseh držav EU, torej tudi tistih, ki še niso v EMU. Razširjeni svet ECB bo deloval dokler vse članice EU ne bodo pristopile k EMU. Ostale funkcije, ki jih opravlja razširjeni svet ECB so:

- zbiranje statističnih podatkov potrebnih za odločitve denarne politike,
- sodelovanje pri pripravi letnih poročil ECB,
- skupaj z NCB se dogovarja o standardizaciji poročanja o delovanju NCB,
- sodeluje pri oblikovanju pogojev za zaposlovanje oseb v ECB.

Razširjeni svet ECB je bil prisoten tudi pri pripravi trdnih menjalnih razmerij med evrom in ostalimi valutami.

NCB so z ECB tesno povezane, saj se preko njih implementira denarna politika, vendar so hkrati podrejene, saj morajo natančno upoštevati njene smernice in navodila. Lahko pa izvajajo tudi samostojne funkcije, če ECB ugotovi, da niso v nasprotju z zastavljenimi cilji enotne denarne politike.

Slika 2: Sestava ECB, Evrosistema in ESCB



Izpostaviti je potrebno tudi samostojnost in neodvisnost ECB, ki ji omogoča učinkovito zasledovanje izbranih ciljev. Nihče naj bi ne mogel vplivati na odločitve ECB, in tudi sama ECB ne sprejema navodil "od zunaj". Neodvisnost je zagotovljena tako, da:

- so guvernerji imenovani za vsaj pet let (z možnostjo ponovne izvolitve),
- so člani direktorija imenovani za minimalno osem let izvolitve (kot že rečeno, to ne velja za člane prvega direktorija), brez možnosti ponovne,
- če bi se izkazala nesposobnost ali slabo vodenje posamezne osebe, je možna odstavitev s položaja.

Kljub samostojnosti pri svojem delovanju je ECB odgovorna, v prvi vrsti, javnosti, nato predsednikom držav in vlad ter nenazadnje tudi Evropskemu parlamentu.

4. STRATEGIJA ECB

ECB je določila strategijo denarne politike usmerjeno v stabilnost. Z oblikovanjem enotne monetarne unije, uvedbo evra in ustanovitvijo ECB je prišlo do precejšnje negotovosti; usmeritev v stabilnost je zato ključnega pomena za učinkovito delovanje ekonomskega sistema. Strategija, ki jo je izbrala ECB, izpolnjuje načelo učinkovitosti, je jasna in razumljiva, transparentna (javnost mora biti seznanjena z njenim delovanjem in odločitvami) ter skladna z načelom samostojnosti ECB.

ECB si želi s takšno strategijo doseči visoko kompetentnost in zaupanje v njene odločitve, kar ji bo omogočilo vodenje učinkovite denarne politike in doseganje zastavljenih nalog in ciljev.

Glavne naloge ECB lahko strnimo v naslednjih točkah:

- oblikovanje in vodenje denarne politike članic denarnega področja evra,
- učinkovito opraviti valutno zamenjavo,
- upravljanje mednarodnih denarnih rezerv držav članic EMU,
- skrb za delovanje plačilnega sistema znotraj EU, ki temelji na sistemu TARGET⁵,
- sodelovanje z institucijami pri vodenju politik, za doseg stabilnosti v finančnem sistemu,
- izdajanje primarnega denarja.

ECB se je zavezala poročati javnosti o svojem delovanju, zato redno objavlja mesečna in letna poročila, poroča o svojem delu in sklicuje tiskovne konference, kjer ažurno poroča o njenih odločitvah. Na ta način naj bi se vzpostavilo zaupanje javnosti v delovanje ECB.

Za doseg tega cilja mora biti, kot sem že omenil, pri svojem delu samostojna na vseh ravneh. Zagotovljena mora biti **institucionalna neodvisnost**, kar pomeni, da ECB ne deluje pod vplivom katerekoli vlade ali institucij. Stremi k **osebni neodvisnosti** članov sveta ECB,

⁵ Sistem TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) je sestavljen iz nacionalnih plačilnih sistemov 15 članic EU in omogoča plačilni promet, ki se med državami izvede v nekaj minutah, torej praktično v realnem času.

kar se doseže s podelitvijo mandata za daljšo dobo ter **funkcionalni neodvisnosti**, za kar ima ECB na voljo različne instrumente denarne politike.

ECB je v okviru strategije navedla naloge, glavni cilj, poti za njegovo dosego in “dva stebra”, ki sta oporna točka na poti do cilja. Zaradi nepreglednosti transmisijskega mehanizma⁶ je zaupanje javnosti v odločitve ECB bistvenega pomena za njeno uspešno delovanje.

4.1. Glavni cilj ECB

Statut (člen 105 (I)) določa, da se za glavni cilj denarne politike ECB izbere **ohranjanje stabilnosti cen**. V povezavi s tem pa ECB ne sme zanemarjati tudi ostalih pomembnih ciljev:

- zaposlenosti,
- stabilna rast,
- visoka stopnja tekmovalnosti,
- rast denarnega agregata M3, itd.

Vendarle ECB meni, da je stabilnost cen najpomembnejši prispevek, ki ga lahko da h kvalitetnemu razvoju gospodarskega in finančnega sistema ter povečanju prosperitete in življenjskega standarda v državah EU.

Stabilnost cen je bila za cilj izbrana zaradi različnih prednosti, ki jih prinaša gospodarstvu. Stabilnost cen prispeva k visoki zaposlenosti in ugodni ekonomski aktivnosti iz naslednjih razlogov:

- zagotavlja transparentnost relativnih cen in tako omogoča kvalitetnejše odločanje o potrošnji in investicijah. Vse to pripelje do boljše alokacije resursov in posledično do večje produkcije v gospodarstvu.
- Ob pričakovanju stabilnih cen, je zahtevana premija za inflacijsko tveganje manjša, kar posledično zmanjšuje tudi obrestne mere po katerih podjetja pridobivajo sredstva za investicije. Število investicij se tako poveča, s tem pa tudi gospodarska rast.
- Ob nizki inflaciji gospodarski subjekti ne težijo k držanju sredstev, temveč jih poskušajo usmeriti v dobičkonosne investicije.
- V sistemu kjer so cene stabilne, davki povzročajo manjše motnje v ekonomskem obnašanju.
- Stabilne cene preprečujejo arbitrarno redistribucijo bogastva in prihodkov, s čimer se ohranja socialna stabilnost.

Na podlagi teh ugotovitev in empiričnih dokazov, da ekonomije s stabilno ravnjo cen rastejo na dolgi rok hitreje⁷, je ECB določila glavni cilj denarne politike.

⁶ Denarna politika ne more neposredno vplivati na zastavljeni cilj, temveč deluje preko različnih kanalov, ki jih z eno besedo imenujemo transmisijski mehanizem.

⁷ Raziskave prav tako dokazujejo, da so stroški v gospodarstvu, ki so posledica visoke inflacije, precejšnji.

V statutu ECB glavni cilj ni bil kvantitativno opredeljen, zato je to storil Svet ECB leta 1998 in določil, da stopnja rasti cen, ki se meri z indeksom **HICP** (Harmonised Index of Consumer Prices), na letni ravni ne sme preseči 2 odstotkov.

Glavni cilj denarne politike je kvantitativno določen zato, da daje smernice pričakovanjem o rasti cen, hkrati pa je tudi merilo za ocenjevanje uspešnosti denarne politike. Pomemben poudarek je tudi na doseganju tega cilja na »srednji rok«. ECB namreč ne more kontrolirati vseh dejavnikov, ki na kratek rok vplivajo na nihanje in raven cen. Odločitve denarne politike vplivajo na gospodarstvo z odlogom. Kdaj in kakšni bodo vplivi je težko oceniti, zato se ECB ne more odzivati na trenutne spremembe in šoke, temveč deluje z denarno politiko srednje- in dolgoročno. Inflacija je na dolgi rok namreč monetarni fenomen in s tega vidika je potrebno razumeti usmerjenost denarne politike.

V okviru definicije cenovne stabilnosti je ECB dala vedeti, da ne pretirana inflacija ne deflacija nista dobrodošli. Za merjenje inflacije je bil uveden nov indeks (HICP), ki je harmoniziran preko vseh držav vključenih v evro področje in meri letne spremembe v ravni cen. ECB priznava, da HICP ni popoln, saj na primer ne zajema povečane kakovosti dobrin in storitev (vrednost HICP je v takem primer višja kot je dejanska inflacija), kakor tudi ne sprememb v potrošniških navadah.

Na koncu bi izpostavil še dve stvari, ki sta pomembni pri vodenju denarne politike.

Prvič, ECB zanima rast cen na celotnem evro področju. Ne odziva se na morebitne spremembe v eni državi ali regiji, razen če te spremembe nakazujejo morebiten nov trend na evro področju. Drugič, ECB zanima gibanje rasti cen na letni ravni. Ne more in ne sme se odzivati na mesečne šoke v rasti cen.

Pravilno bi bilo, da bi uspešnost ECB ocenjevali z vidika doseganja zastavljenega cilja. Vendar kljub izdatni komunikaciji z javnostjo ECB ne uživa takšnega slovesa, kot bi si želela. Morebiti tudi zaradi pogostega spreminjanja poglobljenih obrestnih mer ter stopnje inflacije, ki je bila v zadnjih 23 mesecih (od junija 2000) nad zastavljenima dvema odstotkoma.

4.2. Obveščanje javnosti

ECB je zavezana demokratičnim institucijam in javnosti, zato je le-tem dolžna sporočati svoje odločitve. V statutu je natančno določeno na kakšen način mora komunicirati z javnostjo, ne da bi bila pri tem ogrožena njena neodvisnost. Navodila pravijo, da mora ECB objavljati četletna poročila o svojem delovanju, tedenska finančna poročila ter letna poročila, katera je dolžna predložiti Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu ter Evropski komisiji. ECB se je prostovoljno odločila, da bo njeno poročanje še bolj natančno in ažurno, da bo tako dosežena še večja transparentnost njenega delovanja in posledično večje zaupanje v skupno denarno politiko. Uvedla je mesečna poročila (»Monthly Bulletin«), preko tiskovnih konferenc redno poroča o svojih odločitvah, podpira izdajanje raziskovalnih del, ki so povezane z delovanjem Evrosistema ter izdaja brošure. Čim širši dostop do

informacij in publikacij, ki so povezane z denarno oblastjo, omogoča tudi tako, da jih redno objavlja na svoji spletni strani.

4.3. Dva stebra denarne politike

ECB je v okviru strategije določila tudi dva stebra na katera se njena denarna politika "opira". Stebra sta orodje za oblikovanje informacij, ki so ECB v pomoč pri vodenju denarne politike in pri doseganju glavnega cilja.

4.3.1. Prvi steber

V okviru prvega stebra je denar prevzel dominantno vlogo pri vodenju denarne politike. Velja, da je inflacija na srednji in dolgi rok monetarni fenomen, zato je jo lahko usmerjamo z uravnavanjem količine denarja v obtoku.

Seveda različni denarni agregati niso enako tesno povezani z ravno cen. Potrebno je izbrati agregat, ki najbolje napoveduje gibanje bodoče ravni cen. Za evro področje je bilo ugotovljeno, da je raven cen, srednje- in dolgoročno najtesneje povezana z denarnim agregatom M3⁸; poleg tega igra agregat M3 zelo pomembno vlogo v transmisijem mehanizmu. Po drugi strani je agregat M3 na kratek rok težje kontrolirati, kot ožje denarne agregate, ki pa kažejo manjšo povezanost z ravno cen.

ECB je agregat M3 izbrala za temelj prvega stebra zato, ker je njegov razvoj najboljša osnova za oceno cenovne stabilnosti v prihodnosti.

ECB je pomembnost tega širokega denarnega agregata sporočila tako, da je za stopnjo rasti M3 določila referenčno vrednost. Le-ta ne pomeni cilja denarne politike, zato ECB ne bo poskušala držati rasti M3 znotraj te vrednosti in ne bo vplivala na rast M3 kratkoročno.

Analizirala bo odmik v rasti M3 od referenčne vrednosti, komponente tega denarnega agregata ter njegovo gibanje. Dolgoročen odmik rasti M3 od referenčne vrednosti v normalnih okoliščinah sporoča nevarnost o prihodnji inflaciji.

Svet ECB je decembra 1998, ob upoštevanju glavnega cilja (letna stopnja rasti cen pod 2%), predpostavki o letni rasti BDPja na ravni 2-2,5% in oceni, da se bo obtočna hitrost denarja vsako leto zmanjšala za 0,5 do 1 odstotek, določil referenčno vrednost za rast denarnega agregata na ravni 4,5 odstotka.

Vsako leto decembra ECB ponovno pregleda vse predpostavke na katerih temelji referenčna vrednost in se odloči o morebitni spremembi le-te. V letu 1999, 2000 in 2001 je ECB ugotovila, da predpostavke ostajajo enake, zato je referenčno vrednost obdržala.

Ko rast M3⁹ preseže 4,5 odstotka na letni ravni, ECB analizira vzroke za presežno rast. Potrebna je analiza različnih faktorjev, ki lahko vplivajo na rast agregata M3. Če ECB

⁸ Denar agregat M3 tvori: gotovina v obtoku, blagajniški depoziti, vloge na vpogled, vezane in varčevalne vloge pri poslovnih bankah ter kratkoročni vrednostni papirji.

⁹ Rast M3 se meri na več načinov, vendar naj bi tromesečno drseče povprečje najbolj pravilno prikazalo kratkoročne spremembe v rasti.

ugotovi, da je možen dolgoročen vpliv na stabilnost cen, povzame določene ukrepe denarne politike.

ECB se na spremembe v rasti M3 ne odziva avtomatsko, ker:

- je povezava med agragatom M3 in ravno cen na kratek rok nestabilna
- na M3 vplivajo različni dejavniki, na katere ECB nima vpliva (spremembe v obdavčevanju, nagnjenosti k varčevanju ...).

Vendar bi bilo zgolj opiranje na denarni agragat M3 pri vodenju denarne politike premalo. Monetarne informacije so sicer izrednega pomena, a ne vsebujejo vseh potrebnih informacij za vodenje denarne politike, zato ima denarna politika v podporo še drugi steber.

4.3.2. *Drugi steber*

Drugi steber tvori široka ocena o gibanju prihodnjih cen, ki je oblikovana na podlagi velikega števila spremenljivk.

Za čim boljše odločitve mora ECB poznati ekonomsko situacijo, zato je v analizo gibanja cen v prihodnosti vključila tudi ekonomske indikatorje¹⁰. ECB ocenjuje ekonomske in finančne spremenljivke, ki vplivajo na ekonomske pogoje, le-ti pa naprej na kratkoročno in dolgoročno raven cen. Tudi kratkoročen vpliv spremenljivk na raven cen je za ECB pomemben, saj lahko kratkoročne spremembe ogrožajo dolgoročno stabilnost, česar denarna politika ne sme zanemariti.

ECB vodi denarno politiko tudi na osnovi analize:

- gibanja plač,
- vrednosti premoženja,
- razvoja proizvodnje,
- povpraševanja in ponudbe,
- cenovnih in stroškovnih indeksov,
- razvoja trga dela,
- potrošniških raziskav,
- sprememb v deviznem tečaju, itd.

Na podlagi pridobljenih podatkov Evrosistem dvakrat letno oblikuje **projekcije**, temelječe na spremenljivkah, ki tvorijo drugi steber. Projekcije so izrednega pomena za vodenje denarne politike, zato je samoumevno, da morajo biti pridobljeni statistični podatki, na katerih temeljijo, kvalitetni. Projekcije nosijo v sebi določeno negotovost, ki se povečuje z dolžino obdobja za katerega so narejene.

To negotovost, ki se ji ne da popolnoma izogniti, mora ECB, skupaj z vsemi dosegljivimi indikatorji, upoštevati pri odločitvah.

Ugotovili smo, da denarna politika ECB temelji na dveh stebrih, katerih komponente ECB analizira in navzkrižno preverja indikatorje, da lahko učinkovito nadzira in usmerja gibanje ravni cen. Zavedati se moramo, da je pomembno opazovati spremembe vseh spremenljivk in ne le ene, kar ECB tudi počne in o rezultatih analiz in posledičnih odločitvah tudi poroča javnosti.

¹⁰ Ocene ekonomskih spremenljivk ECB pridobi iz svojih virov kot tudi od drugih institucij.

5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE

ECB ima za dosego glavnega cilja na voljo različne instrumente denarne politike. Instrumenti omogočajo implementacijo denarno-političnih odločitev. Zavedati pa se moramo, da denarna politika nima moči, da bi neposredno vplivala na raven cen v gospodarstvu. Dejansko deluje preko transmisijskega mehanizma, kar ustvarja določene težave pri njenem učinkovitem delovanju. Težko je namreč ugotoviti, kako močan bo vpliv denarne politike in čez koliko časa bo vplival na raven cen (kakšen bo časovni odlog).

Prvi korak v transmisijem mehanizmu je denarni trg in ECB s svojimi instrumenti najbolj vpliva ravno nanj, ta pa nato preko različnih kanalov tudi na druge spremenljivke ekonomije in nazadnje še na raven cen. ECB poskuša vplivati predvsem na obrestne mere, ki se oblikujejo na denarnem trgu¹¹. Lahko pa vpliva tudi na likvidnost trga in ima moč določati različne pogoje, ki jih morajo upoštevati institucije, ki oblikujejo denarni trg.

ECB deluje decentralizirano preko NCB. V tem smislu je koordinator operacij denarne politike. Pri svojem delovanju ECB sledi načelu nediskriminatornosti, kar pomeni, da vse institucije obravnava enako, ne glede na to iz katere države evro področja prihajajo¹². V ta namen so vsa pravila in postopki harmonizirani.

ECB se je zavezala izpolnjevati določena načela, ki povečujejo natančnost in hitrost delovanja denarne politike. Eno izmed najpomembnejših je načelo operativne učinkovitosti, ki omogoča kvaliteten vpliv ECB na denarne trge. Ostala načela, ki jim ECB sledi, so:

- načelo transparentnosti,
- načelo kontinuitete (postopki in instrumenti denarne politike naj se ne bi pogosto in bistveno spreminjali),
- načelo varnosti (ECB poskuša zagotoviti minimalno izpostavljenost finančnim in operativnim tveganjem) in
- načelo stroškovne učinkovitosti.

Instrumenti denarne politike ECB se delijo v tri skupine. V nadaljevanju besedila si bomo ogledali vse instrumente ter njihove glavne značilnosti. Najpomembnejšemu med njimi, operacijam glavnega refinanciranja, se bom natančneje posvetil v naslednjem poglavju.

5.1. Operacije na odprtem trgu

Operacije na odprtem trgu igrajo najpomembnejšo vlogo v denarni politiki ECB. Pomembne so, ker signalizirajo pozicijo denarne politike, uravnavajo višino obrestnih mer, absorbirajo presežno likvidnost oziroma zagotavljajo potrebna likvidnostna sredstva.

¹¹ ECB z določanjem nekaterih ključnih obrestnih mer (to je predvsem obrestna mera za glavno refinanciranje) signalizira pozicijo denarne politike. Obrestnim meram ECB se posledično prilagodijo tudi tržne obrestne mere.

¹² ECB si želi, da bi bilo v denarno politiko vključenih čim več institucij z evro področja, ki izpolnjujejo zahtevane pogoje.

Sredstva se lahko na denarni trg plasira z začasnimi ali z dokončnimi transakcijami. Prve imenujemo tudi repo posle, ko nakupu oziroma prodaji čez čas sledi nasprotna transakcija. Institucije, ki poleg ECB nastopajo v začasnih transakcijah kot nasprotna stran, morajo izpolnjevati določene pogoje. V primeru repo poslov se za posojena sredstva zahteva neka prvovrstna aktiva, ki služi kot jamstvo za dano posojilo. Čez čas zastavljeno aktivo posojiljemalec odkupi, seveda po višji ceni kot je bila najprej prodana. Razlika v ceni se pojavi zaradi implikacije obrestne mere na dano posojilo. Obrestna mera se obračuna za čas trajanja operacije na odprtem trgu po sistemu dejanskega števila dni (dejansko/360).

Pri dokončnih transakcijah se aktiva kupi ali proda, vendar kasneje ne sledi nasproten posel. Aktiva tu dejansko preide na kupca. Dokončne transakcije ECB uporablja, ko želi zagotoviti dodatna ali absorbirati presežna likvidnostna sredstva. Institucijam, ki tu nastopajo kot nasprotna stran, ni potrebno izpolnjevati posebnih pogojev, kot to velja v primeru začasnih transakcij.

Operacije na odprtem trgu lahko ECB izvede s standardno licitacijo, hitro licitacijo ali bilateralnim postopkom.

Operacije na odprtem trgu razdelimo v štiri kategorije.

5.1.1. Glavno refinanciranje

Glavno refinanciranje je najpomembnejši instrument denarne politike ECB in z njim denarna politika oskrbuje finančni sistem s kratkoročnimi likvidnostnimi sredstvi. Obrestna mera, ki se oblikuje v okviru glavnega refinanciranja je tista, ki v največji meri vpliva na obrestne mere denarnega trga, rast denarnega agregata M3 in v končni instanci na raven cen v gospodarstvu.

Več o tem instrumentu v nadaljevanju.

5.1.2. Dolgoročno refinanciranje

Dolgoročno refinanciranje je instrument denarne politike, ki ga ECB uporablja mesečno (vsako prvo sredo v mesecu) in ima navadno dospelost tri mesece. Instrument se izvaja decentralizirano na podlagi standardne licitacije h kateri lahko pristopijo vse institucije evro področja, ki izpolnjujejo točno določene kriterije (primernostni kriteriji)¹³. Koledar izvajanja tega instrumenta se objavi v naprej.

Dolgoročno refinanciranje omogoča finančnim institucijam priti do dolgoročnejših likvidnostnih sredstev. Za pridobljena sredstva je potrebno v jamstvo predložiti ustrezno aktivo.

ECB ne določa obrestne mere za te operacije, saj ne želi vplivati na obrestno mero na denarnem trgu (tromesečna obrestna mera), zato se le-ta praviloma oblikuje na podlagi ponudbe. Včasih ECB navede tudi količino sredstev, ki jih namerava dodeliti. Standardna licitacija se izvaja z uporabo sistema spremenljive obrestne mere (znotraj tega se lahko

¹³ Katere pogoje mora izpolnjevati institucija, da nastopa v operacijah odprtega trga, kakšne pogoje mora izpolnjevati aktiva, da je primerna, celoten postopek licitacije in njegove posebnosti, bomo spoznali v poglavju o glavnem refinanciranju.

uporablja ali sistem ene obrestne mere ali sistem večih obrestnih mer), vendar lahko ECB uporabi tudi sistem trdne obrestne mere (obrestna mera je določena s strani denarnih oblasti), če se ji zdi to potrebno.

Prva operacija dolgoročnega refinanciranja je bila izvedena 14. januarja 1999. Dodeljenih je bilo 15 milijard evrov likvidnostnih sredstev, ob doseženi 3,13 odstotni mejni obrestni meri. ECB je v letih od 1999 do 2001 izvedla 38 operacij dolgoročnega refinanciranja v katerih je dodelila v povprečju vsako leto nekaj manj kot 230 milijard evrov sredstev (v povprečju nekaj nad 18 milijard evrov sredstev na operacijo).

V prvih operacijah je ECB dodeljevala 15 milijard evrov, proti koncu leta se je ta znesek povišal na 25 milijard evrov, saj je ECB želela zagotoviti dovolj likvidnostnih sredstev za uspešen prehod v leto 2000. V tem letu se je dodelitveni znesek zmanjšal najprej na 20 milijard evrov in v drugi polovici na 15 milijard evrov dodeljenih sredstev. V letu 2001 so bili vsi dodeljeni zneski, razen enega, enaki, in sicer 20 milijard evrov.

Za prvi dve operaciji odprtega trga je značilna določena standardizacija v celotnem procesu zagotavljanja likvidnostnih sredstev s strani ECB. Naslednji dve operaciji pa imata drugačne značilnosti.

5.1.3. Operacije finega uravnavanja

Fino uravnavanje je instrument denarne politike, ki je namenjen tako zagotavljanju kot tudi absorpciji likvidnosti.

Ni standardiziran in se ne izvaja ob točno določenem času, temveč glede na potrebe, ki se pokažejo na finančnih trgih. Dospelost teh operacij ni vnaprej določena. Mehanizmi, ki se uporabljajo v operacijah finega uravnavanju so:

- začasne transakcije (najpogosteje),
- dokončne transakcije,
- valutna zamenjava (promptni nakup/prodaja in hkrati terminska prodaja/nakup deviz) ali
- zbiranje vezanih vlog.

ECB z finim uravnavanjem oblikuje obrestno mero na denarnem trgu in uravnava likvidnost tega trga. Denarna politika ga uporablja ko se pojavi nepričakovana fluktuacija likvidnosti, in sicer zato da ublaži vpliv na tržno obrestno mero.

Instrument se izvaja s hitro licitacijo, ki traja eno uro (od objave licitacije do sporočitve rezultatov le-te) ali z bilateralnimi dogovori, ko se NCB dogovorijo, s posamezno institucijo, o transakciji sredstev¹⁴. Instrument se izvaja decentralizirano, vendar ga lahko zaradi hitrega reagiranja, ki ga ta instrument omogoča, ECB izvede sama.

Operacij finega uravnavanje ECB ne uporablja pogosto. Tako v letu 1999 teh operacij sploh ni uporabila. V naslednjem letu je bil ta instrument uporabljen dvakrat. Namen prve

¹⁴ Ker je pomembna operativna učinkovitost institucije, da se učinek finega uravnavanja kar najhitreje odrazi na denarnem trgu, je le malo institucij, ki so z vidika ECB primerne kot nasprotna stran (v letu 2001 je bilo takih zgolj 141 institucij).

operacije je bila absorpcija presežnih likvidnostnih sredstev, ki so se na trgu pojavile zaradi predhodnih operacij, ki so imele namen zagotoviti zadostno likvidnost za prehod v leto 2000. Druga je imela namen zagotavljanja likvidnostnih sredstev.

Tudi v letu 2001 sta bili izvedeni dve operaciji finega uravnavanja, ki sta imeli namen zagotoviti nemoteno delovanje trgov in zadostnih likvidnostnih sredstev po terorističnem napadu v ZDA.

V treh operacijah finega uravnavanja, ki so imele namen zagotavljati likvidnostna sredstva, je ECB dodelila nekaj manj kot 117 milijard evrov (šlo je za začasne transakcije). V enem primeru pa je ECB s tem instrumentom potegnila presežna likvidnostna sredstva z denarnega trga, v višini 14,42 milijard evrov.

5.1.4. Strukturne operacije

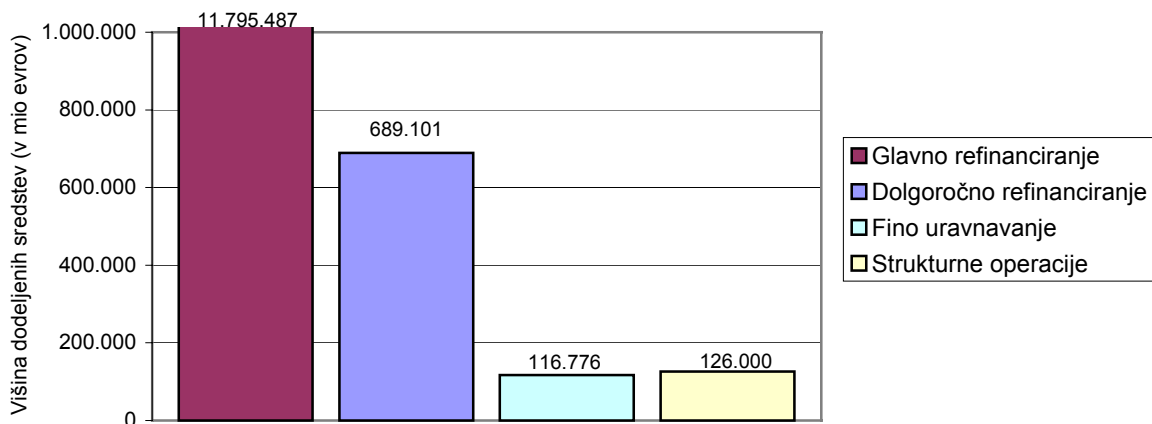
ECB s strukturnimi operacijami spreminja strukturni položaj denarnega trga. Ta instrument se uporablja decentralizirano, s standardno licitacijo, v obliki začasne transakcije ali izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. V primeru dokončnih transakcij ECB uporabi hitro licitacijo.

Termini za strukturne operacije so lahko redni ali ne, dospelost ni vnaprej določena. Instrument se uporablja za zagotavljanje in absorpcijo likvidnostnih sredstev. V operaciji lahko sodelujejo vse institucije, ki izpolnjujejo primernostne kriterije. V poštev za zavarovanje terjatev pride vsa aktiva, ki izpolnjuje ustrezne pogoje.

Instrument strukturnih operacij je ECB uporabila le dvakrat, obakrat v letu 2001. Šlo je za strukturne operacije z dospelostjo enega tedna, v katerih je ECB skupaj dodelila 126 milijard evrov likvidnostnih sredstev. V prvi strukturni operaciji je bila dosežena mejna obrestna mera 4,77 odstotka in v drugi 3,28 odstotka.

Najpomembnejše izmed operacij odprtega trga je glavno refinanciranje, kar vidimo tudi skozi višino sredstev, ki jih je ECB dodelila s pomočjo posameznega instrumenta. V spodnjem grafu imamo prikazano količino sredstev, ki jih je ECB dodelila v preteklih treh letih, za vse štiri instrumente, ki spadajo med operacije na odprtem trgu.

Slika 3: *Uporaba različnih operacij odprtega trga v letih od 1999 do 2001 skozi prizmo dodeljenih likvidnostnih sredstev*



Vir: *Monthly bulletin: June 1999 – February 2002.*

Za vse operacije na odprtem trgu je značilno, da je iniciativa na strani ECB. ECB kupuje ali prodaja primerno aktivo. To pa ne velja za instrumente odprte ponudbe bankam, ki so druga skupina instrumentov denarne politike. Tukaj imajo pobudo finančne institucije, ki lahko pri ECB pridejo do likvidnostnih sredstev oziroma se presežne likvidnosti znebijo.

5.2. Odprta ponudba bankam

Odprta ponudba bankam ima namen zagotavljanja (posojila) in absorbcije (depoziti) likvidnostnih sredstev preko noči. Obrestna mera, ki jo za ta instrument določa ECB, je prav tako eden od vzvodov denarne politike.

Obrestne mere, ki jih ECB aplicira na dva instrumenta znotraj odprte ponudbe bankam, so za banke najmanj ugodne. ECB z odprto ponudbo bankam nima namena neposredno vplivati na denarni trg, temveč z določitvijo (dveh) obrestnih mer zgolj določi minimalno in maksimalno mejo, znotraj katerih se nato gibljejo tržne obrestne mere za deponirana oziroma posojena sredstva preko noči.

Odprta ponudba bankam je instrument, ki je finančnim institucijam "v pomoč" pri doseganju minimalnih rezerv. Pobuda, za izvedbo tega instrumenta, je na strani bank.

ECB uporablja dve vrsti instrumentov:

5.2.1. Možnost zadolževanja

V okviru možnosti zadolževanja ("marginal lending facility") se lahko finančne institucije čez noč zadolžijo pri ECB. Do tega instrumenta se dostopa decentralizirano, preko NCB. Obrestna mera, ki jo ECB aplicira na ta instrument je najvišja za zadolžitve preko noči in predstavlja zgornjo mejo, do katere sežejo obrestne mere na denarnem trgu.

Zadolževanje poteka na osnovičasne transakcije, ko se za prejeta sredstva zastavi ustrezna aktiva (lastništvo aktive se prenese na ECB) ali na osnovi lombardnega posojila (aktiva ostane v lastništvu finančne institucije, ki se zadolžuje). Posojilo preko noči dobi avtomatično vsaka banka, ki je na koncu dneva neto dolžnik nasproti ECB oziroma tista, ki za posojilo zaprosi.

V letu 1999 je bilo 3.200 institucij, ki so imele možnost zadolževanja preko noči. Ta številka se je do leta 2001 znižala na 3.065 institucij. Prav tako je zaznati upad povprečne višine dnevnih posojil čez noč. V prvem letu delovanja je ECB na dan povprečno odobrila eno milijardo evrov posojil. Naslednje leto je povprečna višina dnevno odobrenih posojil padla na 0,4 milijarde evrov. Leta 2001 pa se je ponovno nekoliko dvignila, na 0,7 milijarde evrov. Obrestna mera za zadolževanje se je v treh letih nekajkrat spremenila. Najnižja dosežena vrednost je bila 3,25 odstotka in najvišja 5,74 odstotka.

5.2.2. Možnost deponiranja sredstev

V okviru drugega instrumenta lahko banke deponirajo presežna likvidnostna sredstva¹⁵ pri ECB preko noči. Vloge se obrestujejo po najnižji obrestni meri (hkrati je to spodnja meja, do katere sežejo tržne obrestne mere), ki jo ECB objavi v naprej. ECB za prejete depozite ne

¹⁵ NCB je tista, ki na podlagi poslane prošnje, odobri deponiranje sredstev.

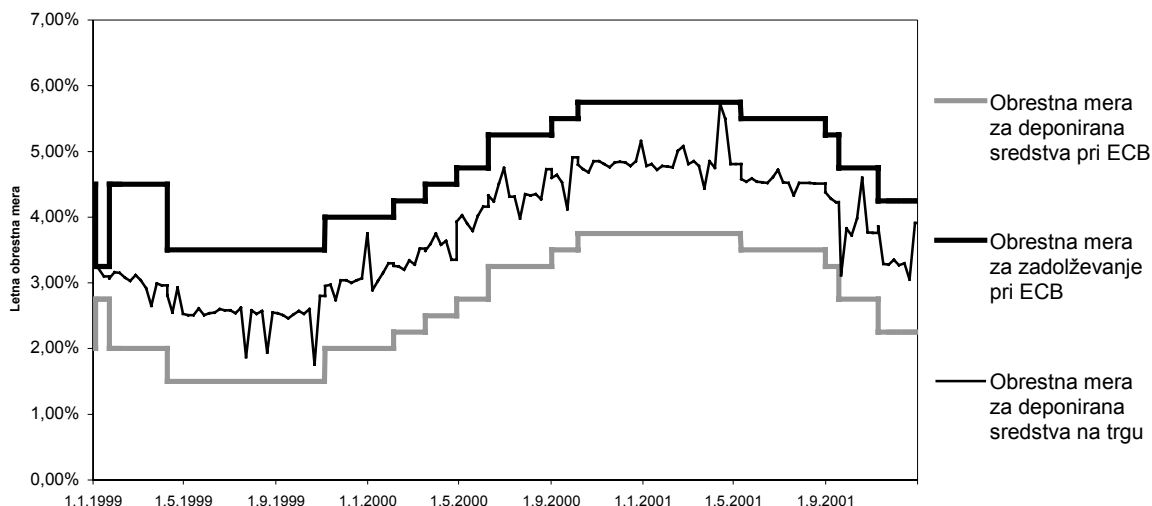
daje jamstev, po drugi strani pa morajo institucije, ki želijo sredstva deponirati, izpolnjevati določene pogoje.

V letu 1999 je bilo institucij, ki bi lahko deponirale sredstva, 3.800. V dveh letih je to število upadlo na 3.409 institucij. Povprečna višina dnevno deponiranih sredstev je od leta 1999 do 2001 upadala. Tako je v prvem letu znašala 0,8 milijarde evrov in je upadla na 0,4 milijarde evrov v tretjem letu.

Tako kot v primeru posojanja preko noči, je ECB večkrat spremenila tudi obrestno mero za depozite. Najnižja vrednost, ki jo je ta dosegla, je 1,5 odstotka, najvišja pa znaša 2,25 odstotne točke več.

Razlika med obrestnima merama za posojila in depozite je skoraj vedno v teh treh letih znašala 2 odstotni točki, kar nam lepo prikazuje tudi spodnji graf.

Slika 4: Gibanje obrestnih mer za depozite in posojila preko noči v letih 1999 do 2001



Vir: *Monthly bulletin: February 2002, 2002, str. 98.*

Omeniti velja, da se uporaba obeh instrumentov s strani bank bistveno poveča v zadnjih dneh pred potekom enomesečnega obdobja, v katerem se izračunava povprečna zahtevana višina minimalnih rezerv.

Za oba instrumenta velja, da ne obstaja meja v višini sredstev, ki jih lahko ECB posodi oziroma sprejme kot depozit. ECB bo dana instrumenta uporabljala tako, da bo dosegala glavni cilj. V tem smislu lahko kadarkoli spremeni pogoje posojanja sredstev oziroma sprejemanja depozitov, lahko tudi zavrne oziroma omeji posamezne institucije pri uporabi instrumentov odprte ponudbe bankam.

5.3. Obvezne (minimalne) rezerve

ECB, tako kot druge CB, zahteva od finančnih institucij evro področja, da na računu ECB (Statut ECB, člen 19) držijo določene obvezne (minimalne) rezerve. Banke, ki izdajajo knjižnji denar, morajo namreč imeti vedno dovolj sredstev, da lahko v vsakem trenutku svoj denar zamenjajo s primarnim – t.j. denarjem centralne banke (bankovci in kovanci). Zato morajo držati določene rezerve, ki se definirajo kot odstotek od bančnih vlog (ki so v pasivi bančne bilance) ali česa drugega v premoženjski bilanci banke.

Obvezne rezerve so imetja ali aktiva v denarju centralne banke, ki jih morajo imeti banke (Ribnikar, 1999a, str. 261). Kaj je osnova za izračun obveznih rezerv in za kolikšen odstotek osnove mora banka držati obvezne rezerve, določi ECB. Sistem minimalnih rezerv je uniformiran na celotnem evro področju.

Med aktivo, za katero mora banka držati obvezne rezerve, spada:

- depoziti preko noči,
- depoziti z zapadalostjo do dveh let,
- depoziti z možnostjo preklica z najavo do dveh let,
- dolžniški vrednostni papirji (dospelost do dveh let),
- kratkoročni vrednostni papirji.

Višina obveznih rezerv, ki jih mora držati posamezna banka se izračuna tako, da se osnova za rezervo pomnoži z odstotkom, ki ga določi ECB. ECB je določila, da morajo banke držati rezerve v višini 2 odstotkov od rezervne osnove. Možnost je, da se odšteje olajšava v višini 100.000 evrov, kar predvsem institucijam, ki morajo držati nizke obvezne rezerve, zmanjšuje stroške tega držanja.

Obvezne rezerve se obrestujejo po obrestni meri, ki velja za operacije glavnega refinanciranja. S tem je doseženo manjše breme bančnega sistema, prepreči pa se tudi izkrivljanje v alokaciji resursov.

Banke morajo višino obveznih rezerv vzdrževati v posameznem mesečnem obdobju, ki traja od 24. prvega meseca do 23. naslednjega meseca. Seveda banki ni potrebno, da dnevno vzdržuje zahtevano raven obveznih rezerv; pomembno je, da je mesečno povprečje višine rezerv na nivoju, ki se izračuna iz rezervne osnove¹⁶. Če banka ne izpolni svoje obveznosti držanja zahtevane ravni rezerv, je podvržena sankcijam.

Sprva se je za manjša odstopanja plačala kazen v višini do pet odstotnih točk nad obrestno mero, ki je veljala za zadolževanje preko noči, od primankljaja v obvezni rezervi. Leta 2000 je ECB javno objavila kolikšna obrestna mera se aplicira v primeru neizpolnjevanja zahteve po obveznih rezervah. Določeno je bilo, da se za manjša odstopanja aplicira za 2,5 odstotne točke višja obrestna mera, kot velja za zadolževanje preko noči. Če pa se to neizpolnjevanje

¹⁶ Rezervna osnova se ugotovi iz premoženjske bilance, ki jo izračuna banka sama in nato sporoči ECB. ECB in NCB imajo pravico preveriti točnost podatkov. Npr.: Na podlagi premoženjske bilance, na dan 31.marec, se izračuna rezervna osnova; na podlagi te pa povprečna višina obveznih rezerv, ki jih bo morala držati banka, v obdobju od 24. junija do 23. julija.

pojavlja večkrat v letu (več kot dvakrat) se aplicira še za 2,5 odstotne točke višjo obrestno mero.

Kršitev ni veliko, njihovo število pa se z leti še zmanjšuje in tudi kazenski znesek, ki ga banke plačujejo ni velik, saj je v 80 odstotkih manjši kot 500 evrov.

Zavezanci za sistem obveznih rezerv so:

- institucije s sedežem v evro področju,
- institucije, ki so sicer ustanovljene izven evro področja, a imajo podružnico v državi evro področja,

Ostale institucije temu instrumentu, vsaj s strani ECB, niso podvržene.

Po dosegljivih podatkih je v letu 2000 povprečna višina obveznih rezerv, v evro področju, znašala 111,8 milijarde evrov in se je naslednjega leta povišala na 124 milijarde evrov. Minimalna povprečna mesečna višina obveznih rezerv je bila dosežena januarja 2000 (107,5 milijarde evrov) in se je do decembra 2001 povečala na 186,9 milijarde evrov. Dnevna višina obveznih rezerv, ki so jih držale institucije v sistemu obveznih rezerv, se je gibala med 79 in 138 milijardami evrov v letu 2000 in med 92 in 187 milijarde evrov v naslednjem letu.

Za doseganje njenega glavnega cilja ima ECB na voljo velik spekter različnih instrumentov, ki so se že v preteklosti (v NCB) izkazali za najučinkovitejše, za doseganje njenega glavnega cilja. Med vsemi instrumenti je najpomembnejše glavno refinanciranje, ki ga ECB tudi najpogosteje uporablja.

6. OPERACIJE GLAVNEGA REFINANCIRANJA

6.1. Kaj je glavno refinanciranje?

Operacije glavnega refinanciranja (»main refinancing operations«) so najpomembnejši instrument denarne politike ECB, ki spada v širšo skupino operacij oziroma poslov na odprtem trgu. Njegova prvenstvena naloga je zagotavljanje likvidnosti na trgu, hkrati pa z določanjem obrestnih mer za glavno refinanciranje, ECB vpliva na tržne obrestne mere ter signalizira pozicijo denarne politike.

Glavna refinanciranja se opravljajo tedensko, vsak torek, preko standardne licitacije in imajo navadno dospelost dva tedna¹⁷. Celoten postopek, od objave licitacije do razglasitve rezultata, se izvede v 24 urah. Na eni strani se pojavljajo NCB, na drugi pa nasprotna stran, ki jo predstavljajo kreditne institucije (banke), ki morajo v ta namen izpolnjevati določene pogoje. Teoretično je lahko nasprotna stran vsaka kreditna institucija iz področja evro sistema (The monetary policy of the ECB, 65).

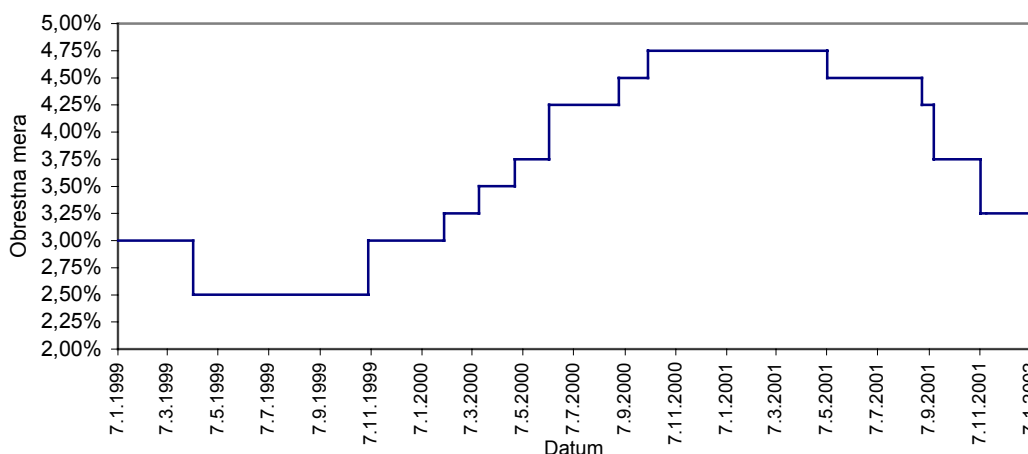
¹⁷ Odvisno od praznikov v posamezni članici Evropodročja.

V standardni licitaciji se uporablja sistem trdne obrestne mere ali sistem spremenljive obrestne mere¹⁸. Opozoril bi še na to, da gre pri glavnem refinanciranju za začasne operacije (»reverse transactions«), t.i. repo posle v katerih ECB dobi za posojena sredstva v jamstvo neko premoženje nasprotni strani, govorimo o aktivih prve in druge vrste. Čez navadno dva tedna sledi nasprotna transakcija, ko ECB proda zastavljeno aktivno nasprotni strani, seveda po višji ceni kot jo je kupila.

6.2. Obrestna mera pri glavnem refinanciranju

Gre za najpomembnejšo obrestno mero, ki kot že rečeno, signalizira pozicijo denarne politike ECB, po drugi strani pa je kazalec, ki vodi finančne institucije pri povpraševanju po likvidnostnih sredstvih, ki jih dodeljuje ECB.

Slika 5: Gibanje obrestne mere za glavna refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 16. januarja 2002



Vir: *Monthly bulletin: February 2002, 2002, str. 98.*

S spreminjanjem obrestne mere ECB, preko transmisijskega mehanizma, vpliva na stopnjo rasti denarnega agregata M3. Empirični dokazi nadalje vodijo do ugotovitev, ki govorijo v prid tesni korelacijski povezanosti med agregatom M3 in stopnjo inflacije. S pomočjo obrestne mere tako ECB posredno zasleduje svoj zastavljeni cilj, to je srednjeročno stabilnost cen.

ECB je v času vodenja denarne politike večkrat spremenila obrestno mero (*Slika 5, str. 17*), s čemer je poskušala zadržati rast M3 znotraj predvidenih mej (pod referenčno vrednostjo) in predvsem obdržati stabilno raven cen.

Od 1.1.1999 do 16.1.2002 je ECB izvedla 158 glavnih refinanciranj in dodelila 11.931.487 milijonov evrov v likvidnostne namene. Pri tem je bila najnižja obrestna mera, ki jo je določila ECB, 2,5 odstotka in najvišja 4,75 odstotka.

¹⁸ ECB je sprva uporabljala sistem trdne obrestne mere, od 28. junija 2000 pa se v licitacijskem postopku uporablja spremenljiva obrestna mera.

6.3. Vodenje denarne politike z vidika glavnega refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2001

ECB je vajeti denarne politike prevzela v roke 1. januarja 1999, to je bil čas nastanka enotne denarne politike za celotno evro področje. Kakor že vemo, se je pri svojih odločitvah opirala na prvi in drugi steber. Včasih so bile njene odločitve težke, saj so različni indikatorji kazali v različne smeri.

Tako je bilo vsaj v prvi polovici leta 1999, ko je prišlo do različnih signalov iz ekonomije, kako naj ECB vodi denarno politiko. Obrestna mera glavnega refinanciranja je bila takrat tri odstotke.

Nizka rast cen (merjenih z indeksom HICP) ter zmanjšanje gospodarske rasti so nakazovali, da naj ECB obrestno mero zniža, da bo pospešila rast BDP. Vendar je nasproti temu govorila rast M3, ki je segal nad referenčno vrednost. Poleg tega se je pričakovalo dvig naftnih cen, evro pa je depreciral, kar je povzročalo dodaten pritisk na cene na evro trgu. Pojavljala se je nevarnost, da bi ECB z znižanjem obrestne mere prekomerno povišala inflacijo.

Kljub tej nevarnosti in nevarnosti pretirane rasti agregata M3, se je ECB odločila obrestno mero znižati za 0,5 odstotne točke (na 2,5 odstotka), saj je menila, da gospodarstvo potrebuje spodbudo, nevarnost za pretirano povečanje rasti cen pa po njenem mnenju ni bila prevelika. HICP je v celotnem letu 1999 ostajal pod maksimalno "dovoljeno" vrednostjo, a je bil že zaznan trend njegove rasti.

Zdi se, da je poteza ECB delno zalegla, saj se je ekonomija stabilizirala in pričenjalo kazati znake rasti. Pritisk na raven cen se je povečal, agregat M3 je rasel po precej višnji stopnji od referenčne vrednosti (dosegel je celo 6,0 odstotno letno rast), še vedno je bila prisotna rast cen naftnih derivatov. Vse te spremembe so pomenile pritisk na raven cen, zato se je ECB odločila, da bo z glavnim refinanciranjem 10. novembra 1999 povišala obrestno mero na tri odstotke.

Na začetku leta 2000 se stvari niso izboljšale, dobro je kazala le rast gospodarstva. To se je povečevalo s precejšnjim tempom, medtem ko se je rast M3 še povečala in se je v prvi polovici leta 2000 gibala okrog šestih odstotkov. Cene naftnih derivatov so naraščale, evro je še dodatno depreciral. Pojavljala se je nevarnost zvišanja plač, kar bi lahko spiralno vplivalo na cene na trgu. Indikatorji obeh stebrov so nakazovali, da je potrebno zvišanje obrestne mere glavnega refinanciranja, kar se je zgodilo 9. februarja 2000. Povečanje je znašalo 0,25 odstotne točke. Nenavsezadnje je tako zahtevo nakazoval tudi rastoč indeks HICP, ki je na začetku leta že dosegel in presegel kritično vrednost dveh odstotkov.

Tabela 1: Gibanje vrednosti indeksa HICP v obdobju od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2000

leto/mesec	HICP (%)	leto/mesec	HICP (%)	leto/mesec	HICP (%)			
1999	januar	0,8	2000	januar	1,9	2001	januar	2,4
	februar	0,7		februar	2,0		februar	2,6
	marec	0,9		marec	2,1		marec	2,6
	april	1,1		april	1,9		april	2,9
	maj	0,9		maj	1,9		maj	3,4
	junij	0,9		junij	2,4		junij	3,0
	julij	1,0		julij	2,3		julij	2,8
	avgust	1,1		avgust	2,3		avgust	2,7
	september	1,2		september	2,8		september	2,5
	oktober	1,3		oktober	2,7		oktober	2,4
	november	1,5		november	2,9		november	2,1
	december	1,7		december	2,6		december	2,0

Vir: *Monthly bulletin: January 2000, 2000, str. 60.*

Monthly bulletin: January 2001, 2001, str. 8.

Monthly bulletin: February 2002, 2002, str. 98.

Junija je HICP dosegel vrednost 2,4 odstotka in nato do 31. decembra 2001 rasti na ravni cen, na letni ravni, ni padla pod dva odstotka.

Povečevanje obrestnih mer se je nadaljevalo. ECB je do 21. junija 2000 obrestne mere povečala še trikrat, tako da je ta, ob prehodu na sistem spremenljive obrestne mere, znašala 4,25 odstotka.

V drugi polovici leta 2000 se je rast M3 umirila, a je še vedno presegala referenčno vrednost. Skrb je vzbujala tudi rast HICP, ki je novembra dosegel, do tedaj najvišjo vrednost, 2,9 odstotka. Trend padanja deviznega tečaja evra¹⁹ se je nadaljeval, cene nafte ki so dajale glavni zagon inflaciji, niso kazale znakov upadanja. Vsi indikatorji so napovedovali nevarnost za stabilnost cen, zato je ECB 6. septembra povišala obrestno mero za 0,25 odstotne točke. Do enakega povišanja obrestne mere je ponovno prišlo 11. oktobra, saj je bil vpliv padajočega tečaja in cen nafte, na raven cen na področju EU prevelik, da ECB ne bi reagirala. Obrestna mera je nato ostala nespremenjena do konca leta.

Pričetek leta 2001 je bil dokaj miren. Obrestna mera glavnega refinanciranja je ostala na enaki ravni kot v preteklem letu. Brezposelnost je upadla, rast plač je bila tudi nekoliko nižja kot leto poprej. Rast BDP je bila manjša, kot v preteklosti. Izboljšalo se je tudi stanje na področju inflacije, ki je v začetku leta nekoliko padla, a se nato hitro spet dvignila. Rast agregata M3 je že oktobra 2000 padla pod referenčno vrednost in je pod to mejo ostala vse do maja 2001.

¹⁹ ECB je bila problem padca vrednosti evra prisiljena izpostaviti na srečanju G7, septembra 2000.

ECB je obrestno mero 15. maja spustila na 4,5 odstotka, predvsem zato, da bi spodbudila gospodarsko rast.

Maja je indeks HICP dosegel rekordno vrednost v času obstoja enotne denarne politike. 3,4 odstotna inflacija na letni ravni je bila precej čez začrtano ciljno vrednostjo, vendar se je do konca leta postopoma spustila na 2 odstotka.

V drugem delu leta 2001 je bila problematična predvsem rast M3, ki je znatno presežala 4,5 odstotka na letni ravni (maksimalna dosežena rast je bila dosežena novembra, 8 odstotkov). Devizni tečaj evra je v tem obdobju nekoliko nihal, a do bistvenega povečanja vrednosti evra ni prišlo.

Navkljub dokaj negativnim trendom, predvsem kar se tiče inflacije, je ECB v letu 2001 obrestno mero znižala še trikrat, tako da je na koncu leta ta znašala 3,25 odstotka.

O uspešnosti denarne politike ECB, v analiziranih treh letih, težko sodimo, saj je obdobje, ki sem ga vzel pod drobnogled prekratko, da bi lahko podali objektivno oceno. Povprečna (kratkoročna) inflacija je bila v tem tri letnem obdobju ravno na meji, ki so jo določili za ciljno vrednost. Povprečna rast agregata M3 pa je referenčno vrednost presežala. Vedeti pa moramo, da to ni cilj ECB.

ECB zatrjuje, da je delovala popolnoma v skladu z glavnim ciljem in strategijo. Počakati bo potrebno daljše obdobje, da se bomo lahko prepričali v uspešnost denarne politike ECB.

7. NASPROTNA STRAN (COUNTERPARTIES) IN USTREZNA AKTIVA

7.1. Nasprotna stran

Kot že rečeno se na ponudbo centralnih bank za dodelitev likvidnostnih sredstev odzovejo kreditne institucije z evro področja. Vendar morajo, da se licitacije lahko udeležijo, izpolnjevati določene pogoje (»eligible criteria«), ki so postavljeni tako, da ima dostop do denarja ECB širok spekter institucij. Pogoji so enotni za vse institucije s tega področja in veljajo v primeru »repo poslov«. V primeru enosmernih transakcij, institucijam ni potrebno *a priori* izpolnjevati nobenih pogojev.

7.1.1. Pogoji

Institucija, ki želi sodelovati v operacijah glavnega refinanciranja mora biti najprej vključena v sistem minimalnih rezerv²⁰. To pomeni, da mora imeti obvezne rezerve deponirane pri NCB države iz katere izhaja.

Število institucij, ki so podvržene sistemu minimalnih rezerv se je z leti postopoma zmanjševalo. Decembra, leta 1999, je bilo v Evrolandu takih institucij približno 7.900. Leto kasneje se je številka znižala za okrog 400 institucij. Naslednje leto je to število še dodatno upadlo na približno 7.200 institucij. Razlog za padajoč trend lahko najdemo predvsem v združevanju (konsolidaciji) kreditnih ustanov.

²⁰ Tudi vse druge operacije odprtega trga zahtevajo izpolnjevanje tega pogoja.

Drugi pogoj je solventnost kreditne institucije. Hkrati mora biti potencialna nasprotna stran podvržena nadzoru s strani državnih organov. Nadzor je standardiziran, tako da je na celotnem podočju Evrolanda enak. Kot nasprotna stran lahko nastopa tudi institucija, ki ni podvržena standardiziranemu nadzoru, kot je določen za območje Evrolanda. Dovolj je, da je ta institucija solventna in da jo nadzorujejo organi, ki zahtevajo izpolnjevanje podobnih standardov, kot so določeni znotraj Evrolanda.

Tretji pogoj je izpolnjevanje operativnih kriterijev. Izpolnjevanje teh omogoča, da se doseže učinkovito izvajanje denarne politike ECB.

Če institucija izpolnjuje vse tri navedene pogoje, lahko sodeluje v vseh operacijah odprtega trga (torej tudi v operacijah glavnega refinanciranja).

7.1.2. Udeležba finančnih institucij v operacijah glavnega refinanciranja

Finančna institucija dostopa do likvidnostnih sredstev ECB decentralizirano, in sicer preko NCB tiste države, v kateri ima institucija sedež. Če ima sedež ali poslovalnice tudi zunaj matične države, lahko dostopa do likvidnostnih sredstev tudi preko NCB druge države. Vendar lahko ponudbo pošlje le ena poslovalnica (ali sedež) v posamezni državi.

Če posamezna institucija zahtevanih pogojev ne izpolnjuje več, jo lahko ECB izključi kot primerno nasprotno stran; takrat institucija ne more več sodelovati v operacijah denarne politike.

Kot smo že ugotovili, je število kreditnih institucij, podvrženih držanju minimalnih rezerv pri ECB, z leti upadlo, navkljub temu pa se je število tistih, ki izpolnjujejo vse pogoje za sodelovanje v operacijah glavnega refinanciranja, med leti sicer spreminjalo, a ne bistveno. V letih od 1999 do 2001 se je to število vrtelo okrog 2.500 institucij²¹.

Vendar se vse institucije, ki izpolnjujejo zahtevane pogoje ne udeležujejo standardnih licitacij. Ugotovimo lahko precejšnjo fluktuacijo med posameznimi licitacijami. Obstajajo namreč različni dejavniki (pričakovanja, sprememba v načinu licitacije, učinkovitost delovanja medbančnega trga, ki je alternativa pridobivanja likvidnostnih sredstev idr.), ki vplivajo na število udeležencev. V grobem lahko ugotovimo, da je povprečno število udeležencev licitacij z leti upadalo.

Leta 1999 je k licitacijam pristopalo med 302 in 1.068 institucij, vendar se je v prvi polovici leta licitacij udeležilo povprečno večje število institucij kot v drugem polletju. Poiščemo lahko dva razloga za takšno gibanje: konsolidacija v bančnem sektorju in majhna razlika med obrestno mero ECB in obrestno mero na denarnem trgu²², kjer lahko banke prav tako pridobijo likvidnostna sredstva.

Leto 2000 je bilo zaznamovano s spremembo v operacijah glavnega refinanciranja. ECB je prešla od licitacije s trdno obrestno mero na licitacijo s spremenljivo obrestno mero. V prvi

²¹ Razpoložljivi podatki navajajo, da je bilo leta 2000 institucij, ki so sodelovale v glavnih refinanciranjih 2.542, leta 2001 pa 2.454.

²² Kot alternativna obrestna mera ECB nastopa dvo-tedenska EONIA (euro overnight index average).

polovici leta se je število udeležencev operacij glavnega refinanciranja gibalo med 655 in 923 institucij. V drugi polovici, ko se je pričela uporabljati spremenljiva obrestna mera, se je število institucij gibalo med 469 in 800. Volatilnost udeležencev med posameznimi licitacijami je bila večja v času trdnih obrestnih mer. Povprečno število udeležencev je bilo, v prvi polovici leta večje (814) kot v drugi (640). To razliko lahko v pretežni meri pojasnimo z omenjeno spremembo v licitacijskem postopku.

Za leto 2001 lahko ugotovimo, da se je število institucij, ki so sodelovale pri glavnem refinanciranju, gibalo med 201 in 658 udeleženci. Povprečno število institucij, ki se je udeleževalo licitacij se je še dodatno zmanjšalo v primerjavi z letom poprej. Poleg že navedenih razlogov za padanje participacije v licitacijah, je pomemben še ta, da se je v tem letu pričakovalo zmanjševanje obrestne mere, kar je zmanjšalo število udeleženk za 36%, na v povprečju 410 udeležencev, v primerjavi z letom 2000.

7.2. Ustrezna aktiva

7.2.1. Zakaj je potrebna ustrezna aktiva?

Institucije, ki nastopajo kot nasprotna stran morajo v operacijah glavnega refinanciranja²³ zastaviti neko adekvatno sredstvo oz. aktivo, ki nastopa kot jamstvo za posojena likvidnostna sredstva. ECB se namreč ne sme izpostajati tveganju (v tem primeru gre za kreditno tveganje), zato zahteva določeno (prvovrstno) premoženje iz katerega si bo poplačala morebitne neplačane obveznosti.

Vendar ECB v jamstvo ne sprejme katerekoli aktive. "Da bi se Evrosistem zavaroval pred izgubami, zagotovil enakopravno obravnavo vseh nasprotnih strani in izboljšal operativno učinkovitost, mora zastavitveno premoženje izpolnjevati določene kriterije, da se ga lahko uporablja v operacijah denarne politike Evrosistema" (The monetary policy of the ECB, 64).

7.2.2. Kategorije ustrezne aktive

Katero instrumenti so primerni za zastavitev, določi bodisi ECB bodisi NCB. Glede na to ločimo dve kategoriji. Aktivo prve vrste ("tier one assets"), ki jo določi ECB in aktivo druge vrste ("tier two assets"), ki jo določijo NCB. Primerni so tako instrumenti, ki jih je izdal privatni sektor, kot instrumenti izdani s strani javnega sektorja.

Aktivo prve vrste sestavljajo prvovrstni tržni kreditni instrumenti (dolžniški vrednostni papirji), ki izpolnjujejo pogoje določene s strani ECB; le-ti so enaki za celotno evro področje.

Tržni in netržni instrumenti, ki so posebej pomembni za finančni in bančni sistem posamezne države, sestavljajo aktivo druge vrste. Pogoje za to premoženje določijo NCB, vendar morajo pogoji ustrezati minimalnim kriterijem ECB. S pogoji, ki jih oblikujejo NCB se mora strinjati tudi ECB.

Poudariti je potrebno, da sta obe vrsti aktive, kar se tiče kvalitete in primernosti za zastavitev v jamstvo, za ECB enakovredni. Ko enkrat premoženje pridobi status ustrezne aktive, se obravnava nediskriminatorno, ne glede v katero kategorijo spada.

²³ To velja tudi za vse druge operacije, ki so izvedene kot bodisi začasne bodisi dokončne transakcije.

Tako aktivo prve kot aktivo druge vrste se lahko uporablja v operacijah glavnega refinanciranja²⁴.

7.2.3. *Pogoji, ki jih mora izpolnjevati ustrezna aktiva*

ECB oblikuje spisek aktive prve vrste in ga tudi vzdržuje. Le-ta je dostopen javnosti. Lastniški vrednostni papirji, ki jih izda ECB ali NCB avtomatsko spadajo v prvo kategorijo.

Ostalo lastniško premoženje mora izpolnjevati sledeče kriterije:

- iti mora za lastniški vrednostni papir denominiran v evrih,
- dosegati mora visoke kreditne bonitetne ocene²⁵,
- izdati jih mora gospodarski subjekt, ki ima sedež v državi evro področja,
- kotirati mora na reguliranem ali nereguliranem trgu (kateri trgi pridejo v poštev določi ECB)²⁶.

To so glavni pogoji, ki jih mora posamezen vrednostni papir izpolnjevati, da ga ECB uvrsti med aktivo prve vrste.

Spisek aktive druge vrste vzpostavijo in vodijo NCB. Pogoje za sprejem posameznega premoženja v drugo kategorijo aktive določijo NCB same, vendar morajo biti v skladu z minimalnimi zahtevami ECB.

V to kategorijo spadajo dolžniški, kakor tudi lastniški vrednostni papirji, ki so pomembni za finančni in bančni sistem neke države. Na ta način se v okviru Evrosistema upošteva razlike med posameznimi finančnimi sistemi držav.

V aktivo druge vrste spadajo vrednostni papirji prvovrstnih podjetij, ki so denominirani v evrih, so locirani na evro področju in so preprosto dostopni za NCB. Izdati jih mora gospodarski subjekt iz države evro področja.

Vendar lahko ECB, kot tudi NCB, v določenih primerih zavrne zastavo posameznega premoženja v jamstvo. To stori v primeru:

- da je zapadlost vrednostnega papirja krajša od zapadlosti glavnega refinanciranja (približno 14 dni) ali
- da bo prišlo do prejema izplačila kupona na podlagi zastavljenega lastniškega vrednostnega papirja, v času ko je le-ta v uporabi kot jamstvo v operaciji glavnega refinanciranja.

NCB lahko zavrnejo dolžniške vrednostne papirje, ki so povezani s kakršnimikoli pravicami ali izplačili, zaradi katerih bi bili neprimerni za zastavitev. Prav tako niti ECB niti NCB ne sprejemajo instrumentov, ki jih je izdala institucija, ki nastopa kot nasprotna stran ali jih je izdal gospodarski subjekt, ki je s to institucijo tesno povezan.

²⁴ Aktiva prve vrste se lahko uporablja v vseh operacijah denarne politike, ki zahtevajo zastavo aktive, torej tako v začasnih kot v dokončnih transakcijah. Aktiva druge vrste pa se navadno v dokončnih transakcijah ECB ne uporablja.

²⁵ Vrednostne papirje ocenjujejo bonitetne hiše.

²⁶ "ECB ocenjuje tudi likvidnost vrednostnega papirja, ko se odloča o (ne)primernosti posamezne aktive" (The monetary policy in stage three, 1998).

7.2.4. "Pooling system" in namenski sistem

Institucije imajo na voljo dva sistema zastavljanja premoženja. Prvi se imenuje "pooling system". V tem sistemu nasprotna stran zagotovi nek sklad ustreznih aktiv, ki bo namenjen jamstvu pri vseh operacijah, ki se jih bo nasprotna stran udeležila. Zastavljeno premoženje ni direktno povezano s posameznim poslom. Institucija lahko vrednostne papirje v skladu vsakodnevno zamenja z drugimi.

V drugem primeru, institucija za vsak posel z ECB, zastavi specifično premoženje. Zastavljeni vrednostni papirji so povezani s točno določeno operacijo denarne politike. V tem primeru govorimo o namenskem sistemu ("earmarking system"). V tem sistemu mora substitucijo vrednostnih papirjev dovoliti NCB.

7.2.5. Kontrolno merjenje tveganja

Najprej si velja pogledati, kako ECB in NCB izračunavajo vrednost zastavljenega premoženja. ECB najprej določi referenčni trg, ki bo osnova za ugotavljanje cene posameznega instrumenta. Četudi instrument kotira na več trgih, se kot vir cene izbere le en trg. V primeru, da je na trgu za določen instrument navedenih več cen, se uporablja najnižjo, ki je na tem referenčnem trgu dosežena. Vrednost instrumenta se nato izračuna iz reprezentativne cene, ki velja na trgu, dan pred dnevom vrednotenja premoženja²⁷. V primeru, da le ta ni na voljo se vrednost izračuna na podlagi zadnje znane cene na referenčnem trgu.

Pogostost izračunavanja vrednosti zastavljene aktive je odvisna od uporabljanega sistema ("pooling system" ali namenski sistem). V prvem se vrednost aktive izračunava vsak dan, v drugem pa najmanj vsak teden.

V aktivih druge vrste nastopajo tudi netržni instrumenti. Način izračunavanja njihovih vrednosti določi NCB, ki jih je uvrstila v drugo kategorijo.

Navkljub pogojem, ki jih mora izpolniti posamezen instrument, da se ga smatra za primernega, ter natančno določenim načinom izračunavanja vrednosti zastavljenih aktiv, je tveganje izgube še vedno prisotno.

Zato ECB uporablja različne postopke in kontrole, s katerimi zagotavlja vrednost zastavljenih aktiv na določeni ravni, s čemer doseže da je potencialna izguba v primeru, da posojilojemalec ne bo izpolnil svojih obveznosti, minimalna.

ECB uporablja naslednje ukrepe kontrole tveganosti:

- *Začetno kritje.* Vrednost zastavljene aktive mora biti enaka količini likvidnostnih sredstev, ki jih ECB dodeli, povečani za določen pribitek (začetno kritje), ki se meri kot odstotek od posojenih sredstev. Za operacije glavnega refinanciranja se uporablja 2 odstotni pribitek.
- *Zmanjšanje vrednosti aktiv.* Vrednost zastavljenih aktiv se izračunava na podlagi tržnih cen, ki se zmanjšajo za določen odstotek. Le-ta je odvisen od preostale dospelosti vrednostnega papirja in se giblje med nič odstotki (za vrednostne papirje s

²⁷ Vrednotenje premoženja se v primeru glavnega refinanciranja navadno opravi ob sredah.

preostalo dospelostjo do enega leta) in pet odstotki (za aktivo s preostalo dospelostjo nad sedmimi leti).

- *Vmesni delež.* V primeru, da vrednost zastavljene aktive pade pod določeno mejo, ECB zahteva od nasprotne strani *dodatno* aktivo ali denar. V nasprotnem primeru, ko vrednost zastavljene aktive naraste preko določene meje, ECB le-to vrne nasprotni strani.
- ECB lahko določi, kakšna je lahko največja izpostavljenost nasproti posameznemu gospodarskemu subjektu.
- ECB lahko zahteva dodatne garancije s strani gospodarskih subjektov.

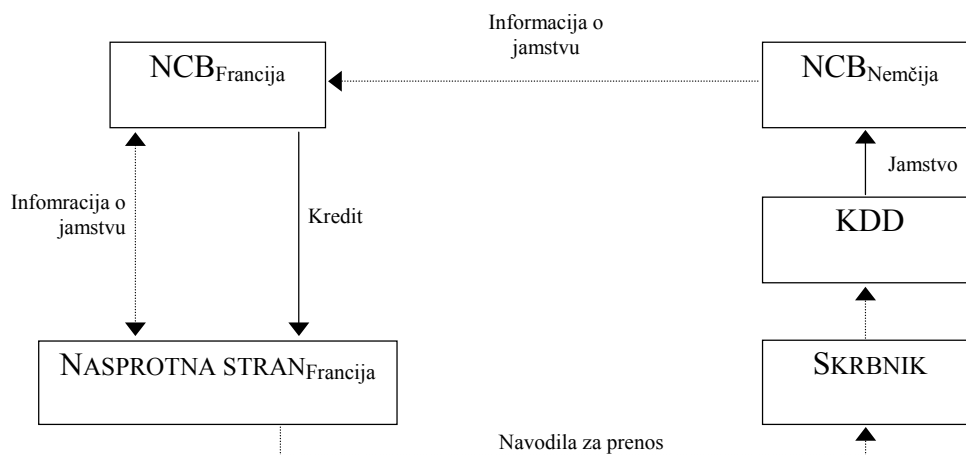
Tako kot ECB tudi NCB izvajajo ukrepe za zmanjševanje tveganja, ki pa jih mora potrditi ECB. NCB lahko uporabljajo kateregakoli od zgoraj naštetih ukrepov.

7.2.6. Mednarodna uporaba ustreznih aktiv

Pomembno za finančne institucije, ki želijo pridobiti likvidnostna sredstva pri matični CB je tudi to, da lahko za pridobitev teh sredstev, v jamstvo zastavijo aktivo, ki se nahaja izven države v kateri se nahaja institucija. V ta namen so NCB razvile korespondenčni sistem, ki omogoča mednarodno uporabo jamstvenih aktiv. NCB v tem sistemu med seboj sodelujejo tako, da sprejemajo ustrezno aktivo za drugo NCB.

Delovanje korespondenčnega sistema nam predstavlja spodnji diagram, ki prikazuje situacijo, ko se želi banka iz Francije zadolžiti pri francoski CB, ob tem, da ima jamstveno aktivo v Nemčiji in jo bo zato dala tamkajšnji CB v jamstvo.

Slika 6: Korespondenčni sistem nacionalnih CB



KDD=CSD (central securities depository) je mesto, kjer se drži vrednostne papirje, s čimer se omogoča transakcija le-teh.

Vir: *The monetary policy in stage three, 1998, str. 119.*

Finančna institucija iz Francije želi pridobiti likvidnostna sredstva pri francoski CB. V ta namen predloži ponudbo ter informira francosko CB o jamstvu, ki ga namerava zastaviti. Če je institucija izbrana za dodelitev CB sredstev, institucija sporoči svojemu skrbniku v Nemčiji, da le-ta opravi prenos aktive iz KDD-ja na nemško CB. Nemška CB po prejetju

jamstvene aktive obvesti francosko CB, da je premoženje francoske institucije na njenem računu. Šele takrat, ko je francoska CB obveščena o prejetju zastavnega premoženja pride do transakcije sredstev nasprotni strani.

8. POSTOPEK LICITACIJE

Glavno refinanciranje ECB izvaja na osnovi standardne licitacije (poznamo še hitro licitacijo), ki se izvede v šestih korakih.

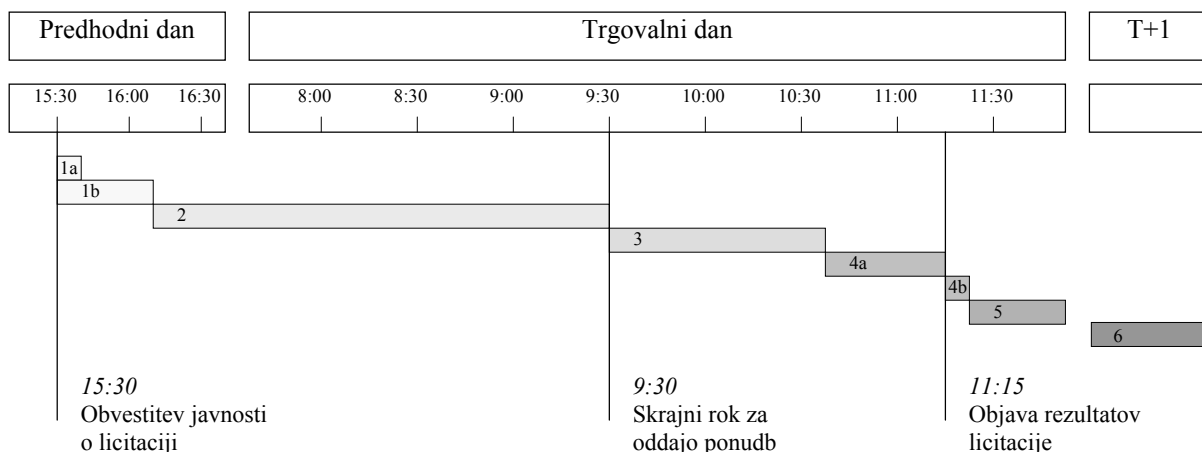
Slika 7: Šest korakov v postopku standardne licitacije

1. KORAK:	Objava licitacije: a) ECB obvesti javnost (potencialne udeležence) o izvedbi licitacije. b) NCB lahko potencialne udeležence obvestijo neposredno.
2. KORAK:	Nasprotne strani pripravijo in predložijo svoje ponudbe.
3. KORAK:	ECB zbere vse ponudbe.
4. KORAK:	Dodelitev sredstev in razglasitev rezultatov dodelitve a) ECB se odloči o dodelitvi sredstev in nato še b) sporoči rezultate licitacije.
5. KORAK:	Potrditev rezultatov licitacije.
6. KORAK:	Poravnava.

Vir: *The monetary policy in stage three, 1998, str. 119.*

Standardna licitacija, od objave licitacije do potrditve rezultatov licitacije, se izvede v roku 24 ur. Čas med predložitvijo ponudb, do sporočila o odločitvi o dodelitvi sredstev, navadno ni daljši od dveh ur. Časovni potek licitacije si bomo lažje predstavljali na osnovi spodnje slike.

Slika 8: Časovni potek standardne licitacije na časovni skali



Opomba: Barve in številke se ujemajo s Sliko 7.

Vir: *The monetary policy in stage three, 1998, str. 119.*

Koledar standardnih licitacij za glavno refinanciranje mora ECB izdati vsaj tri mesece pred pričetkom leta, za katerega bo koledar veljal. Vemo, da se standardne licitacije za glavno refinanciranje izvajajo vsak torek, vendar je želja ECB, da bi imele vse potencialne nasprotne strani možnost udeleževati se licitacij, zato pri določanju koledarja upošteva tudi praznike v posameznih državah evro področja.

8.1. Objava licitacije

Prvi korak v licitacijskem postopku se prične že dan pred trgovalnim dnevom (to nam nazorno prikazuje Shema 4, str. 29), ko ECB **objavi** pričetek **standardne licitacije**. Objava je javna, in sicer preko medijev, ki jih je izbrala ECB. Spisek le-teh je dostopen javnosti. NCB lahko nasprotne strani obvestijo neposredno, če se jim zdi to potrebno.

ECB mora v objavi navesti točno določene informacije, in sicer:

- zaporedno številko licitacije ter datum licitacije,
- navedbo, da gre za uporabo glavnega refinanciranja, iz česar sledi, da je namen ECB zagotavljanje likvidnosti,
- datum, kdaj se glavno refinanciranje prične in kdaj zapade,
- navedbe ali gre za sistem trdne ali spremenljive obrestne mere²⁸,
- kolikšna je trdna dodelitvena obrestna mera (v sistemu trdne obrestne mere) oziroma kolikšna je minimalna dodelitvena obrestna mera (v sistemu spremenljive obrestne mere),
- če gre za sistem spremenljive obrestne mere, mora biti navedeno še ali se bo uporabljal sistem ene obrestne mere ali sistem večih obrestnih mer (več o tem v nadaljevanju),
- uporabljena valuta,
- čas do katerega je potrebno predložiti ponudbe.

Poleg tega lahko ECB določi še maksimalno vrednost ponudbe in minimalni dodelitveni znesek.

8.2. Institucije predložijo ponudbe

Po objavi licitacije so na vrsti nasprotne strani, ki morajo do določenega roka predložiti svoje ponudbe. Te morajo biti oblikovane v skladu z določili ECB za glavna refinanciranja. Nasprotna stran predloži ponudbo NCB države v kateri ima podjetje sedež. Pomembno je tudi, da lahko ponudbo predloži le ena podružnica posamezne institucije v posamezni državi. Kadarkoli, pred skrajnim rokom za oddajo ponudb, lahko institucija svojo ponudbo prekličje.

V operacijah glavnega refinanciranja ECB izbira med dvema sistemoma obrestne mere: sistem trdne obrestne mere in sistem spremenljive obrestne mere.

²⁸ Do licitacije, ki je potekala 12.6.2000 je ECB uporabljala trdno obrestno mero. 8.6.2000 pa se je odločila, da bo od licitacije z dnem 28.6.2000 uporabljala spremenljivo obrestno mero.

V prvem primeru ECB določi trdno obrestno mero, na podlagi katere institucije oblikujejo svoje ponudbe in navedejo količino sredstev, ki jih želijo prejeti od ECB. Obrestna mera je tako enaka za vse nasprotni strani in vse se zadolžijo po tej obrestni meri. Drugače pa je v drugem primeru. V sistemu spremenljive obrestne mere ECB določi minimalno dodelitveno obrestno mero, institucije pa nato navedejo do deset različnih obrestnih mer in količino sredstev, ki so jih pri vsaki obrestni meri pripravljene prejeti od ECB.

Za glavna refinanciranja znaša minimalna ponudba 1.000.000 evrov, višje ponudbe pa morajo biti izražene kot večkratnik 100.000 evrov. Vendar lahko ECB določi tudi maksimalno ponudbo, ki jo lahko predloži nasprotna stran, če meni, da lahko pride do neproporcionalne velikosti ponudb (seveda je ta omejitev objavljena tudi v objavi za javnost).

Za nasprotni strani, ki nastopajo v licitacijskem postopku, se predvideva, da imajo na voljo dovolj ustrezne aktive, ki jo bodo lahko dale v jamstvo za prejeta likvidnostna sredstva. V primeru, da pristojna NCB ugotovi, da temu ni tako (torej, da je institucija predložila ponudbo večjo od premoženja, ki ga lahko zastavi), so lahko institucije podvržene sankcijam. Sankcije sledijo tudi v primeru, da institucija ni pravočasno zagotovila ustrezne aktive za kritje dodeljenih sredstev.

Ponudbe, ki ne zadovoljujejo določenih pogojev, so smatrane za neveljavne. To se zgodi v primeru, da ponudba presega maksimalno določeno višino oziroma da ne dosega minimalne višine, ki jo je določila ECB (1.000.000 evrov v primeru glavnega refinanciranja). Neveljavne so tudi tiste, ki imajo navedene obrestne mere nižje od minimalno določenih. Prav tako so neveljavne nepopolne ponudbe in tiste, ki niso predložene v predpisani obliki. Nasprotna stran je o morebitni neveljavnosti ponudbe obveščena.

Drugi korak v postopku licitacije je tako končan.

8.3. Zbiranje ponudb in razglasitev rezultatov

V tretjem in četrtem koraku je na potezi ECB, ki najprej, glede na to kakšen sistem obrestne mere uporablja, uredi prejete ponudbe.

V sistemu trdne obrestne mere ECB združi (sešteje) vse prejete ponudbe in jih primerja s količino sredstev, ki jih namerava dodeliti. Problem nastane če so ponudbe višje od sredstev, ki so namenjena razdelitvi. V takem primeru, se sredstva razdelijo med institucije v razmerju glede na to, kolikšen odstotek predstavlja posamezna ponudba v vsoti vseh ponudb.

Postopek poteka tako, da se najprej izračuna **odstotek dodelitve**:

$$dod\% = \frac{A}{\sum_{i=1}^n a_i}$$

dod%odstotek dodelitve

Akoličina sredstev za dodelitev

a_iponudba posamezne i-te institucije

nštevilo ponudnikov

Posamezni instituciji se nato dodeli:

$$dod_i = dod\% * a_i \quad dod_i \dots\dots\dots \text{količina dodeljenih sredstev i-ti instituciji}$$

V sistemu spremenljive obrestne mere, ECB razvrsti prejete ponudbe glede na višino obrestne mere. Sredstva se dodelijo prioriteto instituciji, ki je ponudila najvišjo obrestno mero (v znesku, ki ga navede ta institucija), nato instituciji z drugo najvišjo obrestno mero itd. dokler niso celotna sredstva izčrpana. Če je pri najnižji sprejeti obrestni meri, ki jo imenujemo mejna obrestna mera (“the marginal interest rate”), vsota preostalih ponudb večja od preostalih sredstev, ki še čakajo na dodelitev, se le-ta dodelijo ponudnikom v določenem razmerju. Postopek izračuna v tem primeru je sledeč:

$$a(r_s) = \sum_{i=1}^n a(r_s)_i$$

$a(r_s)_i$ ponudba i-te institucije pri s-ti obrestni meri
 $a(r_s)$ vsota ponudb pri s-ti obrestni meri
 a_i ponudba posamezne i-te institucije
 A količina sredstev za dodelitev

Izpeljavo nadaljujemo z uvedbo naslednjih spremenljivk:

- r_m dosežena mejna obrestna mera
- r_{m-1} obrestna mera pred mejno OM (zadnja obrestna mera pri kateri so vse ponudbe zadovoljene)
- $a(r_m)$ vsota ponudb pri mejni obrestni meri
- $dod\%(r_m)$ odstotek dodelitve pri mejni obrestni meri
- dod_i količina vseh dodeljenih sredstev i-ti instituciji

Odstotek dodelitve pri doseženi mejni obrestni meri nato izračunamo iz naslednje enačbe:

$$dod\%(r_m) = \frac{A - \sum_{s=1}^{m-1} a(r_s)}{a(r_m)}$$

Rezultat zgornjega dela ulomka nam pove koliko sredstev je še ostalo na voljo za dodelitev pri doseženi mejni obrestni meri.

I-ti instituciji se bo pri mejni obrestni meri dodelilo:

$$dod(r_m)_i = dod\%(r_m) * a(r_m)_i$$

Ker vemo, da lahko posamezna institucija v okviru ponudbe navede deset različnih obrestnih mer in pri vsaki tudi željeno količino sredstev, lahko na koncu izračunamo skupna dodeljena sredstva i-ti instituciji.

$$dod_i = \sum_{s=1}^{m-1} a(r_s)_i + dod(r_m)_i$$

Sedaj se v okviru sistema varibilne obrestne mere srečamo še z dvema pojmomoma: sistem ene obrestne mere (“Dutch system”) in sistem večih obrestnih mer (“American system”).

V primeru ene obrestne mere se na vsa sredstva, ki jih pridobi posamezna institucija aplicira enaka obrestna mera, to je mejna obrestna mera. Tudi na tista prejeta sredstva, za katera je institucija pripravljena plačati višjo obrestno mero, bo aplicirana mejna obrestna mera. Nasprotno se zgodi v drugem sistemu, kjer si nasprotna stran sposodi posamezne količine likvidnostnih sredstev po taki obrestni meri, kot jo je navedla v svoji ponudbi. Sklepamo lahko, da je prva možnost primernejša (ugodnejša) za nasprotne strani, druga pa za ECB, saj ji omogoča večje prihodke z naslova obresti.

Tako v sistemu trdne kot v sistemu spremenljive obrestne mere se lahko ECB odloči, da bo ponudnikom dodelila zgolj minimalno količino sredstev.

Ko ECB sprejme odločitev o dodelitvi sredstev, mora to sporočiti javnosti. NCB lahko rezultate sporočijo udeležnim institucijam tudi neposredno. Objava rezultatov mora vsebovati enake podatke kot jih vsebuje objava licitacije, poleg teh pa še:

- število ponudnikov,
- količino dodeljenih sredstev,
- doseženo mejno obrestno mero in odstotek dodelitve pri mejni obrestni meri,
- minimalno in maksimalno ponudbo ter tehtano povprečje odstotka dodelitve (zgolj v primeru večih obrestnih mer).

S tem dejanjem ECB se konča *četrti korak*. Rezultati licitacije se morajo v *petem koraku* še potrditi.

8.4. Poravnava

Sledi še zadnji korak, v katerem pride do poravnave.

Navadno se ta zgodi en dan po trgovalnem dnevu. ECB teži k temu, da bi prišlo do poravnave pri vseh institucijah ob istem času, vendar lahko pričakujemo, da bo na začetku tretje faze prišlo do določenih odstopanj (The monetary policy in stage three, 1998).

ECB nakaže dodeljena sredstva instituciji šele, ko je ta zastavila vso potrebno premoženje za jamstvo, kar pomeni, da je morala institucija že prej zastaviti aktivo oziroma, da mora to storiti na dan poravnave. To lahko stori preko svojega skrbnika ali preko korespondenčnega sistema, v primeru ko gre za mednarodno zastavljanje ustreznih aktiv.

Poudariti je potrebno, da se postopki poravnave od države do države lahko nekoliko razlikujejo, pač glede na značilnosti pravnega in finančnega sistema.

8.5. Nasprotna transakcija

Glavno refinanciranje spada v kategorijo začasnih transakcij. Sredstva, ki si jih banka sposodi pri NCB, mora čez štirinajst dni vrniti. To stori tako, da odkupi nazaj aktivo, ki jo je prej zastavila v operaciji glavnega refinanciranja. Za to aktivo banka plača več, kot je dobila sredstev. Razlika je v obrestih, ki jih mora banka plačati ECB. Obrest se izračunavajo na podlagi dejanskega števila dni (dejansko/360).

9. SISTEM TRDNE OBRESTNE MERE IN SISTEM SPREMENLJIVE OBRESTNE MERE

9.1. Sistem trdne obrestne mere

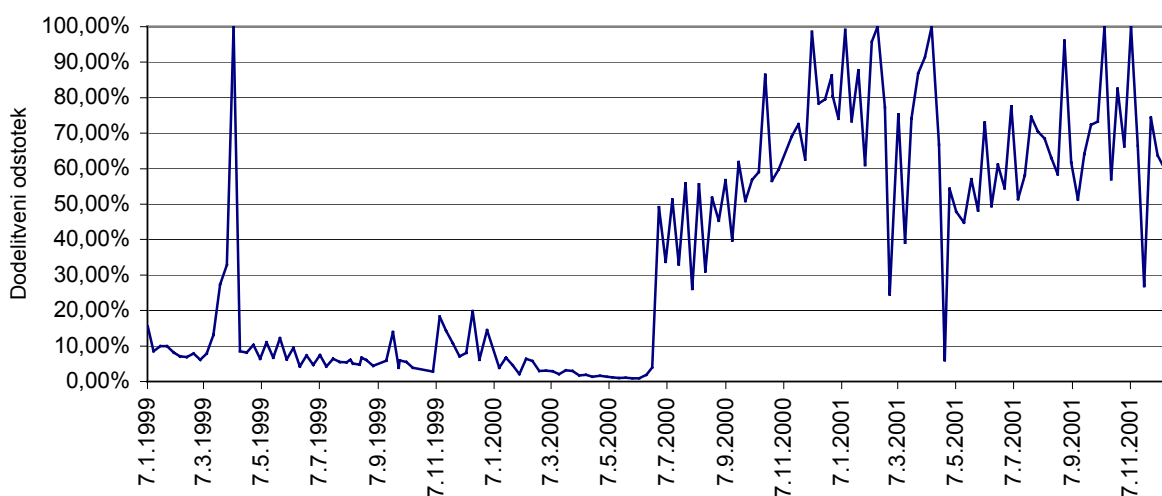
Ugotovili smo že, da ECB pozna dva sistema obrestne mere, ki se jih lahko uporablja pri licitacijah. Osnovne razlike med obema sistemoma sem že opisal, v nadaljevanju si oglejmo razlike še nekoliko natančneje. Hkrati bomo ugotovili, zakaj je prišlo do spremembe v uporabi sistema obrestne mere.

V prvem sistemu nasprotna stran v svoji ponudbi navede zgolj količino likvidnostnih sredstev, ki bi jih rada pridobila po obrestni meri, ki jih za operacije glavnega refinanciranja določa ECB.

Obrestna mera glavnega refinanciranja je navadno nižja kot obrestna mera, po kateri lahko finančne institucije pridobijo sredstva na medbančnem trgu. Obrestna mera na medbančnem trgu se imenuje EONIA, in je definirana kot povprečna obrestna mera za evro depozite preko noči. Povpraševanje institucij po likvidnostnih sredstvih pri ECB je odvisno od razlike med navedenima obrestnima merama. V sistemu trdne obrestne mere je zato prišlo do velike presežne ponudbe s strani institucij.

Kakšno je pokritje ponudb z dodeljenimi sredstvi merimo z **dodelitvenim odstotkom** (razmerje med količino dodeljenih sredstev in vsoto vseh ponudb). Ta je znašal v letu 1999 v povprečju 10 odstotkov, leto kasneje, do uvedbe sistema spremenljive obrestne mere pa samo 2,71 odstotka, najmanjšo vrednost je dosegel pri glavnem refinanciranju, 31. maja 2000, ko je znašal dodelitveni odstotek manj kot 0,87 odstotka.

Slika 9: Gibanje dodelitvenega odstotka v letih od 1999 do 2001



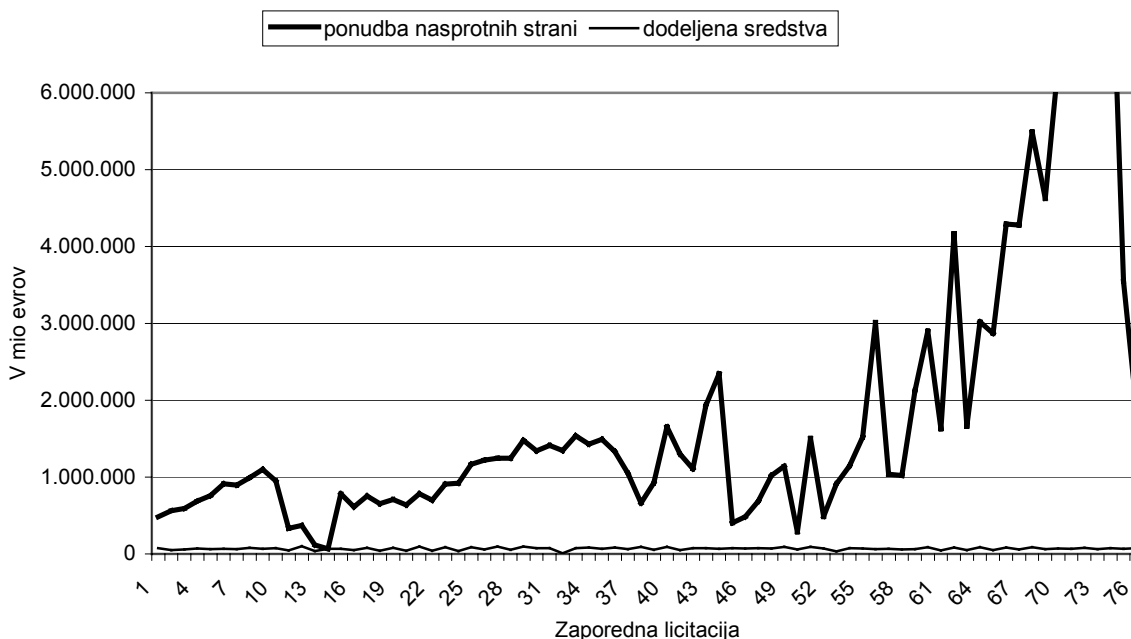
Vir: Monthly bulletin: January 1999 – February 2002.

9.2. Sistem spremenljive obrestne mere

8. junija 2000 se je ECB odločila, da bo spremenila sistem obrestne mere in z glavnim refinanciranjem, ki je potekalo 28. junija 2000, v licitacijo uvedla sistem spremenljive obrestne mere. Razlog za uvedbo novega sistema je bil predvsem pojav “overbiddinga” oziroma ponudbe, ki je bistveno presejala vrednost aktive, ki bi jo lahko banke predložile za zavarovanje posojila.

Dejansko je bila v obdobju trdne obrestne mere višina predloženih ponudb v povprečju za 26-krat višja kot so znašala dodeljena sredstva. V prvi polovici leta 2000 se je to razmerje še povečalo in ob glavnem refinanciranju 31. maja 2000 doseglo maksimalno vrednost. Banke so predložile ponudbe, ki so bile v skupni vrednosti kar 114-krat višje od dodeljenih sredstev.

Slika 10: Gibanje ponudbe in dodeljenih sredstev od 1. januarja 1999 do 21. junija 2000



Vir: *Monthly bulletin: January 1999 – August 2000.*

Uvedba sistema spremenljive obrestne mere je za seboj potegnila vsaj dve spremembi:

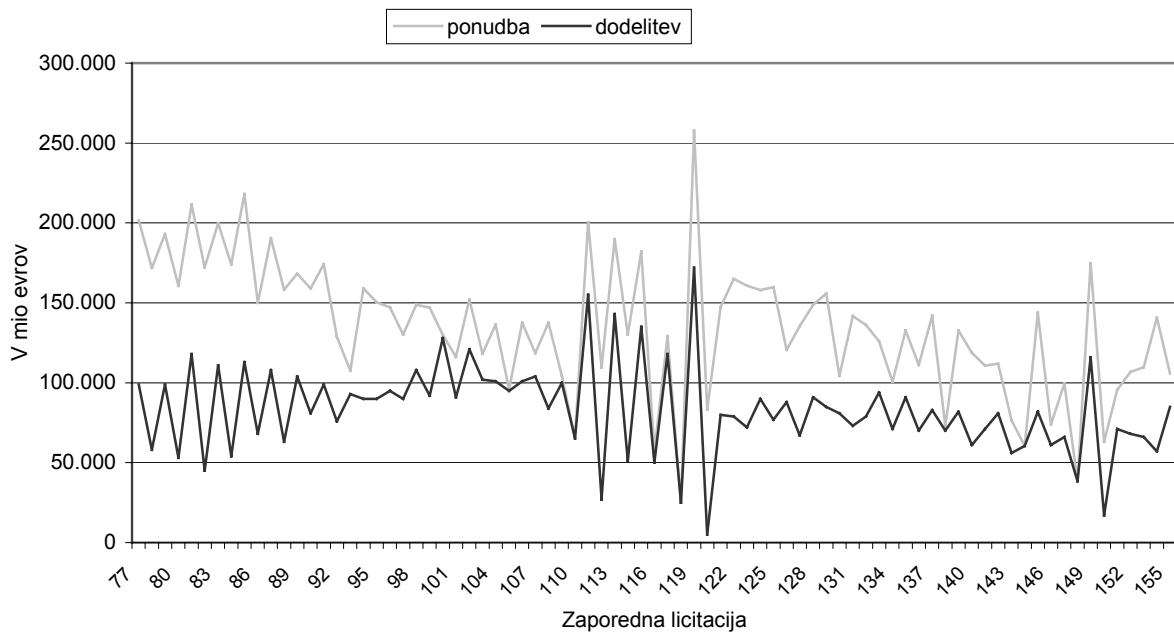
- Obrestna mera, ki jo je sedaj navajala ECB, je pomenila minimalno dodelitveno obrestno mero v glavnih operacijah financiranja²⁹, vendar je še vedno signalizirala pozicijo denarne politike.
- Skupaj z objavo licitacije je ECB pričela navajati tudi oceno o potrebnih likvidnostnih sredstvih v bančnem sektorju. Na ta način so banke lažje pripravile svoje ponudbe.

²⁹ Vse ponudbe, ki vsebujejo obrestno mero nižjo od minimalno določene, so izključene iz nadaljnega postopka licitacije.

Poudariti je potrebno, da sprememba sistema nikakor ni pomenila tudi spremembe v denarni politiki ECB. Šlo je zgolj za potezo, ki naj bi preprečila veliko presežno ponudbo in bankam hkrati omogočila kakovostnejšo pripravo svojih ponudb.

Banke so se na spremenjeni sistem odzvale hitro in že pri prvi operaciji glavnega refinanciranja, ki je potekala v novem sistemu obrestne mere, je bila ponudba zgolj 2-krat višja od dodeljenih sredstev. Razmerje med ponudbo in dodeljenimi sredstvi pa se je bistveno zmanjšal tudi če gledamo povprečno vrednost v obdobju spremenljive obrestne mere: večkratnik znaša v povprečju zgolj 1,9.

Slika 11: Gibanje ponudbe in dodeljenih sredstev od 28. junija 2000 do 28. decembra 2001



Vir: *Monthly bulletin: August 2000 – February 2002.*

Na podlagi podatkov lahko ugotovimo, da je ECB v veliki meri uspelo umiriti ponudbo, saj se je dodelitveni odstotek nemudoma povzpел in tako v letu 2000 po uvedbi novega sistema dosegel povprečno vrednost 59%. V naslednjem letu se je odstotek povečal še za 9 odstotnih točk.

V novem sistemu obrestne mere je bilo doseženo bistveno večje ravnovesje med ponudbo in povpraševanjem. Institucij, ki bi predložile ponudbo bistveno večjo od premoženja, ki bi ga lahko zastavile v jamstvo, je bilo manj kot v prejšnjem sistemu obrestne mere.

10. OBNAŠANJE INSTITUCIJ (NASPROTNE STRANI) PRI IZDELAVI PONUDB

Ko analiziramo obnašanje institucij, ki nastopajo kot nasprotna stran, v procesu licitacije, ne moremo mimo analize dejavnikov, ki na to obnašanje vplivajo.

Ponudbeno obnašanje institucij se razlikuje v malenkostih, ko govorimo o sistemu trdne in sistemu spremenljive obrestne mere. Bistveno in kar velja v obeh sistemih pa je, da je ponudbeno obnašanje determinirano predvsem z razliko med kratkoročno tržno obrestno

mero³⁰ (ki predstavlja oportunitetni strošek) in obrestno mero, ki jo na operacije glavnega refinanciranja aplicira ECB. Vendar se banke pri pripravi ponudb v procesu licitacije orientirajo tudi glede na dvotedensko obrestno mero za nezavarovan depozit (ta obrestna mera je navadno višja od dvotedenske EONIE) ter na dvotedensko obrestno mero za splošne zavarovane repo posle (obrestna mera je nižja od EONIE). Obstajajo seveda še drugi dejavniki, ki vplivajo na obnašanje. Spoznali jih bomo v nadaljevanju.

Banke imajo torej dve možnosti pridobivanja likvidnostnih sredstev. Prva možnost je zadolževanje pri ECB, alternativa tej pa je zadolževanje na medbančnem trgu. Katero izmed obeh bo banka izbrala, je odvisno od različnih dejavnikov, ki se razlikujejo glede na sistem obrestne mere in si jih bomo sedaj pogledali.

10.1. Ponudbeno obnašanje v sistemu trdne obrestne mere

Višina sredstev, za katera banke vložijo ponudbo, je pod znatnim vplivom razlike med dvotedensko tržno obrestno mero in obrestno mero ECB za glavno refinanciranje (trdna dodelitvena obrestna mera). Pomembno vlogo pri gibanju tržne obrestne mere nasproti obrestne mere ECB igrajo predvidevanja oziroma pričakovanja.

Na obnašanje institucij se lahko ozremo z vidika dveh pravil:

- Ko trg pričakuje padec obrestne mere glavnega refinanciranja, bo dvotedenska EONIA zelo blizu trdni dodelitveni obrestni meri ali celo pod njo. Posledica tega je bistveno znižanje skupne višine sredstev za katera zaprosijo banke³¹, kakor tudi v zmanjševanju števila bank, ki ponudbe predložijo.
- V nasprotnem primeru, ko se pričakuje povečanje obrestne mere ECB, bo tržna obrestna mera segala precej čez trdno dodelitveno obrestno mero, hkrati pa bo število bank, ki bodo predložile ponudbo, večje. Višja bo tudi skupna višina sredstev, za katera bodo te banke zaprosile.

10.1.1. Kronološki pregled

Praksa nam zgornji dve "pravili" potrjuje. Če pogledamo nazaj, v čas ko je ECB pričela delovati, se že v marcu in aprilu srečamo s pričakovanji o padcu obrestne mere glavnega refinanciranja. To rezultira v naglem padcu višine sredstev v predloženih ponudbah, tako da 7. aprila 1999 banke zaprosijo za najmanj sredstev v sistemu trdne obrestne mere, in sicer za 67 milijard evrov (prvič pride do "underbidding"-a). Tržna obrestna mera je v tem času na ravni obrestne mere ECB in celo pod njo.

Obrnjena slika se pojavi v naslednjem obdobju, in sicer od julija 1999 do srede leta 2000, ko je bil stalno prisotno predvidevanje o dvigu obrestnih mer s strani ECB, saj je indeks HICP, ki meri stopnjo rasti cen, vztrajno naraščal in že večkrat presegel ciljno vrednost. Taka

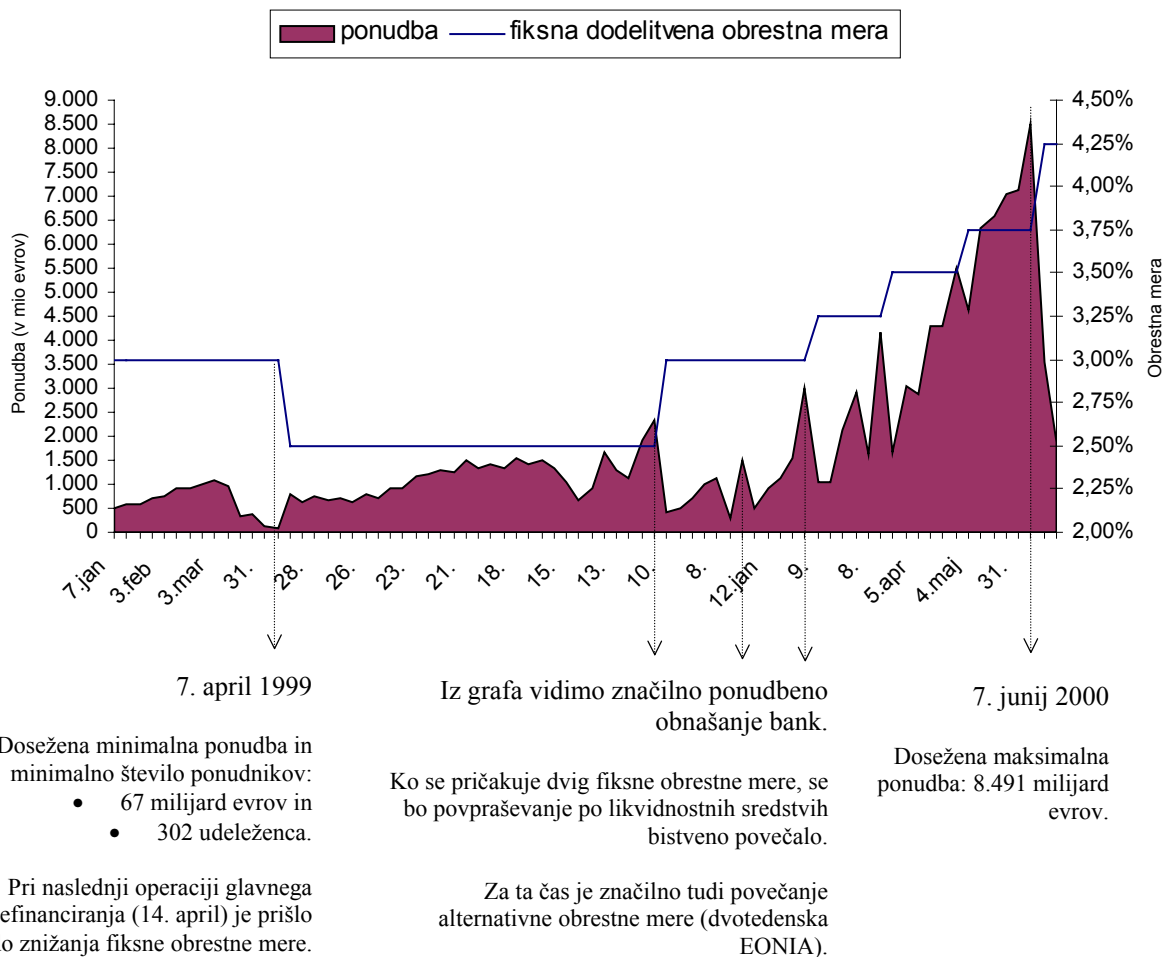
³⁰ Največkrat se kot tržna obrestna mera navaja dvotedenska EONIA. To je obrestna mera, po kateri se banke lahko zadolžijo (za dva tedna) na medbančnem trgu.

³¹ Pride do pojave "underbidding"-a, kar pomeni, da banke zaprosijo za manj likvidnostnih sredstev, kot bi bilo potrebno, da bi se lahko normalno zadostilo zahtevam po obveznih rezervah.

situacija je povzročala, da se je tržna obrestna mera gibala nad trdno dodelitveno, to je povzročalo izjemne višine predloženih ponudb bank, kar je povzročilo pojav “overbidding”-a. 7. junija 2000 je prišlo do največje zaprosene višine po likvidnostnih sredstvih; vse banke skupaj so zaprosile za 8,5 bilijonov evrov.

Vzporedno z gibanjem višine predloženih ponudb se giblje tudi število udeležencev. Njihovo število varira predvsem glede na razliko med tržno in trdno dodelitveno obrestno mero. V prvi polovici leta 1999 se je število udeležencev zmanjševalo, saj se je pričakovalo padec obrestne mere glavnega refinanciranja.

Slika 12: Gibanje ponudb, trdne dodelitvene obrestne mere in glavni dogodki v sistemu trdne obrestne mere od 1. januarja 1999 do 21. junija 2000



Vir: Monthly bulletin: January 1999 – August 2000.

10.2. Ponudbeno obnašanje v sistemu spremenljive obrestne mere

V tem sistemu banke predložijo ponudbe pri različnih obrestnih merah. Navadno je najnižja (mejna) obrestna mera, ki je v licitaciji dosežena, višja od minimalne dodelitvene obrestne mere, ki jo za glavne operacije opredeli ECB. Velja, da je ponudba, tako kot v sistemu trdne obrestne mere, odvisna od razlike med tržno in minimalno dodelitveno obrestno mero (večja

kot je razlika, večje je število ponudnikov in večja je višina sredstev za katera banke zaprosijo).

V okviru tega sistema moramo biti pozorni na doseženo mejno in povprečno³² obrestno mero. Vrednosti obeh nam povesta, okrog katerih obrestnih mer se obrestne mere v ponudbah **koncetrirajo**. Razlika med obema pa govori o **disperziji** (razpršenosti) obrestnih mer. Dolgoročna razlika med doseženo mejno in povprečno ponudbeno obrestno mero znaša 0,01 odstotne točke. Največja razlika med obrestnima merama je znašala 0,07 odstotne točke, v nekaterih primerih pa je prišlo do izenačenja mejne in povprečne obrestne mere. **Neenakost** nam pove, kolikšna je razlika med minimalno dodelitveno in doseženo mejno obrestno mero.

Ugotovljena je povezanost med doseženo mejno obrestno mero in alternativno (tržno) obrestno mero, kar priča o tem, da na višino obeh vplivajo podobni faktorji. Gre predvsem za pričakovanja o višini obrestnih mer glavnega refinanciranja, likvidnosti, posebnih dogodkih itd. Zaradi povezanosti se banke ravnavajo po tržni obrestni meri, ko pripravljajo ponudbe.

Če v ponudbah nastopa več kot ena obrestna mera govorimo o **heterogenosti** ponudb. Banke imajo različna pričakovanja o višini dosežene mejne obrestne mere, zato se obrestne mere v ponudbah med seboj razlikujejo. Vendar se banke ne osredotočijo samo na to eno obrestno mero, ampak jih navedejo več (diverzifikacija obrestnih mer). Kolikšen bo odmik od pričakovane mejne obrestne mere je odvisno od *negotovosti*, ki je povezana z doseženo mejno obrestno mero. Večja kot je negotovost, večja bo razpršenost obrestnih mer.

Ko trg pričakuje padec (ali enako raven) obrestne mere ECB, se bo tržna kratkoročna obrestna mera gibala v višini minimalne obrestne mere za glavno refinanciranje ali celo pod njo. Kadar je tržna obrestna mera v višini minimalne dodelitvene, je negotovost glede mejne obrestne mere majhna. V tem primeru se obrestne mere v ponudbah koncentrirajo okrog minimalne vrednosti, prav tako pa se dosega zelo nizka razpršenost v ponudbah (dogajanje v takih pogojih je podobno kot v sistemu trdne obrestne mere).

Drugače je, ko trg pričakuje dvig obrestne mere. Takrat najprej naraste tržna obrestna mera, negotovost glede mejne obrestne mere se poveča. Heterogenost ponudb je relativno večja kot ponavadi.

Banke se sicer večidel obnašajo tako kot smo videli, vendar se z razvojem trga in bank samih, zmanjšuje razpršenost obrestnih mer v ponudbah. Banke so sposobne vedno bolj natančno oceniti, kakšna bo dosežena mejna obrestna mera, zato se razpršenost zmanjšuje.

10.2.1. Kronološki pregled

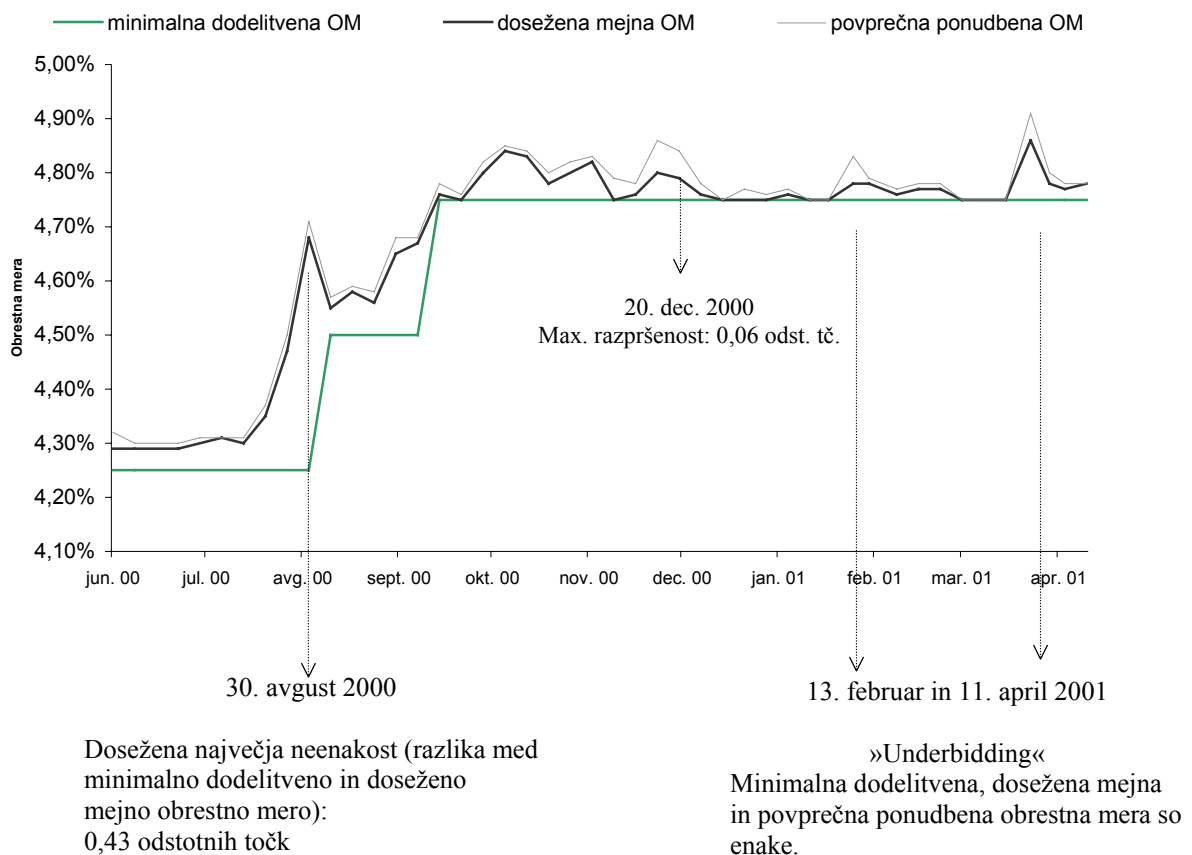
Če se lotimo kronološke analize gibanja obrestnih mer in višine ponudb v sistemu spremenljive obrestne mere pridemo do naslednjih ugotovitev.

³² Gre za tehtano povprečje obrestnih mer, ki so bile navedene v ponudbah bank.

V drugi polovici leta 2000 (do oktobra) se je pričakoval dvig obrestne mere glavnega refinanciranja, tem predvidevanjem je sledila tržna obrestna mera, ki je bila ves čas nad minimalno dodelitveno obrestno mero, le-ta pa je bila v povprečju 11 bazičnih točk pod doseženo mejno obrestno mero. Za to obdobje je značilna negotovost glede mejne obrestne mere. Razpršenost je v tem obdobju znašala v povprečju 0,02 odstotne točke.

Minimalna dodelitvena obrestna mera se je proti koncu leta umirila in se ni več povečevala. Pričakovati je bilo njeno konstantno vrednost ali celo upad, vse tja do maja 2001. Tržna obrestna mera zato ni bila bistveno nad minimalno dodelitveno, in enako je veljalo za doseženo mejno obrestno mero. Razlika med mejno in minimalno obrestno mero (neenakost) je v tem obdobju znašala 2 bazični točki. V primeru dveh glavnih refinanciranj (14. februar 2001 in 11. april 2001) je prišlo celo do "underbidding"-a. V tem obdobju je bila dosežena tudi največja razpršenost ponudb (20. decembra 2000), kar je bila posledica dveh razlogov: konec obdobja, v katerem se izračunava, v kolikšni meri so banke upoštevale zahteve o minimalnih rezervah, ter splošna negotovost pri prehodu v novo leto. V povprečju je bila razpršenost dokaj nizka in je dosegla 0,02 odstotni točki.

Slika 13: Gibanje minimalne dodelitvene, dosežene mejne in povprečne obrestne mere v obdobju od 28. junija 2000 do 7. maja 2001

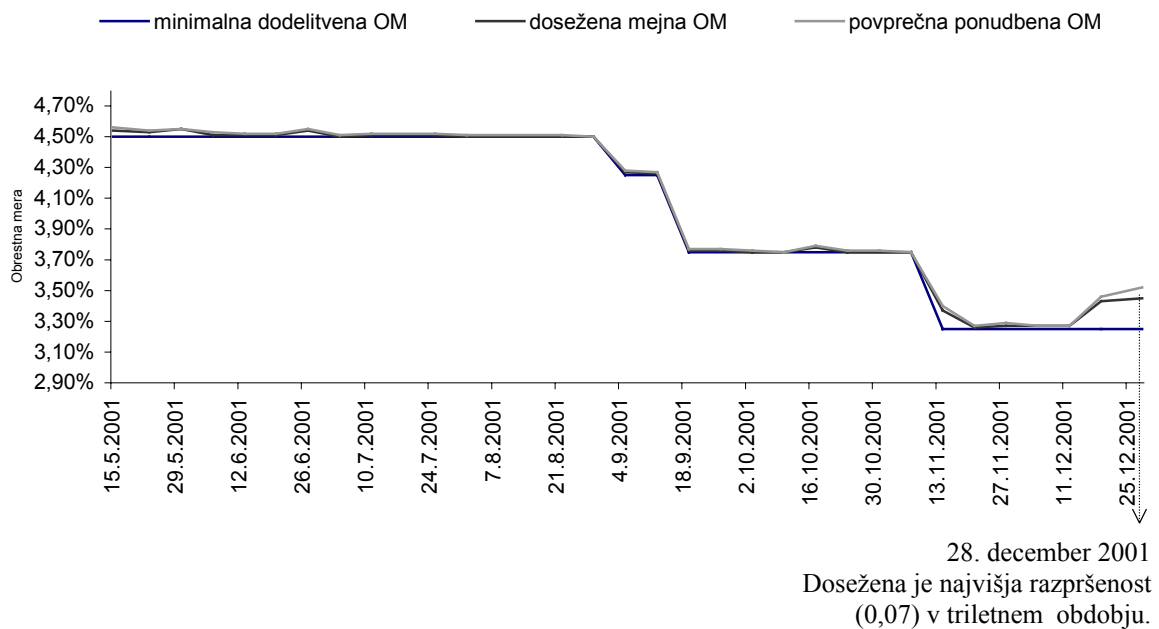


Vir: Monthly bulletin: August 2000 – July 2001.

15. maja 2001 je prišlo do trenda upadanja minimalne dodelitvene obrestne mere. V obdobju upadanja je neenakost znašala v povprečju 0,02 odstotni točki³³. Nizka je bila tudi razpršenost, merjena z razliko med mejno in povprečno obrestno mero in je znašala 0,01 odstotno točko. Graf 9 nam nazorno prikazuje, kako izenačene so bile obrestne mere od 15. maja 2001 dalje.

Do sprememb je prišlo konec leta 2001, ko se je pričakovalo povečanje obrestne mere. Dosežena mejna obrestna mera je bila nad minimalno, in sicer 11 bazičnih točk (povprečje zadnjih štirih operacij glavnega refinanciranja). V zadnji operaciji glavnega refinanciranja v letu 2001 je prišlo do največje razpršenosti obrestnih mer v ponudbah. Znašala je 0,07 odstotne točke.

Slika 14: Gibanje minimalne dodelitvene, dosežene mejne in povprečne ponudbene obrestne mere v obdobju od 15. maja 2000 do 31. decembra 2001.



Vir: *Monthly bulletin: July 2001 – February 2002.*

Povprečna razpršenost se je v obdobju, ki ga analiziram, ustalila na dolgoročnem povprečju, ki znaša 0,01 odstotne točke, neenakost pa je v povprečju znašala 0,04 odstotne točke.

Zaključim lahko z ugotovitvijo, da je ponudbeno obnašanje bank, odvisno predvsem od pričakovanj o prihodnji obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja in od razlike med tržno in minimalno (oziroma trdno) dodelitveno obrestno mero.

Prehod na sistem s spremenljivo obrestno mero, katerega namen je bil zmanjšati presežno ponudbo, je bil uspešno opravljen, saj so se banke zelo hitro prilagodile novemu sistemu.

³³ Iz računanja povprečja sem izključil zadnji dve glavni refinanciranja (19. in 28. decembra), saj so se je takrat že pojavila pričakovanja o povečanju obrestne mere.

Dokaz za to je bistveno bolj prilagojeno povpraševanje po likvidnostnih sredstvih ECB, kar se odraža skozi manjšo razliko med ponudbo in dodelitvijo.

11. SKLEP

Evropska centralna banka je postala s 1. januarjem 1999 edina centralna banka (na področju Evrolanda), ki lahko vodi denarno politiko. Dotedanje nacionalne centralne banke sicer s tem dnem niso prenehale delovati, vendar pa so izgubile samostojnost za neposredno vodenje denarne politike.

Istočasno se je ECB zavezala slediti glavnemu cilju, ki si ga je zadala in ga tudi kvantitativno opredelila. Kot glavni cilj je določila vzdrževanje stabilnosti cen na celotnem področju Evrolanda. Rast cen se meri z indeksom HICP, ki na letni ravni ne sme presežati 2 odstotkov. Poudariti pa je potrebno, da ECB vzdržuje nizko rast cen na srednji rok in se ne odziva na kratkoročne spremembe v ravni cen.

Za uresničevanje glavnega cilja ima na voljo različne instrumente denarne politike, ki ji omogočajo, da posredno, preko transmisijskega mehanizma, vpliva na raven cen v gospodarstvu. Transmisijski mehanizem deluje s težko določljivim časovnim zamikom, prav tako pa je težko oceniti vpliv posameznega instrumenta na raven cen, zato sta ECB v pomoč dva stebra. Prvi steber tvori dominantna vloga denarja, drugi steber druge spremenljivke, na podlagi katerih ECB ocenjuje prihodnje gibanje ravni cen, kar ji je v pomoč pri učinkovitem vodenju denarne politike.

Izmed velikega števila znanih instrumentov, ki so bili od nekdaj na voljo centralnim bankam pri vodenju denarne politike, so bili za ECB izbrani le najboljši, ki tvorijo tri skupine instrumentov: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam in obvezne rezerve. Operacije glavnega refinanciranja so instrument, ki spada v prvo skupino instrumentov. Je najpomembnejši in najpogosteje uporabljan instrument denarne politike ECB.

Glavno refinanciranje je instrument, ki ga ECB uporablja, ko želi zagotoviti likvidnostna sredstva na trgu, ko želi vplivati na tržno obrestno mero. Služi pa ji tudi za to, da signalizira pozicijo denarne politike. Obrestna mera pri glavnem refinanciranju, ki je hkrati tudi najpomembnejša obrestna mera ECB, je bila v preteklih treh letih že večkrat spremenjena. ECB je s spreminjanjem obrestne mere poskušala zadržati inflacijske pritiske in zadržati rast cen pod dvema odstotkoma. Videli smo lahko, da ji vsaj kratkoročno to ni najbolje uspelo, saj je bila rast cen v obdobju od junija 2000 do decembra 2001, neprestano nad kritično mejo. Vendarle to ni zadosten razlog, da bi sodili o neuspehu denarne politike, saj še vedno govorimo o kratkoročnem obdobju. V prihodnjih letih pa bomo že dobili dovolj srednjeročnih informacij za vrednotenje uspešnosti denarne politike ECB.

V povezavi z operacijami glavnega refinanciranja moram omeniti še spremembo v sistemu obrestne mere, ki jo ECB v licitacijskem postopku. Videli smo, da se je ECB 8. junija 2000 odločila, da bo prešla s sistema s trdno obrestno mero na sistem s spremenljivo obrestno mero. K tej odločitvi jo je vodila bistvena razlika med dodeljenimi sredstvi in ponudbo s

strani finančnih institucij. Le-te so se pri pripravi ponudb vedle v skladu s teorijo o obnašanju finančnih institucij, ki pravi, da je višina vloženih ponudb pod znatnim vplivom razlike med dvotedensko tržno obrestno mero in trdno dodelitveno obrestno mero. Vendar pa je v tem sistemu prišlo do pojava "overbidding"-a. Zato je ECB prešla na sistem spremeljive obrestne mere, ki je bistveno zmanjšal razliko med dodeljenimi sredstvi in višino vloženih ponudb. Finančne institucije so se novemu sistemu prilagodile zelo hitro, saj so bile vložene ponudbe pri prvi licitaciji po novem sistemu zgolj 2-krat višje od dodeljenih sredstev (v sistemu trdne obrestne mere so banke predložile ponudbe, ki so bile celo 114-krat višje od dodelitve).

Ugotovil sem, da je ECB stopila v novo obdobje dobro pripravljena, saj je že večkrat dokazala, da se je sposobna dokaj hitro prilagoditi spremembam v okolju. Na podlagi obširnih analiz in pomoči dveh stebrov poskuša zasledovati glavni cilj, ki naj bi ga dosegala srednjeročno. V zelo volatilnem okolju je pogosto to vse prej kot lahko. Čas, ko bomo lahko objektivno ocenjevali njeno uspešnost šele prihaja. Če gledamo povprečje zadnjih treh let ugotovimo, da je ECB uspelo zadržati letno rast ravni cen ravno na meji, to je na dveh odstotkih. V prihodnjih letih pa bomo lahko ocenjevali tudi njeno srednjeročno uspešnost.

12. LITERATURA

1. ECB: The monetary policy of the ECB.
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/monetarypolicy2001.pdf>], 15.3.2002.
2. ECB: The single monetary policy in stage three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures.
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/gendoc2000en.pdf>], 15.3.2002.
3. ECB: Annual report, 1998
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/ar1998en.pdf>], 15.3.2002.
4. ECB: Annual report, 1999
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/ar1999en.pdf>], 15.3.2002.
5. ECB: Annual report, 2000
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2000en.pdf>], 15.3.2002.
6. ECB: Annual report, 2001
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2001en.pdf>], 15.3.2002.
7. ECB: Monthly bulletin: November 2000
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200011en.pdf>], 15.3.2002.
8. ECB: Monthly bulletin: July 2000
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200007en.pdf>], 15.3.2002.
9. ECB: Monthly bulletin: October 2001
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200110en.pdf>], 15.3.2002.
10. ECB: Monthly bulletin: January 1999
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/mb199907en.pdf>], 15.3.2002.
11. ECB: Monthly bulletin: February 1999
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/mb199907en.pdf>], 15.3.2002.
12. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 9, str. 12-15.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I (denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999a. 380 str.
14. Kastrevc Erna: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 49 str.

15. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II (Mednarodni denarni sistem). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999b. 169 str.
16. Šturm Katja: Denarna politika Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 46 str.

13. SLOVAR

allotment – dodelitev

allotment ratio – dodelitveni odstotek

allotment volume – dodelitveni znesek

American system – sistem večih obrestnih mer

bid – ponudba

counterparties – nasprotna stran

cross-border use of eligible assets – mednarodna uporaba ustrezne aktive

deposit facility – možnost deponiranja (sredstev)

Dutch system – sistem ene obrestne mere

earmarking system – namenski sistem

eligibility criteria – primernostni kriterij

eligible assets – ustrezna aktiva

fixed rate tender – sistem trdne obrestne mere

fixed tender interest rate – trdna dodelitvena obrestna mera

initial margins – začetno kritje

main refinancing operations – operacije glavnega refinanciranja

marginal lending facility – možnost (obrobnega) zadolževanja

marginal rate – dosežena (sprejeta) mejna obrestna mera

minimum accepted interest rate – minimalna dodelitvena obrestna mera

outright transactions – dokončne transakcije

percentage of allotment – odstotek dodelitve

pooling system – sklad ustreznih aktiv, ki jih finančna institucija zagotovi za jamstvo pri vseh operacijah, ki se jih bo udeležila

reverse transactions –časne transakcije

risk control measures – kontrolno merjenje tveganja

valuation haircuts – zmanjšanje vrednosti aktiv

variable rate tender – sistem spremenljive obrestne mere

variation margins – vmesni delež