

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**GLAVNI MEHANIZEM REFINANCIRANJA IN USTREZNI  
INSTRUMENT DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE**

**Ljubljana, junij 2003**

**UROŠ PETROVIČ**

## **IZJAVA**

Študent Uroš Petrovič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. Ivana Ribnikarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

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

# KAZALO VSEBINE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>UVOD</b> .....  | <b>1</b>  |
| <b>1. PRIMERJAVA INSTRUMENTARIJEV ECB IN BANKE SLOVENIJE</b> .....             | <b>2</b>  |
| 1.1. INSTRUMENTARIJ ECB.....   | 2         |
| 1.1.1. CILJ ECB.....   | 3         |
| 1.1.2. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROSISTEMA.....                           | 3         |
| 1.1.2.1. GLAVNA REFINANCIRANJA (MAIN REFINANCING OPERATIONS).....              | 4         |
| 1.1.2.2. DOLGOROČNA REFINANCIRANJA (LONG-TERM REFINANCING OPERATIONS).....     | 4         |
| 1.1.2.3. OPERACIJE FINEGA URAVNAVANJA (FINE-TUNING OPERATIONS).....            | 4         |
| 1.1.2.4. STRUKTURNE OPERACIJE (STRUCTURAL OPERATIONS).....                     | 4         |
| 1.1.2.5. ODPRTE PONUDBE.....   | 5         |
| 1.1.2.6. OBVEZNE REZERVE.....  | 5         |
| 1.2. INSTRUMENTARIJ BANKE SLOVENIJE TER PRIMERJAVA Z INSTRUMENTARIJEM ECB..... | 8         |
| 1.2.1. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE.....                       | 9         |
| 1.2.1.1. INSTRUMENTI ZA IZDAJANJE DODATNE KOLIČINE PRIMARNEGA DENARJA.....     | 9         |
| 1.2.1.2. INSTRUMENTI, NAMENJENI UMIKU PRIMARNEGA DENARJA IZ OBTOKA.....        | 10        |
| 1.2.2. INSTRUMENTI POLITIKE DEVIZNEGA TEČAJA.....                              | 11        |
| 1.2.3. OBRETNOSTNE MERE BANKE SLOVENIJE.....                                   | 13        |
| <b>2. GLAVNI MEHANIZEM REFINANCIRANJA ECB</b> .....                            | <b>14</b> |
| 2.1. STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA.....                                    | 14        |
| 2.2. LIKVIDNOSTNI MANAGEMENT.....  | 17        |
| 2.3. GLAVNA REFINANCIRANJA.....  | 19        |
| 2.4. SODELUJOČE STRANKE.....   | 19        |
| 2.4.1. SPLOŠNI POGOJI USTREZNOSTI.....   | 20        |
| 2.5. ZAVAROVANJE – USTREZNA FINANČNA AKTIVA.....                               | 21        |
| 2.5.1. AKTIVA PRVE VRSTE.....  | 22        |
| 2.5.2. AKTIVA DRUGE VRSTE.....   | 22        |
| 2.5.3. UKREPI ZA OBVLADOVANJE TVEGANJ.....                                     | 23        |
| 2.5.4. NAČELA VREDNOTENJA (FINANČNIH) AKTIV.....                               | 24        |
| 2.6. PONUDBENI POSTOPEK.....   | 25        |
| 2.6.1. RAZGLASITEV PONUDBE/LICITACIJE.....                                     | 25        |
| 2.6.2. PRIPRAVA SODELUJOČIH STRANK IN PREDLOŽITEV PONUDB.....                  | 26        |
| 2.6.3. DODELITEV DELEŽEV.....  | 28        |
| 2.6.4. RAZGLASITEV REZULTATOV LICITACIJE.....                                  | 28        |
| 2.6.5. POSTOPEK PORAVNAVE.....   | 29        |
| <b>3. LIKVIDNOSTNI MANAGEMENT BANKE SLOVENIJE</b> .....                        | <b>29</b> |
| 3.1. BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE.....                                   | 32        |
| 3.2. STERILIZACIJA IN POSLI Z DEVIZAMI.....                                    | 32        |
| 4.1. STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA V PRIHODNJE.....                        | 34        |
| <b>4. SLOVENIJA IN EMU</b> .....   | <b>35</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| 4.1. POGOJI ZA DOKONČNI PRISTOP K EMU .....    | 36        |
| 4.2. SPREMEMBA DENARNE POLITIKE .....          | 37        |
| <b>5. REFINANCIRANJE SLOVENIJE V EMU .....</b> | <b>38</b> |
| 5.1. SODELUJOČE STRANKE .....                  | 39        |
| 5.2. ZAVAROVANJE .....                         | 39        |
| 5.3. PORAVNAVA TRANSAKCIJ .....                | 40        |
| <b>SKLEP .....</b>                             | <b>41</b> |
| <b>SLOVAR TUJK .....</b>                       | <b>42</b> |
| <b>LITERATURA IN VIRI.....</b>                 | <b>44</b> |
| <b>PRILOGE</b>                                 |           |

## UVOD

Pred vključitvijo Slovenije v Ekonomsko in monetarno unijo, ki bo sledila predvidoma najmanj dvoletnemu obdobju sodelovanja v sistemu deviznih tečajev ERM 2, se postavlja veliko vprašanj o vodenju denarne politike Banke Slovenije v tem pripravljalnem obdobju.

Za Slovenijo so značilne določene posebnosti, na primer velik presežek strukturnega položaja denarnega trga, zaradi katerih slovenska centralna banka posega na trg tako, da mu odvzema odvečno likvidnost, medtem ko centralne banke Evropskega sistema centralnih bank (ESCB), ki se, ravno nasprotno, srečujejo z deficitnim položajem, delujejo kot glavni ponudniki likvidnosti v gospodarstvu.

Namen dela je preučiti glavni mehanizem refinanciranja, ki je najpomembnejši instrument operacij odprtega trga ESCB in preko katerega Evropska centralna banka (ECB) zagotovi kar tri četrtine vse potrebne likvidnosti v bančni sistem.

Diplomsko delo je razdeljeno na pet poglavij. V prvem poglavju primerjam instrumentarija Banke Slovenije in ECB ter ugotavljam podobnosti. V drugem poglavju je instrument glavnih refinanciranj podrobneje predstavljen. Opisani so pogoji, ki jih morajo izpolnjevati kreditne institucije, da lahko postanejo t.i. sodelujoče stranke, ter kriteriji, katerim morajo ustrezati finančna aktiva, da postanejo t.i. primerna aktiva za zavarovanje kreditnih operacij Evrosistema.

Tretje poglavje namenjam posebnosti slovenske monetarne politike, t.j. blagajniškimi zapisom v tujem denarju, monetizaciji in sterilizaciji, strukturnemu položaju denarnega trga pri nas, in ugotovim, da je dejanski vir likvidnosti bančnega sistema v Sloveniji začasni odkup deviz za sedem dni (devizni swap). Banka Slovenije bo morala najkasneje do polnega članstva v EMU prilagoditi celoten nabor instrumentov denarne politike instrumentariju, kot ga pozna ECB.

V četrtem poglavju namenim nekaj pozornosti vključevanju Slovenije v Evrosistem in spremembam denarne politike, do katerih bo gotovo prišlo. Vključitev v EMU pomeni izgubo lastne valute, izgubo možnosti vodenja neodvisne monetarne politike in izgubo možnosti uporabljati devizni tečaj kot instrument plačilnobilančnega prilagajanja. Po drugi strani pa prinaša članstvo v EMU pomembne koristi.

Zadnje, peto poglavje, govori o sami implementaciji instrumentarija ECB – govora je zopet o mehanizmu glavnih refinanciranj in njegovi prihodnosti v Sloveniji. Obrestna mera glavnih refinanciranj bo postala osrednja obrestna mera v Sloveniji in pomemben faktor pri vzpostavljanju medbančne obrestne mere. ECB bo preko Banke Slovenije skrbela za nemoten dostop bank do likvidnih sredstev. Da pa bo vse potekalo nemoteno, bo ECB prej morala priznati slovenske banke kot primerne partnerice in določiti vrednostne papirje, s katerimi bo lahko preko Banke Slovenije izvajala operacije odprtega trga.

# 1. PRIMERJAVA INSTRUMENTARIJEV ECB IN BANKE SLOVENIJE

Z nastankom Evropskega sistema centralnih bank (ESCB), ki ga sestavljajo Evropska centralna banka (ECB) in nacionalne centralne banke (NCB) vseh petnajstih držav članic Evropske unije, se je pojavila potreba po oblikovanju novega instrumentarija za vodenje denarne politike.

V tem poglavju se bom zato najprej posvetil instrumentariju denarne politike ECB in nato instrumentom denarne politike Banke Slovenije. Namen poglavja je torej ugotoviti, kakšne so razlike, in sicer tako razlike v vrsti instrumentov kot tudi v namenu uporabe in njihovih lastnostih.

## 1.1. Instrumentarij ECB

Januarja 1999 je Evropska centralna banka prevzela nase odgovornost za denarno politiko Evrosistema, drugega največjega ekonomskega območja ne svetu – takoj za ZDA. Pravna osnova enotne denarne politike je Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti (European Community). Ta pogodba in statut ESCB sta 1. januarja 1998 ustanovil ESCB, ki ga sestavljajo ECB, kot povsem samostojna in nadvladna institucija, in nacionalne centralne banke vseh držav članic Evropske unije. Države, ki so članice EU in so sprejele evro kot enotno valuto, sodelujejo pri oblikovanju in implementaciji denarne politike Evrosistema. Tako se je pojavila potreba po oblikovanju novega instrumentarija za vodenje denarne politike.

Pri oblikovanju instrumentarija denarne politike sta za ECB v splošnem obstajali dve možnosti: ali oblikovati popolnoma nov instrumentarij ali prevzeti že preizkušene instrumente držav članic EMU. Izkazalo se je, da bi bilo oblikovanje novega instrumentarija ob tako velikem številu instrumentov, ki so že bili preizkušeni v državah članicah, dokaj nesmiselno dejanje, povezano z dobršno mero negotovosti glede delovanja in možnih učinkov posameznega instrumenta (Menkhoff, 1997, str. 7).

Velika raznolikost instrumentov denarne politike v državah članicah pred vključitvijo v ESCB na eni strani ter želja po uveljavitvi lastnih instrumentov (predvsem) nekaterih držav na drugi strani je bila razlog za zahtevno delo pri izboru enotnega instrumentarija. Koncept oblikovanja ni bil pomemben le s teoretičnega vidika, ampak tudi z vidika implementacije instrumentov. Pri izboru instrumentov je bilo pričakovati, da bo uvedba novih instrumentov lažja, če (Menkhoff, 1997, str. 131-132):

- so bili le-ti že pred tem v uporabi v državah članicah;
- so temeljili ne le na načelih tradicije, ampak tudi na teoretičnih in političnih načelih;
- so bili favorizirani s strani nemške Bundesbanke kot centralne banke države z največjo težo pri glasovanju in
- je bilo mogoče pričakovati kompromis med članicami.

### 1.1.1. Cilj ECB

Primarni cilj ESCB (ki je definiran v 105. členu Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti) je ohranjanje stabilnosti cen, njemu na hierarhični lestvici sledijo visoka stopnja zaposlenosti, zmerna in neinflatorna gospodarska rast, itd. Publikacija ECB našteva razloge<sup>1</sup> za izbor stabilnosti cen kot primarnega cilja enotne denarne politike. Poleg tega pa več desetletne izkušnje in število študij kaže, da denarna politika največ prispeva k izboljšanju ekonomskih razmer in boljšemu življenjskemu standardu na dolgi rok, če je osredotočena na stabilnost cen.

ECB je stabilnost cen definirala kvantitativno, kot letni porast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP<sup>2</sup>) v Evrosistemu, ki mora biti nižji od 2%. Tako ECB definira najvišjo dovoljeno stopnjo inflacije kot srednjeročni cilj Evrosistema.

### 1.1.2. Instrumenti denarne politike Evrosistema

V Evrosistemu sta na voljo dve skupini operacij za vodenje enotne denarne politike. Najpomembnejša skupina operacij so operacije odprtega trga (open market operations). To so operacije, ki se izvedejo na pobudo centralne banke, običajno na denarnem trgu.<sup>3</sup> Operacije odprtega trga igrajo pomembno vlogo pri usmerjanju obrestne mere, signaliziranju položaja denarne politike in vodenju likvidnostnega položaja denarnega trga.

Posojanje preko operacij odprtega trga običajno poteka na način začasne transakcije (reverse transactions), kjer centralna banka kupi aktiva preko repo poslov (repurchase agreement) ali odobri kredit proti zavarovanju (collateral). Med operacije odprtega trga sicer sodi pet skupin instrumentov:

- začasne transakcije (reverse transactions);
- dokončne transakcije (outright transactions);
- izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev (issuance of debt certificates);
- valutne zamenjave oziroma devizni swap (foreign exchange swap) in
- vezane vloge (collection of fixed-term deposits).

Glede na namen, pogostost uporabe in postopek izvajanja deli ECB te instrumente na štiri kategorije: glavna refinanciranja (main refinancing operations), dolgoročna refinanciranja (long-term refinancing operations), fina uravnavanja (fine-tuning operations) in strukturne operacije (structural operations). V nadaljevanju so ti instrumenti podrobneje predstavljeni.

---

<sup>1</sup> Ti so: večja transparentnost relativnih cen, zmanjšanje premije za inflacijsko tveganje pri obrestni meri, izogib kopičenju zalog namesto investiranja, zmanjšanje distorzij davčnega sistema ter manjša možnost za nepravilno prerazporeditev premoženja.

<sup>2</sup> HICP vsebuje informacije o cenah različnih dobrin, s ponderjem 61,9%, ter storitev, s ponderjem 38,1% (v letu 2000).

<sup>3</sup> Denarni trg se nanaša na trg, kjer je dospelost transakcij ponavadi krajša od enega leta.

#### 1.1.2.1. Glavna refinanciranja (main refinancing operations)

Glavna refinanciranja (main refinancing operations) so najpomembnejše operacije odprtega trga in predstavljajo ključni instrument denarne politike Evrosistema. Izvajajo se preko repo poslov in igrajo glavno vlogo pri usmerjanju obrestnih mer, upravljanju z likvidnostjo trga in signalizirajo položaj denarne politike. Preko glavnih refinanciranj Evrosistem izdaja denar, torej zagotavlja likvidnost – vedno s poroštvom v vrednostnih papirjih, kar Evrosistem varuje pred finančnim tveganjem. Glavna refinanciranja se vršijo decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank (NCB), tedensko in imajo ročnost dveh tednov. Uporabljena obrestna mera je najpomembnejša obrestna mera Evrosistema.

#### 1.1.2.2. Dolgoročna refinanciranja (long-term refinancing operations)

Operacije dolgoročnega refinanciranja (long-term refinancing operations) se ravno tako izvajajo preko repo poslov, vendar enkrat mesečno in z ročnostjo treh mesecev. Glavna funkcija teh operacij je zagotavljanje dolgoročne likvidnosti bančnemu sistemu. Posli se izvajajo na nivoju nacionalnih centralnih bank in na podlagi standardnih ponudb – enako kot glavna refinanciranja. Te operacije praviloma nimajo naloge signaliziranja, kar pomeni, da je Evrosistem »rate-taker« (da se ne zamegli signala, ki prihaja iz glavnih refinanciranj). Operacije se izvajajo v obliki licitacij z variabilno obrestno mero (licitira se cena) in fiksno, v naprej določeno, količino.

#### 1.1.2.3. Operacije finega uravnavanja (fine-tuning operations)

Operacije finega uravnavanja (fine-tuning operations) se izvajajo *ad hoc* – njihova pogostost in dospetje nista standardizirana – in so namenjene hitrim intervencijam, s ciljem uravnavanja likvidnosti ali obrestnih mer na denarnem trgu, predvsem v primeru velikih nihanj le-teh zaradi nenadnih likvidnostnih fluktuacij. Operacije finega uravnavanja so lahko namenjene absorpciji odvečne ali povečevanju premajhne likvidnosti. V osnovi se fino uravnavanje izvaja prek repo poslov, vendar obstaja tudi možnost uporabe dokončnih transakcij, deviznih swapov in vezanih vlog. Tudi operacije finega uravnavanja se izvajajo na nivoju nacionalnih centralnih bank, vendar so za razliko od operacij glavnega in dolgoročnega refinanciranja posredovane v obliki hitrih ponudb ali na osnovi bilateralnih postopkov. Svet ECB pa ima možnost odločiti, kdaj in v kakšnih okoliščinah se bilateralne operacije finega uravnavanja izvedejo kar na nivoju ECB.

#### 1.1.2.4. Strukturne operacije (structural operations)

Strukturne operacije (structural operations) se izvajajo prek izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, repo poslov ali dokončnih transakcij. Te transakcije se izvedejo, ko želi ECB



spremeniti strukturni položaj denarnega trga (dolgoročno likvidnost) – lahko so namenjene absorpciji odvečne ali povečevanju premajhne likvidnosti. Izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev in repo posli se izvajajo na nivoju nacionalnih centralnih bank prek standardnih ponudb, medtem ko se dokončne transakcije izvajajo na nivoju bilateralnih dogovorov.

#### 1.1.2.5. Odprte ponudbe

V drugo skupino poslov, med odprte ponudbe ECB (standing facilities), sodita depozit čez noč oziroma možnost deponiranja presežne likvidnosti (deposit facility) in posojilo čez noč oziroma obrobna možnost zadolžitve (marginal lending facility) pri nacionalni centralni banki. Prvi instrument služi umiku presežne likvidnosti ter drugi izdajanju dodatne likvidnosti v finančni sistem. Poleg tega nacionalne centralne banke prek teh instrumentov signalizirajo trgu svoje namere ter oblikujejo koridor, znotraj katerega se giblje obrestna mera čez noč. Tako za depozit kot tudi za posojilo čez noč velja, da se posel izvede na pobudo kreditne institucije Evrosistema, ki ima odvečno likvidnost ali primanjkljaj likvidnosti, in ne na pobudo nacionalne centralne banke, operativna izvedba pa je v pristojnosti nacionalnih centralnih bank in ne ECB. Obrestna mera za posojilo čez noč je običajno višja od trenutne tržne obrestne mere. Zato pride do črpanja tega posojila le v primeru, če druge možnosti ni. Ker je dostop do obrobne možnosti zadolžitve omejen z vrednostjo zastavljenega premoženja, predstavlja obrestna mera te odprte ponudbe najvišjo možno obrestno mero čez noč na denarnem trgu. Nasprotno, deponiranje presežkov likvidnosti čez noč se običajno obrestuje po občutno nižji obrestni meri od trenutne tržne obrestne mere. Zato se kreditne institucije odločijo za to možnost deponiranja odvečne likvidnosti le v primeru, če ni druge, bolj donosne, možnosti. Tako kot je obrestna mera pri obrobni možnosti zadolžitve najvišja, je obrestna mera pri deponiranju presežne likvidnosti najnižja obrestna mera za čez noč na denarnem trgu. Z vzpostavitvijo obrestnih mer za instrumente odprte ponudbe Svet ECB (Governing Council) določi koridor, znotraj katerega se lahko giblje obrestna mera denarnega trga čez noč (glej Graf 1.1., na str. 6).

Pri tem obrestne mere odprtih ponudb predstavljajo koridor tudi za gibanje tržne obrestne mere EONIA, ki je tehtano povprečje vseh nezavarovanih posojil čez noč, ki so jih najele najbolj aktivne banke na denarnem trgu.

#### 1.1.2.6. Obvezne rezerve

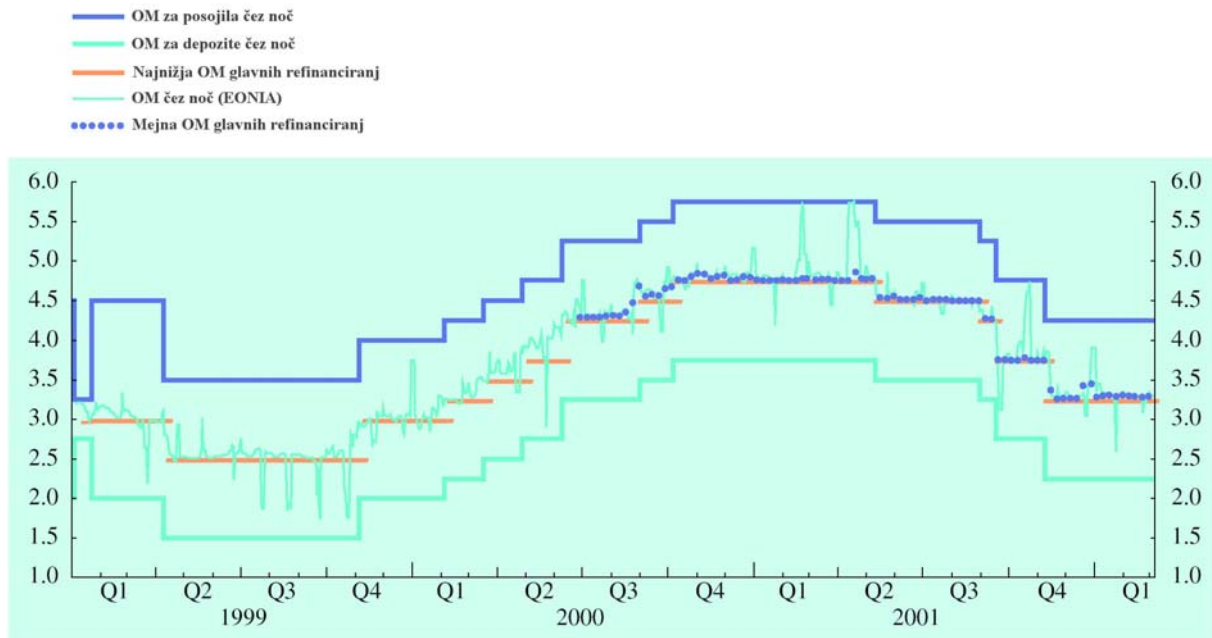
Instrument obveznih rezerv (minimum or required reserves) služi ohranjanju stabilnosti obrestne mere denarnega trga in ustvarjanju ali povečevanju likvidnostnega primanjkljaja denarnega sistema. Obveznost obveznih rezerv za posamezno institucijo se izračunava na podlagi postavk<sup>4</sup> bilance stanja na zadnji dan v mesecu. Obveznost mora biti izpolnjena v povprečju, in sicer kot povprečje dnevnega izpolnjevanja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki traja od 24. dne

---

<sup>4</sup> Na nekatere postavke se aplicira ničelna stopnja obveznih rezerv. Mednje sodijo vloge, vezane nad dve leti, repoji in dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo vsaj dveh let.

tekočega meseca do 23. dne naslednjega meseca, zahtevani znesek obvezne rezerve pa morajo kreditne institucije držati pri NCB. Obvezne rezerve so obrestovane po tržni obrestni meri.

**Graf 1.1.:** Obrestne mere ECB in denarnega trga



Vir: Annual Report 2001, ECB, str. 9.

V tabeli 1.1. na naslednji strani je prikazana shema vseh instrumentov denarne politike Evropske centralne banke, njihova dospelost, pogostost uporabe, postopek izvedbe ter tip transakcije.

Tabela 1.1.: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke

| Instrumenti<br>denarne<br>politike                              | Vrsta instrumentov           |                                 | Dospetje                              | Pogostost                                | Postopek                           |
|---|------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|--|------------------------------------|
|   | Zagotavljanje<br>likvidnosti | Absorbicija<br>likvidnosti      |                                       |  |                                    |
| <b>Operacije odprtega trga</b>                                  |                              |                                 |                                       |  |                                    |
| Glavno<br>refinanciranje  | začasne transakcije          | -                               | 2 tedna                               | tedensko                                 | standardna licitacija<br>(ponudba) |
| Dolgoročneje<br>refinanciranje                                  | začasne transakcije          | -                               | 3 mesece                              | mesečno                                  | standardna licitacija<br>(ponudba) |
| Fino<br>uravnavanje   | začasne transakcije          | valutne zamenjave               | ni standardizirano                    | neredno (občasno)                        | hitra licitacija<br>(ponudba)      |
| Strukturne<br>operacije   | valutne zamenjave            | zbiranje vezanih vlog           |                                       |  | bilateralni postopek               |
|   | dokončni nakupi              | dokončna prodaja                | -                                     | neredno (občasno)                        | bilateralni postopek               |
|   | začasne transakcije          | izdajanje dolžniških<br>potrdil | standardizirano/<br>nestandardizirano | redno in neredno                         | standardna licitacija              |
|   | dokončni nakupi              | dokončne prodaje                | -                                     | neredno (občasno)                        | bilateralni postopek               |
| <b>Odrpte možnosti (odprta ponudba) za kreditne institucije</b> |                              |                                 |                                       |  |                                    |
| Obrobna možnost<br>zadolžitve                                   | začasna transakcija          | -                               | čez noč                               | dosegljivo na željo kreditne institucije |                                    |
| Možnost deponiranja<br>presežkov likvidnosti                    | -                            | vloge (depoziti)                | čez noč                               | dosegljivo na željo kreditne institucije |                                    |
| <b>Obvezne rezerve</b>  |                              |                                 |                                       |  |                                    |

Vir: The Monetary Policy of the ECB, 2001, str. 62. Dodan je instrument obveznih rezerv.

## 1.2. Instrumentarij Banke Slovenije ter primerjava z instrumentarijem ECB

Banka Slovenije je nabor instrumentov v zadnjih letih precej spremenila, predvsem zaradi želje po večji preglednosti in racionalnosti, ter ga prilagodila instrumentariju ECB. Tako je v začetku leta 2001 Banka Slovenije odpravila blagajniške zapise v EUR in USD z ročnostjo 180, 270 in 360 dni. Odpravila je tudi 2-dnevne tolarske blagajniške zapise (nadomestila jih je z možnostjo depozita čez noč) ter 12-dnevne tolarske blagajniške zapise in 3-dnevno likvidnostno posojilo, ki so ga banke lahko črpale ob zastavi teh blagajniških zapisov, itd.

Medtem ko se je še pred nekaj leti vse instrumente Banke Slovenije »metalno v isti koš«, se v zadnjem času pojavljajo zelo različne delitve instrumentov, ki so posledica različnih videnj delovanja Banke Slovenije (Plut, 2001, str. 9). Tako se je pojavila:

- delitev na denarno politiko in politiko deviznega tečaja in s tem delitev na instrumente denarne politike in instrumente politike deviznega tečaja;
- delitev na aktivne in pasivne instrumente;<sup>5</sup>
- instrumente izdajanja primarnega denarja in instrumente umikanja primarnega denarja;
- neposredne in posredne oziroma tržne instrumente;
- kratkoročnejše in dolgoročnejše instrumente (tudi strukturne ali sterilizacijske v primeru instrumentov umika primarnega denarja) ter
- (Ponekod je bilo mogoče zaslediti tudi) delitev na instrumente odprtega trga, odprte ponudbe in obvezne rezerve (kot je tudi praksa v ECB).

Na splošno pa lahko rečemo, da tudi zaradi do nedavnega različnih ciljev denarne politike ECB in Banke Slovenije (ohranjanje stabilnosti cen kot primarni cilj ECB in denarni agregat M3 kot bližnji cilj v Sloveniji) težko uporabimo enake delitve instrumentov pri obeh institucijah. Banka Slovenije posega na denarni trg in na trg tujega denarja ter na ta način aktivno vodi denarno politiko in politiko deviznega tečaja.

V skladu z namenom, ki ga ima uporaba posameznega instrumenta, lahko instrumente Banke Slovenije razdelimo najprej na (Ribnikar, 2001, str. 69-71):

- instrumente denarne politike;
- instrumente politike deviznega tečaja (oboje bom podrobneje opisal v nadaljevanju) in
- instrumente bonitetne kontrole, ki so namenjeni predvsem obvladovanju določenih tveganj ter zato vplivajo na obnašanje bank in s tem posredno na instrumente denarne politike in instrumente politike deviznega tečaja. Ali drugače, ne gre za izdajanje/umikanje denarja, temveč za ukrepe, ki jih morajo banke enostavno upoštevati. Instrumenti bonitetne kontrole so devizni blagajniški zapisi, količniki likvidnosti in posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank.

---

<sup>5</sup> Z aktivnimi/pasivnimi instrumenti so mišljeni instrumenti, ki se nahajajo na aktivni/pasivni strani bilance Banke Slovenije.

### 1.2.1. Instrumenti denarne politike Banke Slovenije

Zaradi same smiselnosti pa tudi značaja strukturnega položaja denarnega trga pri nas (ki izkazuje velik presežek), bom v nadaljevanju instrumente denarne politike razdelil v dve skupini: na tiste, s katerimi Banka Slovenije izdaja dodatno količino primarnega denarja, in tiste, s katerimi umika količino primarnega denarja in tako zmanjšuje likvidnost na denarnem trgu.

#### 1.2.1.1. Instrumenti denarne politike za izdajanje dodatne količine primarnega denarja

Med instrumente denarne politike za izdajanje dodatne količine primarnega denarja uvrščamo:

- lombardno posojilo in
- začasni odkup (repo) deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije za sedem dni oziroma dva meseca.

Namen posojil je izdajanje primarnega denarja. V preteklosti je Banka Slovenije ponujala več vrst likvidnostnih posojil (posojilo za izhod v sili, 3-dnevno likvidnostno posojilo na podlagi zastave 12-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa Banke Slovenije, posojilo prek noči in dodatno kratkoročno posojilo), ki pa jih je postopoma ukinjala.

Likvidnostno posojilo v skrajni sili so banke in hranilnice lahko črpale na podlagi odprte ponudbe po zakoniti zamudni obrestni meri. Z ukinitvijo tega posojila, lombardna obrestna mera dejansko prevzema vlogo zgornje meje koridorja obrestnih mer Banke Slovenije (in trenutno znaša 10,5%). Hkrati z zadnjo ukinitvijo likvidnostnih posojil pa se je za lombardno posojilo znižal količnik zahtevanega zavarovanja, tako da banke in hranilnice sedaj zastavljajo vrednostne papirje v vrednosti 110% od zneska posojila. S tem se je možnost črpanja posojil po obsegu občutno povečala.

Namen teh sprememb je nadaljnje usklajevanje z instrumentarijem ECB. Za ECB namreč velja, da je likvidnost ponujena zgolj na osnovi posojila, namenjenega možnosti mejnega zadolževanja (marginal lending facility). Lombardno posojilo Banke Slovenije ima precej značilnosti mejnega zadolževanja pri ECB. Tudi v ECB se instrument uporablja na pobudo kreditne institucije – gre torej za instrument odprte ponudbe – ročnost instrumenta je en dan oziroma natančneje čez noč, obrestna mera pa v obeh primerih predstavlja zgornjo mejo koridorja za gibanje obrestne mere čez noč.

Najpomembnejši instrument za izdajanje primarnega denarja<sup>6</sup> v Sloveniji je začasni odkup deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije (repo deviznih blagajniških zapisov). Instrument predstavlja glavni vir refinanciranja ne glede na njegovo ročnost. Sedemdnevni začasni odkup, ki se izvaja vsak dan, je namenjen glavnemu refinanciranju (Banka Slovenije

---

<sup>6</sup> V zadnjem obdobju je bil instrument redko uporabljen. Razlog je v visokem presežku strukturnega položaja denarnega trga, zaradi česar banke ne potrebujejo dodatne likvidnosti.

omogoča bankam uravnati likvidnost znotraj meseca), dvomesečni odkup, ki se izvaja dvakrat na mesec, pa je bolj namenjen uravnavanju primarnega denarja na daljši rok in je tako bolj strukturnega značaja.

#### 1.2.1.2. Instrumenti denarne politike, namenjeni umiku primarnega denarja iz obtoka

Nasproti instrumentom, ki so namenjeni izdajanju primarnega denarja, se na pasivni strani premoženjske bilance Banke Slovenije nahajajo instrumenti denarne politike, ki služijo umikanju primarnega denarja iz obtoka. Temu namenu služijo:

- depozit čez noč;
- obvezne rezerve;
- 60-, 270- in 360-dnevni tolarski blagajniški zapis Banke Slovenije in
- vezane vloge Ministrstva za finance RS.

Depozit čez noč je instrument odprte ponudbe, ki bankam omogoča, da pri Banki Slovenije naložijo presežna likvidna sredstva. Oblikovan je bil po zgledu depozita čez noč ECB in je z njim tudi primerljiv. Obrestna mera je nižja od tržne obrestne mere ter predstavlja spodnjo mejo za medbančno obrestno mero čez noč. Določi jo svet Banke Slovenije in potrdi guverner. Trenutno znaša 4%. Po uvedbi depozita čez noč so se v povprečju znižale tudi presežne rezerve bančnega sistema.

Obvezne rezerve služijo ohranjanju stabilnosti obrestne mere denarnega trga in ustvarjanju ali povečevanju likvidnostnega primanjkljaja denarnega sistema. Obveznost obveznih rezerv za posamezno institucijo (v Sloveniji so obvezniki banke, hranilnice in hranilno-kreditne službe) je izračunana kot povprečje stanj določenih postavk bilance stanja v obdobju izračuna obveznih rezerv, tj. od 22. dne v preteklem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu, na katero se aplicira ustrezna stopnja obveznih rezerv (0%, 2% ali 7%; odvisno od ročnosti in valute obveznosti). Obveznost mora biti izpolnjena v povprečju, in sicer kot povprečje dnevnega izpolnjevanja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki traja od 27. dne preteklega meseca do 26. dne tekočega meseca. V izpolnjevanje se poleg stanja na poravnalnem računu všteje tudi gotovina v blagajni bank, dodatna zahteva Banke Slovenije pa je, da morajo imeti obvezniki vsak dan na poravnalnem računu stanje v višini 50% obveznosti. Obvezne rezerve so obrestovane po 1% letni obrestni meri, kar odstopa od ureditve ECB, kjer so obvezne rezerve obrestovane tržno, vendar nadaljnja usklajevanja potekajo tudi na tem področju.

Tolarski blagajniški zapisi (TBZ) so kratkoročni, nematerializirani, imenski vrednostni papirji. Vpisujejo jih lahko banke in hranilnice v svojem imenu in za svoj račun. Z izdajo teh zapisov daje Banka Slovenije bankam in hranilnicam možnost, da svoje likvidnostne presežke varno in obrestovano naložijo. Bankam so na voljo za vpisovanje 60-, 270- in 360-dnevni tolarski blagajniški zapisi, hranilnicam pa le 60- in 270-dnevni. Pri tem so kot stalno odprta ponudba na voljo le še blagajniški zapisi v tolarjih z ročnostjo 60 dni, 270- in 360-dnevni pa se ponujajo na licitacijah. Izbor ročnosti papirjev se sicer oži, saj je Banka Slovenije v zadnjem času ukinila nekatere ročnosti (predvsem kratkoročne; katerih namen je bil

uravnavanje količine primarnega denarja znotraj obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv), razširila pa je ponudbo dolgoročnejših blagajniških zapisov, katerih vpisovanje ima sterilizacijski namen.

Prilagoditev ureditvi ECB bo na tem področju nekoliko zahtevnejša. ECB strukturno prilagajanje izvaja preko repoja ali izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, medtem ko je primarna funkcija TBZ sterilizacija in posledično zmanjšanje presežka strukturnega položaja denarnega trga. Njihova vloga se je v zadnjem času zaradi kapitalskih pritokov iz naslova privatizacije, tujih prevzemov in znižanja stopnje obveznih rezerv še povečala. Tako je Banka Slovenije z namenom sterilizacije denarnih učinkov iz deviznih pritokov dne 4.11.2002 ponudila bankam dva nova instrumenta in sicer: instrument začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom čez 270 dni ter tolarski blagajniški zapis z ročnostjo 360 dni. Ti zapisi so namenjeni izključno bankam, ki so v okviru pogodbenega sodelovanja pri posegih na trgu tujega denarja udeležene v začasnih prodajah deviz Banki Slovenije. Zaradi višjega donosa naj bi pomenili dodatno možnost za steriliziranje denarnih učinkov iz deviznih pritokov.

Konec oktobra je Banka Slovenije, skladno z usmeritvami prilaganja instrumentov denarne politike tistim, ki jih uporablja ECB, uvedla posojilo za čez dan, ki ni pravi instrument denarne politike. Nekaterne centralne banke držav kandidatki za vstop v EU (Češka, Madžarska, Latvija, Litva, Malta in Poljska) nudijo možnost črpanja omenjenega instrumenta na podoben način kot centralne banke sistema ESCB. Oblike odobritve posojila so različne, vendar izstopa le Malta, kjer centralna banka nudi bankam posojilo brez zavarovanja.

Banka Slovenije je uvedla posojilo za čez dan zaradi zagotavljanja čim večje stabilnosti plačilnega prometa, prav gotovo pa bo ponudba ugodno vplivala tudi na procese dnevnega upravljanja likvidnosti v bančnem sistemu.

Posojilo je namenjeno bankam in hranilnicam ob zastavi ustreznih vrednostnih papirjev v višini 110% črpanega posojila. Za posojilo za čez dan Banka Slovenije ne zaračunava obresti. V kolikor pa posojilo ni vrnjeno v istem dnevu, se ob koncu dneva spremeni v enodnevno lombardno posojilo. Za takšno črpanje lombardnega posojila bo morala banka oziroma hranilnica poleg lombardne obrestne mere plačati tudi penale v višini dodatnih štirih odstotnih točk na letni ravni.

### **1.2.2. Instrumenti politike deviznega tečaja**

Banka Slovenije vpliva na devizni tečaj z različnimi instrumenti. Kupuje in prodaja devize, dokončno in začasno, in tako spreminja ponudbo oziroma povpraševanje na deviznem trgu. Med instrumente politike deviznega tečaja uvrščamo:

- začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni;

- začasno prodajo deviz z obvezno povratno prodajo čez sedem dni;
- začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez 270 dni ter
- dokončni (terminski) odkup in prodajo deviz.

Uporaba instrumentov denarne politike je bila v preteklosti pod vplivom naraščajoče potrebe po sterilizaciji. Začasni odkup deviz za sedem dni je bil tako najpomembnejši vir likvidnosti.

Banka Slovenije z začasnim odkupom ali prodajo deviz in z dokončnimi (terminskimi) deviznimi transakcijami vpliva na količino deviz na trgu in s tem uravnava devizni tečaj. Začasni odkup in prodaja deviz služita tudi uravnavanju odprte devizne pozicije bank. Poleg tega Banka Slovenije na podlagi pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja občasno signalizira tečaje oziroma določa razpon, s katerimi morajo banke, podpisnice pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja, sklepati posle s svojimi komitenti. Sodelovanje temelji na naslednjih mehanizmih:

- Banka Slovenije v obdobjih interveniranja določa izhodiščni tečaj, ki so ga banke podpisnice, ob upoštevanju največje marže, dolžne uporabljati pri poslih kupoprodaj na trgu tujega denarja. V obdobjih, ko Banka Slovenije izhodiščnega tečaja ne določi, so banke proste pri oblikovanju nakupnih oziroma prodajnih tečajev;
- Banka Slovenije podpisnicam pogodbe ponuja stalno možnost začasnega nakupa in prodaje deviz kot tudi dokončnega terminskega nakupa ali prodaje. Posli začasnega nakupa in prodaje se sklepajo po izhodiščnem tečaju, v obdobju, ko le-ta ni določen, pa po povprečnem tržnem tečaju (t.i. »tečaj EUR/SIT«), ki se izračunava dnevno na podlagi zaključnic poslov med podjetjem in banko, banko in podjetjem in med bankami, sklenjenih pretekli dan.

Kot že omenjeno je Banka Slovenije poleg začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni ponudila še začasen odkup deviz z ročnostjo 270 dni z možnostjo, da ji ob dospelosti začasno prodane devize dokončno prodajo. Ponudba začasnega odkupa deviz za 270 dni bo v začetku količinsko omejena na četrtno sedanjega stanja vseh začasnih odkupov deviz.

Instrument začasnega odkupa deviz z ročnostjo 270 dni naj bi Banka Slovenije ponudila večkrat zapored, pri čemer bo vsaka ponudba »odprta« teden dni. Banke, ki so doslej »vstopale« v sedemdnevne swap posle z Banko Slovenije, bodo tako dobile možnost, da jih nadomestijo z 270-dnevnimi swapi. S tem so banke dobile možnost, da bodo problematiko presežne ponudbe deviz lahko reševale dolgoročno in se tako izognile vsakodnevni sklepanju obsežnih poslov s centralno banko.

Dodatno poseganje na trg tujega denarja Banka Slovenije vrši tudi prek deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije (v EUR in USD), ki sicer spadajo med instrumente bonitetne kontrole (Ribnikar, 2001, str. 69-71). Devizni blagajniški zapisi Banke Slovenije so zaradi svoje ročnosti (60, 90, 120-dnevni) namenjeni sterilizaciji na deviznem trgu, njihove obrestne mere pa Banka Slovenije prilagaja obrestnim meram na tujih denarnih trgih.



Na naslednji strani so v tabeli 1.3. instrumenti Banke Slovenije tudi shematično prikazani.

### 1.2.3. Obrestne mere Banke Slovenije

O obrestnih merah odloča Svet Banke Slovenije in jih nato potrdi guverner. Obrestne mere, veljavne do 12.12.2002 so prikazane v tabeli 1.2. Lombardna obrestna mera in obrestna mera depozita čez noč skupaj tvorita koridor, pri katerem je prva zgornja in slednja spodnja meja koridorja. V skladu s približevanjem EMU se koridor zapira – razlika med najvišjo in najnižjo obrestno mero postaja vse manjša.

**Tabela 1.2.:** Obrestne mere Banke Slovenije

| <b>Instrument</b>   | <b>Veljavna OM</b>                     |
|---|--|
| <i>Depozit čez noč</i>  | 4,00%                                  |
| <i>Lombardno posojilo</i>                                     | 10,50%                                 |
| <i>Začasni odkup BZ v tujem denarju za 7 dni, izklicna</i>    | 9,00%                                  |
| <i>Začasni odkup BZ v tujem denarju za 2 meseca, izklicna</i> | 9,00%                                  |
| <i>Začasni odkup deviz za 7 dni</i>                           | 4,50%                                  |
| <i>Začasni odkup deviz za 270 dni</i>                         | 4,50%                                  |
| <i>Začasna prodaja deviz za 7 dni</i>                         | 2,50%                                  |
| <i>Tolarski blagajniški zapisi</i>                            |  |
| <i>60-dnevni</i>  | 8,25%                                  |
| <i>270-dnevni, izklicna</i>                                   | 9,50%                                  |
| <i>360-dnevni</i>   | Povp. pond. OM 270-dnevnih BZ + 2 o.t. |

Vir: Odločitve glede obrestnih mer z 259. seje Sveta Banke Slovenije, 10.12.2002.

**Tabela 1.3.:** Prikaz instrumentov Banke Slovenije

**A. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE**

(na levi strani so terjatve BS in na desni so obveznosti BS)

|  |   |
|--|---|
| 1. Lombardno posojilo<br>2. Repo BZ v tujem denarju<br>7-dnevni<br>60-dnevni | 1. Obvezna rezerva<br>2. Tolarski BZ<br>60-dnevni<br>270-dnevni<br>360-dnevni<br>3. Depozit čez noč |
|--|---|

Posojilo čez dan (*instrument za zagotavljanje stabilnosti plačilnega sistema*)

**B. INSTRUMENTI POLITIKE DEVIZNEGA TEČAJA**

(na levi strani so terjatve BS in na desni so obveznosti BS)

|  |  |
|--|--|
| 1. Začasni nakup deviz z obvezno povratno prodajo<br>čez 7 dni<br>čez 270 dni (banke imajo ob dospelosti možnost<br>dokončno prodati devize Banki Slovenije) | 1. Začasna prodaja deviz z obvezno povratno prodajo<br>čez 7 dni |
|--|--|

**C. INSTRUMENTI BONITETNE KONTROLE**

|  |
|--|
| 1. Količnik likvidnosti<br>2. Posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank<br>3. Obveznost vpisovanja BZ v tujem denarju<br>60 dni<br>90 dni<br>120 dni |
|--|

Vir: Shema instrumentarija Banke Slovenije, 2003.

## 2. GLAVNI MEHANIZEM REFINANCIRANJA ECB

Za dobro razumevanje izbora ustreznega instrumentarija določene denarne oblasti in kasneje njegove uporabe – v tem primeru Evropskega sistema centralnih bank – je potrebno najprej analizirati strukturni položaj denarnega trga, kar prikazujem v naslednji točki.

### 2.1. Strukturni položaj denarnega trga

Da bi prišli do tako imenovanega »strukturnega položaja« denarnega trga, moramo postavke v premoženjski bilanci centralne banke razdeliti na avtonomne in na tiste, ki so posledica denarne politike.

Avtonomne postavke – avtonomne v tem smislu, da jih ne določa centralna banka in/ali so neodvisne od centralne banke – določajo strukturni položaj denarnega trga (Ribnikar, 1999, str. 275).

Če je saldo avtonomnih postavk premoženjske bilance centralne banke negativen in ima strukturni položaj denarnega trga primanjkljaj, mora centralna banka pokriti ta primanjkljaj (povečati likvidnost denarnega trga) s primarnim denarjem, ki ga poveča z instrumenti denarne politike. In obratno, če denarni trg izkazuje strukturni presežek. Del tega presežka odvzame centralna banka z obveznimi rezervami (Ribnikar, 1999, str. 277).

Strukturni položaj denarnega trga pove, ali centralna banka z instrumenti denarne politike, ko kupuje (tuja) finančna aktiva in/ali prodaja (svoje) vrednostne papirje (instrumente denarnega trga), neto kupuje in s tem veča likvidnost denarnega trga ali neto prodaja in s tem zmanjšuje likvidnost denarnega trga. V prvem primeru je strukturno stanje denarnega trga deficitno in v drugem suficitno (Ribnikar, 1999, str. 281).

Od salda avtonomnih transakcij centralne banke je torej odvisna nadaljnja uporaba instrumentov denarne politike. Pri nadaljnji razlagi bo v pomoč spodnja skica premoženjske bilance centralne banke.

**Tabela 2.1.:** Poenostavljena premoženjska bilanca centralne banke

| AKTIVA                                | PASIVA                   |
|---------------------------------------|--------------------------|
| - Refinanciranje kreditnih institucij | - Rezerve                |
| - Posojila čez noč                    | - Depoziti čez noč       |
| - Neto tuja aktiva                    | - Gotovina v obtoku      |
|                                       | - Vloge države           |
|                                       | - Druge neto transakcije |

Vir: The monetary Policy of the ECB, 2001, str. 74.

Med aktivni so tri glavne postavke, ki zagotavljajo likvidnost (liquidity-providing items):

- refinanciranje kreditnih institucij (refinancing to credit institutions), ki se nanaša na odprto stanje operacij odprtega trga, katere zagotavljajo likvidnost. V primeru Evrosistema so to vedno glavna in dolgoročna refinanciranja, pa tudi fina uravnavanja in strukturne operacije, če so le-te namenjena povečanju likvidnosti;
- obrobna možnost zadolžitve oziroma posojilo čez noč (marginal lending facility) in
- neto tuja aktiva (net foreign assets), ki so premoženje centralne banke v tuji valuti – predvsem mednarodne denarne rezerve, onetena za obveznosti centralne banke, denominirane v tuji valuti. Ker ta aktiva niso blago denarnega trga, se zaradi njih nakupa ne spremeni strukturni položaj denarnega trga, četudi se količina primarnega denarja spremeni. Zato se jemljejo vse devizne transakcije centralne banke kot avtonomne, to je kot transakcije, ki niso v zvezi z denarno politiko (Ribnikar, 1999, str. 276).

Na strani obveznosti je pet glavnih kategorij, to so: imetja kreditnih institucij na tekočih računih oziroma rezerve, depoziti čez noč, denar v obtoku, vloge države in druge neto transakcije.

Kot pravi osnovno računovodsko načelo, morata bili obe strani premoženjske bilance usklajeni. Za boljše razumevanje delovanja centralne banke pa je potrebno kategorije agregirati malo drugače – v tri dele: (1) na vplive instrumentov denarne politike ali poslov v zvezi z denarno politiko Evrosistema, (2) na avtonomne dejavnike, ki vplivajo na likvidnost bank ali na količino primarnega denarja in (3) na imetja kreditnih institucij pri Evrosistemu oziroma rezerve. Z naslednjo tabelo zato lahko najlažje prikažem faktorje, ki vplivajo na likvidnost Evrosistema, ter njihovo pomembnost.

**Tabela 2.2.:** Likvidnost Evrosistema (dnevna povprečja obdobja izpolnjevanja obveznosti obveznih rezerv od 24. septembra do 23. oktobra 2002 v mrd EUR)

|  | Povečanje<br>likvidnosti | Zmanjšanje<br>likvidnosti | Neto učinek  |
|--|--------------------------|---------------------------|--------------|
| <b>(a) Operacije denarne politike Evrosistema</b>                          | <b>191,5</b>             | <b>0,1</b>                | <b>191,4</b> |
| Glavna refinanciranja  | 146,1                    | -                         | +146,1       |
| Dolgoročna refinanciranja  | 45,3                     | -                         | +45,3        |
| Odprte ponudbe   | 0,1                      | 0,1                       | 0,0          |
| Druge operacije  | -                        | -                         | 0,0          |
| <b>(b) Avtonomni dejavniki, ki vplivajo na likvidnost bančnega sistema</b> | <b>370,0</b>             | <b>433,1</b>              | <b>-63,1</b> |
| Gotovina v obtoku  | -                        | 329,2                     | -329,2       |
| Neto vloge države  | -                        | 45,6                      | -45,6        |
| Neto tuja aktiva   | 370,0                    | -                         | +370,0       |
| Druge neto transakcije   | -                        | 58,2                      | -58,2        |
| <b>(c) Imetja kreditnih institucij pri Evrosistemu (a)+(b)</b>             |                          |                           | <b>128,3</b> |
| <b>(d) Obvezne rezerve</b>   |                          |                           | <b>127,7</b> |

Vir: Monthly Bulletin, 2002, str. 17.

Neto likvidnost, ki jo centralna banka posreduje kreditnim institucijam, je vsota dveh elementov: neto avtonomnih transakcij (sklop dejavnikov, ki vpliva na likvidnost bančnega sistema in niso rezultat denarne politike) in rezerv.

Dejstvo, da je vsota avtonomnih dejavnikov večja na strani obveznosti kot na strani premoženja konsolidirane bilance Evrosistema, vodi do spoznanja, da se Evrosistem srečuje s primanjkljajem likvidnosti bančnega sistema. To pomeni, da obstaja potreba po dodatni likvidnosti, ki jo mora ECB generirati z instrumenti denarne politike. V teh okoliščinah Evrosistem deluje kot ponudnik likvidnosti ter tako lahko suvereno vodi politiko obrestne mere na denarnem trgu.

Daleč najpomembnejši instrument povečevanja likvidnosti Evrosistema so glavna refinanciranja, ki po obsegu trikrat presežejo dolgoročna refinanciranja (kar je razvidno tudi iz tabele 2.2.), zato bom v nadaljevanju obravnaval glavna refinanciranja kot glavni mehanizem

refinanciranja ECB in jih pogosto primerjal z dolgoročnimi refinanciranj, kot drugim najpomembnejšim instrumentom refinanciranja.

## 2.2. Likvidnostni management

Uravnavanje likvidnosti s strani ECB – to so njene operacije na odprtem trgu – igra osrednjo vlogo pri implementaciji monetarne politike Evrosistema. Glavni instrument tega likvidnostnega managementa pa so, kot že rečeno, glavna refinanciranja. Pri tem je pomembno kako ECB ocenjuje potrebo kreditnih institucij po likvidnosti ter kako določi izhodišče za odmero pri glavnih refinanciranjih. Izkušnje so pokazale, da je ECB v preteklih letih uspešno dodajala likvidnost in uspevala obdržati kratkoročne obrestne mere denarnega trga blizu obrestni meri glavnih refinanciranj.

T.i. likvidnostni management centralnih bank sestoji iz ocenjevanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in dodajanja potrebne oziroma absorbiranja odvečne likvidnosti skozi operacije odprtega trga. V primeru Evrosistema potrebe po likvidnosti nastajajo večinoma iz dveh razlogov. Najprej so tu obvezne rezerve, ki jih od kreditnih institucij zahteva Evrosistem, drugi faktor pa so avtonomni dejavniki, ki sem jih omenil že nekoliko prej.

Povpraševanje po likvidnosti in njena ponudba sta posledica vzajemnega delovanja denarne politike Evrosistema in kreditnih institucij v Evrosistemu, kar prikazuje konsolidirana bilanca stanja Evrosistema. Ta se objavi vsak teden in je v zelo poenostavljeni obliki prikazana v tabeli 2.1. Likvidnost, ki je na voljo kreditnim institucijam so »Imetja kreditnih institucij pri Evrosistemu« oziroma rezerve.

Avtonomni dejavniki so normalno izven kontrole ECB. To je zato, ker so ponavadi določeni bodisi z obnašanjem ljudi, kot je to v primeru gotovine v obtoku, bodisi z institucionalnimi ukrepi, kot je to v primeru vladnih depozitov na računih pri posameznih centralnih bankah (neto vloge države).

Upoštevajoč imetja kreditnih institucij pri Evrosistemu (rezerve) kot postavko, ki vzpostavlja ravnotežje med aktivo in pasivo v premoženjski bilanci stanja Evrosistema, pomeni, da bo vsako povečanje na premoženjski strani bilance – povečanje vrednosti neto tuje aktive, posojil čez noč ali refinanciranja kreditnih institucij (glavna in dolgoročna refinanciranja) – povečalo likvidnost bančnega sistema, seveda ob predpostavki *ceteris paribus*. Ravno nasprotno pa bo vsako povečanje na strani obveznosti premoženjske bilance Evrosistema – izključujoč postavko imetij kreditnih institucij pri Evrosistemu oziroma rezerv – vodilo k absorpciji oziroma zmanjšanju likvidnosti bančnega sistema.

V prvih treh letih uveljavitve evra so neto avtonomni dejavniki v povprečju zagotavljali 45% celotne potrebne likvidnosti bančnega sistema.

Naslednja pomembna komponenta likvidnostnih potreb so rezerve kreditnih institucij Evrosistema, predvsem zaradi relativno visokega zahtevanega odstotka. Minimalne rezerve, ki znašajo 2% določenih kratkoročnih pasivnih postavk bilance kreditne institucije, so v povprečju znašale 54,3% likvidnostnih potreb. Majhen delež imetji kreditnih institucij pri

Evrosistemu (rezerv) predstavljajo še presežne rezerve, in sicer okoli 0,4% vseh likvidnostnih potreb.

Na drugi strani mora Evrosistem vsakodnevno pokrivati potrebe po likvidnosti, ki izhajajo iz ravnokar nešteti virov. Večji del likvidnostnih potreb se pokrije z glavnimi refinanciranj, v povprečju kar 73,5%. Glavna refinanciranja igrajo glavno vlogo pri vodenju kratkoročne obrestne mere, upravljanju z likvidnostjo in signaliziranju položaja denarne politike.

Drugi redni vir refinanciranja so dolgoročna refinanciranja, ki se vršijo enkrat mesečno in imajo dospelost treh mesecev. Vendar pa je obseg dolgoročnih refinanciranj določen vnaprej s strani Sveta ECB, zato te operacije ne igrajo pomembne vloge pri upravljanju z likvidnostjo. Cilj dolgoročnih refinanciranj je zadovoljiti približno četrtno likvidnostnih potreb kreditnih institucij. V triletnem obdobju (1999-2001) je bil dejanski delež dolgoročnih refinanciranj zelo blizu načrtovanemu in je znašal 26,1%. Samo okoli 0,1% likvidnostnih potreb je bilo pokritih preko finih uravnavanj.

Nazadnje sta tu še dva instrumenta odprte ponudbe, s katerima se lahko korigira rezidualna bilančna nesorazmerja in sta pokazatelja trenutnega položaja denarne politike, s tem ko določata spodnjo iz zgornjo mejo oziroma koridor za gibanje obrestne mere čez noč. To sta depozit čez noč, na katerega je v povprečju v imenovanem triletnem obdobju odpadlo le okoli 0,3% likvidnostnih potreb, in obrobna možnost zadolžitve oziroma posojilo čez noč, ki je zagotavljal prav tako približno 0,3% likvidnosti.

Za usklajevanje ponudbe likvidnosti z likvidnostnimi potrebami preko tedenskih operacij glavnih refinanciranj ECB potrebuje čimbolj točne napovedi tako za gibanje vrednosti avtonomnih dejavnikov kot za velikost obveznih in presežnih rezerv.

Kratkoročne spremembe avtonomnih dejavnikov predstavljajo daleč največjo negotovost glede potreb po likvidnosti Evrosistema. Z namenom blažitve učinka na obnašanje kreditnih institucij pri sklepanju poslov glavnih refinanciranj ECB ob vsaki ponudbi objavi tudi napoved gibanja vrednosti vseh avtonomnih dejavnikov do dne poravnave naslednjih glavnih refinanciranj. Ločene napovedi so narejene za posamezne kategorije avtonomnih dejavnikov. Nacionalne centralne banke pošiljajo podatke o odgovarjajočih agregatih ECB na dnevni osnovi, ta pa jih združi v agregatno napoved likvidnosti za področje evra.

Velikost obveznih rezerv se lahko zelo natančno oceni na začetku vsakega obdobja izpolnjevanja obveznosti obveznih rezerv (reserve maintenance period). Osnova za izračun zahtevanih rezerv je denarna in bančna statistika ECB, ki služi tudi izračunu denarnega agregata M3. Prva ocena zahtevanih rezerv je praviloma objavljena nekaj dni po začetku obdobja izpolnjevanja, takoj po objavi vrednosti M3.

Ocenjevanje likvidnostnih potreb bančnega sistema je ključni element za odmero operacij odprtega trga Evrosistema.

### **2.3. Glavna refinanciranja**

Glavna refinanciranja so najpomembnejši instrument operacij odprtega trga in predstavljajo ključni instrument denarne politike Evrosistema. Preko glavnih refinanciranj Evrosistem posoja denar sodelujočim strankam (counterparties) in tako povečuje likvidnost denarnega trga. Posojilo je dano vedno proti zavarovanju z vrednostnimi papirji, kar varuje Evrosistem pred potencialnim finančnim tveganjem.

Posojanje preko operacij odprtega trga ima vedno obliko repo posla oziroma začasne transakcije (reverse transaction), kjer centralna banka začasno kupi finančna aktiva oziroma povečuje likvidnost denarnega trga za omejeno in vnaprej določeno časovno obdobje. Pri glavnih refinanciranjih je to obdobje dveh tednov.

Glavna refinanciranja se izvajajo redno – vsak teden ob torkih – in decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank. Aktiva, ki jih kupujejo ali prodajajo centralne banke so aktiva prve in druge vrste (o tem več v nadaljevanju).

Izvajajo se preko standardnih ponudb in licitira se praviloma količina, medtem ko je cena ali obrestna mera dana. To je tista kratkoročna štirinajstdnevna obrestna mera, ki jo določi ECB in je kazalec denarne politike. Obrestna mera glavnih refinanciranj je najpomembnejša obrestna mera denarne politike Evrosistema.

Glavna refinanciranja – in prav tako dolgoročna refinanciranja – se izvajajo po koledarju, ki ga objavi ESCB vsaj tri mesece pred začetkom leta, na katerega se nanaša. Pri tem ECB prilagodi koledar glede na praznike in nedelavne dni v vsaki izmed držav članic. Glavna refinanciranja se tako odvijajo vsak torek, medtem ko dolgoročna refinanciranja vsako prvo sredo za posamezno obdobje izpolnjevanja obveznosti obveznih rezerv.

Pri glavni refinanciranjih lahko sodelujejo vse banke oziroma kreditne institucije, če le izpolnjujejo splošne kriterije primernosti. O tem več v naslednji točki.

### **2.4. Sodelujoče stranke**

Denarna politika Evrosistema je zasnovana z namenom zagotavljanja čim širše udeležbe sodelujočih strank (counterparties). Te sodelujoče stranke morajo izpolniti določene kriterije primernosti (eligibility criteria). Kriteriji primernosti so definirani tako, da vse sodelujoče stranke v Evrosistemu obravnavajo enakopravno ter jamčijo, da sodelujoče stranke izpolnjujejo določene operativne zahteve. Kriteriji splošne primernosti (general eligibility criteria) so poenoteni v celotnem Evrosistemu.

Da lahko neka kreditna institucija postane sodelujoča stranka, mora biti vključena v sistem obveznih rezerv Evrosistema in finančno zdrava. Poleg tega morajo izpolnjevati vse operativne kriterije, ki jih zahteva nacionalna centralna banka in/ali ECB.

Za primer, konec leta 2000 je bilo na področju Evrosistema registriranih 7521 kreditnih institucij, vendar jih je le 2542 izpolnjevalo operativne kriterije za sodelovanje pri operacijah

odprtega trga (3059 jih je izpolnjevalo operativne kriterije za sodelovanje pri posojilu čez noč oziroma 3599 za depozit čez noč).

Normalno je število sodelujočih strank, ki dejansko sodelujejo pri operacijah na odprtem trgu, veliko manjše od števila sodelujočih strank, ki to lahko počno. V letih 1999 in 2000 se je število dejansko sodelujočih strank pri glavnih refinanciranjih gibalo med 400 in 600.

Kreditna institucija, ki izpolnjuje kriterije splošne primernosti, lahko sodeluje pri operacijah odprtega trga (in dostopa do instrumentov odprte ponudbe) preko nacionalne centralne banke države članice, v kateri je ustanovljena. Če ima kreditna ustanova podružnice v več kot eni državi članici, ima vsaka podružnica dostop do teh operacij preko NCB, v kateri je locirana.

Institucije, ki so predmet obveznih rezerv po členu 19.1 statuta ESCB/ECB, imajo dostop do odprtih ponudb in lahko sodelujejo pri operacijah odprtega trga na podlagi standardne ponudbe. Vendar pa ESCB izbere omejeno število sodelujočih strank za sodelovanje pri operacijah finega uravnavanja. Za dokončne transakcije omejitve za sodelujoče stranke niso vnaprej določene, medtem ko se za devizne swape izbere aktivne kreditne institucije na deviznem trgu.

#### **2.4.1. Splošni pogoji ustreznosti**

Splošni pogoji ustreznosti določajo nabor institucij, ki lahko sodelujejo pri operacijah vodenja denarne politike ESCB – to velja zlasti za začasne transakcije,<sup>7</sup> kakršna so tudi glavna refinanciranja. Sodelujoče stranke so lahko le institucije, ki so predmet sistema obvezne rezerve ESCB.<sup>8</sup> Institucije, za katere ta obveznost ne velja,<sup>9</sup> po pravilu ne morejo biti ustrezne za sodelujoče stranke pri poslih odprte ponudbe in operacijah odprtega trga.

Te institucije morajo biti finančno zdrave in predmet harmoniziranega nadzora nacionalnih oblasti (EU/EEA harmonized supervision).<sup>10</sup> Vendar lahko finančno zdrave kreditne institucije, ki so predmet primerljivega, a neusklajenega nadzora, prav tako postanejo sodelujoče stranke (na primer podružnice v Evrosistemu, katerih matična institucija izvira izven EEA).

Sodelujoče stranke morajo izpolnjevati vse operativne kriterije, ki jih določajo pogodbe in uredbe pristojne nacionalne centralne banke (ali ECB), tako da lahko zanesljivo sodelujejo pri operacijah denarne politike ESCB.

---

<sup>7</sup> Za dokončne transakcije niso vnaprej določene nobene omejitve.

<sup>8</sup> Sem spadajo tudi podružnice v Evrosistemu, katerih matična kreditna institucija ima sedež zunaj Evrosistema. Predmet sistema obveznih rezerv ESCB pa niso podružnice, locirane izven Evrosistema, katerih matična kreditna institucija izvira iz področja Evrosistema.

<sup>9</sup> ECB lahko nekatere institucije ali celo skupine institucij (seveda na nediskriminatoren način) oprosti obveznosti do obveznih rezerv, če sistem obveznih rezerv ESCB pri teh institucijah ne doseže svojega bistva. Pri odločitvi o izključitvi z liste obveznic do obveznih rezerv ECB upošteva vsaj enega od naštetih kriterijev: institucija zasleduje posebne cilje in/ali institucija ni aktivna na bančnem trgu s konkuriranjem drugim kreditnim institucijam in/ali institucija ima vse vloge namensko določene za regionalni ali mednarodno pomoč.

<sup>10</sup> Harmonizirani nadzor kreditnih institucij temelji na Second Banking Co-ordination Directive (89/646/EEC).



Ti splošni pogoji primernosti so poenoteni v celotnem Evrosistemu in kreditne institucije, ki jih izpolnjujejo, lahko: dostopijo do odprtih ponudb ESCB ter sodelujejo pri operacijah odprtega trga ESCB na osnovi standardne ponudbe, vendar le v državi, kjer se nahajajo.

## **2.5. Zavarovanje – ustrezna finančna aktiva**

Statut ESCB (člen 18.1) dovoljuje, da ECB in nacionalne centralne banke delujejo na finančnih trgih, s tem da kupujejo in prodajajo (finančna) aktiva (underlying assets), dokončno ali začasno, in zahteva, da vse kreditne operacije temeljijo na primernem zavarovanju (collateral). Te zahteve varujejo Evrosistem pred potencialnim finančnim tveganjem.

Zato vse kreditne operacije ESCB – to so operacije, s katerimi se povečuje likvidnost – temeljijo na (finančni) aktivih, ki jo priskrbijo sodelujoče stranke. Prenos lastništva nad (finančnimi) aktivami se kot zavarovanje uporablja pri dokončnih transakcijah in repo poslih, medtem ko se dana jamstva v pomembnih finančnih aktivah uporablja pri lombardnih posojilih.

Da se Evrosistem obvaruje pred nepričakovanimi izgubami, da se zagotovi enakopravno obravnavo sodelujočih strank in da se poveča operativno učinkovitost, morajo tudi (finančna) aktiva, ki se prodajajo ali kupujejo, zadovoljiti določenim kriterijem, da so primerna za uporabo v operacijah denarne politike Evrosistema – da postanejo ustrezna finančna aktiva (eligible assets). Za zavarovanje so sprejemljivi instrumenti, izdani tako s strani zasebnih kot tudi javnih izdajateljev.

Ker se med državami Evrosistema pojavljajo določene razlike – v smislu finančne strukture – se je pojavilo razlikovanje med dvema kategorijama aktive, primerne za zavarovanje pri operacijah denarne politike (med njima ni nikakršne razlike v smislu kvalitete in primernosti<sup>11</sup> za različne vrste operacij denarne politike).

Prva kategorija se imenuje »tier one« ali aktiva prve vrste po slovensko, in druga »tier two«, aktiva druge vrste. Aktiva prve vrste določa ECB. Morajo biti dolžniški instrumenti visoke kreditne bonitete (izpolnjujejo splošne kriterije primernosti) iz držav Evrosistema in denominirani v Evrih. Aktiva druge vrste so druge aktive, tržne in netržne, ki so posebnega pomena za nacionalni finančni trg in bančni sistem. Kriterije primernosti v tem primeru določi NCB in so predmet minimalnih kriterijev primernosti, določenih s strani ECB. Med njimi so lahko tudi lastniški vrednostni papirji.

Sodelujoče stranke Evrosistema lahko uporabljajo aktiva, primerna za zavarovanje, preko meja domicilne države (cross-border basis), kar pomeni, da lahko dobijo sredstva od NCB, v kateri so ustanovljene, z uporabo aktiv katerekoli druge države članice.

---

<sup>11</sup> Aktiva druge vrste se praviloma ne uporablja pri dokončnih transakcijah.

### 2.5.1. Aktiva prve vrste

ECB vodi seznam aktiv prve vrste, ki mora biti dostopen javnosti. V aktivo prve vrste sodijo dolžniški zapisi (debt certificate) ECB, dolžniški zapisi NCB, ki so bili izdani pred prvim januarjem 1999, in drugi tržni dolžniški zapisi, ki ustrezajo sledečim kriterijem:

- so dolžniški instrumenti;
- imeti morajo visoko kreditno boniteto. Pri ocenjevanju te kreditne bonitete ECB upošteva dostopne ocene raznih agencij pa tudi institucionalne kriterije, ki zagotavljajo posebej visoko varstvo imetnika papirja;
- nahajati se morajo v Evrosistemu (kar pomeni, da so predmet prava ene od držav članic Evrosistema), biti prenosljivi v dematerializirani obliki in deponirani pri nacionalni centralni banki ali centralnem registru vrednostnih papirjev (Central securities depository), ki izpolnjujejo minimalne standarde ECB;
- denominirani morajo biti v evre;
- izdani (ali zavarovani) morajo biti s strani entitete, izvirajoče iz EEA<sup>12</sup> in
- kotirati morajo na urejenem trgu, razen če drugače določi ECB.

Kljub vključitvi med aktive prve vrste lahko NCB zavrne sprejem nekega dolžniškega instrumenta, če:

- le-ta zapade pred dnem zapadlosti instrumenta denarne politike, za katerega naj bi se uporabil ali
- gre za instrument, ki bi pred dnem zapadlosti instrumenta denarne politike prinesel nek finančni tok (kupon).

Vsa aktiva prve vrste se lahko uporablja preko meje domicilne države, v številni, da lahko sodelujoča stranka dobi kredit NCB države, v kateri je ustanovljena, z uporabo aktiv prve vrste, ki se nahajajo v neki drugi državi.

Aktiva prve vrste so ustrezna za vse operacije odprtega trga, ki temeljijo na (finančnih) aktivah, bodisi gre začasne bodisi za dokončne transakcije odprtega trga ali za obrobno možnost zadolžitve.

### 2.5.2. Aktiva druge vrste

Poleg vrednostnih papirjev, ki so vključeni med aktive prve vrste, lahko nacionalna centralna banka določi tudi druga ustrezna aktiva, ki jih uvrsti med aktive druge vrste. Kriterije ustreznosti v tem primeru postavi NCB sama, vendar morajo biti v skladu z ustreznostnimi zahtevami ECB. NCB vodi seznam aktiv druge vrste, ki mora biti javen.

---

<sup>12</sup> Ta omejitev ne velja, če gre za mednarodne ali nadvladne institucije.

Aktiva druge vrste morajo izpolnjevati sledeče kriterije:

- morajo biti bodisi dolžniški (tržni ali netržni) bodisi lastniški zapisi (ki kotirajo na reguliranem trgu). Vrednostni papirji, ki jih izdajo kreditne institucije, ki popolnoma ne ustrezajo kriterijem člena 22(4) uredbe UCITS, ponavadi niso primerni za vključitev med aktive druge vrste, vendar lahko pod določenimi pogoji ECB nacionalnim centralnim bankam to dovoli;
- morajo biti dolžniška obveznost proti entitetam ali lastninski delež entitet, ki so finančno zdrave ali pa morajo finančno zdrave entitete jamčiti za obveznost oziroma pravico, izhajajočo iz vrednostnega papirja;
- morajo biti lahko dostopna NCB, ki jih je vključila med aktive druge vrste;
- morajo se nahajati v Evrosistemu (biti predmet prava države članice Evrosistema);
- denominirana morajo biti v Evrih ter
- izdati jih mora oziroma za njih jamčiti entiteta Evrosistema.

Kljub njihovi vključitvi med aktiva druge vrste NCB ne bo sprejela aktiv, ki so dolžniška obveznost ali lastniški delež sodelujočih strank oziroma katerekoli druge entitete, ki je v tesni povezavi s sodelujočo stranko, v naslednjih primerih:

- dolžniški instrument zapade pred dnem zapadlosti instrumenta denarne politike, za katerega naj bi se uporabil;
- gre za instrument, ki bi pred dnem zapadlosti instrumenta denarne politike prinesel nek finančni tok (kupon) ali
- gre za lastniški vrednostni papir s plačilom ali katerokoli drugo pravico, ki bi lahko vplivala na njegovo ustreznost v obdobju do dneva zapadlosti operacije denarne politike, za katero se uporabljajo.

Aktiva druge vrste, primerna za operacije denarne politike ESCB, se lahko uporablja preko meje domicilne države, všteti, da lahko sodelujoča stranka dobi kredit NCB države, v kateri je ustanovljena, z uporabo premoženja, ki se nahajajo v neki drugi državi.

Aktiva druge vrste so primerna začasne transakcije na odprtem trgu in obrobno možnost zadolžitve in se ponavadi ne uporabljajo pri dokončnih nakupih ESCB.

Natančen pregled aktive prve in druge vrste je podan v Prilogi 2.

### **2.5.3. Ukrepi za obvladovanje tveganj**

Aktiva prve in druge vrste sta predmet ukrepov za obvladovanje tveganj (risk control measures). Ti se aplicirajo na vso aktivo, ki je temelj za denarno politiko ESCB, da se Evrosistem obvaruje pred finančnim tveganjem. Teh ukrepov za obvladovanje tveganj je več vrst, njihova uporaba pa odvisno predvsem od vrste aktive. Začetne marže (initial margins) ESCB aplicira načasne transakcije, s katerimi povečuje likvidnost, in pomenijo, da mora

sodelujoča stranka priskrbiti finančna aktiva (underlying assets) v vrednosti povečane likvidnosti in nekega pribitka, izraženega odstotkovno (1 ali 2%), ki je začetna marža. V nadaljevanju ESCB aplicira dodatne ukrepe za obvladovanje tveganj, odvisno od finančnih aktiv, ki jih sodelujoče stranke ponudijo. Za finančna aktiva prve vrste te ukrepe določi ECB in so splošno poenoteni v vseh državah Evrosistema (vendar prihaja do manjših razlik zaradi različnih institucionalnih okvirjev med državami članicami). Za finančna aktiva prve vrste se pri operacijah, ki povečujejo likvidnost, uporabljajo odbitki pri vrednotenju (valuation haircuts).

Izhajajoč iz institucionalnih razlik lahko NCB dovolijo uporabo t.i. bazenov finančne aktive (pooling of underlying assets), kjer aktiva niso direktno povezana s posamezno kreditno operacijo, in/ali zahtevajo specifične aktive za posamezno transakcijo (earmarking of the assets). V prvem primeru se aktiva revalorizirajo vsak dan, v drugem pa vsaj enkrat na teden, pri čemer je revalorizacijski dan tudi poravnalni dan glavnih refinanciranj, torej sreda. Če (finančna) aktiva vrednostno ne izpolnjujejo pogojev, pride do poziva k doplačilu (margin call). Da bi se pogostost teh pozivov zmanjšala, lahko NCB uvede mejo za poziv k doplačilu (trigger point), ki ponavadi znaša 1% zneska zagotovljene likvidnosti. Če tržna vrednosti (finančnih) aktiv, ki so jih priskrbele sodelujoče stranke, pade pod mejo za poziv k doplačilu, mora sodelujoča stranka zagotoviti dodatno aktivo (ali gotovino). In analogno, če gre tržna vrednost teh (finančnih) aktiv nad zgornjo mejo (upper trigger point), bo NCB vrnila presežno aktivo (ali gotovino) sodelujoči stranki.<sup>13</sup>

ECB si pridružuje pravico, da lahko kadarkoli izključi posamičen dolžniški instrument z liste aktive prve vrste.

Ukrepe za obvladovanje tveganj pri aktivah druge vrste določa NCB, vendar jim mora odobriti ECB in pri tem paziti, da se aktiva druge vrste med različnimi državami članicami obravnava nediskriminatorno. Uporaba odbitka pri vrednotenju (valuation haircut) pri aktivih druge vrste pomeni specifično tveganje, povezano s temi aktivih. Zaradi možnosti pojava različnih tveganj (solventnost, spreminjanje cen aktiv) lahko NCB uvede že prej omenjeno mejo za poziv k doplačilu. Naprej, NCB lahko uvede omejitve za sprejem nekaterih aktiv (limits in relation to issuer/debtor or guarantors), lahko zahteva dodatno poroštvo (additional guarantees) od finančno zdravih institucij ali lahko kadarkoli izloči (exclusion) posamične aktive iz liste druge vrste.

#### **2.5.4. Načela vrednotenja (finančnih) aktiv**

Pri določanju vrednosti posamezne (finančne) aktive, ki jo Evrosistemu posreduje neka sodelujoča stranka, začasno transakcijo ESCB upošteva določena načela.

---

<sup>13</sup> Če gre za »bazen«, lahko sodelujoče stranke substituirajo (finančne) aktive na dnevni osnovi; sicer pa lahko substitucijo dovoli NCB.

Za vsak tržni instrument, uvrščen med aktive prve ali druge vrste, ESCB določi en trg, ki se bo uporabljal kot vir informacije o ceni. To pomeni, če neka aktiva kotira ali se prodaja na več kot enem trgu, se bo upoštevala cena samo enega trga.

Za vsak trg (reference market) ESCB določi najbolj reprezentativno ceno, ki se bo uporabljala za izračun tržnih vrednosti. Če aktiva kotira z več kot eno ceno, se uporabi nižja.

Vrednotenje tržne aktive se izračuna na osnovi najbolj reprezentativne cene za prehodni poslovni dan.

V kolikor reprezentativna cena za določena aktiva ne obstaja, se uporabi zadnja dostopna trgovana cena (trading price). Če ta ni dostopna, potem NCB določi ceno, upoštevajoč zadnjo ceno, ki se je za dotična aktiva pojavila na tem trgu.

Tržna vrednost dolžniških instrumentov se izračuna z upoštevanjem prirastnih obresti (accrued interest). Za netržne aktive druge vrste pa NCB, ki je le-te vključila na listo, sama določi načela vrednotenja.

Do sedaj je bilo o glavnih refinanciranjih povedano kar precej, zato bom v naslednjem poglavju podrobneje, po korakih, analiziral ponudbeni postopek.

## **2.6. Ponudbeni postopek**

V Evrosistemu se razlikuje med dvema oblikama ponudb. Prva je standardna ponudba (standard tender) in druga hitra ponudba (quick tender), razlikujeta pa se le v časovnem okvirju in naboru sodelujočih strank (range of counterparties).

Standardna ponudba se izvede v roku 24 ur od razglasitve ponudbe do potrditve rezultatov. Glavna refinanciranja (pa tudi dolgoročna refinanciranja in del strukturnih operacija) se vedno izvedejo v obliki standardne ponudbe. Vse kreditne institucije,<sup>14</sup> ki izpolnjujejo splošne pogoje ustreznosti, lahko sodelujejo pri standardni ponudbi (licitaciji).

### **2.6.1. Razglasitev ponudbe / licitacije**

Standardne ponudbe ali licitacije ESCB so javno objavljene preko točno določenih elektronskih medijev<sup>15</sup> (wire services). V nadaljevanju lahko nacionalna centralna banka objavi ponudbo neposredno sodelujočim strankam brez uporabe elektronskih medijev. Objava standardne ponudbe običajno vsebuje sledeče podatke: referenčno številko ponudbe, datum operacije, vrsto operacije (bodisi gre za operacijo, s katero se povečuje likvidnost, ali za operacijo, s katero se le-ta zmanjšuje; vrsta instrumenta denarne politike, ki se bo uporabil), ročnost operacije, vrsto licitacije (bodisi gre za operacijo s fiksno, bodisi za operacijo z variabilno obrestno mero), metodo dodelitve (nizozemska ali ameriška metoda), namenjen

---

<sup>14</sup> Pri hitri ponudbi, ki se uporablja predvsem pri finih uravnavanjih in traja približno eno uro, ESCB izbere omejeni število sodelujočih strank.

<sup>15</sup> ECB jih javno objavi na seznamu.

obseg operacije (ponavadi le v primeru dolgoročnih refinanciranj), ceno oziroma obrestno mero (ko gre za posle s fiksno obrestno mero), najvišjo in najnižjo sprejemljivo ceno oziroma obrestno mero (če je smotrno), dan začetka in zapadlosti operacije (če je smotrno), valuto ter čas, ki ga imajo institucije na voljo, da oddajo ponudbe. Še nekaj dodatnih podatkov je potrebnih pri drugih vrstah poslov, na primer pri valutnih zamenjavah, vendar ti niso pomembni pri glavnih (in dolgoročnih) refinanciranjih.

Pred junijem 2000 so bila glavna refinanciranja v obliki ponudbe s fiksno določeno obrestno mero (fixed rate tender oziroma volume tender), danes pa so v obliki ponudbe z variabilno obrestno mero (variable rate tender oziroma interest tender<sup>16</sup>). ECB le določi minimalno obrestno mero.

**Tabela 2.3.:** Operativni koraki ponudbenega postopka

| <b>Operativni koraki ponudbenega postopka</b>  |
|--|
| <b>Korak 1: Razglasitev ponudbe / licitacije</b> <ul style="list-style-type: none"><li>a. Razglasitev s strani ECB preko javnega elektronskega medija</li><li>b. Razglasitev s strani NCB preko nacionalnega elektronskega medija ali neposredno individualnim sodelujočim strankam (če je potrebno)</li></ul> |
| <b>Korak 2: Priprava sodelujočih strank in predložitev ponudb</b>  |
| <b>Korak 3: Zbiranje ponudb s strani ESCB</b>  |
| <b>Korak 4: Dodelitev deležev in razglasitev rezultatov licitacije</b> <ul style="list-style-type: none"><li>a. Odločitev ECB o dodelitvi deležev</li><li>b. Razglasitev rezultatov licitacije</li></ul>   |
| <b>Korak 5: Potrditev individualnih rezultatov dodelitve</b>   |
| <b>Korak 6: Poravnava transakcij</b>   |

Vir: The Single Monetary Policy in the Euro Area, 2002, str. 26.

### **2.6.2. Priprava sodelujočih strank in predložitev ponudb**

Sodelujoče stranke morajo predložiti ponudbe na ustreznem obrazcu nacionalne centralne banke. Ponudbe se oddajo NCB države članice, kjer ima institucija sedež ali podružnico. Ponudbo lahko predloži samo matična institucija ali samo pristojna podružnica v določeni državi članici.

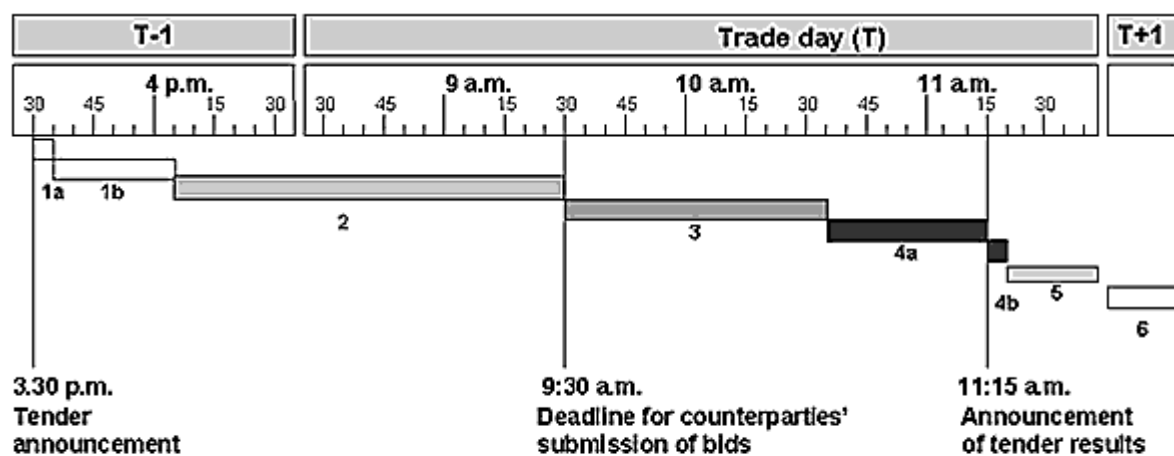
Pri glavnih refinanciranjih, kjer je minimalna obrestna mera vnaprej določena, bodo sodelujoče institucije navedle količino denarja, za katero so željne izvesti kupčijo s centralno banko.

<sup>16</sup> Licitira se tako vrednost transakcije kot tudi obrestna mera.

Znesek najmanjše možne ponudbe je 1.000.000 EUR, večji zneski se izrazijo kot večkratnik 100.000 EUR.

Pri dolgoročnih refinanciranjih, kjer se licitira cena ali obrestna mera, lahko sodelujoče stranke predložijo ponudbe za deset različnih obrestnih mer. Pri vsaki navedejo količino denarja, za katero so željne izvesti kupčijo s centralno banko. Za dolgoročna refinanciranja vsaka centralna banka posebej določi najmanjši znesek ponudbe, ki naj bi bil v razponu od 10.000 EUR do 1.000.000 EUR, večji zneski se izrazijo kot večkratnik 100.000 EUR. Minimalni znesek se aplicira na vsako ponujeno obrestno mero. ECB lahko postavi tudi najvišji možen znesek ponudbe.

**Graf 2.1.:** Časovni okvir ponudbenega postopka



Note: The figures refer to the operational steps as defined in Box 3.

Vir: The Single Monetary Policy in the Euro Area, 2002, str. 27.

Od sodelujočih strank se pričakuje, da bodo sposobne pokriti pridobljeno likvidnost z ustrežno količino finančnih aktiv. Če niso sposobne poravnave, t.j. prenesti ustrezne vrednosti (finančnih) aktiv, jim lahko pristojna centralna banka dodeli plačilo penala. Veljavna ureditev nacionalne centralne banke le-ti omogoča kontroliranje razpoložljive finančne aktive, ki jo imajo sodelujoče stranke na razpolago, da lahko ugotovijo presežno ponudbo in primerno ukrepajo, če je bila le-ta ugotovljena.

Ponudba je preklicna do zadnjega roka za oddajo ponudb. Ponudbe, oddane po tem roku, so neveljavne. Nacionalna centralna banka zavrne vse ponudbe sodelujoče stranke, če skupni znesek ponudb presega maksimum, določen s strani ECB. Enako se zgodi s ponodbami, ki ne dosejajo minimalnega zneska za ponudbo. NCB lahko zavrne tudi vsako ponudbo, ki je nepopolna in tako ne ustreza predlogi (pro forma example). Če je ponudba zavrnjena, mora pristojna centralna banka o tem obvestiti sodelujočo stranko pred dodelitvijo deležev in razglasitvijo rezultatov.

### 2.6.3. Dodelitev deležev

Pri licitaciji z določeno minimalno ceno (obrestno mero), ki nas zanima predvsem zaradi glavnih refinanciranj, se ponudbe vseh sodelujočih strank seštejejo. Če skupni znesek ponudb presega celotni znesek ponujene likvidnosti, se ponudbe zadovolji sorazmerno, glede na razmerje med ponujeno likvidnostjo in agregatom vseh ponudb, kot to prikazuje naslednja formula, kjer pomeni:

|                               |   |  |
|-------------------------------|---|--|
| A                             | : | celotni znesek ponujene likvidnosti                |
| n                             | : | število sodelujočih strank                         |
| $a_i$                         | : | znesek ponudbe $i$ -te sodelujoče stranke          |
| all%                          | : | odstotek ponudbe                                   |
| all <sub><math>i</math></sub> | : | skupni znesek, dodeljen $i$ -ti sodelujoči stranki |

Odstotek ponudbe je tako:

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

In znesek, dodeljen  $i$ -ti sodelujoči stranki je:

$$all_i = all\% \times (a_i)$$

Pri licitaciji z variabilno obrestno mero se ponudbe razvrstijo glede na ponujeno obrestno mero, pri čemer se ponudbe z najvišjo obrestno mero obravnavajo kot prioritete, ponudbe z nižjimi obrestnimi merami pa se zadovoljujejo vse dotlej, dokler ni kvota ponujene likvidnosti izčrpana.

Glede na to, da se ta metoda uporablja pri dolgoročnih refinanciranjih, ki so v tej diplomski nalogi drugotnega pomena, same metodologije dodelitve deležev na tem mestu ne bom prikazal. Metoda je nekoliko bolj zahtevna in prikazana v *The Single Monetary Policy in Stage Three*, 1998, str. 32. Pri licitaciji z variabilno obrestno mero je pomembno še nekaj. ESCB lahko uporabi postopek ene ali več obrestnih mer. Pri licitaciji z eno obrestno mero (nizozemski model) je obrestna mera za vse ponudbe enaka mejni obrestni meri (t.j. obrestni meri, pri kateri se izčrpa vsa namenjena kvota ponujene likvidnosti). V primeru uporabe ameriške metode pa se obrestna mera razlikuje od ene do druge sodelujoče stranke.

### 2.6.4. Razglasitev rezultatov licitacije

Rezultati standardne ali hitre ponudbe/licitacije se objavijo javno preko (prej omenjenih) javnih elektronskih medijev. Poleg tega pa lahko nacionalna centralna banka neki sodelujoči stranki rezultate posreduje direktno brez dostopa do elektronskih medijev. Sporočilo z rezultati javne ponudbe mora vsebovati natančno določene podatke, kot so navedeni v *The*



Single Monetary Policy in Stage Three, 1998, str. 34. NCB bo neposredno posamično potrdila dodelitev uspešnim sodelujočim strankam.

### **2.6.5. Postopek poravnave**

Denarne transakcije v zvezi z uporabo odprte ponudbe ESCB ali sodelovanjem pri operacijah odprtega trga se poravnajo iz računa sodelujočih strank pri nacionalni centralni banki. Do poravnave pride po ali v trenutku prenosa finančnih aktiv, ki se prodajajo/kupujejo (underlying assets). To pomeni da morajo biti ta aktiva že predhodno deponirana pri nacionalni centralni banki (pre-deposited/pre-delivered) ali pa gre za dostavo znotraj dneva proti plačilu (intraday delivery-versus payment). Prenos finančnih aktiv se lahko izvede na dva načina, bodisi preko računa sodelujoče stranke pri nacionalni banki (safe custody account) ali preko računa za poravnavo vrednostnih papirjev (securities settlement account) znotraj sistema za poravnavo vrednostnih papirjev, ki ustreza minimalnim zahtevam ECB. Vsaka država ima enega ali več tovrstnih sistemov (Španija jih ima naprimer šest) in vsak izpolnjuje kriterije ustreznosti z določenimi omejitvami (NBB Clearing System na primer samo na osnovi proste izročitve po 16:15 uri.).

Sodelujoče stranke, ki nimajo nobenega od imenovanih računov, lahko izvedejo poravnavo preko računa za poravnavo vrednostnih papirjev pri skrbniku (custodian). Postopek poravnave se lahko nekoliko razlikuje med nacionalnimi centralnimi bankami, kar izhaja iz razlik iz pravnih in operativnih okvirjev med državami.

Vse operacije na odprtem trgu, temelječe na standardni ponudbi (glavna refinanciranja, dolgoročna refinanciranja in strukturne operacije) oziroma vse začasne transakcije, se praviloma poravnajo prvi dan po prodajnem dnevu (T+1), ko so vse pomembne nacionalne institucije in sistem za poravnavo vrednostnih papirjev odprti. ESCB želi izvesti poravnavo, izhajajočo iz operacij odprtega trga, v vseh državah Evrosistema in z vsemi sodelujočimi strankami, ki so dostavile zahtevana finančna aktiva, istočasno. Vendar prihaja do razlik med državami. Čas poravnave glavnih in dolgoročnih refinanciranj ponavadi sovpada z poplačilom iz prejšnje operacije.

## **3. LIKVIDNOSTNI MANAGEMENT BANKE SLOVENIJE**

O strukturnem položaju denarnega trga sem pisal že v prejšnjem poglavju, sicer bolj splošno. Tokrat ga bom obravnaval v kontekstu Slovenije ter vseh njenih specifičnosti.

Centralne banke večine razvitih držav v zadnjih letih intenzivno spodbujajo razvoj tržno naravnanih instrumentov denarne politike, širijo njihov izbor, izboljšujejo transparentnost posredovanih signalov denarne politike, povečujejo fleksibilnost pri upravljanju likvidnosti bank in zmanjšujejo vlogo obvezne rezerve (ECB je to že storila). Vendar pa je izbira ustreznih instrumentov in postopkov za izvajanje denarne politike v veliki meri odvisna od strukturnega položaja denarnega trga v smislu, ali centralna banka nastopa v vlogi neto

ponudnika ali neto dolžnika na denarnem trgu, oziroma ali ponuja dodatno likvidnost pod pogoji, ki jih sama določa, ali pa je prisiljena umikati likvidnost z denarnega trga. Poleg tega pa na izbor instrumentov in izvedbenih postopkov denarne politike vplivajo tudi šoki v gibanju avtonomnih postavk, ki določajo strukturni položaj denarnega trga (povzeto po Košak, 1997, str. 33).

Obstajajo štiri skupine vplivov, ki določajo strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji in od katerih zavisi nadaljnje delovanje centralne banke. Te so: poseganje Banke Slovenije na podlagi odprtih ponudb, operacije na odprtem trgu, sistem obveznih rezerv Banke Slovenije in avtonomni dejavniki spreminjanja primarnega denarja (Košak, 1997, str. 34).

Za strukturni položaj denarnega trga<sup>17</sup> v Sloveniji sem že v predhodnih poglavjih ugotovil, da je značilen presežek. To je samoumevno, saj vemo, da ima Banka Slovenije na aktivih skoraj v celoti tuja aktiva – devize.

Na Banko Slovenije ter na njeno premoženjsko bilanco pa ne gre gledati kot na celoto, ker je tako na primer težko razložiti, na kaj cilja – ali na kak denarni agregat prek nadzora nad količino primarnega denarja ali na višino deviznega tečaja (Ribnikar, 1999, str. 328).

Poleg tega je za strukturni položaj denarnega trga, če jemljemo premoženjsko bilanco kot celoto, značilen strahotno velik presežek. Premoženjsko bilanco se zato deli na naslednje dele, v katerih so postavke, ki ustrezajo njenim dejavnostim (povzeto po Ribnikar, 1999 in 2001): v I. delu je na pasivni strani vse razen njenih blagajniških zapisov (običajna dejavnost Banke Slovenije, ki vodi denarno in deviznotečajno politiko), v delu IIA so med pasivi samo dolgoročnejši blagajniški zapisi v tujem denarju in blagajniški zapisi v domačem denarju (politika deviznega tečaja prek sterilizacijskih posegov na deviznem trgu), v delu IIB pa so kratkoročnejši blagajniški zapisi v tujem denarju (zagotavljanje zunanje likvidnosti in solventnosti bank). Zaradi dveh posebnosti naše centralne banke – med aktivih ima skoraj v celoti samo tuja aktiva in med pasivi ima poleg nekaj primarnega denarja predvsem blagajniške zapise – je problem, kako vsebinsko opredeliti strukturni položaj denarnega trga.

Preden nadaljujem, je potrebno opozoriti na sledeče. Najpomembnejše avtonomne transakcije Banke Slovenije so tiste, s katerimi nastaja v njeni premoženjski bilanci neto aktiva v tujem denarju.<sup>18</sup> Ta postavka v njeni premoženjski bilanci ustreza postavki neto tuja aktiva (net foreign assets) drugod, kjer ni razlike med (neto) tujimi aktivih in (neto) aktivih v tujem denarju. Pri nas je razlika zelo velika, ker Banka Slovenije izdaja blagajniške zapise v tujem denarju. Transakcije Banke Slovenije v zvezi z neto aktivih v tujem denarju, ki so avtonomne z vidika

---

<sup>17</sup> Ko govorimo o denarnem trgu, najpogosteje s tem pojmom mislimo na tisti del finančnih trgov, na katerem se trguje izključno s kratkoročnimi dolžniškimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta. V najožjem pomenu besede zajema zgolj transakcije med bankami in centralno banko, ki vključuje tudi vse vrste kratkoročnih posojil ter nakupov ali prodaj kratkoročnih vrednostnih papirjev med bankami in centralno banko. Osnovni namen tega segmenta trga je uravnavanje količine primarnega denarja v obtoku (povzeto po Košak, 1997, str. 34).

<sup>18</sup> Neto aktiva v tujem denarju so razlika med mednarodnimi denarnimi rezervami BS (med njimi je največ deviznih rezerv) med njenimi aktivih in predvsem njenimi blagajniškimi zapisi v tujem denarju med njenimi pasivi. Aktiva v tujem denarju se večajo predvsem z nakupi deviz od bank in prodajanjem ali izdajanjem blagajniških zapisov v tujem denarju. Ta aktiva se zmanjšujejo, če BS devize prodaja in ko ob dospelosti BZ v tujem denarju izplačuje glavnico in plačuje obresti v tujem denarju, če seveda ne gre za diskontne VP, ko samo izplača nominalno vrednost blagajniškega zapisa (Ribnikar, 2000, str. 69-70).

denarne politike, so posledica transakcij v zvezi z njeno politiko deviznega tečaja (Ribnikar, 2000, str. 69).

Banka Slovenije namreč že od leta 1992 intervenira na deviznem trgu z namenom sterilizacije, zato si je do sedaj nabrala zelo veliko tuje aktive na levi strani svoje premoženjske bilance ter kratkoročnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju na strani obveznosti. Neto tuja aktiva so skoraj vse premoženje Banke Slovenije, zaradi česar ni nič čudnega, da je za denarni trg značilen velik presežek.

Na kratko naj omenim še operacije centralne banke, ki sicer spadajo pod operacije denarne politike. Banka Slovenije povečuje likvidnost bančnega sistema s tem, da od bank kupuje finančna imetja, in zmanjšuje likvidnost z izdajanjem oziroma prodajanjem njenih tolarskih blagajniških zapisov, vendar sta instrumenta zanemarljiva glede na vrednost neto tujih aktiv – le okoli 4,5%.

**Skica 3.1.:** Trije deli premoženjske bilance Banke Slovenije konec leta 2000 (v mio SIT)

| AKTIVA                 |                    | PASIVA                |              |        |
|------------------------|--------------------|-----------------------|--------------|--------|
| domača<br>aktiva<br>30 | tuja aktiva<br>302 | primarni denar<br>208 | drugo<br>124 | I. del |
|                        |                    |                       |              |        |
|                        | tuja aktiva<br>370 |                       | 363          | > IIA  |
|                        | 702                |                       | 702          | IIB    |

Vir: Ribnikar, 2001, str. 73.

Očitno možnost, da jemljemo celotno premoženjsko bilanco Banke Slovenije ni najboljša. Izdajanje blagajniških zapisov v tujem denarju nima nobene veze z denarno politiko Banke Slovenije in je zato avtonomna transakcija. Vsi BZ dela IIB so v tujem denarju, vendar je nekaj takšnih BZ tudi v delu IIA. Če nato izločimo iz bilance na desni strani vse blagajniške zapise v tujem denarju in med aktivni njim pripadajočo vrednost deviz ali tujih aktiv, dobimo strukturni položaj denarnega trga, ki ima sicer velik presežek, vendar se le-ta, ko odštejemo

rezerve bank, absorbira s tolarskimi blagajniškimi zapisi – kratkoročnimi vrednostnimi papirji Banke Slovenije.

### **3.1. Blagajniški zapisi Banke Slovenije**

Zaradi pomanjkanja deviz in tečajne intervencije je Banka Slovenije izdajala blagajniške zapise, ki se glasijo na tujo in domačo valuto. Na strani pasive bilance Banke Slovenije so lastni blagajniški zapisi (na primer leta 1997 je bilo več BZ kot primarnega denarja). Z blagajniškimi zapisi pridobljene devize je Banka Slovenije uporabljala za oblikovanje depozitov v tujini, za izdajanje primarnega denarja in nakupe tujih vrednostnih papirjev (Festić, 2001, str. 7).

Blagajniški zapisi Banke Slovenije predstavljajo pomembno komponento slovenskega denarnega trga in poslovnim bankam omogočajo varno naložbo trenutnih presežkov. Z blagajniškimi zapisi v tujem denarju je poslovnim bankam omogočeno zadolževanje pri centralni banki in prek repo poslov omogočajo ti zapisi centralni banki izvajanje politike odprtega trga, poslovnim bankam pa obliko zadolževanja na centralnobančnem denarnem trgu.

Blagajniški zapisi so lastni vrednostni papirji Banke Slovenije, ki so nominirani na določen znesek, imajo določen rok zapadlosti in določeno obrestno mero. Ta instrument denarnega trga vpliva na kreditni potencial bank, likvidnost bančnega sistema in denarni obtok v gospodarstvu. S prodajo tolarskih blagajniških zapisov Banka Slovenije umika presežno likvidnost iz obtoka (z njimi absorbira največji del presežne likvidnosti; manjši del z rezervami), s ponudbo blagajniških zapisov v tujem denarju (po značilnostih instrument bonitetne kontrole) pa je zelo pripomogla k zmanjšanju ponudbe deviz in s tem posredno preprečila večjo apreciacijo tolarja (padce tečajev). Nakupi in prodaje BZ v tujem denarju nimajo direktnega vpliva na količino primarnega denarja in dejansko zmanjšujejo neto tujo aktivo centralne banke, saj predstavljajo njeno obveznost v tujem denarju do imetnika zapisov.

### **3.2. Sterilizacija in posli z devizami**

Ker so za Slovenijo značilni veliki prilivi tujega kapitala iz naslova privatizacije državnega premoženja (neto tuje investicije), mora Banka Slovenije intervenirati na deviznem trgu. Vpliv monetizacije visokih finančnih prilivov (kar bi pomenilo višje stanje denarnih agregatov) je Banka Slovenije nevtralizirala s sterilizacijo<sup>19</sup> oziroma z izdajo tolarskih blagajniških zapisov.

Banka Slovenije kupuje devize, ker želi, da bi bil (pri režimu uravnavanega drsečega deviznega tečaja) devizni tečaj višji. Vendar pa centralna banka ne želi, da bi se povečal

---

<sup>19</sup> O sterilizaciji govorimo, če istočasno, ko centralna banka kupuje ali prodaja devize, v enakem obsegu prodaja ali kupuje državne vrednostne papirje, da ne pride do spremembe denarnega obtoka.

denarni obtok ali znižala obrestna mera. Zaradi tega prodaja v enakem obsegu državne vrednostne papirje. Centralna banka poskuša pripraviti gospodarske subjekte, da imajo svoje premoženje v domačih (državnih) vrednostnih papirjih namesto kot naložbe v tujini.

Najbolj uporabljeni instrument pri nas (glej Tabelo 3.1.) je instrument deviznotečajne politike. To je začasni nakup deviz z obvezno povratno prodajo čez 7 dni oziroma valutna zamenjava (currency swap), ki je v Sloveniji dejansko glavni mehanizem refinanciranja in glavni vir likvidnosti (glej tudi Priloga 1). Za devize, ki v Slovenijo pridejo iz naslova tujih investicij, poslovne banke dobijo tolarje, s katerimi kupijo tolarske blagajniške zapise. Centralna banka vpliva z valutnimi zamenjavami na likvidnost bank (Banka Slovenije poslovnim bankam omogoči lažje prehajanje med tolarsko ni devizno likvidnostjo), na domače finančne trge in z njimi upravlja svoje devizne rezerve. Cena tega instrumenta se določi na podlagi zelene stopnje depreciacije, kateri se doda pribitek, ki bankam predstavlja strošek. Začasni nakupi deviz so zaradi razmeroma nizke cene hitro postali pomemben vir kratkoročne tolarske likvidnosti za banke. Prek instrumenta swap deviz je v letu 2001 potekalo izdajanje primarnega denarja, in sicer je šlo za 21,4 % povečanje količine primarnega denarja.

**Tabela 3.1.:** Uporaba instrumentov denarne politike in politike deviznega tečaja

|  | Stanje     |            |            |
|--|------------|------------|------------|
|  | 31.12.2000 | 31.12.2001 | 31.12.2002 |
| <b>Instrumenti denarne politike</b>                  |            |            |            |
| Tolarski blagajniški zapisi                          | 6.946      | 125.777    | 369.000    |
| Depozit čez noč                                      | 0          | 35.372     | 18.360     |
| Posojila bankam                                      | 112        | 75         | 18         |
| - Lombardno  | 0          | 0          | 0          |
| - Likvidnostna                                       | 0          | 0          | 0          |
| - Ostala (dolg. pos., odobrena pred osamosvojitvijo) | 112        | 75         | 18         |
| Začasni nakup blagajniških zapisov                   | 6.299      | 0          | 1.148      |
| Rezerve bank in hranilnic                            |            |            |            |
| - Obvezne  |            |            |            |
| - Presežne   |            |            |            |
| Prejete vezane vloge države                          | 0          | 19.896     | 130.276    |
| <b>Instrumenti politike deviznega tečaja</b>         |            |            |            |
| Začasni odkup deviz za 7 dni                         | 15.535     | 262.012    | 507.527    |
| Začasni odkup deviz za 270 dni                       |            |            | 35.565     |
| Začasna prodaja deviz za 7 dni                       | 213        | 0          | 0          |
| <i>Memo:</i>   |            |            |            |
| Blagajniški zapisi v tujem denarju                   | 357.633    | 461.857    | 555.116    |

Vir: Letno poročilo 2001 in 2002, Banka Slovenije.

V Evrosistemu se z valutnimi zamenjavami povečuje likvidnost bančnega sistema, če gre za promptni nakup deviz (in njihovo terminsko prodajo), ali pa se le-ta absorbira, če gre za promptni nakup evrov (in njihovo terminsko prodajo) s kakšnim tujim denarjem.

Banka Slovenije je leta 1997 podpisala z dvanajstimi poslovnimi bankami t.i. pogodbo o sodelovanju bank pri posegih na trgih tujega denarja,<sup>20</sup> prek katere je v zadnjih letih učinkovito uravnavala raven tržnih deviznih tečajev in tako skrbela za želeno razmerje med ponudbo in povpraševanjem po devizah na domačem deviznem trgu. Ti posli so se v praksi skoraj v celoti nanašali na nevtralizacijo negativnih učinkov presežne devizne likvidnosti, čeprav pogodba zajema tako možnost posegov na nakupni kot tudi na prodajni strani.

Zaradi velikih kapitalskih prelivov iz tujine (neto tuje investicije) je Banka Slovenije večkrat aktivirala pogodbo o sodelovanju, tako da je posegla na trg s t.i. intervencijskim nakupnim tečajem in tako premaknila globalno raven tržnih deviznih tečajev za želeno raven, hkrati pa monetizirala<sup>21</sup> presežke deviz v bančnem sistemu.

Največkrat gre za to, da bo Banka Slovenije pripravljena na osnovi posebne pogodbe z bankami kupovati devize od njih, če bodo banke neomejeno kupovale devize od svojih komitentov po tečaju, ki ne bo nižji od tistega, ki je določen s pogodbo med BS in bankami. Omenjene banke so bile na trgu deviz zavezane odkupovati vsaj 90 odstotkov deviz najmanj po intervencijskem nakupnem tečaju, ki ga je določila Banka Slovenije, in vse devize na menjalniškem trgu (Saje, 1999, str. 42).

#### **4.1. Strukturni položaj denarnega trga v prihodnje**

Slovenija ima presežek likvidnosti denarnega trga, čeprav se je le-ta v zadnjih nekaj letih zmanjševal (zaradi zmanjševanja TBZ), saj je Banka Slovenije že uspela ustvariti nekaj prostora za normalne instrumente denarne politike .

Presežek bi se lahko še dodatno zmanjšal z višjo stopnjo obveznih rezerv, kar pa je sicer v nasprotju s približevanjem EMU.

Zato mora Banka Slovenije nameniti več pozornosti oblikovanju reverzibilnih instrumentov monetarne politike, ker se v primeru presežkov denarnega trga zahteva intenzivnejša aktivnost centralne banke in aktivnejša politika odprtega trga za umik denarja iz obtoka. Repo posli imajo prednost pred klasičnim refinanciranjem pri centralni banki, ker puščajo iniciativo v rokah centralne banke, ker je poudarek na začasnosti operacije, hkrati pa zapadlost, obrestna mera in zneski varirajo glede na tekoče likvidnostne potrebe (Festić, 2002, str. 6).

In kakšen naj bi bil najverjetnejši scenarij za Slovenijo, ki bo maja 2004 vstopila v Evropsko unijo, se nato vključila v sistem ERM 2 in predvidoma leta 2006 ali 2007 vstopila v EMU?

Na začetku gotovo obdržimo lasten denar. A strukturni položaj denarnega trga naj bi se kar kmalu spremenil od stanja presežka k stanju primanjkljaja. Z razvitjem denarnega trga naj bi

---

<sup>20</sup> Ta pogodba je bila kasneje nekajkrat dopolnjena, na primer decembra 1998 s členi, ki sodelujočim bankam omogočajočasno prodajo (oziroma nakup) deviz z zavezo povraznega odkupa (oziroma prodaje) pod posebnimi (ugodnejšimi) pogoji, ki vključujejo tudi zavezo po uporabi intervencijskega tečaja BS v času uporabe tovrstnega instrumenta.

<sup>21</sup> Monetizacija po Chaineau-ju: »Banka ustvarja denar tako, da monetizira premoženje, ki ni denar« (Ribnikar, 1999, str. 70). Sicer pomeni izdajanje denarja, ko CB kupuje premoženje, predvsem finančno, ki ni denar.

se povečala pomembnost instrumentom denarnega trga in instrumenti za absorpcijo likvidnosti (v obliki izdajanja TBZ) bi postali manj pomembni. Ko pride do tega, bodo instrumenti odprte ponudbe postali marginalni, operacije odprtega trga pa naj bi bistveno pridobile na pomenu. Sterilizacije Banke Slovenije se bodo postopoma zmanjševale in končno izginile. Ko bo uvedena popolna mobilnost kapitala (domači vrednostni papirji bodo popolni substituti tujim), bo sterilizacija postala brezpredmetna in nekoristna.

Banka Slovenije bo še vedno kupovala devize, a ne zaradi sterilizacije. Če bo povečanje (neto) aktiv v tujem denarju ( $\Delta NFCA$ ) manjše kot seštevek povečanja gotovine v obtoku ( $\Delta C$ ) in zneska vladnih depozitov ( $\Delta DG$ ), bo presežek padal in čez čas se bo pojavil deficit strukturnega položaja denarnega trga.

Presežni položaj se je v Sloveniji v zadnjem času zmanjševal zaradi deficita v tekočem računu plačilne bilance, ki se je financiral z rezervami Banke Slovenije (presežek strukturnega položaja denarnega trga se lahko zmanjša tudi ob presežku tekočega računa plačilne bilance ali povečanju rezerv). Pomembno je le, da  $\Delta NFCA < (\Delta C + DG)$ . Lahko se povečajo (neto) aktiva v tujem denarju, vendar za manj kot seštevek gotovine v obtoku in vladnih depozitov pri Banki Slovenije, da se strukturni položaj giblje proti deficitu.

Ko do tega pride, bodo instrumenti denarne politike za povečevanje likvidnosti spet postali dominantni – operacije odprtega trga najpomembnejša skupina instrumentov, odprte ponudbe pa marginalne. Struktura denarnega sistema Slovenije bo postala podobna strukturi denarnega sistema Evrosistema in drugih razvitih gospodarstev, takrat pa bo lahko Slovenija dokončno prevzela evro kot skupno valuto (povzeto po Ribnikar, 2000a, str. 13).

#### **4. SLOVENIJA IN EMU**

Članstvo Slovenije v Evropski uniji je neizbežno, njemu pa bo najprej sledilo sodelovanje Slovenije v sistemu deviznih tečajev ERM 2 in nato, čez najmanj dve leti, končno članstvo v Ekonomski in monetarni uniji (EMU).

Ekonomska unija je skupni trg, na katerem velja prostost gibanja blaga, storitev, ljudi in kapitala med državami članicami, ki so se dogovorile tudi za nekatere skupne ekonomske politike. Monetarna unija pa pomeni predvsem skupno valuto, skupno centralno banko, skupno monetarno politiko in skupno deviznotečajno politiko. Vse članice EU, tudi tiste, ki niso vključene v območje evra, sodelujejo v EMU, saj izpolnjujejo nekatere obveznosti iz EMU (na primer prostost kapitalskih trgov, neodvisnost centralne banke), četudi niso sprejele evra kot skupne valute (Lavrač, 1999, str. 16).

Najprej se pojavi vprašanje kaj bo Slovenija (ali katerakoli druga tranzicijska država s področja srednje ali vzhodne Evrope) s tem korakom sploh pridobila, čemu se bo morala odreči, itd. Stvari niso povsem črno-bele in ta korak bo prinesel tako prednosti kot slabosti.

Po teoriji optimalnega valutnega območja je Slovenija zaradi svoje majhnosti in istočasne odprtosti ter diverzificiranosti (po proizvodni in izvozni strukturi) tipična država, ki je primerna za vključitev v monetarno integracijo in za prehoda na skupno valuto. Njena

trgovina in finančni tokovi so močno geografsko koncentrirani na območje EU. Podobno velja za ostale tranzicijske države (kandidatke) z izjemo Poljske, ki je v primerjavi z ostalimi večje, bolj zaprto in bolj specializirano gospodarstvo. Slovensko gospodarstvo je tudi ciklično usklajeno z EU, zato ob vstopu v EMU ne bi smelo priti do resnejših asimetričnih šokov (povzeto po Lavrač, 2002, str. 12).

Pomanjkljivosti skupne valute je izguba monetarne suverenosti, kar pomeni: izgubo lastne valute, izgubo možnosti vodenja neodvisne monetarne politike in izgubo možnosti uporabljati devizni tečaj kot instrument plačilnobilančnega prilagajanja. Kot pravi Lavrač (1999, str. 17) je izguba lastne valute boleča že zaradi njenega simbolnega in prestižnega pomena. Izguba monetarne politike pomeni, da država več ne more izbirati usmeritve denarne politike (ekspanzivna ali restriktivna) oziroma po svoje določati ravni obrestnih mer glede na potrebe lasnega gospodarstva, ampak se podreja usmeritvam skupne denarne politike. Izguba deviznotečajne politike pomeni, da država s prehodom na skupno valuto izgubi možnost uporabe deviznega tečaja kot instrumenta uravnavanja mednarodne konkurenčnosti gospodarstva.

Proces vključevanja države v EMU je razdeljen na tri ločene faze. Prva (predpristopna) faza traja vse do vstopa države kandidatke v EU. V tej fazi države obdržijo popolnoma suvereno monetarno politiko, imajo proste roke glede deviznotečajnih ureditev, vendar pa morajo sprejeti ves *acquis communautaire* s področja EMU.<sup>22</sup>

Druga (pristopna) faza je obdobje od vključitve v EU pa vse do vključitve v EMU, ko države izgubijo pomembne del monetarne suverenosti. Ta faza naj bi trajala vsaj dve leti, najpomembnejša pa je iz vidika fiksiranja deviznega tečaja z evrom, ki ne sme nihati več kot +/- 15% okoli paritetne vrednosti.

Zadnja, tretja faza nastopi, ko države kandidatke izpolnijo vse predpisane pogoje za vstop v EMU in sprejmejo evro kot skupno valuto. Takrat dobijo države kandidatke vse pravice in dolžnosti glede vodenja skupne monetarne politike.

Pogoje, ki jih mora država kandidatka izpolniti, bom obravnaval v naslednji točki.

#### **4.1. Pogoji za dokončni pristop k EMU**

Že zelo dolgo časa se govori o t.i. nominalnih konvergenčnih kriterijih (maastrichtskih kruterijih), ki so sledeči:

- inflacijska stopnja v državi kandidatki ne sme presegati povprečne inflacijske stopnje treh držav članic EU z najnižjo inflacijsko stopnjo za več kot 2 odstotni točki;
- dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja dolgoročnih obrestnih mer treh držav članic EU z najnižjo inflacijsko stopnjo za več kot 2 odstotni točki;
- letni proračunski primanjkljaj ne sme presegati 3% BDP;

<sup>22</sup> Njihove centralne banke morajo postati popolnoma neodvisne, povsem morajo liberalizirati svoje mednarodne kapitalske tokove, prepovedati neposredno financiranje države s pomočjo centralne banke in onemogočiti privilegiran položaj države napram finančnim institucijam.



- javni dolg lahko znaša do 60% BDP in
- tečaj valute se lahko giblje le znotraj dovoljenih meja, kot jih določa ERM 2, vsaj dve leti.

Od teh petih kriterijev Slovenija izpolnjuje le dva (kriterij glede višine proračunskega primanjkljaja in javnega dolga). Največji problem pa predstavlja izpolnjevanje inflacijskega kriterija.

EU zadnje čase poudarja, da si morajo države kandidatke za vstop v EMU najprej prizadevati za t.i. realno konvergenco, namesto da na silo poskušajo izpolniti nominalne maastrichtske konvergenčne kriterije, morda celo na škodo realne konvergence. S pojmom realne konvergence EU misli predvsem na razvojno dohitevanje članic s strani kandidatk in kot (zaenkrat) edino merilo upošteva BDP na prebivalce. Gledano s tega vidika se Sloveniji dobro piše in je daleč pred ostalimi kandidatkami. Glede nominalnih konvergenčnih kriterijev pa lahko ugotovimo, da je Slovenije izgubila boljši začetni položaj in so jo nekatere druge države kandidatke začele prehitevati. Pred vstopom v EMU se bo morala država zagotovo bolj posvetiti izpolnjevanju maastrichtskih nominalnih konvergenčnih kriterijev, treba pa je upoštevati, da je vstop v EU, ERM 2 in nazadnje EMU vse bliže in da se nemanevrski prostor pri izbiri strateških prioritiet zožuje.

## 4.2. Sprememba denarne politike

Ker je Slovenija v fazi priprav za vstop v EMU, je smiselno pogledati, kateri instrumenti so bili pomembni za države članice v fazi prilagajanja in priprav pred vstopom v EMU (Festić, 2002, str. 4-5):

- komponenta kreiranja primarnega denarja z nakupi tujih valut je izgubila pomen v času fleksibilnih tečajev in pridobila pomen z uvedbo fiksnega tečaja med valutami držav v pripravljani fazi;
- politika refinanciranja (repo, lombardna in druga posojila bankam) je malo manj pomembna in je temeljila na zastavljenih vrednostnih papirjih;
- minimalne rezerve niso bile pomemben instrument in so jih le redko uporabljali kot instrument monetarne politike;
- najpomembnejša je bila politika odprtega trga in
- kreiranja primarnega denarja prek kreditiranja države (= fiskalna komponenta) je bilo nepomembne instrument.

Pridružene članice se bodo torej ob vstopu v območje evra odrekle svoji monetarni suverenosti v korist prednostim skupne valute. Njihove nacionalne centralne banke ne bodo več samostojne in denarno suverene, temveč le agenti ECB. Izgubile bodo lastno valuto, neodvisno monetarno politiko in devizni tečaj. Nacionalne centralne banke bodo lahko sodelovale pri izvajanju skupno določene monetarne politike na svojem območju v skladu z

navodili ECB. Na nekaterih drugih področjih, kot je na primer nadzor bančnega sistema pa bodo nacionalne centralne banke ohranile svojo samostojnost.

Namesto lastne monetarne in deviznotečajne politike bo Slovenija za doseganje notranjega in zunanjega ravnovesja morala uporabljati druge vzvode makroekonomske politike, predvsem dohodkovno politiko (večjo fleksibilnost plač in trga dela nasploh), ki je v denarni uniji tisti rezidualni mehanizem, ki mora namesto deviznega tečaja prevzeti breme ohranjanja mednarodne konkurenčnosti gospodarstva, in fiskalno politiko (v mejah, ki jih določa pakt stabilnosti in rasti) ter regionalno politiko.

Najverjetnejši scenarij slovenskega prehoda v EMU po Lavraču (2000, str. 1) je naslednji: do vstopa v EU bo Slovenija obdržala režim uravnane drsečega deviznega tečaja, po vstopu v EU pa se bo vključila v evropski mehanizem deviznih tečajev ERM 2 in s tem prešla na režim fiksnega, toda prilagodljivega deviznega tečaja in nato, dve do tri leta kasneje, vstopila v Ekonomsko in denarno unijo in prevzela evro kot skupno valuto.

Na podlagi izkušenj držav članic EMU in dosedanjih izkušenj Banke Slovenije lahko sklepamo, da bo tudi v prihodnosti (ko bo Slovenija že članica EMU) favorizirana politika odprtega trga Banke Slovenije zaradi fleksibilnosti prilagajanja trenutnim potrebam denarnega trga in ciljem centralne banke. Pri tem bo Banka Slovenije izvajala (Festić, 2002, str. 6):

- operacije glavnega refinanciranja na temelju standardne ponudbe (regulirajo likvidnost in so signal za denarni trg);
- dolgoročno refinanciranje na temelju standardne ponudbe (redka uporaba);
- fine regulacije *ad hoc*, hitro in bilateralno;
- strukturne operacije *ad hoc* in na temelju standardne ponudbe, kadar bo želela uravnati strukturno pozicijo denarnega trga nasproti finančnemu sektorju.

Splošni cilji denarne politike Evrosistema bodo postali cilji Banke Slovenije. To so stabilnost denarja, polna zaposlenost in zunanje gospodarsko ravnovesje.

## 5. REFINANCIRANJE SLOVENIJE V EMU

Že v drugi (pristopni) fazi se bo delovanje Banke Slovenije bistveno spremenilo. Najverjetneje gre pričakovati trend zmanjševanja instrumentov administrativne narave (obvezne rezerve, reguliranje obrestne mere, itd.) ter večjo vlogo tržnih instrumentov (instrumenti politike odprtega trga, itd.). Poleg tega se monetarna politika čedalje bolj nagiba h kratkoročnejšim instrumentom (povzeto po Kopše, 2003, str. 30).

Z dokončnim vstopom (tretja faza) Slovenije v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU) pa bodo glavna skupina instrumentov gotovo postali instrumenti politike odprtega trga (temeljna značilnost tega instrumenta je njegova tržna usmerjenost) ter istočasno glavna refinanciranja (main refinancing operations), ki so ključni instrument operacij na odprtem trgu v

Evrosistemu in potekajo po načelu začasnega kreditiranja s tedensko frekvenco in zapadlostjo dveh tednov (ta instrument je podrobno opisan v predhodnih poglavjih).

Glavna refinanciranja predstavljajo poglavitni vir ponudbe likvidnosti evropskemu bančnemu sistemu. Obrestna mera glavnih refinanciranj je osrednja obrestna mera v Evrosistemu. ECB bo preko Banke Slovenije skrbela za nemoten dostop bank do likvidnih sredstev in, da se kratkoročne obrestne mere na medbančnem trgu bistveno ne bodo razlikujejo od obrestne mere glavnih refinanciranj.

Za posle glavnih refinanciranj (tudi drugih instrumentov odprtega trga) bo potrebno določiti še sodelujoče stranke in izbrati finančne instrument, ki bodo »ustrezna finančna aktiva« oziroma primerni za zavarovanje pri operacijah odprtega trga.

## **5.1. Sodelujoče stranke**

Slovenske banke se bodo morale prilagoditi in se pripraviti na sodelovanje v skupni evropski denarni politiki. ECB jih bo morala najprej priznati kot primerne partnerice, ki bodo lahko sodelovale pri operacijah odprtega trga in drugih operacijah skupne evropske denarne politike. Te bo ECB preko Banke Slovenije izvajala na slovenskem denarnem trgu po natančno prepisanih pravilih in postopkih. Banke se bodo morale operativno usposobiti za sodelovanje pri repo poslih na odprtem trgu, v okviru katerih se bodo oskrbovale z likvidnostjo pri nacionalni centralni banki.

Že pred slovensko vključitvijo v evropsko denarno unijo pa bodo morale slovenske banke rešiti svoje temeljne probleme in dileme: prilagoditi se evropski konkurenci, dokončati privatizacijo in konsolidacijo, definirati svoj večinski nacionalni karakter ali pa se povezati s tujim kapitalom in se navsezadnje poskusiti širiti zunaj domačih meja – najverjetneje proti jugovzhodu (Lavrač, 2000, str. 1).

Slovenske finančne institucije bodo, če bodo želele postati t.i. sodelujoče stranke (counterparty), morale izpolniti splošne kriterije primernosti (eligibility criteria), ki veljajo po vsem Evrosistemu. Pogoj, da finančna institucija postane sodelujoča stranka, je vključenost v sistem obveznih rezerv Evrosistema. Takrat lahko sodeluje pri operacijah odprtega trga (in dostopa do instrumentov odprte ponudbe) preko nacionalne centralne banke države članice EMU, v kateri je ustanovljena. Sodelujoča stranka naj bi bila finančno zdrava institucija in naj bi izpolnjevala vse kriterije, ki jih določajo pogodbe in uredbe pristojne centralne banke.

Ti splošni pogoji primernosti veljajo le začasne transakcije – za dokončne transakcije ni nobenih vnaprej določenih omejitev.

## **5.2. Zavarovanje**

ECB in nacionalne centralne banke delujejo na finančnih trgih, tako da kupujejo in prodajajo finančna aktiva (underlying assets), dokončno ali začasno, vendar morajo vse kreditne

operacije temeljiti na primernem zavarovanju (collateral). Te zahteve varujejo Evrosistem pred potencialnim finančnim tveganjem.

Zato vse kreditne operacije ESCB, to so operacije, s katerimi se povečuje likvidnost, temeljijo na (finančni) aktivih, ki jo priskrbijo sodelujoče stranke. Prenos lastništva nad (finančnimi) aktivami se kot zavarovanje uporablja pri dokončnih transakcijah in repo poslih, zlasti glavnih refinanciranjih, ki so tu predmet obravnave.

Ta (finančna) aktiva, ki se prodajajo ali kupujejo in služijo za zavarovanje tudi pri glavnih refinanciranjih, morajo zadovoljiti določenim kriterijem, da so primerna za uporabo v operacijah denarne politike Evrosistema – da postanejo ustrezna finančna aktiva (eligible assets). Za zavarovanje so sprejemljivi instrumenti, izdani tako s strani zasebnih kot tudi javnih izdajateljev.

Prva kategorija se imenuje »tier one« ali aktiva prve vrste po slovensko, in druga »tier two«, aktiva druge vrste. Aktiva prve vrste določa ECB. Morajo biti dolžniški instrumenti visoke kreditne bonitete (izpolnjujejo splošne kriterije primernosti) iz držav Evrosistema in denominirani v Evrih. Aktiva druge vrste so druga aktiva, tržna in netržna, ki so posebnega pomena za nacionalni finančni trg in bančni sistem. Kriterije primernosti v tem primeru določi NCB in so predmet minimalnih kriterijev primernosti, določenih s strani ECB. Med njimi so lahko tudi lastniški vrednostni papirji.

V Sloveniji bodo prišli v poštev le kakovostni vrednostni papirji z visoko boniteto, kot so državni vrednostni papirji, vrednostni papirji centralne banke in visoko kvalitetnih poslovnih bank in drugih finančnih institucij. Z uporabo takih vrednostnih papirjev se bankam zmanjša kreditno tveganje, poleg tega pa se zaradi hitrega kroženja vrednostnih papirjev v denarnem sistemu zmanjša tudi likvidnostno tveganje.

Pristojnost ECB je predvsem predpisovati regulativo, ki jo morajo izpolnjevati sodelujoče stranke na območju evro valute, in določati pogoje, po katerih se ti subjekti lahko financirajo (oziroma plasirajo presežke svojih sredstev) pri svoji centralni banki (povzeto po Žgajnar, 2002, str. 19).

Natančen pregled ustreznih finančnih aktiv za operacije denarne politike ESCB je prikazan v Prilogi 2.

### **5.3. Poravnava transakcij**

Za poravnavo transakcij v evro valuti med bankami, med bankami in centralnimi bankami ter med samimi centralnimi bankami se trenutno uporablja sistem TARGET (evropski sistem za bruto poravnavo v realnem času), ki poudarja pomembnost zagotavljanja likvidnosti znotraj dneva (intraday liquidity). Pomembnost le-te se bo še povečala z uvedbo novega načina poravnave evro transakcij RTGS (Real Time Gross Settlement) in banke CLS, ki naj bi zagotavljala poravnavo deviznih transakcij po načelu plačilo za plačilo (payment versus payment) v naslednji sedmih valutah: AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY in USD.

## SKLEP

Še pred nekaj leti se je vse instrumente Banke Slovenije metalo v isti koš, danes pa obstaja stroga delitev instrumentarija Banke Slovenije na instrumente denarne politike, instrumente deviznotečajne politike in instrumente bonitetne kontrole. Banka Slovenije je nabor instrumentov v zadnjih letih precej spremenila, predvsem zaradi želje po večji preglednosti in racionalnosti, ter ga prilagodila instrumentariju ECB.

Najbolj uporabljeni instrument pri nas je instrument deviznotečajne politike. To je začasni nakup deviz z obvezno povratno prodajo čez 7 dni (currency swap), ki je v Sloveniji dejansko glavni mehanizem refinanciranja in glavni vir likvidnosti. Banka Slovenije z začasnim odkupom ali prodajo deviz in z dokončnimi (terminskimi) deviznimi transakcijami vpliva na količino deviz na trgu in s tem uravnava devizni tečaj.

Evrosistem, na drugi strani, zagotavlja likvidnost bančnega sistema s povsem drugačnim instrumentom. To so glavna refinanciranja, ki se izvajajo preko repo poslov in igrajo glavno vlogo pri usmerjanju obrestnih mer, upravljanju z likvidnostjo trga in signalizirajo položaj denarne politike. Glavna refinanciranja se vršijo decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank, tedensko in imajo ročnost dveh tednov; posojilo je dano vedno proti zavarovanju z vrednostnimi papirji, kar varuje Evrosistem pred potencialnim finančnim tveganjem.

Glavna refinanciranja se ponudijo v obliki standardne ponudbe, ki se izvede v roku 24 ur od razglasitve ponudbe do potrditve rezultatov, stranke, ki lahko pri teh poslih sodelujejo, pa izpolnjujejo določene operativne zahteve. Kriteriji splošne primernosti so poenoteni v celotnem Evrosistemu.

Slovenija bo najkasneje do vstopa v EMU morala sprejeti instrumentarij ECB, zato mora že sedaj nameniti več pozornosti oblikovanju reverzibilnih instrumentov monetarne politike, ker se v primeru presežkov denarnega trga zahteva intenzivnejša aktivnost centralne banke in aktivnejša politika odprtega trga za umik denarja iz obtoka.

Strukturni položaj denarnega trga naj bi se kaj kmalu spremenil od stanja presežka k stanju primanjkljaja. Z razvitjem denarnega trga naj bi se povečala pomembnost instrumentom denarnega trga in instrumenti za absorpcijo likvidnosti bi postali manj pomembni. Ko pride do tega, bodo instrumenti odprte ponudbe postali marginalni, operacije odprtega trga pa naj bi bistveno pridobile na pomenu.

Takrat se bo Banka Slovenije lahko začela posluževati instrumentarija ECB in izvajala: 1) operacije glavnega refinanciranja ter z njimi regulirala likvidnost in dajal signal za denarni trg; 2) (redkeje) dolgoročna refinanciranja; 3) fine regulacije, hitro in bilateralno ter 3) strukturne operacije, kadar bo želela uravnati strukturno pozicijo denarnega trga nasproti finančnemu sektorju.

Splošni cilji denarne politike Evrosistema bodo postali cilji Banke Slovenije. To so stabilnost denarja, polna zaposlenost in zunanje gospodarsko ravnovesje.

## SLOVAR TUJK

|                                  |  |
|----------------------------------|--|
| Accrued interest                 | Prirastne obresti                                  |
| Banknotes in circulation         | Gotovina v obtoku                                  |
| Base money                       | Primarni denar                                     |
| Book-entry form                  | Dematerializirana oblika                           |
| Central securities depository    | Centralni regiser vrednostnih papirjev             |
| Collateral                       | Zavarovanje  |
| Collateralised loan              | Lombardno posojilo                                 |
| Collection of fixed-term deposit | Zbiranje vezanih vlog                              |
| Counterparty                     | Sodelujoča stranka                                 |
| Credit institution               | Kreditna institucija                               |
| Cross-border use                 | Uporaba preko meje domicilne države                |
| Debt certificate                 | Dolžniški zapisi                                   |
| Deposit facility                 | Možnost deponiranja sredstev / depozit čez noč     |
| Eligibility criteria             | Kriteriji primernosti                              |
| Eligible assets                  | Ustrezna finančna aktiva (primerna za zavarovanje) |
| Eligible counterparty            | Primerna sodelujoča stranka                        |
| European community               | Evropska skupnost                                  |
| European Economic Area (EEA)     | Evropsko gospodarsko področje                      |
| Eurosystem                       | Evrosistem   |
| Financially sound                | Finančno zdrav                                     |
| Fine-tuning operations           | Fina uravnavanja                                   |
| Foreign exchange swap            | Valutna zamenjava / devizni swap                   |
| General eligibility criteria     | Splošni pogoji ustreznosti                         |
| Governing Council                | Svet ECB   |
| Government deposits              | Vloge države                                       |
| High credit standards            | Visoka kreditna boniteta                           |
| Initial margins                  | Začetne marže                                      |
| International institutions       | Mednarodne ustanove                                |
| Lender of last resort            | Posojilodajalec v skrajni sili                     |
| Long-term refinancing operations | Dolgoročna refinanciranja                          |
| Main refinancing operations      | Glavna refinanciranja                              |
| Margin call                      | Poziv k doplačilu                                  |
| Marginal lending facility        | Možnost obrobnega zadolževanja / posojilo čez noč  |
| Member state                     | Država članica (EU)                                |
| Minimum reserves                 | Obvezne rezerve                                    |
| Narrow money                     | Denar v ožjem smislu (M1)                          |
| Net foreign assets               | Neto tuja aktiva                                   |
| Open market operations           | Operacije na odprtem trgu                          |
| Outright transaction             | Dokončna transakcija                               |
| Private debtor                   | Zasebni izdajatelj vred. papirja                   |
| Public debtor                    | Javni izdajatelj vred. papirja                     |
| Quick tender                     | Hitra ponudba ali licitacija                       |
| Quoted                           | Kotiran  |
| Repurchase agreement             | Repo posel   |
| Reserve maintenance period       | Obdobje izpolnjevanja obveznosti obveznih rezerv   |
| Reverse transaction              | Začasna transakcija                                |
| Risk control measures            | Ukrepi za obvladovanje tveganj                     |
| Savings bank                     | Hranilno-kreditna služba                           |
| Standard tender                  | Standardna ponudba ali licitacija                  |

|                            |   |
|----------------------------|---|
| Standing facilities        | Odrpta ponudba kreditnim institucijam                   |
| Structural operations      | Strukturne operacije                                    |
| Supranational institutions | Nadvladne organizacije                                  |
| Tender                     | Ponudba / licitacija                                    |
| Tier one/two assets        | Aktiva prve/druge vrste                                 |
| Treasury bill              | Zakladna menica   |
| Trigger point              | Meja za poziv k doplačilu                               |
| Underlying assets          | (Finančna) aktiva (ki jih lahko NCB kupujejo/prodajajo) |
| Valuation date             | Revalorizacijski dan                                    |
| Valuation haircuts         | Odbitki pri vrednotenju                                 |
| Wire service               | Elektronski medij                                       |

## KRATICE

|       |  |
|-------|--|
| BS    | Banka Slovenija                                  |
| BZ    | Blagajniški zapisi Banke Slovenije               |
| CRVP  | Centralni register vrednostnih papirjev          |
| ECB   | Evropska centralna banka                         |
| EEA   | European Economic Area                           |
| EMU   | Ekonomska in monetarna unija                     |
| ES    | Evropska skupnost                                |
| ESCB  | Evropski sistem centralnih bank                  |
| EU    | Evropska unija                                   |
| EUR   | Evro   |
| HICP  | Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin |
| HKS   | Hranilno-kreditna služba                         |
| NCB   | Nacionalna centralna banka                       |
| RS    | Republika Slovenija                              |
| SIT   | Slovenski tolar                                  |
| TBZ   | Tolarski blagajniški zapisi                      |
| UL RS | Uradni list Republike Slovenije                  |
| USD   | Ameriški dolar                                   |
| VP    | Vrednostni papir-ji                              |
| ZBS-1 | Zakon o Banki Slovenije                          |

## LITERATURA

1. Annual Report 2001. Frankfurt am Main : ECB, 2002. 238 str.
2. Borio E.V. Claudio: The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries. Basle : Bank for International Settlements, BIS Economic Papers, 47(1997), 148 str.
3. Festić Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 4, str. 6-11.
4. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 4, str. 2-8.
5. Informacija o denarnem trgu. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003. 8 str. [<http://www.bsi.si/html/publikacije/denarni%20trg%202002.pdf>], 3.6.2003
6. Issing Otmar et al.: Monetary Policy in the Euro Area. Cambridge : Cambridge University Press, 2001. 199 str.
7. Jernejčič Marko: Tolarska likvidnost bank v letu 2000. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 1-2, str. 33-35.
8. Kopše Brigita: Značilnosti monetarne politike v Evropski monetarni uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003, 1-2, str. 28-33.
9. Košak Tomaž: Kaj nam strukturna pozicija denarnega trga pove o denarni politiki Banke Slovenije. Prikazi in analize, prvi del. Ljubljana : Banka Slovenije, 1997, str. 33-55.
10. Kovačič Davorin, Novak Marko: Vpliv spremembe režima deviznega tečaja na strukturo deviznega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003, 1-2, str. 24-27.
11. Lavrač Vladimir: EMU in pridružene države. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 7-8, str. 15-20.
12. Lavrač Vladimir: Slovenija v skupni evropski denarni politiki. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 1-2, str. 1.
13. Lavrač Vladimir: Hitro ali počasi v EMU? Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 4, str. 1.
14. Lavrač Vladimir: Kdaj lahko pričakujemo vključevanje Slovenije v Evropsko monetarno unijo? Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 6, str. 7-13.
15. Letno poročilo za leto 2001. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 105 str.
16. Letno poročilo za leto 2002. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003. 104 str.
17. Menkhoff Lukas: Monetary Policy Instruments for European Monetary Union. Berlin : Springer, 1997. 152 str.
18. Monthly Bulletin, May 2002. Frankfurt am Main : ECB, 2002, str. 41-53.
19. Monthly Bulletin, November 2002. Frankfurt am Main : ECB, 2002. 80 str.



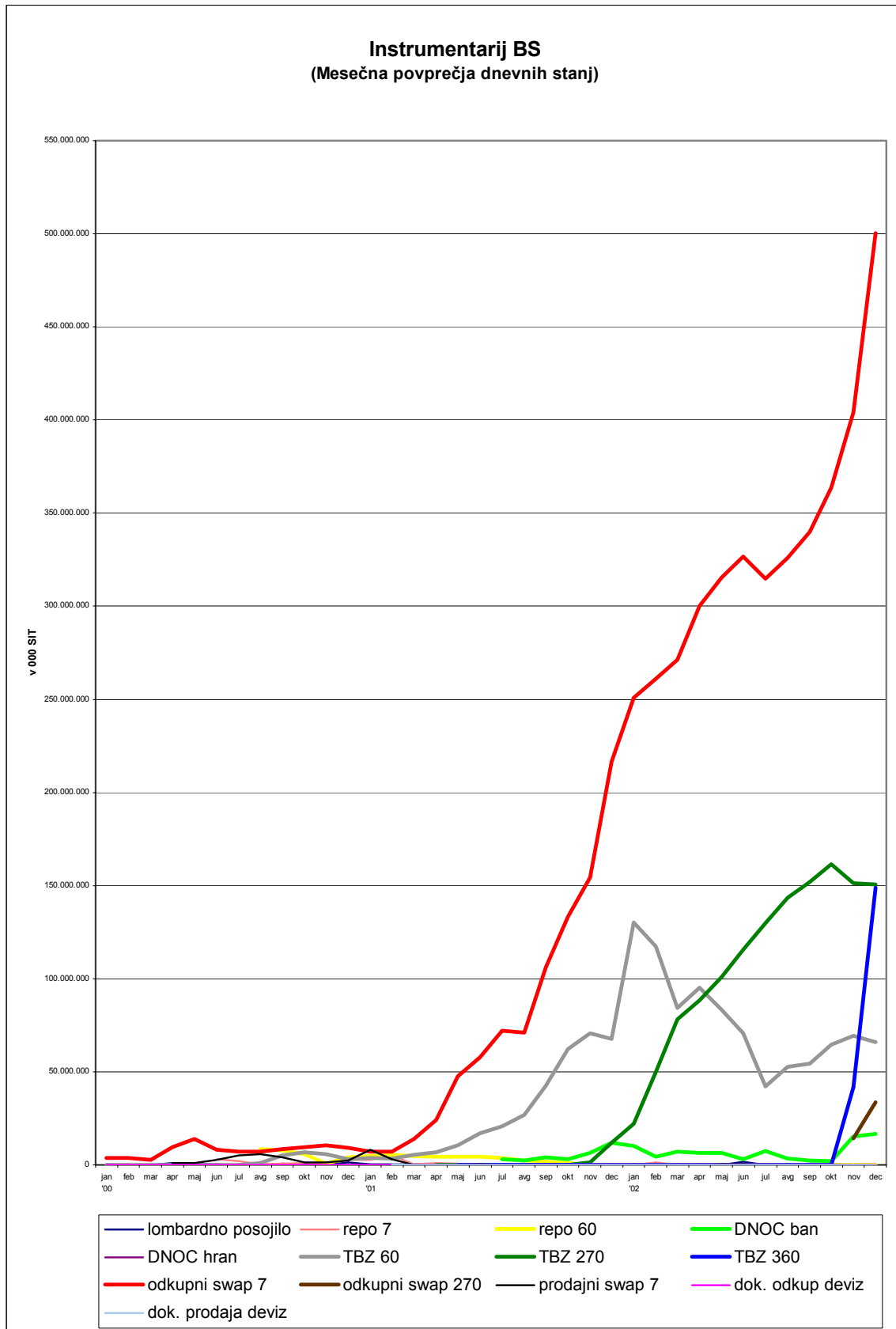
20. Plut Alenka: Spremembe sistema obveznih rezerv bank v Sloveniji v času do vstopa v Evropsko monetarno unijo. Magistersko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001, str. 4-19.
21. Ribnikar Ivan: Slovenija in nastajajoče denarno področje evra. Slovenija in skupna evropska valuta. Maribor : Zveza ekonomistov Slovenije, 1997, str. 17-41.
22. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
23. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II: Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999a. 169 str.
24. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999b, 12, str. 41-44.
25. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike ECB ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999c, 9, str. 12-15.
26. Ribnikar Ivan: Instrumenti politike deviznega tečaja Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 1-2, str. 69-72.
27. Ribnikar Ivan: Nastanek in razvoj denarnega sistema Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 5, str. 71-75.
28. Ribnikar Ivan: Ukrepi, posegi in orodja Banke Slovenije pri opravljanju njenih nalog. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001a, 7-8, str. 69-71.
29. Ribnikar Ivan: Denarni sistem (in denarna politika) na poti Slovenije v EU in EMU. 35. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Portorož, 2003, str. 31-43.
30. Saje Janez: Pogodba o sodelovanju med Banko Slovenije in poslovnimi bankami. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 7-8, str. 42-44.
31. Saje Janez: Razmere na domačem deviznem trgu v letu 1999. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 1-2, str. 34-37.
32. Snoj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize, št. 5. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001, str. 47-63.
33. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main : ECB, 2001. 144 str.
34. The Single Monetary Policy in Stage Three. Frankfurt am Main : ECB, 1998. 119 str.
35. The Single Monetary Policy in the Euro Area : General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. Frankfurt am Main: ECB, 2002. 96 str.
36. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, maj 2002. 31 str.
37. Žgajnar Irena: Likvidnost v Evropski monetarni uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 9, str. 19-22.

## VIRI

38. Flere Luka: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije ter posojilo za čez dan. Strokovna naloga. Ljubljana : Banka Slovenije - CBO, 2002. 10 str.
39. Odločitve glede obrestnih mer z 259. seje Sveta Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 10.12.2002.
40. Podatki o obsegu instrumentov denarne politike od 2000 do 2002. Banka Slovenije – oddelek centralno-bančnih operacij.
41. Pogodba o sodelovanju banke in Banke Slovenije pri posegih na trgu tujega denarja. Neuradni čistopis. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001.
42. Ribnikar Ivan: A small country's monetary system in a globalised world. 2000a. Zbirka razprav in drugih besedil pri predmetu Finančna ekonomija, 2003.
43. Shema instrumentarija Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije - CBO, 2003.
44. Statut ESCB/ECB. [[http://www.ecb.int/pub/legal/escbstatutes\\_en.pdf](http://www.ecb.int/pub/legal/escbstatutes_en.pdf)], 15.01.2003.
45. Zakon o Banki Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 40 str.

## Priloga 1

Graf 1\*: Uporaba instrumentov denarne politike Banke Slovenije v letih 2000-2002



Vir: Oddelek centralno-bančnih operacij, Banka Slovenije.

Tabela 1\*: Uporaba instrumentov denarne politike Banke Slovenije v letih 2000-2002

|         | Lombardno<br>posojilo | Repo 7    | Repo 60   | DNOC ban   | DNOC hran | TBZ 60      | TBZ 270     | TBZ 360     | Odkupni<br>swap 7 | Odkupni<br>swap 270 | Prodajni<br>swap 7 | Dokončni<br>odkup deviz | Dokončna<br>prodaja deviz |
|---------|-----------------------|-----------|-----------|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------------|---------------------|--------------------|-------------------------|---------------------------|
| jan '00 | 176.574               |           |           |            |           | 83.917      |             |             | 3.860.021         |                     |                    | 0                       | 0                         |
| feb     | 18.839                |           |           |            |           | 96.605      |             |             | 3.892.519         |                     |                    | 0                       | 0                         |
| mar     | 29.168                |           |           |            |           | 0           |             |             | 2.689.746         |                     |                    | 0                       | 0                         |
| apr     | 943.494               |           |           |            |           | 0           |             |             | 9.625.400         |                     | 907.291            | 0                       | 0                         |
| maj     | 814.119               |           |           |            |           | 0           |             |             | 13.887.926        |                     | 1.167.345          | 0                       | 0                         |
| jun     | 244.579               | 3.105.386 |           |            |           | 0           |             |             | 8.295.769         |                     | 2.877.125          | 0                       | 0                         |
| jul     | 0                     | 2.067.779 |           |            |           | 0           |             |             | 7.221.869         |                     | 5.083.510          | 0                       | 0                         |
| avg     | 66.867                | 233.023   | 8.396.601 |            |           | 1.086.806   |             |             | 7.021.041         |                     | 5.804.778          | 0                       | 0                         |
| sep     | 537.581               | 657.857   | 7.893.977 |            |           | 4.953.235   |             |             | 8.374.421         |                     | 4.154.882          | 0                       | 0                         |
| okt     | 255.731               | 1.125.793 | 5.811.850 |            |           | 6.917.667   |             |             | 9.352.040         |                     | 1.514.158          | 0                       | 0                         |
| nov     | 0                     | 540.258   | 540.258   |            |           | 5.878.625   |             |             | 10.523.302        |                     | 1.416.481          | 0                       | 0                         |
| dec     | 1.314.710             | 2.634.023 | 4.184.377 |            |           | 3.008.888   |             |             | 9.045.585         |                     | 2.357.047          | 0                       | 0                         |
| jan '01 | 409.097               | 2.557.093 | 4.650.156 |            |           | 3.592.371   |             |             | 7.217.959         |                     | 8.277.505          | 0                       | 0                         |
| feb     | 367.902               | 5.158.994 | 5.289.755 |            |           | 3.445.442   |             |             | 6.992.999         |                     | 3.136.825          | 0                       | 408.277                   |
| mar     | 293.921               | 435.461   | 4.902.849 |            |           | 5.371.800   |             |             | 13.784.543        |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| apr     | 791.374               | 990.200   | 4.279.882 |            |           | 6.719.549   | 0           |             | 23.991.472        |                     | 75.628             | 0                       | 0                         |
| maj     | 100.458               | 527.536   | 4.297.219 |            |           | 10.588.521  | 0           | 0           | 47.501.869        |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| jun     | 90.878                | 122.740   | 4.312.612 |            |           | 16.909.352  | 0           | 0           | 57.789.628        |                     | 479.081            | 0                       | 0                         |
| jul     | 24.614                | 174.726   | 3.662.291 | 2.926.167  | 6.806     | 20.904.116  | 0           | 0           | 72.208.499        |                     | 130.162            | 0                       | 0                         |
| avg     | 234.617               | 0         | 2.296.894 | 2.539.355  | 0         | 26.795.925  | 0           | 0           | 71.050.069        |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| sep     | 0                     | 0         | 1.856.275 | 4.245.000  | 0         | 42.388.006  | 0           | 0           | 105.940.304       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| okt     | 136.802               | 0         | 1.030.184 | 3.084.355  | 0         | 62.235.254  | 0           | 0           | 133.340.093       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| nov     | 0                     | 0         | 91.050    | 6.394.500  | 0         | 70.588.311  | 1.364.763   | 0           | 154.173.012       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| dec     | 32.308                | 0         | 0         | 11.844.874 | 1.000     | 67.494.621  | 11.857.837  | 0           | 216.452.126       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| jan '02 | 293.048               | 1.375.050 | 0         | 10.182.006 | 25.871    | 130.115.134 | 22.242.385  | 0           | 251.016.057       |                     | 80.521             | 74.130                  | 0                         |
| feb     | 186.798               | 0         | 0         | 4.334.821  | 43.821    | 117.297.293 | 50.121.183  | 0           | 261.035.208       |                     | 0                  | 59.145                  | 0                         |
| mar     | 63.997                | 261.464   | 0         | 6.997.258  | 53.955    | 84.151.342  | 78.228.565  | 0           | 271.271.290       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| apr     | 0                     | 162.681   | 0         | 6.319.333  | 17.743    | 95.298.182  | 88.329.348  | 0           | 300.200.725       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| maj     | 1.625.098             | 714.015   | 0         | 6.520.161  | 4.058     | 83.400.335  | 100.994.140 | 0           | 315.395.938       |                     | 331.786            | 0                       | 0                         |
| jun     | 48.397                | 276.863   | 0         | 3.009.833  | 433       | 70.574.105  | 115.539.837 | 0           | 326.715.990       |                     | 316.491            | 0                       | 0                         |
| jul     | 188.903               | 0         | 0         | 7.502.097  | 0         | 42.244.620  | 129.696.181 | 0           | 314.937.213       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| avg     | 555.153               | 0         | 0         | 3.497.161  | 0         | 52.855.053  | 143.563.902 | 0           | 325.844.879       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| sep     | 559.990               | 180.359   | 0         | 2.441.400  | 0         | 54.249.878  | 151.859.686 | 0           | 340.040.668       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| okt     | 0                     | 372.955   | 0         | 2.039.194  | 0         | 64.668.804  | 161.414.023 | 0           | 363.569.786       |                     | 0                  | 0                       | 0                         |
| nov     | 0                     | 628.815   | 0         | 15.315.600 | 0         | 69.493.860  | 151.422.157 | 41.886.502  | 404.089.743       | 14.240.971          | 0                  | 0                       | 0                         |
| dec     | 0                     | 0         | 0         | 16.713.806 | 0         | 66.020.514  | 150.697.447 | 149.050.713 | 500.259.920       | 33.641.798          | 0                  | 0                       | 0                         |

Vir: Oddelek centralno-bančnih operacij, Banka Slovenije.

## Priloga 2

**Tabela 2\*:** Ustrezna finančna aktiva za operacije denarne politike ESCB

| Kriterij                                    | Vrsta 1  | Vrsta 2  |
|---|--|--|
| <b>Tip aktive</b>                           | - Dolžniški zapisi ECB;<br>- Drugi tržni dolžniški zapisi;   | - Tržni dolžniški zapisi;<br>- Netržni dolžniški zapisi;<br>- Premoženje, s katerim se trguje na reguliranih trgih       |
| <b>Postopek poravnave</b>                   | Papirji se morajo v dematerializirani obliki deponirati centralno pri NCB ali CRVP, pri čemer morajo izpolnjevati minimalne zahteve ECB. | Papirji morajo biti lahko dostopni nacionalnim centralnim bankam, ki so jih vključile v listo                            |
| <b>Vrsta Izdajatelja</b>                    | - ESCB;<br>- Javni sektor;<br>- Privatni sektor*;<br>- Mednarodne in nadvladne institucije   | - Javni sektor;<br>- Privatni sektor*  |
| <b>Kreditne zahteve</b>                     | Izdajatelj (porok) mora biti po oceni ECB finančno zdrav   | Izdajatelj/dolžnik (porok) mora biti finančno zdrav po oceni NCB, ki je to aktivo vključila med svojo aktivo druge vrste |
| <b>Kraj sedeža izdajatelja (ali poroka)</b> | EEA*   | Področje Evrosistema   |
| <b>Prostor aktiv</b>                        | Področje Evrosistema   | Področje Evrosistema   |
| <b>Valuta</b>                               | Evro   | Evro   |
| <b>Uporaba preko meje domicilne države</b>  | Da   | Da   |

Vir: The Single Monetary Policy in the Euro Area, 2002, str. 41.

Opombe:

1. Za aktivo prve vrste, ki jo izda privatni sektor: Dolžniški instrumenti, izdani s strani kreditnih institucij, ki popolnoma ne ustrezajo kriterijem, opredeljenim po členu 22(4) uredbe UCITS, se lahko uvrstijo v aktivo prve vrste le, če so zadoščeni trije pogoji: 1) vsaki izdaji mora biti dodeljen rating, ki ESCB zagotavlja, da dolžniški instrument odgovarja visokim kreditnim standardom; 2) dolžniški instrument mora kotirati na reguliranem trgu, kot to določa uredba 93/22/EEC; 3) dolžniški instrument mora ustrezati zahtevam uredbe 89/298/EEC.
2. Za aktivo druge vrste, ki jo izda privatni sektor: Vrednostni papirji in dolžniški instrumenti, izdani s strani kreditnih institucij, ki popolnoma ne ustrezajo kriterijem, opredeljenim po členu 22(4) uredbe UCITS, se načeloma ne morejo uvrstiti med aktivo druge vrste. Vendar pa ECB lahko pod določenimi pogoji ali omejitvami dovoli nacionalni centralni banki, da te aktive vseeno uvrsti na seznam.
3. Za EEA, kot področje izdajanja finančne aktive prve vrste: Zahteva, da mora biti izdajatelj institucija, ustanovljena v EEA, ne velja v primeru mednarodnih in nadvladnih institucij.

**Tabela 3\*:** Primeri ustrezne finančne aktive za operacije denarne politike ESCB

| Tip aktive     | Vrsta 1 (EEA)   | Vrsta 2 (Evrosistem)  |
|----------------|---|---|
| <b>Tržna</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dolžniški zapisi ECB (se trenutno ne izdajajo) in dolžniški zapisi NCB (izdani pred EMU)</li> <li>- Dolgovi, izdani s strani tujih in nadvladnih institucij</li> <li>- Vrednostni papirji, izdani s strani glavnih, regijskih in lokalnih vlad</li> <li>- Nekrite obveznice kreditnih institucij</li> <li>- Zavarovani vrednostni papirji</li> <li>- Obveznice korporacij</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vrednostni papirji, izdani s strani glavnih, regijskih in lokalnih vlad</li> <li>- Obveznice kreditnih institucij</li> <li>- Obveznice korporacij</li> <li>- Potrdila in vloge</li> <li>- Srednjeročni zapisi</li> <li>- Komerencialni zapisi</li> <li>- Pravice</li> <li>- Privatne tržne terjatve</li> </ul> |
| <b>Netržna</b> | -   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bančna posojila</li> <li>- Zadolžnice, zavarovane s hipoteko</li> <li>- Menice</li> </ul>  |

Vir: The Single Monetary Policy in Stage Three, 1998, str. 43.