

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**POSEGI EVROPSKE CENTRALNE BANKE NA OŽJEM  
DENARNEM TRGU**

Ljubljana, junij 2006

ANDREJ RUPELJ

## **IZJAVA**

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

napisala pod mentorstvom \_\_\_\_\_ in dovolim objavo diplomskega dela  
na fakultetnih spletnih straneh.

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

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

## KAZALO

1. UVOD .....	1
2. USTANOVITEV ECB .....	2
2.1. ESCB .....	2
3. EVROPSKA CENTRALNA BANKA .....	3
3.1 Naloge ECB .....	5
3.2 Sestava ECB .....	6
3.3 Cilji ECB .....	9
4. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB .....	11
4.1 Operacije na odprtem trgu .....	13
4.1.1 Operacije glavnega refinanciranja .....	14
4.1.2 Dolgoročno refinanciranje .....	14
4.1.3 Fino uravnavanje .....	14
4.1.4 Strukturne operacije .....	15
4.2 Odprta ponudba bankam .....	15
4.2.1 Možnost zadolževanja .....	15
4.2.2 Možnost deponiranja sredstev .....	16
4.3 Obvezne (minimalne) rezerve .....	16
5. POSTOPKI IZVAJANJA OPERACIJ .....	17
5.1 Avkcijski postopki .....	17
5.1.1 Koledar avkcij .....	20
5.2 Izbira primernih nasprotnih strank .....	20
5.2.1 Priprava protiponudbe .....	21
5.2.2 Primerne nasprotne stranke .....	21
5.2.3 Finančna aktiva za zavarovanje terjatev .....	22
5.2.4 Sankcije v primeru neizpolnjevanja obveznosti nasprotne stranke .....	23
5.3 Razdelitev dodeljenega zneska .....	23
5.3.1 Postopek poravnave .....	26
5.4 Postopki pri operacijah, ki ne potekajo prek avkcij .....	26
6. POSEGI ECB NA OŽJEM DENARNEM TRGU .....	27
6.1 Sistem Target .....	28
6.2 Operacije finega uravnavanja .....	29
6.3 Odprta ponudba bankam .....	31
6.3.1 Splošni opis odprte ponudbe .....	31
6.3.2 Uporaba odprte ponudbe .....	33
6.4 Vpliv instrumentov finega uravnavanja in odprte ponudbe na obrestno mero .....	34
7. SKLEP .....	35
LITERATURA .....	37
VIRI .....	37

## 1. UVOD

Namen diplomskega dela je, v prvem delu, v širšem smislu predstaviti ustroj Evropske centralne banke in Evropskega sistema centralnih bank ter uporabo instrumentov, ki jih pri oblikovanju denarne politike uporablja. Najprej je predstavljen nastanek ECB, ki je nastala leta 1998 hkrati z ukinitvijo Evropskega monetarnega instituta, katerega naloga je bila povečati sodelovanje med nacionalnimi centralnimi bankami v EU. Opis se nadaljuje s predstavitvijo sestave ECB, njenih organov ter prikazom vloge, ki jo imajo pri operativnem delovanju ECB nacionalne centralne banke. V nadaljevanju opisujem glavni cilj ECB, ki je ohranjanje stabilnosti cen, kar je bilo določeno s 105. členom statuta, predstavil pa sem tudi srednjeročno strategijo ECB. Kot zaključek predstavitve ECB je prikazana še njena lastniška struktura. ECB ima namreč lastništvo razporejeno med nacionalne centralne banke držav članic EU po ključu vplačanega kapitala, lastniški delež posamezne države pa je odvisen od dveh dejavnikov.

Kot smiselno nadaljevanje uvodne predstavitve so v naslednjem razdelku predstavljeni instrumenti, ki jih ima ECB na voljo pri oblikovanju svoje denarne politike. Instrumente denarne politike lahko razdelimo na tri večje skupine: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam ter obvezne minimalne rezerve. Vsak instrument iz posamezne skupine je na kratko opisan, predstavljene so njegove glavne značilnosti in pogoji uporabe.

Na koncu prvega dela so predstavljeni še avkcijski postopki, ki so izpeljani ob izvajanju instrumentov denarne politike, ter primerne nasprotne stranke, ki lahko sodelujejo kot nasprotna stran pri izvajanju instrumentov. Ker pri izvajanju opisanih instrumentov nastopa še nasprotna stran, sem predstavil še pogoje, ki jih mora finančna institucija izpolnjevati, da lahko pristopi k izvajanju instrumenta. ECB se namreč ne sme izpostaviti tveganjem pri posojanju sredstev, zato od sodelujočih nasprotnih strani zahteva neko jamstvo.

V drugem delu diplomske naloge sta podrobneje obravnavana instrumenta denarne politike, ki imata večji vpliv na ožji denarni trg. Predstavitev sem začel z definicijo ožjega denarnega trga in opisom finančnih sredstev, ki spadajo vanj. Podrobneje sem opisal odprto ponudbo bankam ter instrument finega uravnavanja likvidnosti, ki se uporablja v okviru operacij na odprtem trgu. Predstavljena je definicija instrumentov, izpeljava samih postopkov operacije ter razmere, ko ECB uporablja dani instrument.

Sledi poglavje, kjer sem analiziral uporabo odprte ponudbe in finega uravnavanja v preteklih obdobjih.

Na koncu je narejen povzetek vseh ugotovitev diplomske naloge.

## **2. USTANOVITEV ECB**

Evropska centralna banka (ECB) je bila ustanovljena 25. maja 1998, ko so vlade enajstih držav imenovale predsednika (Williem F. Duisenberg), podpredsednika in štiri člane izvršnega odbora ECB, ki so 1. junija 1998 zavzeli svoje položaje, kar je zaznamovalo nastanek ECB. Z namenom, da bi uvedla in upravljala novo valuto, vodila devizno poslovanje in zagotovila nemoteno delovanje plačilnih sistemov ter oblikovala in izvrševala gospodarsko in monetarno politiko EU. Za sedež ECB je bil izbran Frankfurt v Nemčiji. Vodenje enotne (skupne) denarne politike je ECB prevzela šele 1. junija 1999.

V tem trenutku so nacionalne centralne banke držav, ki so sprejele evro kot edino valuto, izgubile samostojnost pri izvajanju denarne politike. Hkrati s pričetkom delovanja ECB preneha delovati Evropski monetarni inštitut, katerega naloga je bila povečati sodelovanje NCB, usklajevati njihove denarne politike in tako tlakovati pot za nastanek ECB. Vendar pa EMI, za razliko od ECB, ni imel možnosti vodenja denarne politike. Z nastankom ECB nastane tudi Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki ga tvorijo nacionalne centralne banke. Predsednik ECB je Jean-Claude Trichet.

### **2.1. ESCB**

Evropski sistem centralnih bank je tvorba, sestavljena iz Evropske centralne banke in petindvajsetih nacionalnih centralnih bank (v nadaljevanju NCB) držav članic Evropske unije. ESCB je potrebno razločevati od Evrosistema, ki je njegov del, in ne vključuje vseh petindvajsetih NCB, temveč le NCB dvanajstih držav, ki so članice denarnega področja evra. Države, ki skupne valute niso prevzele in so članice EU<sup>1</sup>, ne morejo sodelovati pri vodenju in uveljavljanju skupne denarne politike in niso članice Evrosistema.

NCB so z nastankom ECB izgubile denarno suverenost in samostojnost ter prevzele funkcijo posrednikov za ECB.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Države, ki niso sprejele Evra, so Velika Britanija, Švedska in Danska.

<sup>2</sup> Opozoriti je treba, da nacionalne centralne banke držav članic, ki niso uvedle enotne valute, obdržijo svoja pooblastila na področju monetarne politike v skladu z nacionalnim pravom in zato niso vključene v izvajanje enotne monetarne politike.

### 3. EVROPSKA CENTRALNA BANKA

ECB je pravna oseba, katere lastnice in delničarke so NCB, ki so vložile svoja sredstva. Kapital ECB znaša 5.564.669.247,19 EUR. Nacionalne centralne banke so edini vpisniki in lastniki kapitala ECB. Delež posamezne nacionalne centralne banke se določi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB.<sup>3</sup> Nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so uvedle evro, so vplačale celoten delež v kapitalu ECB. Nacionalne centralne banke držav članic EU, ki še niso uvedle evra, pa niso vplačale svojega deleža v celoti, temveč so vplačale 7 % zneska, ki bi ga sicer morale vplačati, če bi uvedle evro. Ne pripada pa jim dobiček ECB, prav tako pa jim ni potrebno pokrivati morebitne izgube. Trenutno skupni znesek vplačanega vpisanega kapitala ECB vseh nacionalnih centralnih bank znaša nekaj nad 4 milijarde EUR. Glede na delež v kapitalu ECB poteka tudi delitev najmanj 80 % deleža dobička. Ostalo, torej največ 20 % letnega dobička oziroma največ 100 % vrednosti kapitala, pa gre v rezerve ECB. V primeru izgube se ta poplača iz rezerv in če je potrebno tudi iz denarnih prihodkov. Deleži NCB v kapitalu ECB se glede na spremembo zgoraj omenjenega ključa (torej števila prebivalcev in višine BDP) prilagajajo vsakih pet let.

Nacionalne centralne banke držav članic, ki so uvedle evro, morajo na ECB prenesti del svojih deviznih rezerv. Pri tem ECB določi skupno vrednost vseh svojih deviznih rezerv, nacionalna centralna banka evro območja pa vplača tolikšen del te skupne vrednosti kot izhaja iz njenega ključa za vpis kapitala ECB. Skupni znesek deviznih rezerv ECB je bil januarja 2006 42,2 milijardi EUR. Za delež deviznih rezerv, ki ga mora nacionalna centralna banka evro območja prenesti na ECB je predpisana tudi valutna struktura (85% v USD ali JPY in 15% v zlatu) ter oblika finančnih instrumentov. Del deviznih rezerv, ki ni bil prenesen na ECB, še vedno ostane v upravljanju pri nacionalni centralni banki.

---

<sup>3</sup> Upošteva se delež prebivalstva in delež BDPja države.

**Tabela 1:** Delež posameznih nacionalnih centralnih bank v skupnem kapitalu ECB

Nacionalne centralne banke	Delež kapitala		Vplačani kapital po 1.5.2004
	Pred 1.5.04	Po 1.5.04	
Belgija	2,8297	2.5502	141.910.195,14
Nemčija	23,4040	21.1364	1.176.170.750,76
Grčija	2,1614	1.8974	105.584.034,30
Španija	8,7801	7.7758	432.697.551,32
Francija	16,5175	14.8712	827.533.093,09
Irska	1,0254	0.9219	51.300.685,79
Italija	14,5726	13.0516	726.278.371,47
Luksemburg	0,1708	0.1568	8.725.401,38
Nizozemska	4,4323	3.9955	222.336.359,77
Avstrija	2,3019	2.0800	115.745.120,34
Portugalska	2,0129	1.7653	98.233.106,22
Finska	1,4298	1.2887	71.711.892,59
<b>Vsota za Evrosistem</b>	<b>20,3616</b>	<b>71,4908</b>	<b>3.978.226.562,17</b>
Danska	1,7216	1,5663	87.159.414,42
Švedska	2,6636	2,4133	134.292.162,94
Velika Britanija	15,9764	14,3822	800.321.860,47
<b>Delna vsota za začetno skupino nacionalnih centralnih bank držav nečlanic evro območja</b>	<b>20,3616</b>	<b>18,3618</b>	<b>1.021.773.437,83</b>
Češka	0,0000	1,4584	81.155.136,30
Estonija	0,0000	0,1784	9.927.369,94
Ciper	0,0000	0,1300	7.234.070,02
Latvija	0,0000	0,2978	16.571.585,02
Litva	0,0000	0,4425	24.623.661,42
Madžarska	0,0000	1,3884	77.259.867,83
Malta	0,0000	0,0647	3.600.341,00
Poljska	0,0000	5,1380	285.912.705,92
Slovenija	0,0000	0,3345	18.613.818,63
Slovaška	0,0000	0,7147	39.770.691,11
<b>Delna vsota za nacionalne centralne banke držav nečlanic evro območja</b>	<b>0,0000</b>	<b>10,1474</b>	<b>564.669.247,19</b>
<b>Skupaj</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>5.564.669.247,19</b>

Vir: Vpis kapitala ECB, 2006

### 3.1 Naloge ECB

Evropska centralna banka je bila ustanovljena z določenim namenom, saj je bila nujno potrebna za izvedbo evropskih idej o skupni valuti. Iz namena njene ustanovitve logično izhajajo tudi glavne naloge ECB, ki so (Scheller, 2004, str. 48):

- primarna naloga ECB je definirati in uresničevati skupno denarno politiko držav članic denarnega področja evra. NCB so 1. 1. 1999 z vključitvijo v to združbo izgubile suverenost pri implementaciji lastne denarne politike in so postale nekakšen posrednik ECB. Kljub centraliziranemu odločanju se ukrepi izvajajo decentralizirano, torej na nacionalnem nivoju,
- vodi operacije valutne menjave,
- svet ECB lahko pod določenimi pogoji sklepa formalne pogodbe o sistemu deviznih tečajev med evrom in tujo valuto.<sup>4</sup> Prav tako ima pravico pod določenimi pogoji spreminjati in prilagajati fiksne tečaje med valutami članic denarnega področja evra in evrom,
- upravlja mednarodne denarne rezerve držav članic denarnega področja evra,
- omogoča nemoteno delovanja plačilnega sistema znotraj EU,
- pomaga kompetentnim oblastem pri izvajanju politik, ki prispevajo k stabilnosti finančnega sistema,
- zadolžena je za obveščanje javnosti o svojih aktivnostih, zato tedensko objavlja konsolidirane bilance ESCB, izdaja mesečne biltene in letna poročila o svojem delu. Predsednik ECB redno sklicuje tiskovne konference, na katerih obvešča javnost o odločitvah in pričakovanih gibanjih makroekonomskih agregatov na denarnem področju evra,
- ima ekskluzivno pravico dajanja pooblastil za izdajanja bankovcev. Kot legalno plačilno sredstvo veljajo bankovci izdani s strani ECB in NCB. NCB lahko s pooblastilom ECB izdajajo tudi kovance v določenem obsegu, Svet ECB skrbi za harmoniziranost vrednosti in tehničnih lastnosti kovancev<sup>5</sup>,
- je neke vrste svetovalec, ko gre za predloge zakonov EU na njenem področju dela in predloge pravnih predpisov nacionalnih oblasti iz njenega področja odgovornosti.

ECB ima izključno pravico odobriti izdajanje bankovcev na evro območju. Izdajajo pa jih lahko ECB in nacionalne centralne banke držav evro območja. Samo bankovci, ki jih izdajajo ECB in nacionalne centralne banke, so zakonito plačilno sredstvo v teh državah. Države evro območja lahko izdajajo kovance pod pogojem, da jim ECB odobri obseg emisije. Nadalje Evrosistem prispeva k nemotenemu vodenju politik pristojnih oblasti glede bonitetnega

---

<sup>4</sup> Tu niso mišljene valute članic denarnega področja evra.

<sup>5</sup> Dejansko izdajanje bankovcev in kovancev se je začelo 1.1. 2002.



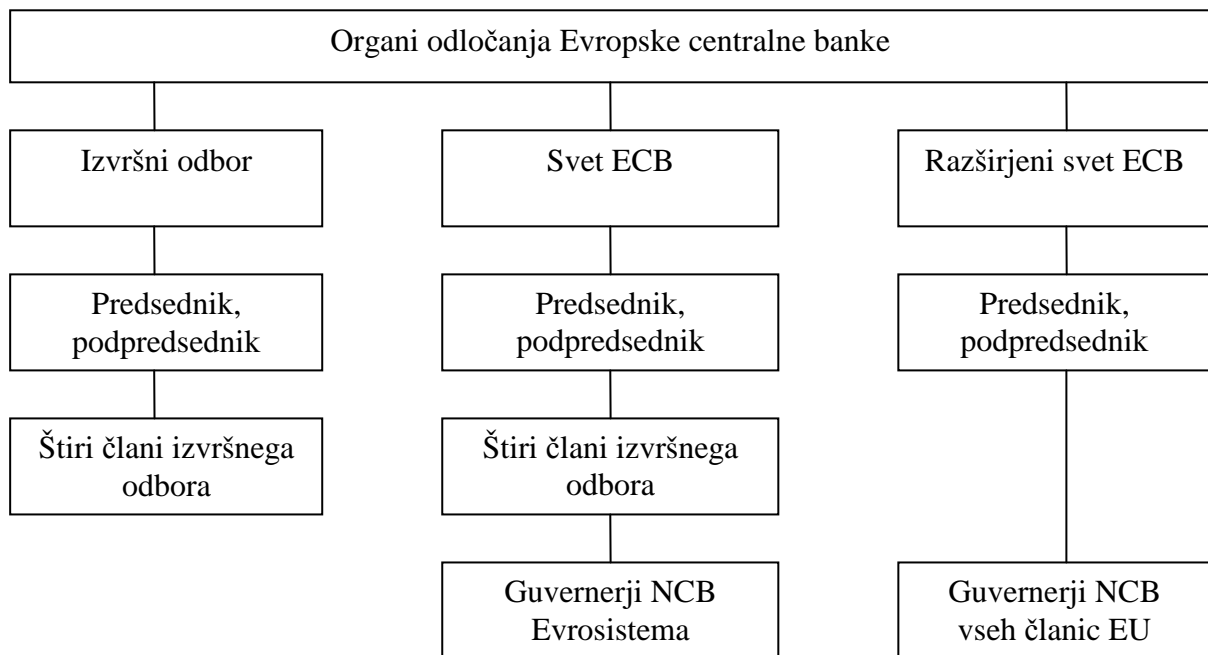
nadzora bank in stabilnosti finančnega sistema. ECB s pomočjo nacionalnih centralnih bank zbira tudi potrebne statistične informacije. Z ECB se je potrebno tudi posvetovati glede vseh predlogov predpisov EU ali osnutkov nacionalnih predpisov na področjih iz njene pristojnosti.

Pri sprejemanju odločitev in opravljanju svojih nalog so ECB in nacionalne centralne banke neodvisne ter ne smejo v nobenem primeru iskati ali prejemati navodil s strani institucij in organov EU, vlad držav članic ali kateregakoli drugega organa. Prav tako se institucije in organi EU ter vlade držav članic obvezujejo, da bodo to načelo spoštovali in da ne bodo poskušali vplivati na člane organov odločanja ECB ali nacionalnih centralnih bank pri opravljanju njihovih nalog.

### 3.2 Sestava ECB

ECB sestavljajo Svet ECB (Governing Council), ki je sestavljen iz šestih članov izvršnega odbora (Executive Board) in guvernerjev vseh nacionalnih centralnih bank 12 držav Evrosistema. Svet ECB torej sestavlja 18 članov.

**Slika 1:** Sestava ECB



**Vir:** *The monetary policy of the ECB, 2004*

Svet ECB predstavlja najvišji odločitveni organ ECB, oblikuje denarno politiko evro območja, kar pomeni, da določa obrestne mere in višino obveznih rezerv. Svet ECB sprejema tudi strateške odločitve in smernice, ki so potrebne za uresničitev želene politike ECB.

Izvršilni odbor sestavljajo predsednik (Jean-Claude Trichet), podpredsednik (Lucas D. Papademos) in še štirje člani, ki morajo biti izkušeni iz monetarnega oziroma bančnega področja. Njihov mandat traja osem let in je neobnovljiv. Imenovani so ob soglasju vlad držav članic po priporočilu Evropskega sveta, ta pa se pred tem posvetuje še z Evropskim parlamentom in Svetom ECB.

Kot že rečeno mandat šestih članov izvršnega odbora traja osem let, vendar so imeli člani prvega izvršnega odbora ob imenovanju izjemoma različno dolžino mandatov. Razlog za to je potreba v kontinuiteti dela v ECB, saj se tako vsako leto zamenja le po en oziroma največ dva člana. Prekrivanje mandatov članov izvršilnega odbora ECB je izjemno pomembno, saj bi popolnoma nova zasedba lahko povzročila izgubo zaupanja v uspešnost nadaljnjega vodenja denarne politike. Vsak član izvršnega odbora ima po en glas, odločitve se navadno sprejemajo z enostavno večino.

Glavne naloge izvršilnega odbora ECB so (ECB, Eurosystem and ESCB, 2005):

- izvrševanje denarne politike ECB, v skladu z odločitvami Sveta ECB,
- dajanje potrebnih navodil NCB,
- izvršiti naloge, ki jih je na njega prenesel svet ECB.

Odločanje v Svetu ECB poteka z navadno večino, kjer ima vsak član en glas. V primeru izenačenosti je odločilen glas predsednika. Člani izvršilnega odbora pa nimajo glasovalne pravice pri odločanju o razdelitvi dobička. V tem primeru glasujejo le guvernerji nacionalnih CB, in sicer z dvotretjinsko večino. Število glasov posameznega guvernerja je v sorazmerju z njegovim deležem v kapitalu ECB.

Dokler obstajajo države članice EU, ki niso uvedle evra, obstaja kot tretji organ odločanja ECB Razširjeni svet ECB (General Council). Člani Razširjenega sveta so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU. Ostale funkcije, ki jih opravlja razširjeni svet ECB so (General Council, 2006):

- svetovanje ECB,
- zbiranje statističnih podatkov ,
- sodelovanje pri pripravi letnih poročil ECB,
- skupaj z NCB se dogovarja o standardizaciji poročanja o delovanju NCB,
- sodeluje pri oblikovanju pogojev za zaposlovanje oseb v ECB,
- ocena o sistemu ki določa višino predpisanega kapitala za članice ECB,
- potrebne priprave za dokončno fiksiranje menjalnih tečajev držav članic z znižanjem napram evru.

Pri opravljanju nalog ESCB sodelujejo tudi različni odbori. V njih sodelujejo strokovnjaki iz nacionalnih in ECB, ki s svojim znanjem iz različnih področij prispevajo k uspešnejšemu sprejemanju odločitev.

Pomembno vlogo igra tudi **samostojnost in neodvisnost ECB**, ki ji omogoča učinkovito uresničevanje izbranih ciljev.

Niti ECB niti nacionalne centralne banke niti kateri koli član organov odločanja ne sme od ustanov ali organov Evropske skupnosti, vlade katere koli države članice EU ali katerega koli drugega organa zahtevati ali sprejemati navodil. Ustanove in organi Evropske skupnosti morajo spoštovati to načelo in si ne smejo prizadevati, da bi vplivali na člane organov odločanja ECB.

Guvernerjem nacionalnih centralnih bank in članom Izvršilnega odbora je zagotovljena varnost mandata:

- najmanj 5-letni mandat za guvernerje NCB,
- enkratni 8-letni mandat za člane Izvršilnega odbora ECB,
- razrešitev le v primeru nezmožnosti za opravljanje dela ali hujše kršitve,
- za razreševanje sporov je pristojno Sodišče Evropskih skupnosti.

Evrosistem organom Evropske skupnosti ali enotam nacionalnih javnih sektorjev ne sme dajati posojil. S tem je dodatno zaščiten pred morebitnim vplivom državnih oblasti. ECB ima na voljo instrumente in pristojnosti, ki so potrebni za izvajanje učinkovite denarne politike, in je pooblaščen, da se samostojno odloča, kdaj in kako jih bo uporabila.

ECB ima pravico, da sprejme zavezujoče predpise v obsegu, ki je potreben za izvajanje nalog ESCB in v nekaterih drugih primerih, določenih v posameznih aktih Sveta EU.

Če želi ohraniti svojo legitimnost, mora biti neodvisna centralna banka za svoja dejanja pri izvajanju mandata odgovorna demokratičnim ustanovam in splošni javnosti. ECB ima jasno začrtane **obveznosti poročanja** v zvezi s svojim delom, ki so določene v členu 15 njenega statuta.

V skladu s statutom je ECB dolžna objavljati četrtletna poročila o dejavnostih Evrosistema in konsolidirani tedenski računovodski izkaz. Poleg tega mora pripraviti letno poročilo o svojih dejavnostih in denarni politiki preteklega in tekočega leta. Letno poročilo mora obravnavati Evropski parlament, Svet Evropske unije, Evropska komisija in Evropski svet.

V okviru iz statuta izhajajočih obveznosti ECB objavlja:

- mesečni bilten (poleg četrletnega biltena),
- konsolidirani tedenski računovodski izkaz,
- letna poročila.

### 3.3 Cilji ECB

ECB je za svoj glavni cilj izbrala stabilnost cen (to določa tudi njen statut), ki se meri s harmoniziranim indeksom potrošniških cen. Le ta je seštevek ponderiranih indeksov cen držav EMU. Njegova rast na letnem nivoju ne bi smela presegati 2 %, hkrati je postavljena tudi spodnja meja, saj tudi deflacija ni zaželena. Cilj je postavljen srednjeročno.

Razlogov, da si je ECB za svoj primarni cilj izbrala stabilnost cen, je več. Stabilnost cen je predpogoj za dobro delujoče tržno gospodarstvo, saj pospešuje gospodarsko rast in pripomore k učinkoviti porabi sredstev. Cena inflacije oziroma deflacije pa je zelo visoka.

ECB ima v rokah instrumente monetarne politike, s katerimi poskuša dogajanje v gospodarskem območju EMU peljati proti svojemu končnemu cilju. Ker se posledice intervencij z instrumenti ne odražajo takoj tudi na stabilnosti cen, mora ECB zasledovati vmesne cilje. Z njimi kontrolira pravilnost svoje izbire. ECB je pri vmesnih ciljeh izbrala svojo pot, ki je bila neobičajna in drugačna od izbire ostalih centralnih bank. ECB ne zasleduje nobenega neposrednega vmesnega cilja. Izoblikovan ima sistem dveh stebrov, s katerima proučuje rizike (ne)doseganja stabilnosti cen.

Da bi čim bolj sledila cilju stabilnosti cen, mora ECB neprestano nadzorovati ekonomski razvoj. Njen pristop pri ocenjevanju relevantnih informacij, s katerimi si pomaga pri doseganju svojega cilja, temelji na dveh analitičnih osnovah, ki ju imenujemo tudi sistem dveh stebrov. Tak pristop je bil potrjen s strani sveta ECB v mesecu maju 2003.

V skladu s strategijo ECB odločitve povezane z monetarno politiko temeljijo na analizi tveganj stabilnosti cen. Analiza temelji na dveh komplementarnih pokazateljih bodoče rasti cen. Prvi pokazatelj je usmerjen na kratko do srednjeročne determinante razvoja rasti cen s poudarkom na aktivnosti in finančnem stanju gospodarstva. Upošteva dejstvo, da se cena oblikuje pod vplivom ponudbe in povpraševanja na vseh oblikah trgov. V ta okvir spada gospodarska analiza ali prvi steber.

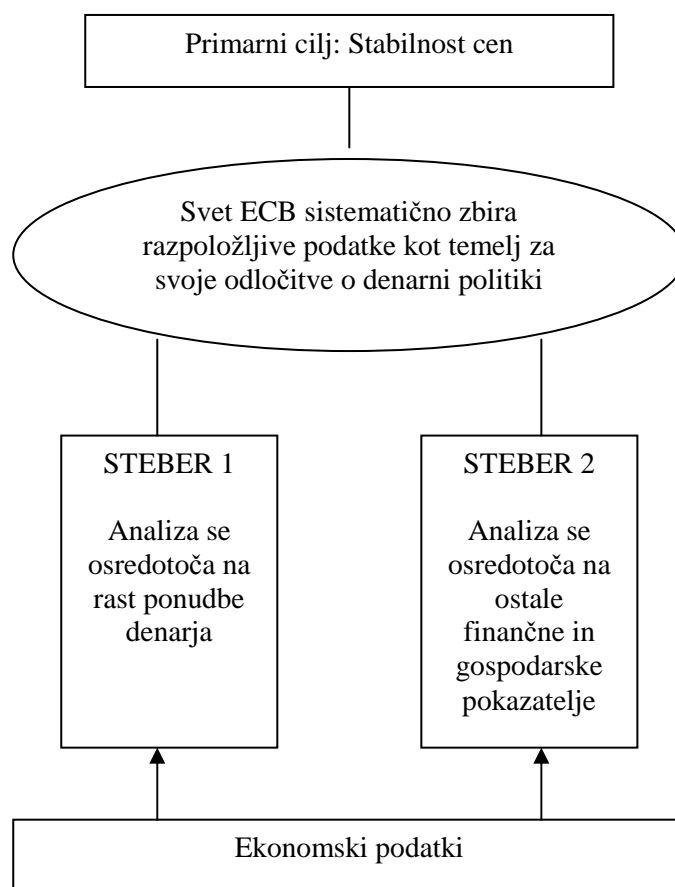
V tem okviru ECB proučuje in opazuje gibanja plač, obrestnih mer, cene dobrin, fiskalno politiko, domače finančne pogoje in stroške, zunanje povpraševanje. Iz tako oblikovane kompleksne analize stanja v narodnem gospodarstvu (v tem primeru je to evro območje) oblikuje predvideno gibanje inflacije na kratki in srednji rok.

S pomočjo drugega stebra analizo razširi še na srednji in dolgi rok. Sistem dveh stebrov je celostna analiza gospodarskih dogajanj. Le-ta pokaže ali trenutno stanje in pričakovane spremembe ogrožajo stabilnost cen. Če jo, potem ECB s svojim instrumentarijem na trgih intervenira dokler ni doseženo zeleno stanje.

V monetarni analizi ali drugem stebru opazuje celo vrsto monetarnih in kreditnih indikatorjev. ECB analizira sestavo denarnega agregata M3, spremembe v njegovi sestavi in velikosti, gibanje posameznih komponent. Korelacija med dolgoročnim trendom rasti M3 in stabilnostjo cen je veliko večja od povezanosti kratkoročnega gibanja M3 in nivoja cen. V monetarni analizi ali drugem stebru, je poudarek na dolgoročnih dogajanjih, predvsem na povezavi med količino denarja in cenami na dolgi rok.

Sistem dveh stebrov je zasnovan z namenom, da se med ocenjevanjem tveganj povezanih s stabilnostjo cen ne spregleda nobena pomembna informacija in da se pozornost pri ocenjevanju tveganja stabilnosti cen usmeri v pravo smer. Javnosti prenaša sporočilo diverzificirane analize in zagotavlja jasno odločanje, ki temelji na različnih analitičnih pristopih. (Monetary policy, 2004)

**Slika 2:** Sistem dveh stebrov



**Vir:** Lasten prikaz

#### **4. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB**

Za dosego svojega osnovnega cilja, to je stabilne ravni cen, ima ECB na voljo različne instrumente denarne politike, ki omogočajo izvrševanje denarne politike. Denarna politika se izvaja preko transmisijskega mehanizma, ki udejanja strategijo denarne politike.

Tako denarna politika kot transmisijski mehanizem imata posebno vlogo v uresničevanju denarne politike. Izbrana strategija denarne politike določi, na katerem denarnem trgu je treba vzdrževati stabilnost cen, transmisijski mehanizem pa, na kakšen način z uporabo instrumentov denarne politike to doseči.

ECB upravlja s kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu preko napovedi nekaterih ključnih obrestnih mer, saj to velja za signal o usmeritvi njene denarne politike, in z upravljanjem likvidnosti na denarnem trgu. Ker je edini izdajatelj bankovcev, ima monopol pri ponudbi denarja. Zaradi tega lahko upravlja z likvidnostjo na denarnem trgu in vpliva na višino obrestne mere.

Transmisijski mehanizem ECB skuša pri svojem delovanju slediti načelom, zapisanim v 105. členu pogodbe o Evropski uniji. Poleg tega je treba upoštevati še vodila, ki jih lahko strnemo v naslednje točke (ECB, Operational framework, 2006):

- načelo učinkovite učinkovitosti – zmožnost, da transmisijski mehanizem čim hitreje in natančneje udejanji zeleno denarno politiko (najpomembnejše načelo),
- načelo enakega obravnavanja finančnih institucij in harmonizacija pravil in postopkov,
- načelo decentralizacije udejanjanja denarne politike (ECB je koordinator, izvršujejo NCB),
- načelo transparentnosti,
- načelo kontinuitete (postopki in instrumenti denarne politike naj se ne bi pogosto in bistveno spreminjali),
- načelo varnosti (ECB poskuša zagotoviti minimalno izpostavljenost finančnim in operativnim tveganjem),
- načelo stroškovne učinkovitosti.

Instrumente denarne politike ECB lahko razdelimo v tri skupine, ki se med seboj ločijo po namenu, načinu izvajanja, ročnosti, idr.: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam in obvezne rezerve.

**Tabela 2:** Vrste operacij monetarne politike

Operacije monetarne politike	Vrste transakcij		Dospelost	Pogostost	Postopek
	Povečevanje likvidnosti	Zmanjševanje likvidnosti			
<b>Operacije odprtega trga</b>					
<b>Operacije glavnega refinanciranja</b>	Povratne transakcije	-	En teden	Tedensko	Standardne avkcije
<b>Operacije dolg. refinanciranja</b>	Povratne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno	Standardne avkcije
<b>Operacije finega uravnavanja</b>	Povratne transakcije, začasni nakup/prodaja deviz	Povratne transakcije, zbiranje vezanih depozitov, začasni nakup/prodaja deviz	Nestand.	Občasno	Hitre avkcije, dvostranski postopki
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Občasno	Dvostranski postopki
<b>Strukturne operacije</b>	Povratne transakcije	Izdaja dolžniških certifikatov	Stand./ nestand.	Redno/ občasno	Standardne avkcije
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje		Občasno	Dvostranski postopki
<b>Odprta ponudba</b>					
<b>Odprta ponudba mejnega posojanja</b>	Povratne transakcije	-	Čez noč	Dnevno	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank
<b>Odprta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč</b>	-	Depoziti	Čez noč	Dnevno	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank

*Vir: Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005*

Kot prvo skupino instrumentov bom predstavil operacije na odprtem trgu v naslednjih podpoglavjih pa še ostale.

## 4.1 Operacije na odprtem trgu

Operacije na odprtem trgu igrajo pomembno vlogo v denarni politiki Evrosistema, saj se z njimi uravnavajo obrestne mere in likvidnost, so pa tudi signal<sup>6</sup> o poziciji denarne politike.

Glede na namen in postopek izvajanja lahko operacije na odprtem trgu razdelimo na štiri kategorije:

- operacije glavnega refinanciranja,
- operacije dolgoročnega refinanciranja,
- operacije finega uravnavanja,
- strukturne operacije.

ECB za izvrševanje operacij odprtega trga uporablja pet vrst transakcij oziroma poslov. Na grobo jih lahko razdelimo na začasne in dokončne.

Prve imenujemo tudi repo posle, ko nakupu oziroma prodaji čez čas sledi nasprotna transakcija.

Pri dokončnih transakcijah se aktiva kupi ali proda, vendar kasneje ne sledi nasproten posel. Aktiva tu dejansko preide na kupca. Dokončne transakcije ECB uporablja, ko želi uravnati likvidnost s pomočjo dodatnih likvidnih sredstev oziroma absorbirati presežna likvidna sredstva.

Pri REPO transakcijah ECB kot jamstvo za posojila dobi prvovrstna aktiva. Kasneje aktiva posojilojemalec odkupi nazaj, vendar po višji ceni, ki je odvisna od časa trajanja posojila. Razlika v ceni se pojavi zaradi implikacije obrestne mere na dano posojilo. Obrestna mera se obračuna za čas trajanja operacije na odprtem trgu glede na število dni.

Neposredne transakcije (Outright transactions) odprtega trga se nanašajo na operacije, kjer ECB kupuje ali prodaja sredstva neposredno na trgu. Te transakcije se uporabljajo le pri finem uravnavanju in strukturnih operacijah.

Valutna zamenjava (Foreign exchange swaps), ki jo uporablja ECB za izvajanje denarne politike, poteka ob hkratni spot in forward transakciji evro proti tuji valuti. Transakcija se uporablja pri finem uravnavanju za uravnoteženje likvidnosti in vplivanje na obrestno mero.

Pri zbiranju depozitov s fiksno obrestno mero ECB pozove zainteresirane institucije, da položijo sredstva po fiksno določeni obrestni meri v NCB, kjer so institucije ustanovljene. Takšno zbiranje depozitov je namenjeno le finemu uravnavanju, z namenom, da se absorbira presežna likvidnost s trga.

---

<sup>6</sup> ECB z določanjem višine ključnih obrestnih mer sporoča pozicijo denarne politike.



ECB izvede izdajo dolžniških vrednostnih papirjev (Debt certificates), če želi spremeniti strukturni položaj Evrosistema nasproti finančnemu sektorju ali zmanjšati likvidnost na denarnem trgu. Ta način se uporablja pri strukturnih operacijah.

Kot že rečeno, lahko glede na njihove cilje, rednost in postopke, operacije odprtega trga Evrosistema razdelimo na naslednje štiri kategorije:

#### **4.1.1 Operacije glavnega refinanciranja**

Glavno refinanciranje je najpomembnejši instrument operacij odprtega trga in hkrati denarne politike ECB, izvaja pa se redno enkrat tedensko s pomočjo avkcije, h kateri lahko pristopijo vse institucije Evrosistema, ki izpolnjujejo točno določene kriterije. Avkcija se lahko izvaja ob upoštevanju fiksne ali pa variabilne obrestne mere.

Namenjen je zagotavljanju likvidnosti, njegova zapadlost pa se je v letu 2004 z dveh tednov skrajšala na en teden. Izvrši se decentralizirano preko NCB.

#### **4.1.2 Dolgoročno refinanciranje**

Poleg tedenskega refinanciranja ECB izvršuje tudi mesečno refinanciranje z dospelostjo tri mesece. Namen operacij dolgoročnega refinanciranja je zagotoviti dolgoročno likvidnost bančnemu sistemu. Tak način refinanciranja je koristen tudi z vidika, da se prepreči, da bi se likvidna sredstva na denarnem trgu obračala vsak teden. Tako kot operacije glavnega refinanciranja, se tudi dolgoročne operacije izvajajo decentralizirano na standardnih avkcijah preko NCB.

Ker ECB ne želi premočno vplivati na obrestno mero na denarnem trgu za več kot eno točko do obdobja zapadlosti, se avkcija izvaja ob upoštevanju spremenljive obrestne mere. V prvih mesecih delovanja tega inštrumenta se je uporabljal sistem ene obrestne mere, po tem obdobju pa je v uporabi sistem več obrestnih mer, vse seveda v sistemu spremenljive obrestne mere.

#### **4.1.3 Fino uravnavanje**

ECB izvaja tudi operacije odprtega trga, ki temeljijo na načelu ad hoc. To so operacije finega uravnavanja. Instrument se ne izvaja ob točno določenem času, prav tako pa ni določena dospelost. Fino uravnavanje je namenjeno uravnavanju likvidnosti in sicer preko zagotavljanja likvidnih sredstev oziroma absorpcije le teh. Uporabi se predvsem, ko pride do nepričakovane fluktuacije likvidnosti ali ob izrednih dogodkih, čeprav je v zadnjem obdobju uporaba tega instrumenta bolj pogosta.

Instrument se izvaja s hitro avkcijo<sup>7</sup>, ki traja 90 minut (od objave avkcije do sporočitve rezultatov le-te) ali z bilateralnimi dogovori, ko se NCB dogovorijo s posamezno institucijo o transakciji sredstev. Instrument se izvaja decentralizirano, vendar ga lahko zaradi hitrega reagiranja, ki ga ta instrument omogoča, ECB izvede sama.

#### **4.1.4 Strukturne operacije**

ECB s strukturnimi operacijami spreminja strukturni položaj denarnega trga. Lahko se uporablja za zagotovitev dodatne likvidnosti ali za absorpcijo presežne likvidnosti. Ta instrument se uporablja decentralizirano, s standardno avkcijo, v obliki REPO transakcije, neposredne transakcije ali izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. V primeru dokončnih transakcij ECB uporabi hitro avkcijo. Termini za strukturne operacije so lahko redni ali ne, dospelost ni vnaprej določena. Instrument se uporablja za zagotavljanje in absorpcijo likvidnostnih sredstev. V operaciji lahko sodelujejo vse institucije, ki izpolnjujejo ustrezne kriterije. Instrument strukturnih operacij je ECB doslej uporabila le izjemoma.

## **4.2 Odprta ponudba bankam**

Odprta ponudba bankam ima namen zagotavljanja likvidnih sredstev in absorpcije le teh. Izvaja preko pologa depozitov oziroma dviga posojil čez noč. Obrestna mera, ki jo za ta instrument določa ECB, je eden od vzvodov denarne politike (Krašovec, 2002, str. 21). Obrestne mere, ki jih ECB aplicira na dva instrumenta znotraj odprte ponudbe bankam, so za banke najmanj ugodne. ECB z odprto ponudbo bankam nima namena neposredno vplivati na denarni trg, temveč z določitvijo (dveh) obrestnih mer zgolj določi minimalno in maksimalno mejo, znotraj katerih se nato gibljejo tržne obrestne mere za deponirana oziroma posojena sredstva preko noči. Odprta ponudba bankam je instrument, ki ga finančne institucije lahko uporabijo kot pomoč pri doseganju minimalnih rezerv. Pobuda za izvedbo tega instrumenta je na strani bank. Odprto ponudbo bankam ločimo na dva dela, ki ju bomo spoznali v naslednjih dveh podpoglavjih.

### **4.2.1 Možnost zadolževanja**

V okviru možnosti zadolževanja (Marginal lending facility) se lahko finančne institucije čez noč zadolžijo pri ECB. Do tega instrumenta se dostopa decentralizirano, preko NCB. Obrestna mera, ki jo ECB aplicira na ta instrument je najvišja za zadolžitve preko noči in predstavlja zgornjo mejo, do katere sežejo obrestne mere na denarnem trgu. Zadolževanje poteka na osnovi začasne transakcije, ko se za prejeta sredstva zastavi ustrezna aktiva (lastništvo aktive se prenese na ECB) ali na osnovi lombardnega posojila (aktiva ostane v lastništvu finančne institucije, ki se zadolžuje). Posojilo preko noči dobi avtomatično vsaka banka, ki je na koncu dneva neto dolžnik nasproti ECB oziroma tista, ki za posojilo zaprosi.

---

<sup>7</sup> O postopkih pri izvajanju instrumentov govori peto poglavje.

#### 4.2.2 Možnost deponiranja sredstev

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

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

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

#### 4.3 Obvezne (minimalne) rezerve

Obvezne rezerve so imetja ali aktiva v denarju centralne banke, ki jih morajo imeti banke (Ribnikar, 1999, str. 261). ECB zahteva od finančnih institucij evro območja, da na računu ECB držijo določene minimalne rezerve. Banke, ki izdajajo knjižni denar, morajo namreč imeti vedno dovolj sredstev, da lahko v vsakem trenutku svoj denar zamenjajo s primarnim – t.j. denarjem centralne banke (bankovci in kovanci). Zato morajo držati določene rezerve, ki se definirajo kot odstotek od bančnih vlog (ki so v pasivi bančne bilance) ali česa drugega v premoženjski bilanci banke.<sup>8</sup>

Med aktivo, za katero mora banka držati obvezne rezerve, spadajo (Krašovec, 2002, str 23):

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

Obvezne rezerve se obrestujejo po obrestni meri, ki velja za operacije glavnega refinanciranja. S tem je doseženo manjše breme bančnega sistema, prepreči pa se tudi izkrivljanje v alokaciji resursov. Banke morajo višino obveznih rezerv vzdrževati v posameznem obdobju

---

<sup>8</sup> Višina obveznih rezerv, ki jih mora držati posamezna banka se izračuna tako, da se osnova za rezervo pomnoži z odstotkom, ki ga določi ECB. Možnost je, da se odšteje olajšava v višini 100.000 evrov, kar predvsem institucijam, ki morajo držati nizke obvezne rezerve, zmanjšuje stroške tega držanja.

izpolnjevanja, ki traja okoli enega meseca.<sup>9</sup> Seveda banki ni potrebno, da dnevno vzdržuje zahtevano raven obveznih rezerv; pomembno je, da je mesečno povprečje višine rezerv na nivoju, ki se izračuna iz rezervne osnove. Če banka ne izpolni svoje obveznosti držanja zahtevane ravni rezerv, je podvržena sankcijam.

Zavezanci za sistem obveznih rezerv so:

- institucije s sedežem v evro območju,
- institucije, ki so sicer ustanovljene izven evro območja, a imajo podružnico v državi evro območja.

## **5. POSTOPKI IZVAJANJA OPERACIJ**

Kot sem omenil že zgoraj, se operacije izvajajo na različne načine, večina prav prek avkcij, manjši del pa prek dvostranskih postopkov. Operacije odprtega trga Evrosistema se običajno izvajajo v obliki avkcijskih postopkov kadar gre za povratne transakcije, pri dokončnih transakcijah pa se uporabljajo dvostranski postopki. Pri izvajanju operacij pa mora biti ECB pozorna tudi, da je nasprotna stran pri transakciji ustrezna, ter da finančna aktiva, ki jih dobi kot jamstvo pri povratnih transakcijah, zadovoljujejo ustrezne kriterije. Potek postopkov dodeljevanja sredstev, izbiro ustrezne nasprotne strani in določanje ustreznih sredstev za zavarovanje bomo spoznali v tem poglavju.

### **5.1 Avkcijski postopki**

Avkcijski postopki Evrosistema se izvajajo v šestih operativnih korakih. Evrosistem razlikuje med dvema različnima avkcijskima postopkoma: standardne avkcije in hitre avkcije. Postopki za standardne in hitre avkcije so enaki, razen rokov izvedbe in kroga nasprotnih strank. Nadalje se avkcije delijo še na tiste s fiksno in tiste z variabilno obrestno mero, pri čemer je razlika med obema v predmetu licitiranja.

---

<sup>9</sup> Začetek obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv je vezan na dan poravnave operacije glavnega refinanciranja po zasedanju Sveta ECB.

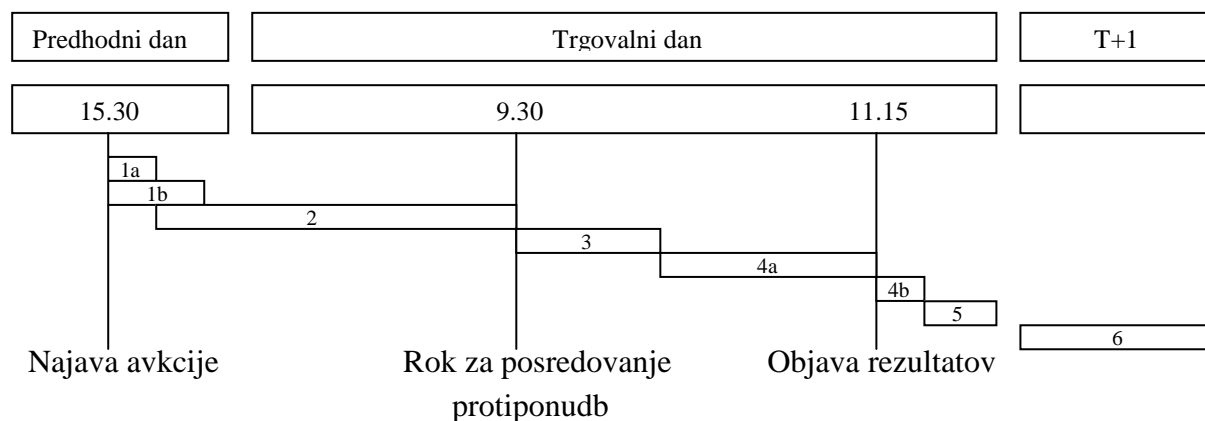
**Tabela 3 :** Operativni koraki avkcijskih postopkov

<b>Korak 1</b>	<b>Najava avkcije</b>
	a. objava s strani ECB prek javnih elektronskih medijev
	b. objava s strani nacionalnih centralnih bank prek nacionalnih elektronskih medijev neposredno posameznim nasprotnim strankam (po potrebi)
<b>Korak 2</b>	<b>Priprava in posredovanje protiponudb s strani nasprotnih strank</b>
<b>Korak 3</b>	<b>Zbiranje protiponudb s strani Evrosistema</b>
<b>Korak 4</b>	<b>Dodelitev in objava rezultatov avkcije</b>
	a. odločitev ECB o dodelitvi
	b. objava dodelitve
<b>Korak 5</b>	<b>Pošiljanje obvestil uspešnim ponudnikom</b>
<b>Korak 6</b>	<b>Poravnava transakcij</b>

*Vir: Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005*

Pri standardnih avkcijah lahko poteče največ 24 ur od najave avkcije do pošiljanja obvestil uspešnim ponudnikom (pri čemer je čas med rokom za posredovanje protiponudb in objavo dodelitve približno dve uri). Na sliki vidimo pregled običajnega časovnega okvira za operativne korake standardnih avkcij. ECB se lahko odloči za prilagoditev časovnega okvira pri posameznih operacijah, če meni, da je to primerno. Operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in strukturne operacije (razen dokončnih transakcij) se vedno izvajajo v obliki standardnih avkcij.

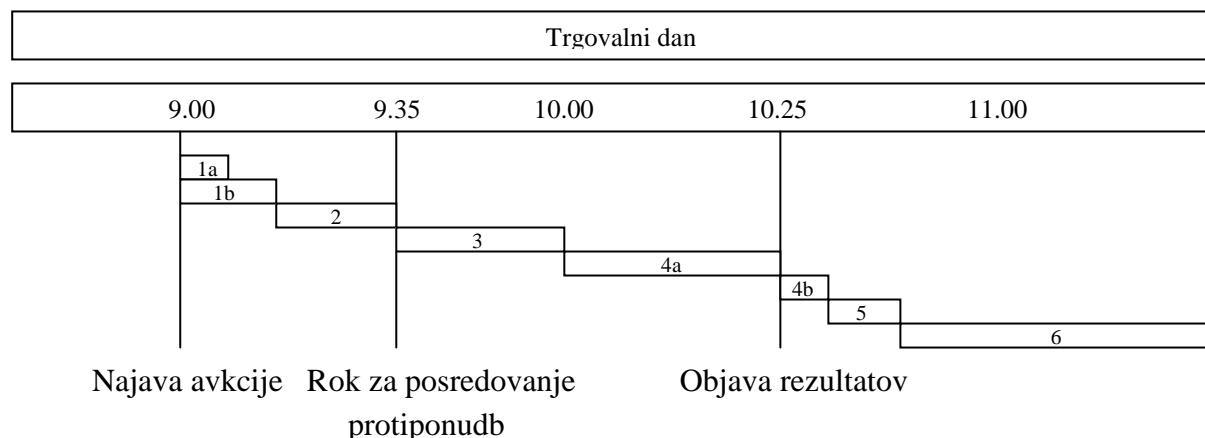
**Slika 3:** Časovni okvir izvajanja standardnih avkcij



*Vir: Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005*

Hitre avkcije se običajno izvedejo v roku 90 minut po najavi avkcije, obvestila uspešnim ponudnikom pa se pošljejo neposredno po objavi rezultatov. Običajni časovni okvir za izvajanje operativnih korakov hitrih avkcij je podan na sliki. ECB se lahko odloči za prilagoditev časovnega okvira pri posameznih operacijah, če meni, da je to primerno. Hitre avkcije se uporabljajo izključno za izvajanje operacij finega uravnavanja.

**Slika 4:** Časovni okvir izvajanja standardnih avkcij



**Vir:** *Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005*

Kot smo omenili v uvodu se izvajajo bodisi avkcije s fiksno mero (licitira se količina) bodisi avkcije z variabilno mero (licitira se obrestna mera). Pri avkciji s fiksno mero ECB vnaprej določi obrestno mero in udeležene nasprotne stranke v protiponudbah navedejo denarni znesek posla, ki ga želijo skleniti po fiksni obrestni meri.<sup>10</sup> Pri avkciji z variabilno mero nasprotne stranke v protiponudbah navedejo denarne zneske in obrestne mere, po katerih želijo skleniti posle z nacionalnimi centralnimi bankami.<sup>11</sup>

Pri avkcijah z variabilno mero lahko Evrosistem uporabi postopek za avkcije nizozemskega ali ameriškega tipa. Pri avkciji nizozemskega tipa je dodelitvena obrestna mera/cena/swap točka, ki se uporablja za vse sprejete protiponudbe, enaka mejni obrestni meri/ceni/swap točki.<sup>12</sup> Pri avkciji ameriškega tipa je dodelitvena obrestna mera/cena/swap točka enaka obrestnim meram/cenam/swap točkam, ponujenim za vsako posamezno protiponudbo.

<sup>10</sup> Pri avkcijah valutnih zamenjav s fiksno swap mero ECB za posamezno operacijo določi swap točke, nasprotne stranke pa licitirajo znesek v valuti, ki ga želijo prodati ali kupiti po navedeni meri.

<sup>11</sup> Pri avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero nasprotne stranke v protiponudbah navedejo znesek v osnovni valuti in kotacijo swap točk, po katerih želijo skleniti posel.

<sup>12</sup> Točka, pri kateri se izčrpa znesek za dodelitev.

### **5.1.1 Koledar avkcij**

Za izvedbo avkcij ECB pripravi koledar, ki se objavi najmanj tri mesece pred začetkom leta, za katerega velja.

Operacije glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja se izvajajo v skladu z okvirnim koledarjem, ki ga objavi ECB. Običajni trgovalni dnevi za operacije glavnega financiranja so vsak torek, trgovalni dnevi za operacije dolgoročnejšega refinanciranja pa so vsako zadnjo sredo v mesecu. ECB si prizadeva zagotoviti, da se operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja lahko udeležijo nasprotne stranke v vseh državah članicah. ECB pri pripravi okvirnega koledarja avkcij upošteva državne praznike v posameznih državah članicah, zato so možna odstopanja od običajnih trgovalnih dni.

Pri strukturnih operacijah, ki se izvajajo na podlagi standardnih avkcij, se vnaprej določen koledar ne upošteva. Vendar se te običajno izvajajo in poravnajo samo na dneve, ki so delovni dnevi NCB v vseh državah članicah.

Pri operacijah finega uravnavanja se vnaprej določen koledar ne upošteva. ECB se lahko odloči, da izvede operacije finega uravnavanja na kateri koli delovni dan Evrosistema. V teh operacijah sodelujejo samo nacionalne centralne banke držav članic, v katerih so trgovalni dan, dan poravnave in dan izplačila delovni dnevi NCB.

Standardne avkcije Evrosistema se javno objavijo prek elektronskih medijev. Poleg tega lahko nacionalne centralne banke o avkciji neposredno obvestijo nasprotne stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Zaradi izboljšanja preglednosti operacij finega uravnavanja ECB hitre avkcije običajno javno najavi vnaprej. Vendar se v izrednih okoliščinah ECB lahko odloči, da hitrih avkcij ne bo javno najavil vnaprej. Najava hitre avkcije poteka po enakih postopkih kakor za standardne avkcije. Pri hitri avkciji, ne glede na to, ali je javno najavljena ali ne, nacionalne centralne banke neposredno stopijo v stik z izbranimi nasprotnimi strankami.

### **5.2 Izbira primernih nasprotnih strank**

ECB pri izvajanju operacij sodeluje s poslovnimi bankami in drugimi finančnimi institucijami. Te institucije morajo ustrezati kriterijem o primernih nasprotnih strankah, pri povratnih transakcijah pa morajo Evropski centralni banki ponuditi ustrezno premoženje v zameno. Kot prvo pa morajo sodelujoče institucije, ko ECB najavi izvedbo določene operacije, pripraviti protiponudbo za sodelovanje na avkciji.

### 5.2.1 Priprava protiponudbe

Protiponudbe nasprotnih strank morajo biti pripravljene v skladu z vzorcem, ki ga za zadevno operacijo določijo nacionalne centralne banke. Protiponudbe se morajo predložiti nacionalni centralni banki države članice, v kateri ima institucija poslovalnico (sedež ali podružnico).<sup>13</sup>

Pri avkcijah s **fiksno mero** morajo nasprotne stranke v svojih protiponudbah navesti denarni znesek, v katerem nameravajo skleniti posel z nacionalnimi centralnimi bankami. Pri avkcijah z **variabilno mero** lahko nasprotne stranke predložijo do deset protiponudb z različnimi obrestnimi merami/cenami/swap točkami. V vsaki protiponudbi morajo navesti denarni znesek, v katerem nameravajo skleniti posel z nacionalnimi centralnimi bankami in ustrezno obrestno mero.<sup>14</sup>

Pri operacijah glavnega refinanciranja znaša najnižji znesek protiponudbe 1.000.000 EUR. Protiponudbe, ki ta znesek presegajo, morajo biti izražene kot mnogokratniki 100.000 EUR. Isti znesek protiponudbe in mnogokratnik veljata tudi za fino uravnavanje in strukturne operacije. Od nasprotnih stranke se pričakuje, da imajo za denarni znesek, ki jim je bil dodeljen, vedno na voljo kritje z zadostno višino ustreznega finančnega premoženja. ECB lahko nasprotni stranki naloži kazen, če nasprotna stranka ni sposobna zagotoviti zadostnega zneska finančnega premoženja ali denarnih sredstev za poravnavo zneska, ki ji je bil dodeljen na avkciji.

### 5.2.2 Primerne nasprotne stranke

Nasprotne stranke v operacijah monetarne politike Evrosistema morajo izpolnjevati določena merila primernosti. Ta merila so določena s ciljem omogočiti širokemu krogu institucij dostop do operacij monetarne politike Evrosistema, krepiti enako obravnavo institucij v celotnem evro območju in zagotoviti, da nasprotne stranke izpolnjujejo določene operativne zahteve in zahteve varnega poslovanja.

Primerne nasprotne stranke pri odprtih ponudbah in operacijah odprtega trga so samo institucije, ki so obvezniki v sistemu obveznih rezerv. Nasprotne stranke morajo biti finančno trdne in morajo biti podvržene najmanj eni obliki nadzora s strani nacionalnih organov. Da bi se zagotovilo učinkovito izvajanje operacij monetarne politike Evrosistema, morajo nasprotne stranke izpolnjevati vsa operativna merila, določena v ustreznih pogodbenih ali javnopravnih ureditvah, ki jih uporablja njihova nacionalna centralna banka ali ECB.

---

<sup>13</sup> Protiponudbe ene institucije lahko predloži samo ena poslovalnica (bodisi sedež ali izbrana podružnica) v vsaki državi članici.

<sup>14</sup> Licitirane obrestne mere morajo biti izražene kot mnogokratniki 0,01 odstotne točke. Pri operacijah valutne zamenjave z variabilno swap mero se swap točke morajo navesti v skladu s splošnimi tržnimi običaji, protiponudbe pa morajo biti izražene kot mnogokratniki 0,01 swap točke.



Pri dokončnih transakcijah ni vnaprejšnjih omejitev glede kroga nasprotnih strank. Pri valutnih zamenjavah, ki se izvajajo za namene monetarne politike, morajo biti nasprotni stranke sposobne učinkovito opravljati devizne transakcije velikega obsega v katerih koli tržnih pogojih. Krog nasprotnih strank za valutne zamenjave je enak krogu nasprotnih strank, ki se nahajajo v evro območju in so izbrane za posege Evrosistema na deviznem trgu. Pri drugih operacijah, ki se izvajajo na podlagi hitrih avkcij in dvostranskih postopkov (povratne transakcije finega uravnavanja in zbiranje vezanih depozitov), vsaka nacionalna centralna banka izbere določeno število nasprotnih strank iz nabora institucij, ustanovljenih v svoji državi članici, ki izpolnjujejo splošna merila.

### 5.2.3 Finančna aktiva za zavarovanje terjatev

Za zaščito Evrosistema pred izgubami v njegovih operacijah monetarne politike, za zagotavljanje enake obravnave nasprotnih strank in povečanje poslovne učinkovitosti mora finančno premoženje za zavarovanje terjatev izpolnjevati določena merila, da je ustrezno za operacije monetarne politike Evrosistema.

Na podlagi statuta ESCB morajo vse kreditne operacije Evrosistema<sup>15</sup> temeljiti na ustreznih zavarovanjih. Evrosistem sprejema širok nabor finančnega premoženja za zavarovanje svojih operacij.

ECB razlikuje med dvema vrstama finančnega premoženja, ki se loči na finančno premoženje, ki je na "listi 1" in finančno premoženje, ki je na "listi 2".<sup>16</sup> Na listo 1 se trenutno uvrščajo tržni dolžniški instrumenti, ki izpolnjujejo enotna merila primernosti, ki veljajo za celotno evro območje, in ki jih določi ECB.<sup>17</sup> Na listo 2 se uvršča dodatno tržno in netržno finančno premoženje, ki je posebnega pomena za nacionalne finančne trge in bančne sisteme ter za katerega merila primernosti določijo nacionalne centralne banke, pri čemer jih mora odobriti ECB. Med obema listama ni razlik glede kakovosti finančnega premoženja in njegove ustreznosti za različne vrste operacij monetarne politike Evrosistema.<sup>18</sup>

Ustrezno finančno premoženje za zavarovanje terjatev se lahko za zavarovanje terjatev vseh vrst refinanciranja v Evrosistemu uporablja prek meje s pomočjo korespondenčnega centralnobančnega modela (CCBM) ali prek odobrenih povezav med sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev (SSS) v EU. Vse finančno premoženje, ki je ustrezno za operacije monetarne politike Evrosistema, se prav tako lahko uporabi kot finančno premoženje za zavarovanje terjatev posojila čez dan.

---

<sup>15</sup> Operacije, s katerimi se povečuje likvidnost

<sup>16</sup> To razlikovanje pa bo postopoma prenehalo v prihodnjih letih s ciljem, da se sistem zavarovanj v Evrosistemu približa enotnemu seznamu ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

<sup>17</sup> Seznam se dnevno posodablja in objavlja na spletni strani ECB.

<sup>18</sup> Razen dejstva, da se finančno premoženje z liste 2 v Evrosistemu običajno ne uporablja za dokončne transakcije.

Evrosistem lahko uporablja začetno kritje pri povratnih transakcijah za povečevanje likvidnosti. To bi pomenilo, da bi morale nasprotne stranke priskrbeti finančno premoženje za zavarovanje terjatev v vrednosti, ki je najmanj enaka likvidnosti, ki jo zagotovi Evrosistem, povečani za vrednost začetnega kritja. Prav tako lahko uporablja omejitve pri izpostavljenosti do izdajateljev/dolžnikov ali garantov ali pogojuje sprejem določenega finančnega premoženja z dodatnimi garancijami s strani finančno stabilnih subjektov. Evrosistem lahko določeno finančno premoženje izloči iz uporabe pri svojih operacijah monetarne politike.

#### **5.2.4 Sankcije v primeru neizpolnjevanja obveznosti nasprotne stranke**

V primeru, da nasprotne stranke ne izpolnjujejo svojih obveznosti, ki izhajajo iz sodelovanja v operacijah, lahko Evrosistem nasprotnim strankam naloži denarne kazni ali jih začasno izključi iz udeležbe v operacijah odprtega trga. To velja za primere kršitev avkcijskih pravil, če nasprotna stranka ni sposobna zagotoviti zadostnega finančnega premoženja za zavarovanje zneska, ki ji je bil dodeljen v operaciji povečevanja likvidnosti, ali če ni sposobna zagotoviti zadostnih denarnih sredstev za poravnavo zneska, ki ji je bil dodeljen v operaciji zmanjševanja likvidnosti. Enako seveda velja tudi za dvostranske postopke. To velja tudi za primere, ko nasprotna stranka ne izpolnjuje pravil za uporabo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (če nasprotna stranka uporablja finančno premoženje, ki je ali je postalo neustrezno ali ki ga nasprotna stranka ne sme uporabljati), in za neizpolnjevanje pravil za postopke ob koncu dneva ter pogojev dostopa do mejnega posojanja (če nasprotna stranka, ki ima ob koncu dneva negativno stanje na poravnalnem računu, ne izpolnjuje pogojev dostopa do mejnega posojanja).

### **5.3 Razdelitev dodeljenega zneska**

Ob koncu avkcije ECB na podlagi ključa<sup>19</sup> izbere nasprotne stranke in višine zneskov, ki so dodeljene posamezni nasprotni stranki. Rezultati standardnih in hitrih avkcij se javno objavijo prek elektronskih medijev. Poleg tega lahko nacionalne centralne banke o rezultatih dodelitve neposredno obvestijo nasprotne stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Pri avkciji s fiksno mero se protiponudbe, ki so jih podale nasprotne stranke, seštejejo. Če skupni znesek protiponudb presega znesek za dodelitev, se predložene protiponudbe dodelijo sorazmerno glede na razmerje med zneskom za dodelitev in skupnim zneskom ponudb. Kljub temu se lahko ECB na avkciji s fiksno mero odloči dodeliti vsakemu ponudniku minimalni znesek/odstotek.

Pri avkcijah z variabilno obrestno mero v evrih, na katerih Evrosistem povečuje likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu glede na licitirano obrestno mero. Protiponudbe z najvišjimi obrestnimi merami se sprejmejo prednostno, medtem ko se

---

<sup>19</sup> Izbira se glede na količino ozirna obrestno mero, odvisno za kakšen tip avkcije gre.

protiponudbe z vedno nižjimi obrestnimi merami sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek za dodelitev. Če pri najnižji sprejeti obrestni meri tj. pri mejni obrestni meri skupni znesek protiponudb po tej obrestni meri presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med protiponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb pri mejni obrestni meri.

Pri avkcijah z variabilno obrestno mero pri katerih Evrosistem zmanjšuje likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu licitiranih obrestnih mer (ali v padajočem vrstnem redu licitiranih cen). Protiponudbe z najnižjimi obrestnimi merami se sprejmejo prednostno, medtem ko se protiponudbe z vedno višjimi obrestnimi merami sprejemajo, dokler se ne izčrpa celoten znesek likvidnosti, ki jo želi Evrosistem z operacijo zmanjšati. Če pri najvišji obrestni meri od sprejetih skupni znesek protiponudb po tej obrestni meri presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med protiponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb pri mejni obrestni meri/ceni.

Pri avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero, na katerih Evrosistem povečuje likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu glede na licitirane swap točke. Najprej se sprejmejo protiponudbe z najnižjimi kotacijami swap točk, nato pa se sprejemajo protiponudbe z vedno višjimi kotacijami swap točk, in sicer dokler se ne izčrpa celotni znesek za dodelitev v osnovni valuti. Če pri najnižji sprejeti kotaciji swap točk skupni znesek protiponudb po tej kotaciji presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med protiponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb pri mejni kotaciji swap točk.

Pri avkcijah valutnih zamenjav za zmanjševanje likvidnosti z variabilno swap mero se protiponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu licitiranih kotacij swap točk. Ponudbe z najvišjimi kotacijami swap točk se sprejmejo prednostno, medtem ko se naslednje nižje kotacije swap točk sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek v osnovni valuti. Če pri najnižji sprejeti kotaciji swap točk skupni znesek protiponudb po tej kotaciji presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med protiponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb pri mejni kotaciji swap točk.

Za ponazoritev poteka izbire nasprotnih strank bom dodelitev sredstev prikazal na enem primeru. Predstavljena je povratna transakcija za povečevanje likvidnosti na podlagi avkcije z variabilno obrestno mero. (Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005).

ECB se odloči, da bo povečala likvidnost na trgu s povratno transakcijo na podlagi avkcije z variabilno obrestno mero.

**Tabela 4:** Protiponudbe nasprotnih strank

Obrestna mera (%)	Banka 1	Banka 2	Banka 3	Skupaj protiponudbe	Protiponudbe kumulativno
3,15	0	0	0	0	0
3,10	0	5	5	10	10
3,09	0	5	5	10	20
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	15	35	115
3,04	5	5	5	15	130
3,03	5		10	15	145
Skupaj	30	45	70	145	

**Vir:** Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005

ECB se odloči dodeliti 94 milijonov EUR, kar pomeni mejno obrestno mero v višini 3,05 %. V celoti se sprejmejo vse protiponudbe nad 3,05% (v kumulativnem znesku 80 milijonov EUR).

Pri 3,05% obrestni meri je odstotek dodelitve:

Dodelitev banki 1 po mejni obrestni meri znaša na primer:  $0,4 \times 10 = 4$

Skupna dodelitev banki 1 je:  $5 + 5 + 4 = 14$

**Tabela 5:** Razdelitev zneska

Nasprotna stranka	Banka 1	Banka 2	Banka 3	Skupaj
Skupaj protiponudba	30	44	70	145
Skupaj dodelitve	14	34	46	94

**Vir:** Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005

Če se postopek dodelitve izvaja na podlagi avkcije z enotno obrestno mero (avkcija nizozemskega tipa), je obrestna mera za vse zneske, dodeljene nasprotnim strankam, enaka 3,05%.

Če se postopek dodelitve izvaja na podlagi avkcije z različnimi obrestnimi merami (avkcija ameriškega tipa), se za zneske, dodeljene nasprotnim strankam, ne uporabi enotna obrestna mera; na primer, banka 1 prejme 5 milijonov EUR po 3,07%, 5 milijonov EUR po 3,06% in 4 milijone EUR po 3,05%.

### **5.3.1 Postopek poravnave**

Operacije odprtega trga na podlagi standardnih avkcij se običajno poravnajo na prvi dan po trgovanem dnevu, ko so odprti vsi zadevni nacionalni sistemi poravnave. Vendar se lahko zaradi operativnih omejitev in tehničnih značilnosti sistemov poravnave časovne razporeditve na dan poravnave operacij odprtega trga znotraj evro območja med seboj razlikujejo. Čas poravnave operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja običajno sovпада s časom vračila prejšnje operacije z ustrezno dospelostjo. Evrosistem si prizadeva operacije odprtega trga na podlagi hitrih avkcij in dvostranskih postopkov poravnati na trgovan dan.

Denarne transakcije, povezane z uporabo odprtih ponudb Evrosistema ali sodelovanjem v operacijah odprtega trga, se poravnajo prek računov nasprotnih strank pri nacionalnih centralnih bankah (ali prek poravnalnih računov bank udeleženk sistema TARGET<sup>20</sup>). Denarne transakcije se poravnajo šele po dokončnem prenosu finančnega premoženja za zavarovanje terjatev operacije. To pomeni, da je treba finančno premoženje za zavarovanje terjatev bodisi vnaprej deponirati na skrbniškem računu pri nacionalni centralni banki bodisi poravnati na podlagi sistema dostave proti plačilu pri zadevni nacionalni centralni banki. Prenos finančnega premoženja za zavarovanje terjatev se izvrši prek sistema za poravnavo vrednostnih papirjev.

### **5.4 Postopki pri operacijah, ki ne potekajo prek avkcij**

Večina operacij, ki jih izvaja ECB, se izvaja v skladu z avkcijskimi postopki. Seveda pa obstajajo tudi operacije, ki se iz različnih razlogov izvajajo brez avkcijskega postopka. Brez avkcij ECB izvaja dvostranske postopke, postopke pri neposrednem stiku z nasprotnimi strankami in postopke pri operacijah, ki se izvajajo prek borz vrednostnih papirjev in prek tržnih posrednikov.

Nacionalne centralne banke lahko izvajajo operacije na podlagi dvostranskih postopkov. Ti postopki se lahko uporabljajo za operacije finega uravnavanja na odprtem trgu in strukturne dokončne operacije. V širšem smislu so opredeljeni kot kateri koli postopki, v katerih Evrosistem izvede transakcijo z eno nasprotno stranko ali več brez uporabe avkcijskega postopka. S tem v zvezi lahko razlikujemo med dvema različnima vrstama dvostranskih postopkov: operacije, pri katerih Evrosistem neposredno stopi v stik z nasprotnimi strankami, in operacije, ki se izvajajo prek borz vrednostnih papirjev in tržnih posrednikov.

Dvostranske operacije se običajno vnaprej javno ne najavijo. Poleg tega se ECB lahko odloči, da rezultatov dvostranskih operacij ne bo javno objavila. ECB se lahko odloči, da bo dvostranske operacije finega uravnavanja izvedla na kateri koli delovni dan Evrosistema. V

---

<sup>20</sup> Sistem TARGET je podrobneje predstavljen v poglavju 6.

teh operacijah sodelujejo samo nacionalne centralne banke držav članic, v katerih so trgovalni dan, dan poravnave in dan izplačila delovni dnevi NCB. Dokončne dvostranske operacije za strukturne namene se običajno izvajajo in poravnajo samo na dneve, ki so delovni dnevi NCB v vseh državah članicah.

Dvostranske operacije prek neposrednega stika z nasprotnimi strankami se lahko uporabijo za povratne transakcije, dokončne transakcije, valutne zamenjave in zbiranje vezanih depozitov.

Pri tem postopku nacionalne centralne banke neposredno stopijo v stik z nasprotno stranko. Transakcije se poravnajo prek nacionalnih centralnih bank. V izjemnih primerih lahko svet ECB odloči, da lahko dvostranske operacije izvaja tudi sama ECB.

Nacionalne centralne banke lahko izvajajo dokončne transakcije prek borz vrednostnih papirjev in tržnih posrednikov. Pri teh operacijah krog nasprotnih strank ni vnaprej omejen, postopki pa so prilagojeni tržnim običajem, ki veljajo za dolžniške instrumente, za katere se sklepajo posli. Tudi v tem primeru lahko v izjemnih okoliščinah ECB operacije izvaja sama.

## **6. POSEGI ECB NA OŽJEM DENARNEM TRGU**

V tem delu diplomske naloge bom poglobljeje predstavil instrumente, s katerimi ECB posega na ožji denarni trg ter njihovo uporabo v praksi. Pred tem je potrebno definirati, kaj je to ožji denarni trg.

Evrosistem je v skladu z splošno uveljavljenimi teorijami sprejel definicijo denarnih agregatov. Po klasifikaciji ECB poznamo tri denarne agregate:

- M1 vključuje gotovino, to je bankovce in kovance, ter vse vrste sredstev, ki jih je moč takoj pretvoriti v gotovino (depoziti na vpogled, preko noči),
- M2 vključuje denarni agregat M1 ter dodatno še vloge z dogovorjeno zapadlostjo do dveh let in vloge na odpoklic do 3 mesecev,
- M3 vključuje M2 ter repo ter dolžniške vrednostne papirje z zapadlostjo do dve leti.

Denarni agregati se med seboj ločijo predvsem po stopnji likvidnosti, kar pomeni, da je denarni agregat M1 najbolj likviden in zato manj stabilen, agregat M3 pa je najmanj likviden, vendar tudi najstabilnejši od vseh. Za denarni agregat M3 bi lahko tudi rekli, da predstavlja denar v najširšem smislu, iz česar lahko oblikujemo sklep, da je denarni agregat M1 tako imenovani "ožji denar", z njim pa se trguje na ožjem denarnem trgu.

Iz vsega tega sledi, da se bom posvetil dvema instrumentoma, s katerima ECB vpliva na denarni agregat M1, to pa sta instrument mejnega posojanja/deponiranja in instrument finega uravnavanja v okviru odprte ponudbe bankam.

Najprej bom podrobneje predstavil vsakega od dveh instrumentov, nato pa bo sledila še postavitev obeh v okvir izvajanja monetarne politike. Ob uporabi historičnih podatkov bom v tem razdelku prikazal obseg in vzroke za uporabo obeh zgoraj opisanih instrumentov v obdobju od leta 2001 do 2006. Za trende, ki sem jih pridobil iz podatkov preteklih obdobj, sem poskušal najti razlago in pojasniti razloge za določene dogodke. Prvo pa sledi opis sistema TARGET, ki ga ESCB uporablja za prenos plačil v realnem času in je bil tudi v prejšnjih poglavjih večkrat omenjen.

## 6.1 Sistem Target

TARGET<sup>21</sup> je sistem za medbančni prenos sredstev v evrih v Evropski uniji. Vzpostavljen je bil predvsem za izvajanje monetarne politike znotraj EMU in za vzpodbujanje izvajanja plačilnega prometa med državami EU. Bančno okolje pa ga uporablja tudi za poravnavo medbančnih in komercialnih plačil velikih vrednosti. Sistem prispeva k integraciji in stabilnosti finančnih trgov. Sistem deluje tako, da se plačila preko državnih meja znotraj EU izvedejo tako hitro in tekoče kot da gre dejansko za plačila znotraj ene same države.

V sistemu TARGET se poravnava le plačila v evrih ob čim nižjih stroških, visoki varnosti in v zelo kratkem času znotraj dneva. Ta način izvajanja plačil je še posebno pomemben za poravnavo plačil, ki pomenijo menjalniške posle in transakcije denarnega trga.

Kot pove ime, poteka poravnava plačil na bruto osnovi - poravna se vsako plačilo individualno in v realnem času - v nekaj minutah ali celo v sekundah. Tako se preko sistema TARGET poravnajo plačila takoj, če je le dovolj sredstev na računih udeležencev in dokončno, ko je račun centralne banke prejemnice odobren, centralna banka pošiljateljica pa je o transakciji tudi obveščena.

TARGET je decentralizirani plačilni sistem evropskega sistema centralnih bank. Sestoji iz nacionalnih sistemov poravnave in plačilnega mehanizma ECB.<sup>22</sup> Posamezni sistemi bruto poravnave v realnem času centralnih bank so povezani med seboj preko posebne komponente in S.W.I.F.T. omrežja.<sup>23</sup> Udeleženec posameznega nacionalnega sistema poravnave v realnem času ima odprt poravnalni račun v centralni banki in je hkrati udeleženec sistema TARGET. Posamezno plačilo se poravna bilateralno na bruto osnovi in med dvema centralnima bankama tako, da banka nalogodajalka pošlje plačilo v centralno banko, le ta pa pošlje plačilo centralni banki prejemnici, ki odobri račun banke prejemnice.

---

<sup>21</sup> Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

<sup>22</sup> European Payment Mechanism – EPM.

<sup>23</sup> Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

## 6.2 Operacije finega uravnavanja

Cilj operacij finega uravnavanja je uravnnavati likvidnost na trgu in uravnnavati obrestne mere, zlasti z namenom izravnati učinke, ki jih imajo na obrestne mere nepričakovana nihanja likvidnosti na trgu. Zaradi morebitne potrebe po hitrem ukrepanju v primeru nepričakovanih dogodkov na trgu je zaželeno ohraniti visoko stopnjo fleksibilnosti pri izbiri postopkov in operativnih značilnosti teh operacij. Evrosistem lahko izvaja operacije finega uravnavanja v obliki povratnih transakcij odprtega trga.

Operativne značilnosti povratnih operacij finega uravnavanja so naslednje (Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike, 2005):

- lahko so v obliki operacije povečevanja likvidnosti ali zmanjševanja likvidnosti,
- njihova pogostost ni standardizirana,
- njihov rok dospelosti ni standardiziran,
- operacije finega uravnavanja za povečevanje likvidnosti se običajno izvajajo na podlagi hitrih avkcij, čeprav možnost uporabe dvostranskih postopkov ni izključena,
- operacije finega uravnavanja za zmanjševanje likvidnosti se praviloma izvajajo na podlagi dvostranskih postopkov,
- te operacije se običajno izvajajo decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank<sup>24</sup>,
- Evrosistem lahko izbere omejeno število nasprotnih strank za sodelovanje v operacijah finega uravnavanja in,
- finančno premoženje z liste 1 in finančno premoženje z liste 2 sta pri operacijah finega uravnavanja primerna kot finančno premoženje za zavarovanje terjatev.

Operacije finega uravnavanja se izvajajo nenapovedano, ECB pa jih izvaja po potrebi. Največkrat do izvršitve operacije pride pred iztekom obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ko želi ECB s finim uravnavanjem ublažiti likvidnostna neravnovesja, ki povzročajo prekomerno spremenljivost obrestne mere za depozite čez noč, zlasti tistih neravnovesij, ki so posledica sprememb v napovedi Evrosistema glede avtonomnih likvidnostnih dejavnikov na koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Odločitev o izvedbi operacij je sprejeta na podlagi analiz in napovedi o likvidnostni uravnoteženosti ob koncih obdobj.

Za boljšo predstavbo nam spodnja tabela prikazuje uporabo instrumenta finega uravnavanja po letih, in sicer zneskovno v milijardah evrov in po številu operacij.

---

<sup>24</sup> Svet ECB lahko odloči, ali v izrednih okoliščinah dvostranske povratne operacije finega uravnavanja lahko izvaja ECB.



**Tabela 6:** Uporaba operacij finega uravnavanja v obdobju 2001-2006

Leto	Povečanje likvidnosti	Število operacij	Zmanjšanje likvidnosti	Število operacij	Skupaj št. operacij
2001	109,8	2	0	0	2
2002	75	2	0	0	2
2003	0	0	3,9	1	1
2004	6,5	1	28	2	3
2005	20	3	23,7	6	9
2006 <sup>25</sup>	27,5	2	2,6	1	3

**Vir:** *ECB Monthly Buletin, 2001-2006; lasten prikaz*

Iz tabele je razvidno, da se uporaba operacij finega uravnavanja od leta 2004 povečuje. Ob tem je potrebno opozoriti, da se je instrument v letih 2001 in 2002 uporabljal zgolj ob izrednih dogodkih. Tako sta obe operaciji v letu 2001 bili izvedeni 13 in 14 septembra kot posledica napadov na svetovni trgovinski center, s čimer so se želele zagotoviti normalne razmere na trgu. Prav tako se obe operaciji, izvedeni v mesecu januarju 2002, nanašata na izreden dogodek, to je uvedbo nove valute evro, banka pa je takrat želela zadostiti povpraševanju po denarju, ki je bilo višje od pričakovanega. Operacije, ki so se izvajale kasneje, niso povezane z izrednimi dogodki in so povezane s prizadevanjem ECB za uravnavanje likvidnostnih neravnovesij ob koncu obdobja izpolnjevanja minimalnih obveznih rezerv.

Ob pogledu na tabelo se zastavlja vprašanje o vzrokih za večji obseg uporabe operacij finega uravnavanja od leta 2004 naprej. Vzrok za povečano aktivnost je sprememba operativnega okvira izvajanja monetarne politike, ki je stopila v veljavo 9. marca 2004. Sprememba je obsegala dve prilagoditvi.

Kot prvo se je spremenil časovni raspored za obdobje izpolnjevanja rezerv, ki je bil prilagojen tako, da se ta obdobja začnejo vedno na dan poravnave operacije glavnega refinanciranja po zasedanju Sveta ECB, na katerem je na dnevnem redu mesečna odločitev o usmerjenosti denarne politike. Pred tem so se obdobja izpolnjevanja začinjala na 24. koledarski dan enega meseca in zaključila na 23. koledarski dan naslednjega meseca, ne glede na dnevni red zasedanja Sveta ECB. Kot dopolnilo se sedaj izvajajo spremembe stopenj odprtih ponudb praviloma na prvi dan novega obdobja izpolnjevanja rezerv. Pred tem so te spremembe začele veljati dan po zasedanju Sveta ECB.

Kot drugo je bil čas dospelosti operacij glavnega refinanciranja iz dveh tednov skrajšan na en teden. Skupaj s prej omenjenimi spremembami to pomeni, da se operacije glavnega

<sup>25</sup> Podatki veljajo za obdobje 1-4 2006.

refinanciranja, poravnane v enem obdobju izpolnjevanja rezerv, ne raztegnejo v naslednje obdobje izpolnjevanja rezerv.

Zaradi sprememb operativnega okvira se je povečal obseg napak likvidnostne napovedi, ki so se nabrale v osemdnevnem obdobju med zadnjo operacijo glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv in koncem obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Absolutna razlika med napovedjo in dejanskim rezultatom v osmih dneh je leta 2005 dosegla povprečno vrednost 7,16 milijarde EUR. Da bi preprečili, da te napake ne bi povzročile obsežnega zatekanja k odprtim ponudbam in da bi preprečili velike razlike med depoziti čez noč in izklicnimi obrestnimi merami, je ECB, kadar koli je pričakovala obsežna likvidnostna neravnotežja, izvedla operacije finega uravnavanja na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Kot posledica bolj aktivnega poseganja ECB ob koncih obdobj se je zmanjšala tudi spremenljivost evropske medbančne obrestne mere za depozite čez noč EONIA.<sup>26</sup> Standardni odklon razlike med obrestno mero EONIA in izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja je v letu 2005 znašal 5 baznih točk, v primerjavi z 9 baznimi točkami v letu 2004, 16 baznimi točkami v letu 2003 in 13 baznimi točkami v letu 2002. Kot bomo videli v nadaljevanju, pa je bolj aktivna vloga ECB ob koncu poravnalnih obdobj vplivala tudi na instrument odprte ponudbe, kar bom predstavil v naslednjem poglavju.

### **6.3 Odprta ponudba bankam**

Dve odprti ponudbi, ki ju ponuja Evrosistem, tj. odprta ponudba mejnega posojanja ter odprta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč, zagotavljajo in absorbirajo likvidnost čez noč po obrestnih merah, ki tvorijo koridor medbančne obrestne mere za depozite čez noč.

Banke lahko uporabijo odprto ponudbo mejnega posojanja, da pridobijo likvidnost čez noč od nacionalnih centralnih bank. Namen instrumenta je zadovoljiti začasne likvidnostne potrebe nasprotnih strank, ki so največkrat povezane z izpolnjevanjem zahtev glede višine obveznih rezerv. V normalnih okoliščinah obrestna mera za mejno posojanje predstavlja zgornjo mejo obrestne mere na trgu čez noč. Pogoji za to operacijo so enaki v celotnem evro območju.

#### **6.3.1 Splošni opis odprte ponudbe**

Nacionalne centralne banke lahko ponudijo odprto ponudbo mejnega posojanja bodisi v obliki pogodb o povratnem nakupu čez noč ali z zavarovanimi posojili čez noč.

---

<sup>26</sup> EONIA (Euro Overnight Index Average) je ponderirano povprečje obrestnih mer v evrih za medbančna posojila čez noč. Vsakodnevno ga izračunava evropska centralna banka na podlagi podatkov prejetih od referenčnih bank.

Do odprte ponudbe mejnega posojanja lahko dostopijo institucije, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti za nasprotne stranke. Dostop do mejnega posojanja je mogoč preko nacionalne centralne banke v državi članici, v kateri je institucija ustanovljena. Dostop do odprte ponudbe mejnega posojanja je mogoč samo na dneve, ko so sistemi poravnave odprti za poslovanje. Morebitno debetno stanje na poravnalnem računu nasprotne stranke pri nacionalni centralni banki ob koncu vsakega delovnega dne se avtomatsko šteje kot zahtevek za dostop do mejnega posojanja. Nasprotna stranka lahko dobi dostop do odprte ponudbe mejnega posojanja tudi tako, da pošlje zahtevek nacionalni centralni banki države članice, v kateri je ustanovljena. Da bi nacionalna centralna banka lahko obravnavala zahtevek še isti dan, mora zahtevek prejeti najpozneje 30 minut po dejanskem času zaprtja sistema TARGET.<sup>27</sup> Splošno pravilo je, da je čas zaprtja sistema TARGET za poslovanje 18.00 ura po času ECB.<sup>28</sup> V zahtevku se mora navesti znesek posojila in, če finančno premoženje za zavarovanje terjatev za transakcijo ni bilo vnaprej deponirano pri nacionalni centralni banki, finančno premoženje za zavarovanje terjatev mejnega posojanja. Razen zahteve po predložitvi zadostnega ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev ni omejitve glede denarnega zneska, ki se lahko odobri v okviru odprte ponudbe mejnega posojanja.

Rok dospelosti posojila, odobrenega na podlagi odprte ponudbe mejnega posojanja, je čez noč. Nasprotne stranke, ki so neposredno udeležene v sistemu TARGET, posojilo odplačajo naslednji dan, ko so zadevni nacionalni sistem TARGET in drugi sistemi operativni, in sicer v trenutku, ko se odprejo za poslovanje. Obrestno mero objavi Evrosistem vnaprej in se izračuna kot linearna obrestna mera, pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija "dejansko število dni/360 dni v letu". ECB lahko kadar koli spremeni obrestno mero, z veljavnostjo najprej naslednji delovni dan Evrosistema. Obresti posojila se plačujejo skupaj z odplačilom posojila.

Nasprotne stranke lahko uporabijo odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč za sklenitev depozitov čez noč pri nacionalnih centralnih bankah. Depoziti se obrestujejo po vnaprej določeni obrestni meri. V normalnih okoliščinah obrestna mera za odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč predstavlja spodnjo mejo obrestne mere na trgu čez noč. Pogoji za možnost deponiranja likvidnosti čez noč so enaki v celotnem evro območju.

Depoziti čez noč, sprejeti od nasprotnih strank, se obrestujejo po fiksni obrestni meri. V zameno za depozite se nasprotnim strankam ne daje zavarovanja.

Ostale karakteristike, kot so pogoji dostopa in rok dospelosti ter izračun obresti, se pri tem instrumentu ne razlikujejo od odprte ponudbe mejnega posojanja.

---

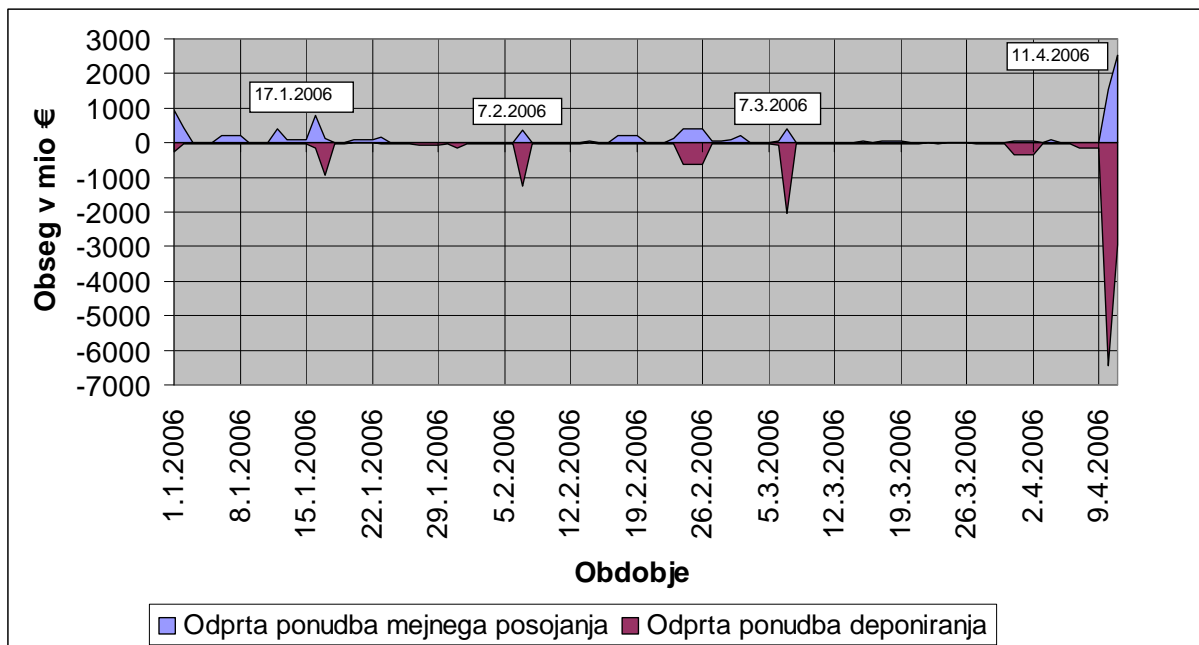
<sup>27</sup> Skrajni rok za zahtevek za dostop do odprte ponudbe mejnega posojanja se na zadnji delovni dan Evrosistema v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv podaljša za dodatnih 30 minut.

<sup>28</sup> Kot čas ECB je v veljavi srednjeevropski čas.

### 6.3.2 Uporaba odprte ponudbe

Za odprto ponudbo mejnega posojanja in mejnega deponiranja sredstev je značilno, da se v največji meri izvaja ob koncih obdobj, ki so določena za vzdrževanje obveznih rezerv. Banke imajo s strani ECB določeno minimalno višino obveznih rezerv, ki so vezane na povprečje teh rezerv v določenem obdobju izpolnjevanja. Presežek sredstev bi banki predstavljal oportunitetni strošek, prav tako bi imela stroške v primeru neizpolnjevanja zahtev po obveznih rezervah, zato se poslužujejo odprte ponudbe, kjer si lahko izposodijo oziroma deponirajo sredstva s katerimi bodo dosegle mejno zadostitev zahtevam po minimalnih rezervah. Depoziti čez noč namreč spadajo med obveznosti, ki so vključene v osnovo za rezerve in za katere se uporablja pozitivna stopnja rezerv.

**Slika 5:** Odprta ponudba v obdobju 1-4 2006

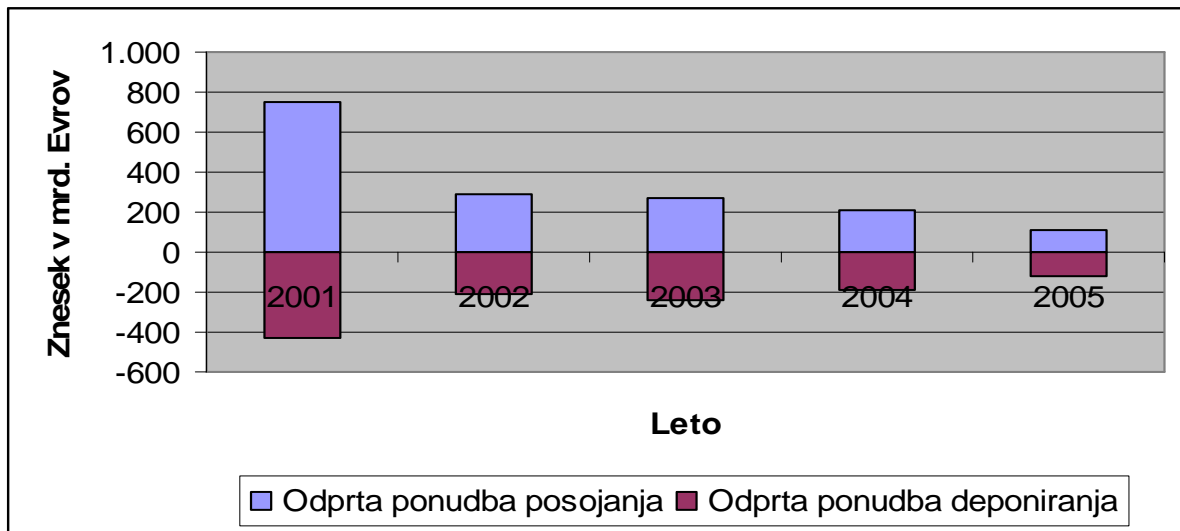


**Vir:** *Standing facilities data, 2006; lasten prikaz*

Iz grafa je razvidno da se operacije odprte ponudbe izvajajo ob koncu obdobj izpolnjevanja zahtev ECB po obveznih rezervah, saj v vmesnih obdobjih skoraj ni prometa. Datumi predstavljajo konec obdobja izpolnjevanja in jih ECB objavlja na svoji spletni strani, tako da je moč ugotoviti pozitivno korelacijo med uporabo odprte ponudbe in koncem obdobja izpolnjevanja.

V medletnem pregledu pa vidimo, da se je obseg uporabe tega instrumenta od leta 2001 močno zmanjšal, sploh v letih 2004 in 2005. Na obseg poslovanja je vplivala večja učinkovitost medbančnega trga, predvsem pa večji obseg uporabe operacij finega uravnavanja zaradi spremembe okvira monetarne politike v letu 2004, kar je zmanjšalo potrebo bank po zatekanju k temu instrumentu.

**Slika 6:** Uporaba odprte ponudbe v obdobju 2001-2005



**Vir:** *Standing facilities data, 2006; lasten prikaz*

#### 6.4 Vpliv instrumentov finega uravnavanja in odprte ponudbe na obrestno mero

Centralna banka si želi čim bolj omejiti nestanovitnost kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu, med drugim tudi zato, da bi omejila njihov vpliv na dolgoročne obrestne mere. Ta cilj se lahko doseže s pogosto uporabo operacij finega uravnavanja in z uporabo ozkega koridorja med odprto ponudbo posojanja in deponiranja. Kljub temu pa ECB teh instrumentov ne uporablja za doseganje takih ciljev, saj ima njihova uporaba v te namene resne slabosti.

Pogosta uporaba operacij finega uravnavanja (tudi večkrat dnevno) bi težko bila v skladu s principom Evropskega sistema centralnih bank, ki upravlja deljenje nalog in operacij med Evropsko centralno banko in nacionalnimi centralnimi bankami. V skladu s to politiko so za izvrševanje denarne politike zadolžene nacionalne centralne banke. Glede na dejstvo, da se operacije finega uravnavanja izvajajo z uporabo hitrih postopkov, bi jih bilo težko izvesti na decentraliziran način. Glede na časovno omejenost transakcij bi bilo tudi težko pridobiti večje število komercialnih bank, da bi sodelovale v transakcijah. Navsezadnje bi bilo to tudi v nasprotju s cilji ECB, ki se nagiba k sodelovanju čim večjega števila strank pri transakcijah.

Poleg tega bi pogosta uporaba operacij finega uravnavanja lahko pomenila, da centralna banka ne bi več jasno mogla sporočiti namena svoje monetarne politike skozi uporabo instrumentov. Če namreč centralna banka pogosto spreminja pogoje interveniranja na denarnem trgu, bo interveniranje izgubilo svoj podton, ki ga banka z uporabo nekaterih instrumentov želi sporočiti igralcem na denarnem trgu.

Poleg vsega naštetega bi prepogosta uporaba operacij finega uravnavanja onemogočila politiko "skrite" obrestne mere. Če bi centralna banka na denarnem trgu intervenirala skoraj neprestano, bi se ji tako lahko pripisala vsaka sprememba v višini obrestne mere. Če pa se pri

uravnavanju likvidnosti opira na standardne transakcije, lahko na obrestno mero vpliva brez da bi komercialne banke spremembe obrestne mere samodejno pripisale centralni banki

Podobni zadržki se pojavljajo tudi, ko se razmišlja o zelo ozkem koridorju med obrestno mero mejnega posojanja in mejnega deponiranja. Tudi tu "skrita" obrestna mera zaradi preozkega koridorja ne bi bila možna. Poleg tega bi se zaradi tega lahko zavrl razvoj učinkovitega medbančnega denarnega trga.

Namesto zgoraj omenjenih možnosti je ECB izbrala primernejšo metodo za blaženje kratkoročnih gibanj obrestne mere, in sicer sistem minimalnih obveznih rezerv, ki določa minimalno povprečje rezerv v okvirnem obdobju enega meseca. Z uporabo predpisanih minimalnih rezerv lahko ECB na obrestno mero vpliva manj očitno, brez eksplicitnih intervencij na trgu.

Iz vsega opisanega lahko povzamemo sklep, da se z operacijami finega uravnavanja in odprte ponudbe da vplivati na višino kratkoročne obrestne mere, vendar pa sta instrumenta bolj uporabna za blaženje nepričakovanih skokov in padcev likvidnosti kot pa za uresničevanje politike obrestne mere.

## **7. SKLEP**

Denarna politika je ena najpomembnejših sestavin ekonomske politike vsake države oziroma območja. Evropska centralna banka je sicer leta 1999 na področju Evrosistema postala edina centralna banka, ki lahko vodi denarno politiko, kar pa ne pomeni, da so nacionalne centralne banke prenehale s svojim delovanjem. Izgubile so samostojnost pri odločanju v zvezi z denarno politiko, operativno pa jo še vedno izvajajo. Evropski sistem od leta 2004 šteje 25 držav, od tega jih je 12 sprejelo skupno valuto evro, v prihodnosti pa se bo število prevzemnic še povečevalo, začeni s Slovenijo, ki bo skupno valuto evro prevzela s 1.1.2007.

Evropska centralna banka je zavezana slediti cilju, ki si ga je zadala. Glavni cilj Evropske centralne banke je stabilnost cen, katerih rast na letni ravni ne sme preseči 2 odstotkov. Glavni cilj se uresničuje s pomočjo instrumentov denarne politike, ki s pomočjo transmisijskih mehanizmov vplivajo na raven cen v gospodarstvu. ECB ima izoblikovan sistem dveh stebrov, s katerima proučuje rizike (ne)doseganja stabilnosti cen. Sistem dveh stebrov je celostna analiza gospodarskih dogajanj. Le-ta pokaže ali trenutno stanje in pričakovane spremembe ogrožajo stabilnost cen. Če jo, potem ECB s svojim instrumentarijem na trgih intervenira dokler ni doseženo zeleno stanje.

ECB ima za svoje posege na voljo tri skupine instrumentov denarne politike, in sicer operacije na odprtem trgu, odprto ponudbo bankam in obvezne rezerve. Na dogajanje na ožjem denarnem trgu lahko banka najbolj vpliva z uporabo finega uravnavanja v sklopu operacij na odprtem trgu in z uporabo odprte ponudbe.

Operacije finega uravnavanja so instrument, ki ga ECB v zadnjih letih uporablja vedno pogosteje, odkar se je v letu 2004 spremenil okvir operativnega izvajanja monetarne politike. Pred tem se je uporabljal bolj poredko, saj se je izvajal le ob izjemnih dogodkih. ECB se za posege s pomočjo tega instrumenta največkrat odloči v povezavi s koncem obdobja izpolnjevanja zahtev za minimalne obvezne rezerve, ko se na denarni trg posega s povečanjem ali zmanjšanjem likvidnosti, glede na ocene o stanju likvidnosti ob koncu obdobja. Kot že rečeno se instrument uporablja tudi ob izjemnih dogodkih, kot je bila uvedba evra v letu 2002, ko je ECB zaradi pomanjkanja na denarnem trgu izvedla eno največjih takih operacij.

Tako kot operacije finega uravnavanja je tudi odprta ponudba instrument, ki je tesno povezan z izpolnjevanjem minimalnih zahtev za obvezne rezerve ob koncu obdobja. V okviru tega instrumenta lahko banke deponirajo oziroma si izposodijo likvidnostna sredstva pri ECB preko noči. Vloge se obrestujejo po mejni obrestni meri za medbančno posojanje, ki jo ECB objavi vnaprej. Obseg uporabe instrumenta odprte ponudbe v nasprotju z operacijami finega uravnavanja v zadnjih letih upada, kar je povezano prav z večjim obsegom aktivnosti ECB na področju finega uravnavanja, zaradi česar imajo banke manjšo potrebo po zatekanju k odprti ponudbi.

V svojem diplomskem delu sem predstavil, kako ECB posega na ožji denarni trg in s pomočjo trenda podatkov ugotovil, v katero smer se giba obseg uporabe določenega instrumenta. Na podlagi dobljenih podatkov sem osvetlil vzroke za spremembe pri načinu posegov na denarni trg. Na koncu je predstavljen še vpliv posegov ECB z omenjenima instrumentoma na obrestno mero.

ECB je v obdobju, za katero so značilna številna neravnovesja na denarnih in nedenarnih trgih. Če gledamo podatke zadnjih nekaj let, vidimo, da ECB uresničuje svoj glavni cilj, to je stabilnost cen. To dejstvo je posebej pomembno ob upoštevanju dogodkov v zadnjem obdobju, ki močno pritiskajo na cene. Glede na vse naštetu lahko na koncu le dodam svojo oceno, da je delo, ki ga izvaja ECB uspešno in da sedaj, kljub začetni negotovosti v celoten sistem ob začetkih delovanja, lahko zaključimo, da sistem deluje dobro.

## LITERATURA

1. Hanspeter K. Scheller: ECB history, role and functions. European Central Bank, 2005. 230 str.
2. Krašovec Tadej: Denarna politika ECB: Operacije glavnega refinanciranja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 51 str.
3. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta, 1999. 380 str.

## VIRI

1. ECB Annual report 2001, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2001en.pdf>], marec 2002
2. ECB Annual report 2002, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2002en.pdf>], februar 2003
3. ECB Annual report 2003, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2003en.pdf>], februar 2004
4. ECB, Eurosystem and ESCB, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/infobr/ecbbr2006en.pdf>], maj 2006
5. ECB General Council, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/genc/html/index.en.html>], 24.3.2006
6. ECB Letno poročilo 2004, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf>], februar 2005
7. ECB Letno poročilo 2005, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005sl.pdf>], februar 2006
8. ECB Mesečni bilten: Junij 2004, European Central Bank.  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=162>], junij 2003
9. ECB Mesečni bilten: September 2004, European Central Bank.  
(<http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=163>), september 2004
10. ECB Mesečni bilten: December 2004, European Central Bank.  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=164>], december 2004
11. ECB Mesečni bilten: Junij 2005, European Central Bank., junij 2005  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=165>], junij 2005
12. ECB Mesečni bilten: December 2005, European Central Bank.  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=166>], december 2005
13. ECB Mesečni bilten: Marec 2006, European Central Bank.  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=1745>], marec 2006
14. ECB Monthly bulletin: Marec 2001, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200103en.pdf>], marec 2001
15. ECB Monthly bulletin: September 2001, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200109en.pdf>], september 2001
16. ECB Monthly bulletin: Oktober 2001, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200110en.pdf>], oktober 2001



17. ECB Monthly bulletin: Januar 2002, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200201en.pdf>], januar 2002
18. ECB Monthly bulletin: Februar 2002, European Central Bank.  
(<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200202en.pdf>), februar 2002
19. ECB Monthly bulletin: December 2002, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200212en.pdf>], december 2002
20. ECB Monthly bulletin: Januar 2003, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200301en.pdf>], januar 2003
21. ECB Monthly bulletin: September 2005, European Central Bank., september 2005  
[URL: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=167>], september 2005
22. ECB Monthly bulletin: Maj 2006, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200605en.pdf>], maj 2006
23. ECB Operational framework, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/mopo/intro/html/operational.en.html>], 24.3.2006
24. Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike Evrosistema, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2005sl.pdf>], februar 2005
25. Standing facilities data  
[URL: <http://www.ecb.int/mopo/implement/sf/html/index.en.html#data>], 24.3.2006
26. The monetary policy of the ECB, European Central Bank.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>], februar 2004
27. Vpis kapitala ECB  
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.sl.html>], 24.3.2006