

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**OPERACIJE DOLGOROČNEGA REFINANCIRANJA
EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

Ljubljana, junij 2003

PETER ŠAJN

Izjava

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

V Ljubljani, dne 10.6.2003.

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	3
2	EVROPSKA UNIJA IN EVROPSKA CENTRALNA BANKA	3
3	NASTANEK IN NALOGE EVROPSKE CENTRALNE BANKE (ECB)	4
4	STRUKTURA EVROPSKE CENTRALNE BANKE	6
5	PRIMARNI CILJ EVROPSKE CENTRALNE BANKE	7
6	NEODVISNOST EVROPSKE CENTRALNE BANKE	7
7	STRATEGIJA IN INSTRUMENTI ECB	8
7.1	PRVI STEBER MONETARNE STRATEGIJE	8
7.2	DRUGI STEBER MONETARNE POLITIKE	9
8	INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB	10
8.1	OPERACIJE ALI POSLI NA ODPRTEM TRGU	11
8.1.1	<i>Pet instrumentov za izvajanje operacij na odprtem trgu</i>	12
8.1.2	<i>Štiri operacije na odprtem trgu</i>	16
8.1.3	<i>Odprta ponudba bankam (»standing facilities«)</i>	19
8.1.4	<i>Obvezne (minimalne) rezerve (»minimum reservs«)</i>	21
9	OPERACIJE DOLGOROČNEGA REFINANCIRANJA (»LONGER-TERM REFINANCING OPERATIONS«)	23
9.1	GLAVNE ZNAČILNOSTI OPERACIJ DOLGOROČNEGA REFINANCIRANJA	23
9.2	NASPROTNE STRANI (»COUNTERPARTIES«)	24
9.2.1	<i>Pogoji za pristop k operacijam dolgoročnega refinanciranja</i>	24
9.2.2	<i>Udeležba finančnih institucij v operacijah dolgoročnega refinanciranja</i>	25
9.3	USTREZNA AKTIVA (»ELEGIBLE ASSET«)	27
9.3.1	<i>Zakaj potrebujejo institucije ustrezno aktivo?</i>	27
9.3.2	<i>Dve kategoriji ustrezne aktive</i>	27
9.3.3	<i>Pogoji, ki opredeljujejo ustrezno aktivo</i>	27
9.3.4	<i>Sestava jamstev za dolgoročna refinanciranja v obdobju 1999-2003</i>	28
9.3.5	<i>Kontrolno merjenje tveganja</i>	29
9.3.6	<i>Dva načina zastave premoženja</i>	30
9.3.7	<i>Mednarodna uporaba ustreznih aktiv</i>	30
9.4	POSTOPEK LICITACIJE (»TENDER OPERATIONS«)	31
9.4.1	<i>Objava licitacije (»Tender announcement«)</i>	33
9.4.2	<i>Institucije predložijo ponudbe</i>	33
9.4.3	<i>Zbiranje ponudb in razglasitev rezultatov</i>	34
9.4.4	<i>Postopek poravnave</i>	35
9.5	OBNAŠANJE INSTITUCIJ (NASPROTNIH STRANI) PRI IZDELAVI PONUDB	36
9.5.1	<i>Kronološki pregled</i>	37
10	SKLEP	39
11	LITERATURA	41

1 UVOD

Po pogodbi o Evropski uniji I in Evropski uniji II, je bilo poleg gospodarske in politične združitve predvidena tudi monetarna združitev. Za učinkovito monetarno unijo je bilo potrebno ustanoviti enotno Evropsko centralno banko, ki bo vodila enotno monetarno politiko. Enotna monetarna politika vsebuje tudi vodenje denarnih instrumentov s ciljem zagotavljanja likvidnostnega ravnovesja na denarnem trgu evro področja.

Namen mojega diplomskega dela je natančneje spoznati delovanje in učinkovitost ene izmed operacij odprtega trga Evropske centralne banke (ECB), to je operacij dolgoročnega refinanciranja (»longer-term refinancing operations«). Da bi predstavil operacije dolgoročnega refinanciranja kot zaključeno celoto, bom v prvem delu diplomskega dela najprej opisal ECB, njen nastanek in naloge, njeno strukturo in primarne cilje ter njeno politično neodvisnost. S tem bom postavil temelje naslednjim poglavjem, katerih namen bo nadgradnja zakonske podlage operacij dolgoročnega refinanciranja.

V nadaljevanju bom predstavil strategijo ECB, katere najpomembnejša sta prvi in drugi steber. V sedmem poglavju, zadnjem v prvem delu diplomskega dela, bom najprej natančneje predstavil pet instrumentov za izvajanje operacij na odprtem trgu, sledila bo predstavitev štirih operacij odprtega trga, med njimi, zelo na kratko, tudi operacij dolgoročnega refinanciranja. Da bo predstava instrumentov denarnega trga predstavljala zaokroženo celoto bom v nadaljevanju predstavil še instrument Odprte ponudbe bankam (»standing facilities«) in instrument Obveznih minimalnih rezerv (»minimum reserves«).

V drugi polovici diplomskega dela bom predstavil operacije dolgoročnega refinanciranja. Da prikažem splošni oris operacij bom začel z glavnimi značilnostmi. Naslednje podpoglavje bo predstavilo sestavo nasprotne strani (»counterparties«), pogojev za njen pristop in udeležbo pri licitacijah. Zaključil bom s kronološkim pregledom same udeležbe v preučevanem obdobju. V nadaljevanju bom podrobno predstavil ustrezno aktivo (»eligible asset«), zakaj jo institucije predložijo, kakšne so njene kategorije in kakšna je bila sestava jamstev v preučevanem obdobju. V drugem delu poglavja 8.3 bom predstavil kontrolno merjenje tveganja, načine zastave premoženja in mednarodno sestavo aktive. V poglavju 8.4 bom predstavil postopek licitacije v operacijah dolgoročnega refinanciranja. Za zaključek osmega poglavja in s tem diplomskega dela, pa bom predstavil ponudbeno obnašanje institucij in ključnih determinant, ki ga opredeljujejo.

2 EVROPSKA UNIJA IN EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Ideja o politični in gospodarski združitvi Evrope je bila prisotna skozi mnoga stoletja, toda svojo pravo priložnost je dobila šele po 2. svetovni vojni. Takšen razvoj dogodkov je bila posledica (Ješovnik, 1999):

- dolge in trdovratne želje po združeni Evropi, ki jo je gospodarska in politična uspešnost ZDA samo še dodatno vzpodbudila,
- vsesplošno prisotnost želje po obnovi porušene Evrope, ki je dobila največjo spodbudo v obliki Marshallovega načrta in ustanovitvi prve ekonomske mednarodne organizacije OEEC (Evropska organizacija za mednarodno sodelovanje),
- naraščajoče blokovske delitve, ki je Evropo vedno znova postavljala v nezavidljiv položaj.

Potek evropskih integracijskih procesov lahko razdelimo v tri faze:

- od Pariškega sporazuma o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo (18. april 1951/52),
- preko Rimske pogodbe (25. marec 1957/58) o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (EGS) in Evropske skupnosti za jedrsko energijo (ESJE),
- do Maastrichtske pogodbe o ustanovitvi EU I (7. februar 1992/93) in Amsterdamske pogodbe o ustanovitvi EU II (17. junij 1997/99).

Sčasoma se je v politiki Evropske skupnosti pojavila težnja po ustanovitvi skupne valute v poenotenem monetarnem sistemu pod vodstvom ene same skupne centralne banke. Prvi takšen poskus je bil izveden na julijskem srečanju Evropskega sveta v Bremnu leta 1978, na katerem sta Nemčija in Francija predstavili nov projekt tesnejšega sodelovanja na monetarnem področju. Vodilni članici sta predlagali ustanovitev Evropskega monetarnega sistema, ki naj bi nadomestil evropsko »kačo v tunelu«¹ (Ješovnik, 1999). Predlog je bil sprejet in marca leta 1979 začne delovati Evropski monetarni sistem, katerega valuta ECU, je bila tehtana povprečna valuta vseh valut evropskih držav, ki so bile vključene v Evropsko skupnost.

12 let pozneje države članice v Maastrichtu podpišejo pogodbo, v kateri se zavežejo, da bodo sčasoma uvedle enotno denarno politiko. Temelj te politike bo enotna valuta, s katero bo upravljala skupna in neodvisna centralna banka. Prav zaradi tega je nastala potreba po novem organu, sedaj že, Evropske unije, to je Evropski centralni banki (ECB). (Ješovnik, 1999).

3 NASTANEK IN NALOGE EVROPSKE CENTRALNE BANKE (ECB)

Države članice so se v Maastrichtski pogodbi zavezale, da bodo sčasoma uvedle enotno denarno politiko. Temelj te politike bo enotna valuta, s katero bo upravljala skupna in neodvisna centralna banka. Prav zaradi tega je nastala potreba po novem organu EU, to je Evropski centralni banki (ECB).

¹ »Kača v tunelu« je predstavljala trden devizni tečaj z možnostjo drsenja. Tunel sta predstavljali zgornja in spodnja vrednost valutnega tečaja, v samem tunelu pa se je gibala »kača«, ki je predstavljala vse udeležene valute, katerih medsebojne vrednosti niso smele odstopati za več kot določeno vrednost (%). S tem so države skušali ohranjati trdnost valut.

Samo oblikovanje Gospodarske in denarne unije (GDU) je bilo sprva predvideno kot enkraten proces, vendar se je kmalu izkazalo, da bo ta cilj lažje doseči po natančno načrtanih stopnjah, in sicer v treh:

- prva stopnja se je začela že leta 1990, ko začne veljati direktiva o popolni liberalizaciji pretoka kapitala na enotnem evropskem trgu. Hkrati je bil cilj prve stopnje doseči konvergenco gospodarskih politik, kakor tudi tesnejše sodelovanje med centralnimi bankami držav članic EU. V nadaljevanju je bil ustanovljen Odbor za denarno politiko, v katerega so države članice in Evropska komisija imenovali vsaka po dva člana. Odbor za denarno politiko je imel zgolj svetovalno vlogo. Leta 1993, v sklopu prve stopnje, zamrznejo še sestavo košarice ekuja na podlagi razmerij, določenih leta 1989 (Ješovnik, 1999);
- druga stopnja Gospodarske in denarne unije (1.1.1994) zahteva od držav članic urejene javne finance, zagotavljanje neodvisnosti nacionalnih centralnih bank od dnevnopolitičnega dogajanja kakor tudi prepoved neposrednega denarnega financiranja javnih primanjkljajev. S ciljem, da se pripravi vse potrebno za delovanje ECB, sta bila leta 1994 razpuščena Odbor guvernerjev centralnih bank in Evropski sklad za denarno sodelovanje, ki ju je zamenjal Evropski denarni inštitut (EDI) s sedežem v Frankfurtu kot neposredni predhodnik ECB;
- preden se je začela tretja stopnja (1.1.1999), je Svet EU zahteval poročilo Evropske komisije in EMI² o napredku pri vzpostavljanju gospodarske in denarne unije ter doseganju visoke konvergenčne stopnje držav članic s pomočjo štirih konvergenčnih kriterijev: inflacijske stopnje, javnega primanjkljaja ter javnega dolga, dolgoročnih obrestnih mer in stabilnosti menjalnih tečajev. Na podlagi tega poročila se je Svet EU leta 1998 odločil, da bo začel s tretjo stopnjo gospodarske in denarne unije, kar pomeni s skupno denarno politiko (ECB) in enotno valuto (EURO) (Ješovnik, 1999).

ECB, ki je zamenjala EDI³ z začetkom leta 1999, sestavlja skupaj s centralnimi bankami držav članic Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki je tisti skupni organ EU, ki vodi denarno politiko EU. Pomembno je poudariti, da ne ECB, ne članice ESCB, ne morejo prejemati navodil vlad ali ostalih institucij EU. Mnogi menijo, da je prav popolna neodvisnost ECB preizkusni kamen nove denarne in gospodarske politike EU. V največji meri se ECB zgleduje vzor po nemški Bundesbank in ameriški Federal Reserves⁴.

Glavne naloge ECB so naslednje:

- ECB bo sprejemala uredbe in odločitve, potrebne za izvajanje nalog v domeni ESCB,
- ECB bo edina lahko odobrila emisijo bankovcev in kovancev na teritoriju EU,

² Evropske Monetarne Institucije

³ EDI – Evropska denarna institucija. Predstavlja predhodnico ECB.

⁴ Nemški Bundesbank in ameriški Federal Reserves predstavljata nacionalni centralni banki omenjenih držav

- Vsak akt institucij EU, ki se bo nanašal na denarno politiko, bo moral prej na pregled in posvetovanje z organi ECB.

Čeprav je Svet EU maja 1998 odločil, da bo v oblikovanju denarne unije zaenkrat sodelovalo samo 11 članic – in sicer: Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska – bodo članice ESCB od samega začetka tretje stopnje gospodarske in denarne unije tudi tiste centralne banke držav članic, ki niso izpolnile konvergenčnih kriterijev ali niso hotele aktivno sodelovati pri oblikovanju enotne denarne politike. (Ješovnik, 1999).

Osnovne naloge ESCB so naslednje:

- Najbolj pomemben cilj je zagotovo ohraniti stabilne cene na področju enotnega trga,
- Definirati in uresničevati denarno politiko EU,
- Izvajati potrebne devizne operacije in svetovati pri določanju tečajne politike za valute tretjih držav,
- Hraniti kakor tudi opravljati devizne rezerve držav članic,
- Skrbeti za učinkovito delovanje političnih sistemov.

4 STRUKTURA EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Temeljna skrb ECB bo torej zagotavljati stabilnost cen na evro področju. Da bi to ECB lahko uresničila, potrebuje potrebne pristojnosti in lastne organe.

Organi ECB so naslednji:

- Izvršilni odbor ECB – sestavljen je iz šestih članov, in sicer iz predsednika, podpredsednika in štirih članov, ki jih predlagajo države članice s skupnim dogovorom na predlog sveta EU in po posvetovanju z EP in upravnim odborom. Izvršni odbor vodi predsednik, ki je odgovoren za uresničevanje denarne politike ECB, in v tej funkciji lahko daje potrebna navodila centralnim bankam držav članic. Člane izvršnega odbora namestijo za mandat osmih let, ki ga ni moč podaljšati.
- Upravni odbor ECB – sestavljajo ga člani izvršnega odbora in guvernerji centralnih bank držav članic, vsak z enim glasom, ki aktivno sodelujejo v oblikovanju denarne unije. Člani odbora imajo petletni mandat, in predvideno je, da se bodo sestali vsaj desetkrat na leto. Na sestankih upravnega odbora lahko sodelujeta tudi predsednik Evropske komisije in Sveta EU, vendar nimata pravice glasovanja, medtem ko države članice, ki niso udeležene pri oblikovanju denarne unije ne smejo prisostvovati na srečanjih upravnega odbora. Glavna naloga upravnega odbora je oblikovati takšno denarno politiko ECB, ki bo zagotavljala stabilnost cen na področju evra.
- Generalni odbor ECB – predviden je v statutu ESCB za tiste primere, ko niso vse države članice EU vključene v denarno unijo. Tako je generalni odbor sestavljen poleg članov

upravnega odbora še iz guvernerjev centralnih bank tistih držav članic, ki niso članice denarne unije. Generalni odbor ne more sprejemati obvezujočih odločitev pri oblikovanju in vodenju denarne politike EU.

5 PRIMARNI CILJ EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Primarni cilj Evropske centralne banke je ohranjanje stabilnosti cen na evro področju, ob istočasnem ohranjanju njegove kupne moči. Zagotavljanje stabilnosti cen je eden od največjih prispevkov monetarne politike na poti k visoki stopnji zaposlitve in primernemu okolju za razcvet ekonomije, saj sta tako inflacija kot deflacija pojava, ki pretreseta gospodarske in socialne temelje države. Brez negativnih vplivov na primarno politiko stabilnosti cen, Evropski sistem centralnih bank podpira splošno ekonomsko politiko Evropske unije in deluje v skladu s principi ekonomije odprtega trga na način, ki je bil predpisan v pogodbi o ustanovitvi Evropske unije (European central bank, 2001, str. 23).

Da bi bila ekonomska politika bolj razumljiva in dostopna so v ECB predstavili svoje cilje tudi v številkah. Primarni cilj stabilnosti cen je tako dobil številčno podobo, ki predpostavlja, da se cene življenjskih potrebščin, merjene z letnim indeksom cen, ne smejo povečati za več kot 2 odstotni točki. Iz ekonomske teorije je znano dejstvo, da monetarni instrumenti potrebujejo določen čas preden začnejo delovati v zaželeni smeri. Ta neelastičnost pušča cene in s tem trg na kratek rok dokaj ranljiv, vendar so te spremembe v večini primerov le začasne (sezonski dvig cen). Zaradi navedenih dejstev je monetarna politika osredotočena na srednjeročno stabilnost cen, kjer so kratkoročne in ostale slučajne spremembe na cene izključene (European central bank, 2001, str. 25).

6 NEODVISNOST EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Neodvisnost Evropske centralne banke je ključnega pomena pri uresničevanju monetarne politike EU, zato uživa ECB popolno neodvisnost pri izvajanju potrebnih nalog. Po pogodbi o ustanovitvi ECB ne sme nobena od udeležениh strani, to so ECB, nacionalne centralne banke Evrosistema ter ostala pooblaščenata telesa, jemati oziroma dajati navodila ostalim udeležencem odločitvenega procesa. Vse institucije EU, vključno z vladami držav članic, so zavezane k spoštovanju te neodvisnosti in ne smejo iskati zakonitih ali nezakonitih poti, po katerih bi kakorkoli lahko vplivale na ECB ali članice Evrosistema.

Evrosistem ima v rokah vse instrumente in pristojnosti potrebne za učinkovito vodenje monetarne politike. Evrosistemu je prav tako prepovedano kakršnokoli odobravanje posojil posameznim telesom Skupnosti oziroma posameznim entitetam vlad držav članic, kar jo dodatno varuje pred zunanjimi političnimi vplivi. Naslednja pomembna lastnost ECB, katera utrjuje njeno neodvisnost, je njen proračun, ki je ločen od proračuna EU in s tem je ločena tudi administracija, ki z njim upravlja (European central bank, 2001, str. 27).

Kapital ECB ne izvira iz zakladnice EU, ampak je bil ustanovljen s prispevki nacionalnih centralnih bank držav članic po naprej določenem ključu. Determinanti, ki opredeljujeta ključ za vplačilo prispevkov pa sta BDP p.c.⁵ ter število prebivalcev posamezne države članice. Člani odločitvenih teles ECB imajo zaradi narave dela in strokovnosti relativno dolge mandate za opravljanje funkcije in jih lahko predčasno odstranijo samo zaradi opravilne nesposobnosti (bolezni) ali hude strokovne napake (European central bank, 2001, str. 28).

7 STRATEGIJA IN INSTRUMENTI ECB

Način po katerem ECB sledi svoj primarni cilj, to je stabilnost cen, je opisan v delu Monetary policy strategy. Svet guvernerjev je določil strategijo monetarne politike, ki naj bi zagotavljala, kar se da visoko stopnjo usklajenosti in kontinuitete med posameznimi monetarnimi politikami predhodnic Monetarne unije, s skupno monetarno politiko ECB. Istočasno z uvedbo nove monetarne strategije je bil uveden tudi evro, nova skupna valuta evro področja, kar je pomenilo nove izzive pri razvoju skupne monetarne politike. Monetarna strategija sloni na dveh stebrih.

7.1 Prvi steber monetarne strategije

V prvem stebru je prevzel odločilno vlogo denarni agregat M3. To dejstvo je bilo signalizirano z oznanitvijo referenčne vrednosti za ponudbo denarja v širšem smislu, kjer se inflacijo vidi kot končni izid prevelike ponudbe denarja in premajhne ponudbe blaga in storitev. Seveda različni denarni agregati⁶ niso enako tesno povezani z ravno cen. Za evro področje je bilo ugotovljeno, da je raven cen, srednje- in dolgoročno najtesneje povezana z denarnim agregatom M3. Poleg tega igra denarni agregat M3 zelo pomembno vlogo v transmisijem mehanizmu, po drugi strani pa ga je na kratek rok težje kontrolirati kot ostale agregate, ki pa kažejo manjšo povezanost z ravno cen.

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

Analizirala bo odmik v rasti M3 od referenčne vrednosti, komponente tega denarnega agregata ter njegovo gibanje. Dolgoročen odmik rasti M3 od referenčne vrednosti v normalnih okoliščinah sporoča nevarnost o prihodnji inflaciji. Svet ECB je decembra leta 1998, ob upoštevanju glavnega cilja (letna stopnja rasti cen pod 2%), predpostavki o letni rasti BDP-ja na letni ravni 2-2,5% in oceni, da se bo obtočna hitrost denarja vsako leto zmanjšala za 0,5 do 1 odstotek, določil referenčno vrednost za rast denarnega agregata na ravni 4,5%. Ta referenčna vrednost je namenjena za pomoč Svetu guvernerjev pri analizi trga in predstavlja

⁵ BDP p.c – Bruto domači proizvod na prebivalca

⁶ Denarni agregati M1, M2, M3

verodostojno informacijo pri odločitvah o novi monetarni politiki (European central bank, 2001, str. 35).

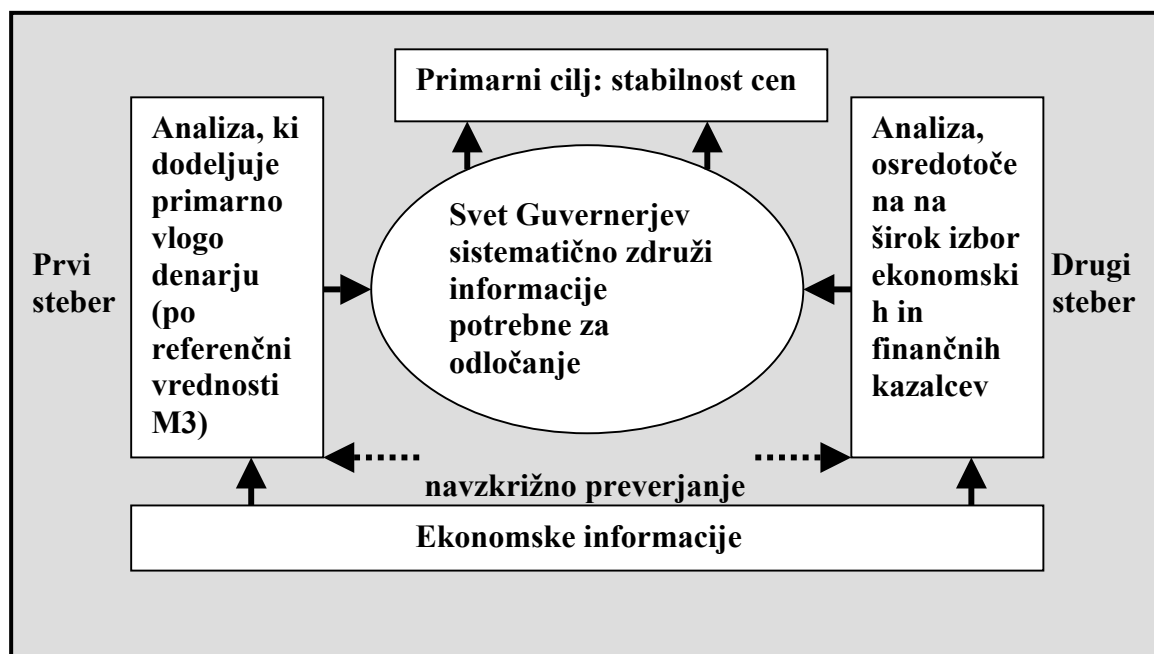
7.2 Drugi steber monetarne politike

Drugi steber tvori široka ocena o gibanju prihodnjih cen, ki je oblikovana na podlagi velikega števila spremenljivk. Za čim boljše odločitve mora ECB poznati ekonomsko situacijo, zato je v analizo gibanja cen v prihodnosti vključila tudi ekonomske indikatorje. ECB ocenjuje ekonomske in finančne spremenljivke, ki vplivajo na ekonomske pogoje, le-ti pa naprej na kratkoročno in dolgoročno raven cen. Tudi kratkoročen vpliv spremenljivk na raven cen je za ECB pomemben, saj lahko kratkoročne spremembe ogrožajo dolgoročno stabilnost, česar denarna politika ne sme zanemarit (European central bank, 2001, str. 36-37).

ECB vodi denarno politiko na osnovi analize:

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

Shema 1: Shematični prikaz strategije monetarne politike ECB



Vir: Monthly Bulletin, November 2000, str. 39.

Na podlagi pridobljenih podatkov Evrosistem dvakrat letno oblikuje projekcije, temelječe na spremembah, ki tvorijo drugi steber. Projekcije so izrednega pomena za vodenje denarne politike, zato je samoumevno, da morajo biti pridobljeni statistični podatki, na katerih

temeljijo, kvalitetni. Projekcije nosijo v sebi določeno negotovost, ki se povečujejo z dolžino obdobja za katerega so narejene.

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

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

8 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke (ECB) ali Evrosistema so bili izbrani za reševanje⁷ denarnega položaja na trgu Evrosistema. Za uporabo so pripravili tri vrste instrumentov, ki bi jih po potrebi lahko uporabili za dodajanje oziroma odvzemanje likvidnosti na trgu.

Prvi od treh denarnih instrumentov so tako imenovane »operacije na odprtem trgu« ali »open market operations«. Ta denarni instrument, ki vsebuje štiri različne operacije odprtega trga, glavna refinanciranja »main refinancing operations«, dolgoročnejša refinanciranja »longer-term refinancing operations«, fina uravnavanja »fine-tuning operations« in strukturne operacije »structural operations«, je bil predviden kot največkrat uporabljeni instrument, kar je praksa od leta 1999 do danes tudi potrdila.

Drugi instrument denarne politike »odprta ponudba bankam« ali »standing facilities« uporablja dva instrumenta za operacije dodajanja ali odvzemanja likvidnosti. Prvi je »možnost (obrobnega) zadolževanja« ali »marginal lending facility« druga pa je »možnost deponiranja sredstev« ali »deposit facility«.

Tretji instrument denarne politike centralne banke, ki pa se neposredno ne nanaša na dodajanje ali odvzemanje likvidnost, vendar prav tako vpliva na dogajanje in količino denarja na trgu pa so obvezne (najmanjše) rezerve bank« ali »minimum reserves«.

Glede na pomembnost operacij na odprtem trgu je pomembno, katera (finančna) aktiva so tista, ki jih lahko centralne banke Evrosistema kupujejo ali prodajajo »underlying assets«. Nadalje gre lahko pri operacijah na odprtem trgu za transakcije ali posle, ki jim čez čas sledi nasprotna operacija »reverse transaction« ali pa ne, in gre preprosto za nakupe (prodaje) ali dokončne nakupe (prodaje), to je za »outright purchases« ali »outright sales«. To razlikovanje

⁷ Za dodajanje in odvzemanje likvidnosti in s tem uravnavanje ponudbe s povpraševanjem.

je pomembno. Končno gre za različne postopke, kako centralne banke opravljajo posle, ki so zanje specifični (Ribnikar, 1999, str. 129).

V razpredelnici 1 predstavljam pregled instrumentov in postopkov denarne politike ECB

Tabela 1: Instrumenti denarne politike Evrosistema

Instrumenti denarne politike	Vrsta instrumentov		Dospetje	Pogostost	Postopek
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorpcija likvidnosti			
OPERACIJE ODPRTEGA TRGA					
Glavno refinanciranje	• začasne transakcije	-	• dva tedna	• tedensko	• standardna licitacija (ponudba)
Dolgoročnejša refinanciranja	• začasne transakcije	-	• tri mesece	• mesečno	• standard. licitacija (ponudba)
Fino uravnavanje	• začasne transakcije • valutne zamenjave	• valutne zamenjave • zbiranje vezanih vlog •	• ni standardizirano	• neredno (občasno)	• hitra licitacija • bilateralni postopek
	• dokončni nakupi	• dokončna prodaja		• neredno občasno	• bilateralni postopek
Strukturne operacije	• začasne transakcije	• izdajanje dolžniških potrdil	• standardizirano • nestandardizirano	• redni in neredno	• standardna licitacija
	• dokončni nakupi	• dokončne prodaje		• neredno (občasno)	• bilateralni postopek
ODPRTE MOŽNOSTI (ODPRTA PONUDBA) ZA KREDITNE INSTITUCIJE					
Obrobna možnost zadolžitve	• začasna transakcija	-	• čez noč	dosegljivo na željo kreditne institucije	
Možnost deponiranja presežkov likvidnosti	-	• vloge (depoziti)	• čez noč	dosegljivo na željo kreditne institucije	

Vir: »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, September 1998, ECB, str.8.

8.1 Operacije ali posli na odprtem trgu

Operacije odprtega trga zasedajo v politiki ESCB pomembno vlogo. Instrumenti odprtega trga predstavljajo poglavitno orožje v zasledovanju ciljne obrestne mere, v uravnovešanju likvidnega položaja in v signaliziranju trenutne usmeritve denarne politike ESCB nasproti ostalim udeležencem na denarnem trgu. V skladu s cilji, usmeritvami in postopki, ESCB deli operacije odprtega trga na že prej omenjene štiri kategorije. Te kategorije so: glavne refinanciranja, dolgoročnejša refinanciranja, fina uravnavanja in strukturne operacije. V večini primerov gre pri teh štirih vrstah poslov za operacije, ki jim čez čas sledijo začasne transakcije (»reverse transactions«). Gre za začasne transakcije. Povečanju (zmanjšanju) količine primarnega denarja sledi čez čas, čez dva tedna ali čez tri mesece, zmanjšanje (povečanje) količine primarnega denarja. Možno pa je seveda, da gre preprosto za nakupe ali prodaje s strani centralnih bank (»outright purchases« ali »outright sales«). Takšne operacije se uporabljajo samo v primeru, če gre za fino uravnavanje (»fine-tuning«) ali za spreminjanje tako imenovanega strukturnega položaja denarnega trga.

Pri transakcijah, ki jim čez čas (čez dva tedna ali čez tri mesece) sledijo transakcije, ki imajo nasproten učinek na količino primarnega denarja ali na likvidnost bank, centralne banke začasno kupujejo ali prodajajo (»repurchase agreements« ali »reverse repurchase agreements«) ustrezna finančna aktiva (»eligible assets«) ali dajejo bankam lombardna posojila (»collateralised loans«). Centralne banke se, kakor je znano, ne smejo izpostavljati kreditnemu tveganju (Ribnikar, 1999, str. 130).

8.1.1 Pet instrumentov za izvajanje operacij na odprtem trgu

ESCB uporablja za izvajanje monetarne politike s pomočjo operacij na odprtem trgu, pet instrumentov. Ti instrumenti so: Nasprotne transakcije, Dokončne transakcije, izdaja Dolžniških potrdil, Valutne zamenjave in zbiranje Vezanih vlog. Vsakega od teh instrumentov bom v nadaljevanju podrobneje predstavil.

8.1.1.1 Začasne transakcije (»reverse transactions«)

Tako imenovane začasne operacije (»reverse transactions«) se nanašajo na tiste operacije ESCB, kjer le-ta kupuje ali prodaja ustrezno finančno aktivo kot zavarovanje za kredite v okviru reodkupnih sporazumov. Začasne transakcije se uporabljajo za operacije glavnega in dolgoročnega financiranja. Poleg glavnega in dolgoročnega refinanciranja pa se ESCB poslužuje začasnih transakcij tudi pri ostalih dveh instrumentih odprtega trga, operacijah finega-uravnavanja in pri strukturnih operacijah. Za izvajanje začasnih operacij si lahko nacionalne centralne banke izberejo dva načina. Prvi je tako imenovani reodkupni sporazum, kjer je lastništvo nad pozavarovalnim premoženjem preneseno na kreditodajalca in se na podlagi pogodbe po njeni izvršitvi (vračilu kredita) izvede povratna operacija. S prepisom lastništva nazaj na kreditjemalca.

Drugi način pa je tako imenovano lombardno posojilo, kjer se nad pozavarovalnim premoženjem izvaja zakonski nadzor vse dokler posojilo ni v celoti poplačano, lastništvo pa ostane v rokah kreditjemalca skozi celotno pogodbeno razmerje. Ostale provizije za začasne

transakcije, ki temeljijo na reodkupnih sporazumih so določijo za vsak primer posebej s strani ESCB. Postopka sklenitve pogodbe se pri reodkupnih sporazumih nasproti lombardnim posojilom razlikujeta zaradi formalnopравnih okoliščin, ki so potrebne za njuno izvajanje.

Naslednji korak je obrestna mera. Le-to najdemo med razliko v nakupni in prodajno ceni pri reodkupnih sporazumih. Obrestna mera se torej skriva v razliki cene po kateri kreditojemalec najprej proda in potem odkupi zastavljeno premoženje. Obrestna mera pri začasnih operacijah, ki temeljijo na lombardnem posojilu pa je postavljena na višino kredita skozi dobo trajanja odplačila.

Obrestna mera, ki jo ESCB uporablja pri operacijah na odprtem trgu je preprosta obrestna mera, ki jo izračunajo na podlagi dejanskega števila dni trajanja posojila (dejansko število dni/360).

8.1.1.2 Dokončne (popolne) transakcije (»outright transactions«)

Dokončne (popolne) transakcije zajemajo tiste operacije ESCB, kjer le-ta kupuje, oziroma prodaja ustrezna finančna aktiva na trgu. Dokončne transakcije se uporabljajo samo v okviru strukturnih operacij in operacij finega uravnavanja.

Pod »dokončno transakcijo« se razume popoln prenos lastništva s prodajalca na kupca, brez prihodnje povrnitve lastništva prodajalcu. Transakcije se izvajajo v skladu z določili trga dolžniških instrumentov. Pri izračunu cene za dokončne transakcije se ESCB poslužuje čim širših zakonskih določil, ki urejajo to področje.

Če strnem nekaj glavnih značilnosti, ki orišejo dokončne transakcije dobim naslednji seznam.

Dokončne transakcije:

- lahko prevzamejo obliko operacij, ki dodajajo likvidnost trga, ali pa absorbirajo njegovo odvečno likvidnost,
- pogostost uporabe ni standardizirana (ni redna),
- se izvršujejo skozi bilateralne postopke,
- se ponavadi izvršijo decentralizirano s strani posameznih centralnih bank držav članic (razen v tistih primerih, za katere to posebej določi ESCB),
- ne obsega nobenih v naprej določenih prepovedi o pristopnih strankah,
- zahtevajo za zavarovanje samo aktiva prve vrste (tier one asset).

8.1.1.3 Izdaja dolžniških potrdil (»Debt Certificates«)

ESCB lahko izdaja dolžniška potrdila. Cilj izdaje dolžniških potrdil je ponavadi v prilagajanju strukturnega položaja ESCB nasproti finančnemu sektorju, v želji ustvarjanja ali povečanja

likvidnega primanjkljaja na trgu. Potrdila predstavljajo dolžniško obveznost izdajatelja do imetnika potrdila. Potrdila se izdajo in držijo v knjižni vrednosti ali v dematerializirani obliki zavarovanih vlog na evro področju. Potrdila so prenosljiva brez omejitev. Kako se v potrdilih izraža obrestna mera?

Dolžniška potrdila se izdajo v diskontni obliki, kar pomeni, da se izdajo pod nominalno vrednostjo in se po dospelju obračunajo po nominalni vrednosti. Razlika v diskontni in nominalni vrednosti tako predstavlja dogovorjeno obrestno mero za ta instrument. Obrestna mera se izračunava na podlagi dejanskega števila dni trajanja potrdila (dejansko število dni/360).

Okno 1: Izdaja dolžniških potrdil

N : nominalna vrednost dolžniškega potrdila
R_I : obrestna mera (v %)
D : trajanje dolžniškega potrdila (v dnevih)
P_T : diskontirana vrednost dolžniškega potrdila

Diskontirana vrednost znaša: $P_T = N * 1 / (1 + (R_I * D / 360000))$

Vir: »The Single Monetary Policy in Stage Three«, September 1998, ECB, str.17.

Če strnem nekaj glavnih značilnosti, ki orišejo izdajo dolžniških potrdil dobim naslednji seznam.

Dolžniška potrdila:

- se izdajajo z namenom absorbiranja likvidnosti s trga,
- se izdajajo na redni in neredni bazi,
- imajo trajanje pod 12. meseci,
- se izdajajo preko standardne ponudbe (»licitacije«),
- se izdajo in unovčijo decentralizirano s strani posameznih centralnih bank držav članic (razen v tistih primerih, za katere to posebej določi ESCB),
- k ponudbi lahko pristopijo vse nasprotne strani (»counterparties«), ki izpolnjujejo splošne kriterije o ustreznosti (»eligibility criteria«).

8.1.1.4 Valutne zamenjave (»Foreign Exchange Swaps«)

Valutne zamenjave izvedene pod okriljem monetarne politike ESCB, so sestavljene iz simultanih »spot«⁸ in »forward«⁹ tečajev evra nasproti tujim valutam. Uporabljajo se predvsem v operacijah finega uravnavanja, največkrat s ciljem, uravnavanja likvidnostne situacije na trgu in krmarjenja obrestne mere proti zastavljenemu cilju.

Pod imenom »valutne zamenjave« monetarne politike ESCB, se razume nakup (prodaja) evra po »spot« menjalnem tečaju nasproti tuji valuti, istočasno pa se izvede prodaja (nakup) iste količine evrov po »forward« tečaju za določen zaključni dan v prihodnosti. Vse ostale provizije za valutne zamenjave se določijo posebej v dogovoru z nacionalno centralno banko podpisnico pogodbe.

Kot pravilo, ESCB sodeluje samo pri zamenjavi »široko trgovanih« mednarodnih valut v skladu z ustaljeno prakso na valutnem trgu. V vsaki operaciji valutne zamenjave, se ESCB in soudeleženci dogovorijo o »spot« točkah. »Spot points« ali spot točke predstavljajo razliko med »spot« in »forward« menjalnim tečajem. Spot točke za evro so določene nasproti tujim valuta v skladu s pravili konvencije trga valutnih zamenjav. Operativne lastnosti valutnih zamenjav lahko združim v naslednjih točkah.

Valutne zamenjave:

- lahko prevzamejo obliko dobavitelja ali odjemalca likvidnosti s trga,
- nimajo standardizirane pogostosti operacije,
- se izvršujejo na dva načina, s pomočjo hitrih licitacij ali z bilateralnimi postopki,
- se ponavadi izvršijo decentralizirano s strani posameznih centralnih bank držav članic (razen v tistih primerih, za katere to posebej določi ESCB),
- so instrument, kjer si ESCB pridržuje pravico, da število sodelujočih strani omeji po svoji presoji.

8.1.1.5 Zbiranje vezanih vlog (Collection of Fixed-Term Deposits)

Zadnji izmed petih instrumentov, ki se uporabljajo za uveljavljanje štirih operacij odprtega trga, je zbiranje vezanih vlog. Ta zadnji instrument je najmanjkrat uporabljen. ESCB lahko povabi sodelujoče strani k vložitvi »nagrajenih«¹⁰ depozitov na račun nacionalne centralne banke v državi, kjer imajo le-te sedež. Ta instrument se uporablja izključno pri operacijah finega uravnavanja z namenom odvzemanja likvidnosti s trga. Kot že ime pove, so depoziti predloženi za fiksno enoto časa in za fiksno obrestno mero. V zameno za položitev depozita centralne banke ne dajejo nikakršnih zagotovil. Obrestna mera za depozit se izračuna na podlagi dejanskega števila dni trajanja depozita (dejansko število dni/360). Obresti se izplačajo ob koncu trajanja depozita skupaj z glavnico. Operativne lastnosti vezanih vlog lahko združim v naslednjih točkah.

⁸ tečaj, ki velja za posle, ki se opravijo v dveh dneh od podpisa pogodbe

⁹ tečaj, ki velja za posle, ki se opravijo na določeni dan v prihodnosti

¹⁰ nagrada se skriva v višini obrestne mere, ki je višja od običajne.

Vezane vloge:

- se zbirajo z namenom odvzemanja likvidnosti s trga,
- nimajo standardizirane frekvence zbiranja depozitov,
- nimajo standardiziranega trajanja depozitov,
- se ponavadi zbirajo s pomočjo hitrih licitacij, čeprav možnost uporabe bilateralnih postopkov ni izključena,
- se ponavadi zbirajo decentralizirano s strani posameznih centralnih bank držav članic (razen v tistih primerih, za katere to posebej določi ESCB),
- so instrument, kjer si ESCB pridržuje pravico, da število sodelujočih strani omeji po svoji presoji.

8.1.2 Štiri operacije na odprtem trgu

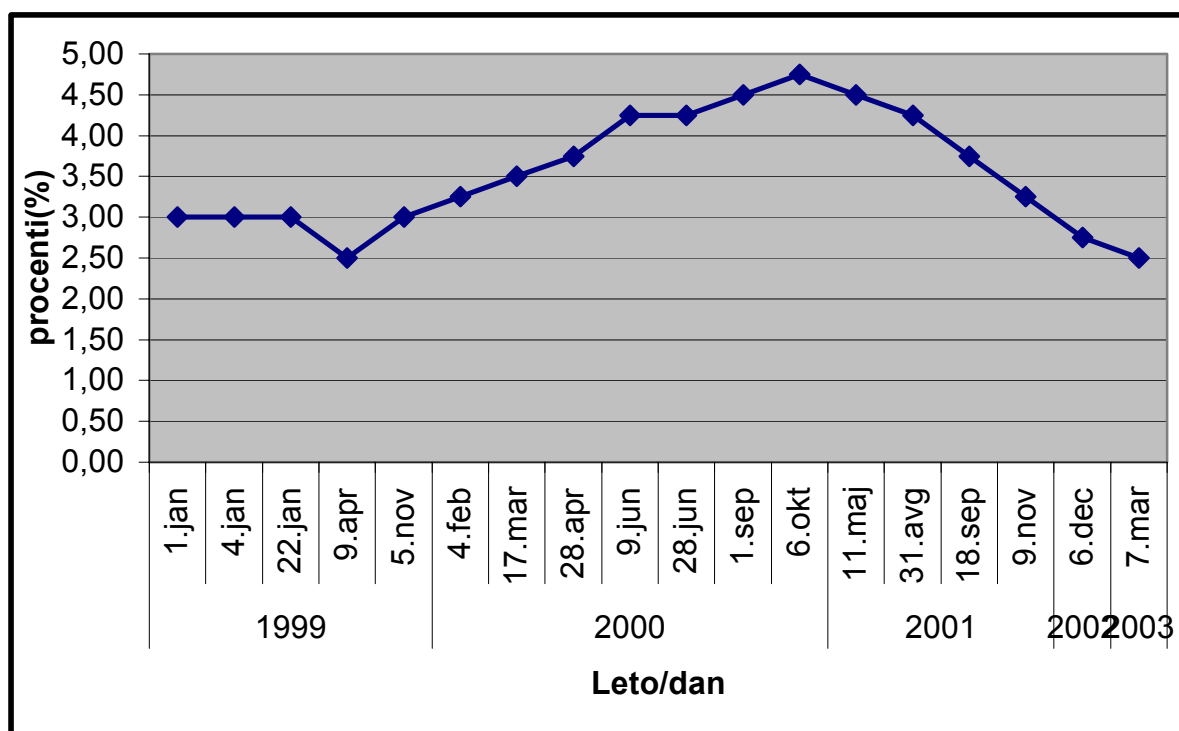
V nadaljevanju bom predstavil štiri operacije, ki jih ESCB izvaja na denarnem trgu, z namenom reguliranja likvidnosti in doseganja zastavljenih ciljev monetarne politike.

8.1.2.1 Glavna refinanciranja (»main refinancing operations«)

Glavna refinanciranja, ki so najpomembnejši instrument denarne politike, se izvajajo vsak teden ob torkih in imajo dospelost dveh tednov. Izvajajo se preko instrumenta nasprotnih transakcij, in sicer decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank. Le-te to opravljajo preko tako imenovane standardne ponudbe ali licitacije (»standard tender«). Pri operacijah lahko sodelujejo vse banke, aktiva, ki jo kupujejo ali prodajajo centralne banke, pa so aktiva prvega in drugega reda (»tier one« in »tier two assets«). Licitira se (praviloma) količina, medtem ko sta količina in obrestna mera vedno znani v naprej za vsako glavno refinanciranje posebej (spreminja se predvsem količina, medtem ko je obrestna mera skozi daljše obdobje konstantna). Obrestna mera za glavno refinanciranje je tista kratkoročna (štirinajstdnevna) obrestna mera, ki jo določa ECB in je kazalec denarne politike (Ribnikar, 1999, str. 132).

Obrestna mera ECB za glavna refinanciranja se je preko transmisijskega mehanizma skozi prva štiri leta spreminjala in s tem vplivala na stopnjo rasti denarnega agregata M3. Zakaj je to pomembno? Empirični dokazi vodijo do ugotovitev, ki govorijo v prid tesni korelacijski povezanosti med agregatom M3 in stopnjo inflacije. S pomočjo obrestne mere tako ECB posredno zasleduje svoj zastavljeni cilj, to je srednjeročno stabilnost cen. ECB je v času vodenja denarne politike večkrat spremenila svojo obrestno mero, s čemer je poskušala zadržati rast M3 znotraj predvidenih mej (pod referenčno vrednostjo) in predvsem zadržati stabilno raven cen.

Slika 1: Gibanje obrestne mere za glavna refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 7. marca 2003.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

8.1.2.2 Dolgoročna refinanciranja (»longer-term refinancing operations«)

Dolgoročnejša refinanciranja (»longer-term refinancing operations«) se izvajajo enkrat mesečno, in sicer prvo sredo enomesečnega obdobja, ko se računajo obvezne rezerve bank, to je med 24. dnem tekočega in 23. dnem naslednjega meseca. Dospetje dolgoročnega refinanciranja je tri mesece in se izvaja decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank v obliki standardne ponudbe. Za financiranje pride v poštev vsa aktiva. Pri tej operaciji odprtega trga centralne banke ne določajo obrestne mere, kar pomeni, da se cena ali obrestna mera licitira. ECB ne želi vsiljevati finančnemu trgu svoje obrestne mere, čeprav gre še vedno za kratkoročno (trimesečno) obrestno mero. Ta obrestna mera, na katero seveda lahko posredno vplivajo ECB in nacionalne centralne banke, naj bi prikazovala trenutne razmere na denarnem trgu (Ribnikar, 1999, str. 132).

Več o tem instrumentu pa je napisanega v nadaljevanju.

8.1.2.3 Operacije finega uravnavanja (»fine-tuning operations«)

Fino uravnavanje je operacija odprtega trga denarne politike, ki je namenjena za dodajanje, kot za odvzemanje likvidnosti s trga. Fino uravnavanje ni standardiziran operacija, kar pomeni, da se ne izvaja ob točno določenem času, temveč glede na potrebe, ki se pokažejo na finančnih trgih. Dospelost teh operacij ni vnaprej določena. Za operacije finega uravnavanja se lahko uporablja kar štiri izmed petih instrumentov, ki se uporabljajo za izvajanje operacij odprtega trga.

Ti instrumenti so:

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

ECB s finim uravnavanjem oblikuje obrestno mero na denarnem trgu in uravnava njegovo likvidnost. Denarna politika ga uporabi, ko se pojavi nepričakovana spremenljivost likvidnosti, in sicer z namenom ublažitve vpliva spreminjanja na tržno obrestno mero.

Instrument se izvede s hitro licitacijo (»quick tender«), ki traja eno uro (od objave licitacije do objave rezultatov) ali z bilateralnimi dogovori, ko se nacionalne centralne banke (NCB) dogovorijo s posamezno sodelujočo institucijo o načinu transakcije sredstev. Instrument se izvaja decentralizirano po NCB, vendar ga lahko zaradi hitrega reagiranja, ki ga omogoča ta instrument, ECB izvede tudi sama (centralizirano).

Ta operacija se v politiki ECB na pojavlja pogosto. Tako je v začetnem letu 1999 sploh ni uporabila. V letu 2000 je bil ta instrument uporabljen dvakrat. Namen prve operacije je bilo odvzemanje presežnih likvidnostnih sredstev, ki so se na trgu pojavile zaradi predhodnih operacij, katerih namen je bil zagotovitev zadostne likvidnosti za prehod v leto 2000. Druga operacija pa je imela namen v dodajanju likvidnostnih sredstev trgu. Prav tako so se tudi v letu 2001 izvedle dve operaciji finega uravnavanja. Namen obeh je bil v dodajanju (zagotavljanju) sredstev za nemoteno delovanje trga in zadostnih likvidnostnih sredstev po terorističnem napadu na ZDA. V letu 2002 sta bili izvedeni prav tako dve operaciji finega uravnavanja, in sicer v januarju in decembru, z namenom dodajanja likvidnosti trgu.

8.1.2.4 Strukturne operacije (»Structural operations«)

ECB s strukturnimi operacijami spreminja strukturni položaj trga. Instrument se uporablja decentralizirano, s standardno licitacijo, v obliki začasne transakcije ali izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. Če pa se za strukturne operacije uporabi instrument dokončnih transakcij, pa le te izvedejo preko hitre licitacije. Termini za izvajanje operacije so lahko redni ali ne, dospelost pa v naprej ni določena. Instrument se uporablja za zagotavljanje ali odvzemanje likvidnosti s trga. V operaciji lahko sodelujejo vse institucije, ki izpolnjujejo ustrezne kriterije, za zavarovanje pa pride v poštev vsa ustrezna aktiva.

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

Značilnost vseh operacij odprtega trga je v tem, da poda iniciativo za njihovo izvajanje ECB. ECB kupuje ali prodaja primerno aktivo. To pa ne velja za odprto ponudbo bankam (»standing facilities«), ki predstavlja drugi instrument denarnega trga. Tu imajo pobudo finančne institucije, ki si lahko likvidnostna sredstva pri ECB izposodijo ali pa se presežnih sredstev tam znebijo.

8.1.3 Odprta ponudba bankam (»standing facilities«)

Odprta ponudba bankam je instrument denarne politike ESCB, ki se uporablja izključno za dodajanje ali odvzemanje likvidnostnih sredstev preko noči. Cena za te operacije je obrestna mera za posojila, ki predstavlja maksimalno mejo oziroma obrestna mera na depozite, ki predstavlja minimalno mejo tunelu, znotraj katerega se nato gibljejo tržne obrestne mere na deponirana oziroma posojena sredstva preko noči.

Odprta ponudba bankam je instrument, ki je finančnim institucijam »v pomoč« pri doseganju najmanjših rezerv. Sodelujočim institucijam ESCB, na njihovo lastno pobudo, ponuja dve odprti možnosti (Tabela 1).

8.1.3.1 Možnost (obrobnega) zadolževanja (»marginal landing facility«)

Možnost (obrobnega) zadolževanja ponuja institucijam pridobitev sredstev preko noči, po v naprej določeni obrestni meri, pod pogojem zastavitve ustreznega premoženja. V normalnih okoliščinah se sodelujočim institucijam ne postavlja omejitev na višino kredita, niti kakršnihkoli drugih omejitev, ob pogoju, da ima institucija dovolj ustrezne aktive za zavarovanje posla. Zadolževanje poteka na osnovičasne transakcije ali na podlagi lombardnega posojila (lastnosti instrumentov sem predstavil v poglavju 7.1.1.1). Ta instrument je namenjen izključnočasni izpolnitvi likvidnostnih potreb institucije. Obrestna mera za kredite preko noči predstavlja zgornjo (»ceiling«) mejo tunela v katerem se gibljejo tržne obrestne mere.

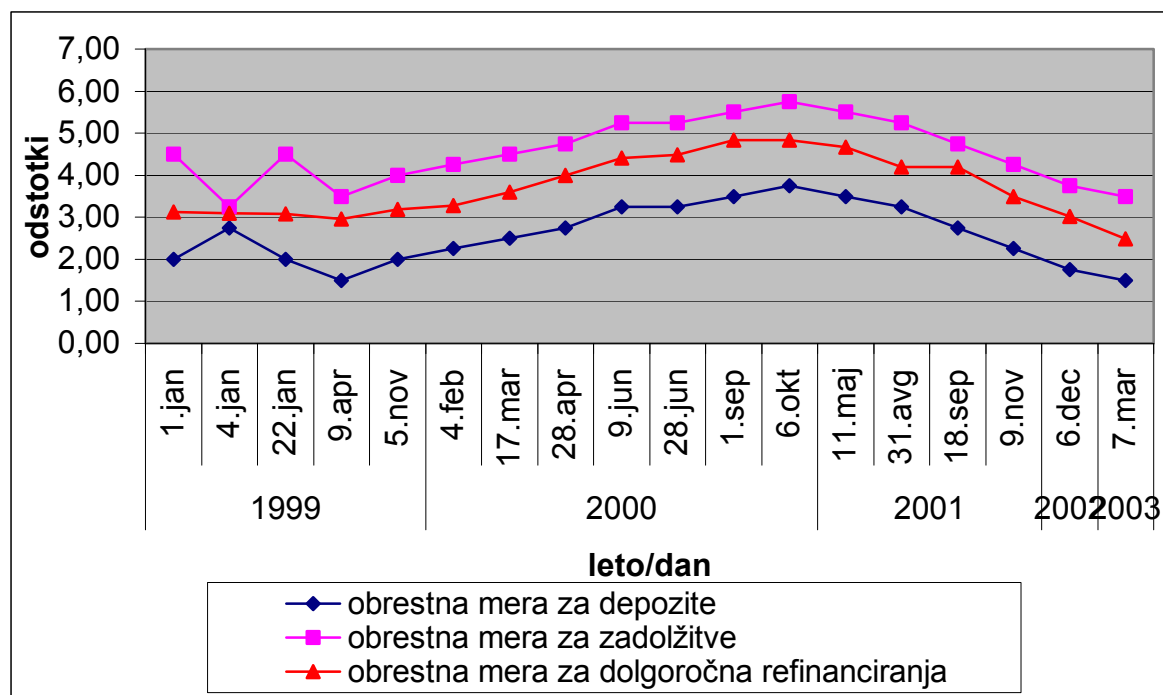
8.1.3.2 Možnost deponiranja sredstev (»deposit facilities«)

Možnost deponiranja sredstev omogoča institucijam, da deponirajo odvečna sredstva na račun pri NCB po naprej določeni obrestni meri, ki v nasprotju z obrestno mero na obrobna posojila, predstavlja spodnjo (»floor«) mejo tunela v katerem se gibljejo tržne obrestne mere. V normalnih okoliščinah se sodelujočim institucijam ne postavlja omejitev na višino depozita. Upravljanje z instrumentoma se izvaja decentralizirano s pomočjo NCB. Pogoji za pristop so bili določeni s strani ESCB in so identični na celotnem evro področju. Vse institucije, ki izpolnjujejo kriterije »nasprotne strani« imajo zagotovljen pristop do obeh instrumentov. ECB si je pridržala pravico do spreminjanja pristopnih pogojev ali celo dočasne suspendiranja denarnega instrumenta.

8.1.3.3 Kronološki pregled uporabe instrumenta »odprta ponudba bankam«

V podpoglavju bom predstavil gibanje v povpraševanju in v obrestnih merah za operaciji obrobnega zadolževanja in deponiranja sredstev v obdobju od 1.januarja 1999 do 7 marca 2003.

Slika 2: Gibanje obrestne mere za obrobna zadolževanja, dolgoročna refinanciranja in deponirana sredstva obdobju od 1. januarja 1999 do 7. marca 2003.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

V letu 1999 se je povprečna vsota dodeljenih sredstev iz naslova obrobnega zadolževanja gibala med 1 milijardo za obrobna zadolževanja in 0.8 milijarde evrov za deponirana sredstva, razen v dneh do 21. januarja, ko je ta znašala celo 6, oziroma 2 milijardi evrov. Vzrok za tak porast je bil v nizkih stroških, ki so vladali na trgu do tega datuma. Obrestna mera za obrobna zadolževanja so se v letu 1999 gibala med 4,5 odstotka in 3,25 odstotka, pri deponiranih sredstvih pa med 1,50 odstotka in 2,75 odstotka.

V letu 2000 je povprečna uporaba odprtih ponudb upadla. Pri obrobnem zadolževanju je ta padla na 0,4 milijarde evrov, pri deponiranih sredstvih pa na 0,5 milijarde evrov. Obrestna mera je skozi leto ves čas rahlo naraščala, pri zadolževanju z 4,25 na 5,75 odstotka, pri deponiranju pa z 2,25 na 3,75 odstotka.

Leto 2001 je prineslo porast povprečne dnevne zadolžitve za 97 odstotkov na 0,7 milijarde evrov in padec v povprečni dnevni vrednosti depozitov za 21 odstotkov, na 0,4 milijarde evrov. To leto so obrestne mere skozi vse leto v povprečju upadale (ravno obratno kot v letu 2000). Gibale so se med 3,50 in 2,25 odstotka pri depozitih in 5,50 in 4,25 pri zadolžitvah.

V letu 2002 so se negativna gibanja nadaljevala. Povprečna dnevna vrednost zadolžitve je padla, za 32 odstotkov v primerjavi z letom 2001, na 0,5 milijarde evrov, povprečna dnevna vrednost depozitov pa kar za 64 odstotkov na 0,1 milijardo evrov. Obrestni meri sta se tekom leta spremenili samo enkrat, in sicer za depozite je padla na 1,75 odstotka, za zadolžitve pa na 3,75 odstotka. Padec obrestnih mer se je nadaljeval tudi v letu 2003, ko sta se 7. marca znižali še za 0,25 odstotnih točk. Tunel, ki ga tvorita obrestni meri na depozite in zadolžitve, je bil skozi celotno obdobje zelo konstanten in je obsegal 200 bazičnih točk ali 2 odstotka.

V grafu sem prikazal tudi gibanje obrestne mere za operacije dolgoročnega refinanciranja in opazil, da se nahaja na zgornji polovici tunela (je med višjimi obrestnimi merami).

8.1.4 Obvezne (najmanjše) rezerve (»minimum reserves«)

Evropska centralna banka zahteva od finančnih institucij evro področja, da na računu pri ECB držijo določeno višino obveznih (najmanjših) rezerv. Banke morajo imeti za izdan knjižni denar vedno dovolj sredstev, namenjenim zamenjavi knjižnega s primarnim denarjem centralne banke, na zahtevo strank. 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. V okviru Evrosistema poznajo najprej osnovo za rezerve (»reserve base«), in to so vse vloge, vsi dolžniški vrednostni papirji in repoji¹¹.

V osnovi niso obveznosti do drugih bank v okvirju Evrosistema, do nacionalnih centralnih bank in do ECB. Na drugi strani so obvezne rezerve predpisane samo za vloge in vrednostne papirje z dospelostjo do dveh let in znašajo 2 odstotka. Za vloge in vrednostne papirje z dospelostjo več kot dve leti se uporablja ničelna obvezna rezerva. Obvezna rezerva se obrestuje z obrestno mero, ki se določa za glavne posle refinanciranja.

Obrestni meri se z drugim izrazom reče tudi »nagrada za držanje zaželeno višine najmanjših rezerv« (Ribnikar, 1999, str.134).

Okno 2: Izračun »nagrade za držanje zaželeno višine minimalnih rezerv«

$$R_t = \left(H_t \times n_t \times \sum_{i=1}^n MR_i / n_t \times 100 \right) / 360$$

R_t = izplačana nagrada za držanje zaželeno višine minimalnih rezerv za obračunsko obdobje **t**

H_t = višina rezerv na računu v obračunskem obdobju **t**

n_t = število dni v obračunskem obdobju **t**

i = i-ti dan v obračunskem obdobju **t**

MR_i = mejna obrestna mera od najbližje operacije glavnega financiranja, določene po koledarskem dnevu **i**

¹¹ Dolžniški vrednostni papirji, ki so del reodkupnih poslov.

Vir: »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, 1998, ECB, str. 56.

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

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

Višina obveznih rezerv, ki jih mora držati posamezna banka se izračuna tako, da se osnova za rezervo pomnoži z odstotkom, ki ga določi ECB. ECB daje bankam možnost, da se jim odšteje olajšava v višini 100.000 evrov pri izpolnjevanju kriterija obveznih rezerv, če je ta vsota visoka in izdatno bremeni poslovanje banke.

Banke morajo višino obveznih rezerv vzdrževati v posameznem mesečnem obdobju, ki traja od 24. prvega meseca do 23. naslednjega meseca. Od banke se seveda ne zahteva držanje izračunane vsote rezerv skozi celotno obdobje v izračunani višini, se pa zahteva držanje le te v povprečju¹². V primeru da banke tega ne storijo so podvržene sankcijam.

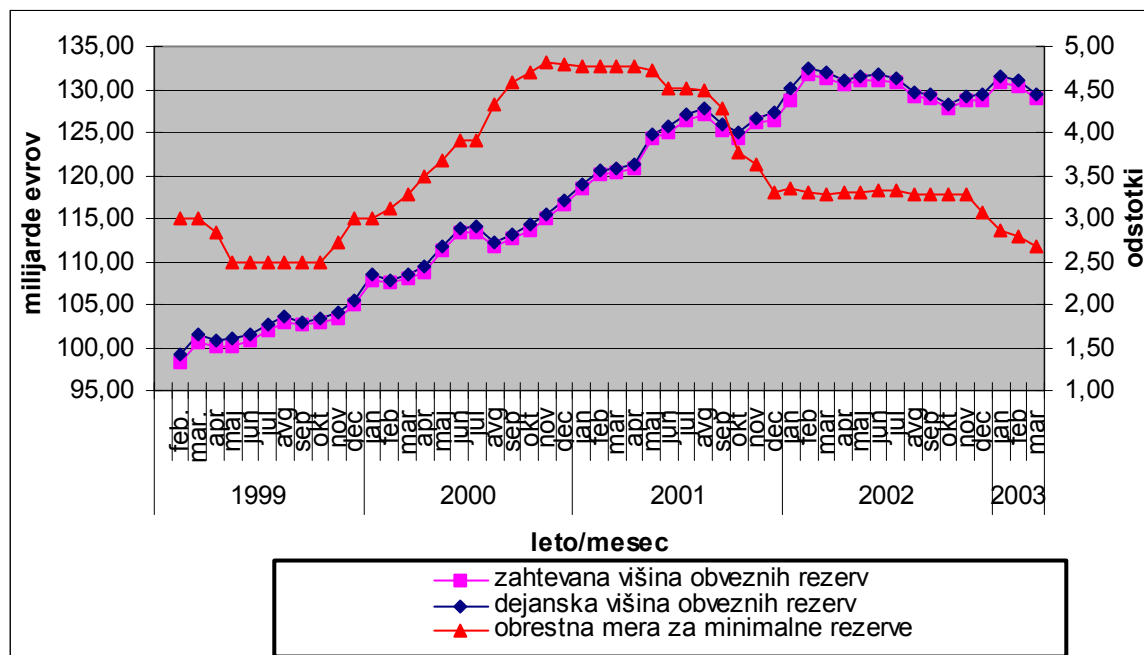
Sprva se je za manjša odstopanja plačevala kazen v višini petih odstotnih točk nad obrestno mero, ki je veljala za zadolževanje preko noči, od primanjkljaja v obvezni rezervi. Leta 2001 je ECB javno objavila kolikšna obrestna mera se aplicira v primeru neizpolnjevanja zahteve po obveznih rezervah. Določeno je bilo, da se za manjša odstopanja aplicira za 2,5 odstotne točke višja obrestna mera, kot velja za zadolževanje preko noči. Če pa se to neizpolnjevanje pojavlja večkrat v letu (več kot dvakrat) se aplicira še za 2,5 odstotne točke višjo obrestno mero (to je 5 odstotnih točk višja kot velja za zadolževanje preko noči).

Kršitev ni bilo veliko, njihovo število pa se je v zadnjih dveh letih še zmanjševalo. Kazenski zneski, ki jih plačujejo banke iz naslova neizpolnjevanja najmanjše rezerve so bili v 80 odstotkih manjši od 500 evrov, kar kaže na »majhnost« (mala odstopanja od določene višine) prekrškov. Zavezanci, ki spadajo v sistem obvezne rezerve so institucije s sedežem na evro področju in institucije, ki so sicer ustanovljene izven evro področja, a imajo podružnico v državi evro področja. Ostale institucije temu instrumentu niso podvržene.

Na sliki 3 je prikazan kronološki pregled najmanjših rezerv v obdobju od 1. januarja 1999 do 4. aprila 2003.

¹² so dnevi, ko lahko odstopa navzdol in navzgor od izračunane višine

Slika 3: Prikaz gibanja obvezne, dejanske vsote najmanjših rezerv in obrestne mere za najmanjše rezerve v obdobju 1999/1-2003/4.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

Najmanjše obvezne rezerve so skozi večino obravnavanega obdobja enakomerno naraščale in dosegle najvišjo raven v februarju leta 2002, ki je znašala 131,7 milijarde evrov, v povprečju pa je obvezna rezerva obsegala 117,84 milijard evrov. Vsota se je po tem datumu stabilizirala. Dejanske rezerve so v celotnem obdobju presegale obvezne, in sicer v povprečju za 0,6 milijard evrov. Kako se je gibala obrestna mera lahko vidimo v četrti sliki. Najnižjo vrednost, 2,5 odstotka je dosegala v obdobju petih mesecev, od maja do septembra 1999, najvišjo vrednost, 4,81 odstotka, pa je dosegla v novembru 2000. Za celotno obdobje je povprečna obrestna mera znašala 3,49 odstotka.

Evropska centralna banka uporablja za doseganje monetarnih ciljev različne denarne instrumente. Operacija dolgoročnega refinanciranja, kot operacija odprtega trga ni najpomembnejša izmed opisanih, to mesto pripada operacijam glavnega refinanciranja, lahko pa trdim, da zasedajo, ne tako nepomembno, drugo mesto.

9 OPERACIJE DOLGOROČNEGA REFINANCIRANJA (»LONGER-TERM REFINANCING OPERATIONS«)

9.1 Glavne značilnosti operacij dolgoročnega refinanciranja

Operacije dolgoročnega refinanciranja se uporabljajo izključno kot instrument začasnih transakcij za dodajanje dolgoročne likvidnosti trgu. Licitacija se izvaja enkrat mesečno, to je prvo sredo po končanem obdobju za izračun obveznih rezerv, v sistemu spremenljive obrestne

mere. Na licitaciji smejo sodelovati vse tiste nasprotne strani (»counterparties«), ki izpolnjujejo kriterije opredeljene s strani ECB.

Dodeljeni znesek (»allotment amount«), ki s dodeli v posamezni licitaciji, se objavi pred začetkom licitacije, obrestna mera za dodeljena sredstva pa je predmet licitacije. Za višino dodeljenih sredstev morajo nasprotne strani zastaviti določeno aktiva. Za operacije dolgoročnega refinanciranja se lahko uporabi obe kategoriji, aktiva prve in aktiva druge vrste. Sredstva se dodelijo s pomočjo standardne licitacije, katere značilnost je, da od objave licitacije pa vse do razglasitve rezultatov ne preteče več kot 24 ur, ponavadi pa se izvedejo v 18 urah.

Namen operacij je v zagotavljanju dolgoročnih likvidnostnih sredstev in s tem zapolnitvi likvidnostne luknje, ki ostane za operacijami glavnega refinanciranja. Za razliko od obrestne mere glavnega refinanciranja, ECB obrestno mero za dolgoročna refinanciranja ne uporablja za »signal« trgu, kar se kaže v tem, da ECB pristopa k operacijam dolgoročnega refinanciranja kot enakopravna institucija (»rate taker«) nasprotni strani.

9.2 Nasprotne strani (»Counterparties«)

Nasprotno stran v operacijah dolgoročnega refinanciranja predstavljajo vse tiste institucije z evro področja, ki zadostujejo kriterijem ECB. Kriteriji so bili zastavljeni širše z namenom, da zagotovijo dostop do finančnih sredstev širokemu krogu institucij. Pogoji so nediskriminatorni, kar pomeni, da imajo vse institucije zagotovljene enake pristopne pogoje.

9.2.1 Pogoji za pristop k operacijam dolgoročnega refinanciranja

Nujni pogoj za pristop institucij k licitaciji je, da morajo biti le-te vključene v sistem obveznih najmanjših rezerv, kar pomeni, da imajo deponirana sredstva na računih pri NCB, kar daje ESCB garancijo za legitimnost in resnost pristopne institucije k operacijam dolgoročnega refinanciranja.

Število institucij, ki so bile v letu 1999 vključene v sistem obveznih rezerv, se je gibalo okoli številke 7900. Leta 2000 so opazili 5 odstotni upad števila institucij (7500), kar gre pripisati predvsem združevanju podjetij. Število je v letu 2001 še dodano upadlo za 4 odstotne točke (7200), v letu 2002 pa se je številka ustavila pri 6900¹³. Za pristop k licitaciji morajo institucije izpolniti še dva kriterija. Prvi je solventnost kreditne institucije, ki je istočasno podvržena nadzoru s strani organov ECB. Nadzor je standardiziran, tako da je na celotnem evro področju enak. Kot nasprotna stran lahko k licitaciji pristopi tudi institucija, ki ni podvržena standardiziranemu nadzoru, kot je to določeno za institucije z evro področja, dovolj je že, da je ta institucija solventna in da jo nadzorujejo organi, ki zahtevajo izpolnjevanje podobnih standardov, kot jih ima ECB za evro področje. Tretji pogoj pa zajema

¹³ vsi podatki se nanašajo na december

izpolnjevanje operativnih kriterijev, kateri omogočajo učinkovito izvajanje monetarne politike ECB.

Če institucije nasprotne strani izpolnjujejo vse tri pristopne kriterije, se lahko udeležijo licitacij za pridobitev sredstev iz naslova dolgoročnih refinanciranj.

9.2.2 Udeležba finančnih institucij v operacijah dolgoročnega refinanciranja

Kot sem opisal v instrumentih odprtega trga, prihajajo institucije do likvidnostnih sredstev ECB decentralizirano preko domačih¹⁴ NCB. Do sredstev imajo dostop tudi institucije, ki nimajo sedeža na evro področju, imajo pa tu podružnico, ki se lahko poteguje za sredstva. V primeru, da imajo institucije v določeni državi članici več podružnic, se lahko na licitacijo prijavi le ena izmed njih. Seveda je razumljivo, da je institucijam, ki prenehajo izpolnjevati pristopne pogoje, za čas neizpolnjevanja le-teh, sodelovanje pri licitacijah prepovedano.

V poglavju 8.2.1 sem zapisal, da se je število institucij, ki so vključene v sistem najmanjših rezerv, v štirih letih znižalo za 1000. Rekordno nizke vrednosti pa niso zabeležili samo tu ampak tudi v številu prijavljenih institucij na posamezni licitaciji. Na licitaciji 27. februarja 2003. je bilo teh le 118.

9.2.2.1 Kronološki pregled udeležbe institucij pri operacijah dolgoročnega refinanciranja

V letu 1999 je bilo izpeljanih 14 operacij dolgoročnega refinanciranja, in sicer tri v mesecu januarju, katerih posebnost je bila ta, da so jih izvedli paralelno s krajšo dospelostjo od tistih, ki so sledile, po ena, v vsakem naslednjem mesecu. V prvih osmih mesecih je znašal dodeljeni znesek 20 milijard evrov, število udeležencev pa se je gibalo od rekordnih 466 (za vsa 4 leta) na februarski licitaciji, do 198 na septembrski. Za zadnje tri licitacije je ECB dvignila dodeljeni znesek na 25 milijonov evrov, kar se je poznalo tudi na številu udeležencev, ki se je ponovno vzdignilo iz 198 na čez 300. V 14 licitacijah je v letu 1999 sodelovalo 4424 institucij, v povprečju 316. Dodeljeni znesek je ECB vzdignila ob prehodu v leto 2000 zaradi predvidenih neprijetnosti ob prestopu v novo tisočletje.¹⁵

Z januarjem 2000 se dodeljeni znesek ponovno zniža na 20 milijard evrov, število udeležencev pa se je, od 354. v mesecu januarju, vztrajno nižalo, na vsega 165 v mesecu novembru. Občutnejše znižanje števila udeležencev je bilo opaziti samo v mesecu juniju, ko je število upadlo za 43, v primerjavi z mesecem poprej. Dodeljeno vsoto je ECB z mesecem julijem ponovno znižala za 5 milijard evrov. V letu 2000 je ECB izvedla 12 licitacij, na njih je sodelovalo 3240 udeležencev, v povprečju 270, kar predstavlja 27 odstotni upad v primerjavi z letom 1999.

¹⁴ držav, kjer imajo podjetja svoj sedež

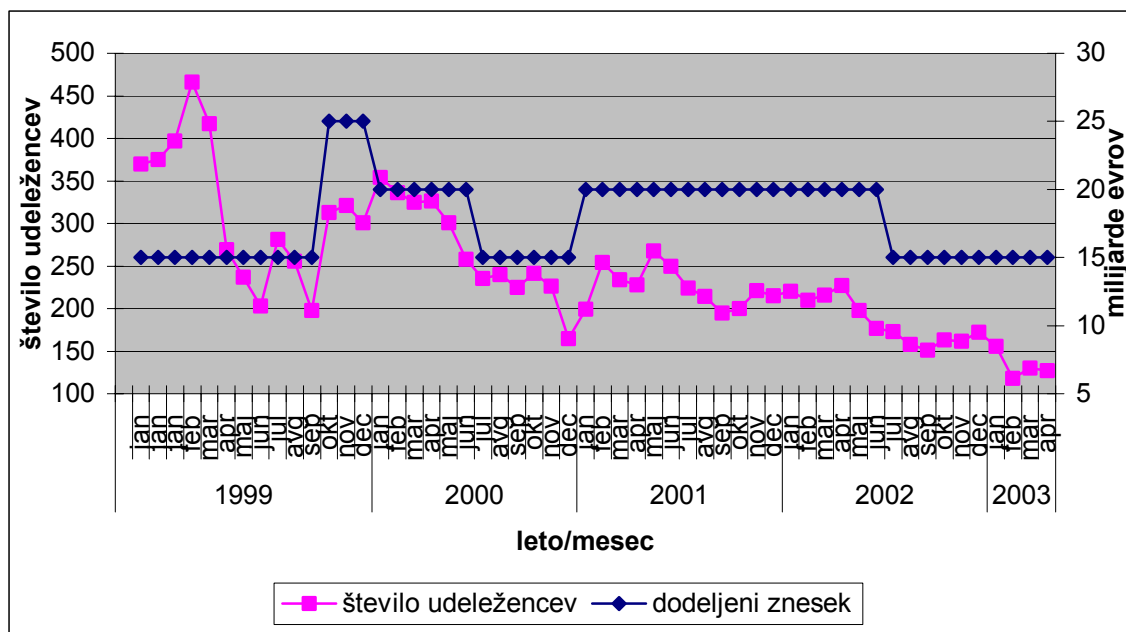
¹⁵ pričakovane neprijetnosti so bile napovedane zaradi možnosti zloma računalniških programov ob prehodu v novo tisočletje (99 – 00)

V januarju 2001 se je dodeljena vsota ponovno zvišala na 20 milijard evrov. Leto 2001 je bilo najbolj konstantno leto v zgodovini dolgoročnega refinanciranja. Najnižje število udeležencev so zabeležili v mesecu januarju, in sicer 199, najvišje, 268, pa v mesecu maju. Dodeljeni znesek se v letu 2001 ni spreminjal. Na 12 licitacijah je sodelovalo 2700 udeležencev, v povprečju 225, kar predstavlja 16 odstotni upad v primerjavi z letom 2000.

V letu 2002 se vzorec nadaljuje vse do meseca julija, ko ECB zniža dodeljeni znesek na 15 milijard evrov in število udeležencev pade pod 170. Trend zniževanja se nadaljuje vse do septembra, ko se licitacije udeleži le 151 institucij. Na 12 licitacijah je sodelovalo 2322 udeležencev, v povprečju 194, kar predstavlja 14 odstotni upad v primerjavi z letom 2001. Podatki za leto 2003 so dostopni samo za prve tri licitacije, na katerih je zaznati nadaljevanje trenda iz leta 2002, saj je število udeležencev v mesecu februarju padlo na rekordno nizkih 118, ob nespremenjenem dodeljenem znesku 15. milijard evrov.

Število udeležencev se je v 52. mesecih trajanja operacij dolgoročnega refinanciranja gibalo, od rekordno visokih 466 v februarju 1999, do rekordno nizkih 118 v februarju 2003. V povprečju se je število udeležencev znižalo po 19 odstotnih točk na leto. Zaradi upada je prišla prihodnja uporaba operacij v oktobru 2002 celo pod vprašaj in so na seji sveta guvernerjev odločali o njeni ukinitvi. Po tehtnem pregledu argumentov so se odločili, da operacije, kljub upadu števila udeležencev še vedno služijo prvotnemu namenu, kot je bil predviden v »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, in se odločili, da se nespremenjeno izvajajo tudi v prihodnosti.

Slika 4: Prikaz gibanja števila udeležencev in dodeljenega zneska v obdobju od 1. januarja 1999 do 30. aprila 2003.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

Z grafa je dobro vidna odvisnost števila udeležencev od višine dodeljenega zneska.

9.3 Ustrezna aktiva (»eligible asset«)

9.3.1 Zakaj potrebujejo institucije ustrezno aktivo?

Po statutu ESCB se zahteva zavarovanje za vse kreditne operacije Evrosistema, med njimi tudi za operacije dolgoročnega refinanciranja, z ustrezno aktivo.

Zavarovalni program je oblikovan tako, da ščiti Evrosistem pred prevzetimi tveganji, da zagotavlja institucijam enakost pri dodeljevanju sredstev in da dosega maksimalno operativno učinkovitost. Splošni pogoji o ustreznosti jamstev so uniformirani za vse operacije, katerih pobudnik je Evrosistem, istočasno pa je posameznim centralnim bankam na evro področju priznana različnost v načinu zagotavljanja primernih jamstev za operacije dolgoročnega refinanciranja. Po ustanovitveni pogodbi je institucijam prepovedana kakršnakoli oblika privilegiranega dostopa do finančnih sredstev, kar pomeni, da pri dodeljevanju sredstev podjetij ne smejo diskriminirati na osnovi njihovega izvora.

9.3.2 Dve kategoriji ustrezne aktive

Da bi lahko zajeli različnost v finančni strukturi držav evro področja, so v ustrezno aktivo, ki se uporablja kot jamstvo za dodeljena posojila, vključili več različnih prvovrstnih dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Razlikuje se predvsem med dvema kategorijama ustrezne aktive, in sicer med aktivo prve vrste (»tier one asset«) in aktivo druge vrste (»tier two asset«).

V operacijah dolgoročnega refinanciranja se za jamstvo lahko uporabita obe kategoriji. Aktivo prve vrste sestavljajo prvovrstni dolžniški vrednostni papirji, ki dosegajo kriterije določene s strani ESCB. Med najpogostejše uporabljenimi so: državne obveznice, obveznice kreditnih institucij in obveznice podjetij. Pogoji so uniformirani za celotno evro področje.

Aktivo druge vrste pa sestavljajo prvovrstni dolžniški in lastniški vrednostni papirji z rahlo večjim tveganjem, ter nepremičnine. Presoja ustreznosti vrednostnih papirjev druge vrste je v pristojnosti NCB, vendar mora biti izbor v skladu z določili ECB o minimalnem kriteriju.

9.3.3 Pogoji, ki opredeljujejo ustrezno aktivo

ECB predpiše in vzdržuje seznam prvovrstne aktive, ki je javna listina. V seznam so kot prvovrstna aktiva vpisani vsi dolžniški instrumenti izdani s strani ECB in vsi tisti, ki so jih izdale NCB po 1. januarju 1999.

Pogoji, ki jih morajo izpolnjevati ostali dolžniški instrumenti, da se uvrstijo na seznam prvovrstne aktive, pa so naslednji:

- mora iti za dolžniške vrednostne papirje denominirane v evrih,

- dosegati morajo visoke kreditne standarde,
- izdati jih morajo gospodarski subjekti z evro področja, položeni morajo biti na depozitnem računu pri nacionalni centralni banki ali kakšni drugi finančni instituciji, ki je vključena v sistem obveznih rezerv,
- kotirati morajo na regularnem ali neregularnem denarnem trgu, kateri so primerni pa določi ECB.

ECB lahko zavrne jamstvo prvovrstne aktive v primeru, ko institucija za jamstvo posojila ponuja svoje dolžniške vrednostne papirje in v primeru, ko se ponuja dolžniške vrednostne papirje povezanih ali hčerinskih podjetij. Poleg prvovrstne aktive poznamo tudi aktivo druge vrste, ki je pomembna predvsem za nacionalne finančne trge in njihov bančni sistem. Ustreznost kriterijev za aktivo druge vrste določi NCB. Sezname aktive druge vrste pregleda in odobri ECB, le-ti pa so javne listine.

V aktivo druge vrste se lahko uvrsti le dolžniške in lastniške vrednostne papirje prvovrstnih podjetij, ki so denominirani v evrih, so izdani na evro področju in primerno dostopni za NCB.

ECB, kot tudi NCB pa lahko v določenih primerih zavrnejo zastavo posameznega premoženja v jamstvo. To storita v primeru:

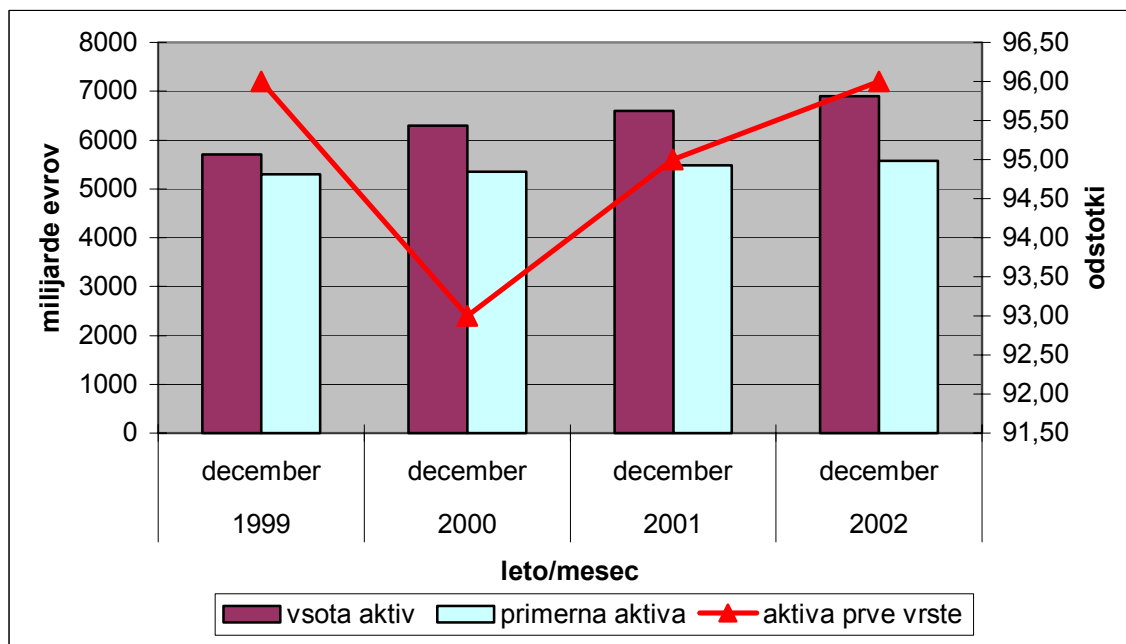
- da je zapadlost vrednostnega papirja krajša od zapadlosti dolgoročnega refinanciranja (pod 91. dnevi),
- da bo prišlo do prejema izplačila kupona na podlagi zastavljenega vrednostnega papirja v času, ko je le-ta v uporabi kot jamstvo v operacijah dolgoročnega refinanciranja.

9.3.4 Sestava jamstev za dolgoročna refinanciranja v obdobju 1999-2003

V tem podpoglavju bom predstavil sestavo jamstev, ki so bila uporabljena v operacijah dolgoročnega refinanciranja, v prvih štirih letih¹⁶ njihovega dodeljevanja.

¹⁶ v letih 1999, 2000, 2001 in 2002.

Slika 5: Prikaz vsote aktiv, vsote primernih aktiv in odstotkov prvovrstne aktive v vsoti aktiv za operacije dolgoročnega refinanciranja v obdobju od 1. decembra 1999 do 1. decembra 2002.



Vir: Annual Report, 1999 – 2002, str. 60-80.

V začetku letu 1999 je vsota jamstev aktive prve in druge vrste znašala 5.300 milijard evrov in je skozi leto narasla na 5.700 milijard evrov (december 1999), od tega je bilo kar 96 odstotkov aktive prve vrste. Aktivo prve vrste je sestavljalo 63 odstotkov državnih obveznic, 33 odstotkov obveznic kreditnih institucij in 4 odstotki obveznic podjetij. Za operacije dolgoročnega refinanciranja je bilo primernih kar 93 odstotkov vsote aktiv. V letu 2000 se je vsota povišala na 6.300 milijard evrov, od tega je bilo 93 odstotkov aktive prve vrste. Aktivo je sestavljalo 57 odstotkov državnih obveznic, 32 odstotkov obveznic kreditnih institucij in 11 odstotkov obveznic podjetij. Primernost aktiv je bila 85 odstotna. Konec leta 2001 je vsota znašala že 6.600 milijard evrov in delež prvovrstne aktive 95 odstotkov. Sestava aktive prve vrste se v letu 2001 ni pomembneje spremenila, primernost aktiv pa je upadla za 2 odstotni točki. V letu 2002 se je vsota povečala še za 300 milijard evrov in delež prvovrstne aktive za 1 odstotno točko. Primernost aktiv je bila 81 odstotna.

9.3.5 Kontrolno merjenje tveganja

Kontrolno merjenje tveganja zajema tisto finančno aktivo, ki jo ESCB v okviru operacij monetarne politike sprejema kot jamstvo za posojena sredstva. Med ta sredstva se uvrščajo tudi tista, ki so zastavljena v operacijah dolgoročnega refinanciranja. Namen merjenja je v zaščiti ESCB pred tveganjem, ki bi ga prinesla prodaja zastavljenih aktiv (razlika med prodajno in knjižno vrednostjo aktiv) v primeru, da nasprotna stran zaide v finančne težave in ne izplača dolga.

ESCB ima na voljo naslednje ukrepe za kontrolno merjenje tveganosti:

- *Začetno kritje.* Vrednost zastavljene aktive mora biti enaka količini zastavljenih sredstev, ki jih dodeli ECB, povečani za določen pribitek (začetno kritje), ta pa se določi kot odstotek od posojenih sredstev. Za operacije dolgoročnega refinanciranja se uporablja pribitek v višini 2 odstotkov.
- *Zmanjšanje vrednosti aktiv.* Vrednost zastavljenih aktiv se izračuna na podlagi tržnih cen, ki se nato zmanjšajo za določeni odstotek. Le-ta je odvisen od preostale dospelosti vrednostnega papirja in se giblje med nič odstotki, za aktivno s preostalo dospelostjo do enega leta, in pet odstotki, za aktivno s preostalo dospelostjo nad sedem let,
- *Vmesni delež.* V primeru, da vrednost zastavljene aktive pade pod določeno spodnjo mejo, ECB zahteva od nasprotne strani zapolnitev nastale razlike z dodatno količino aktiv ali z gotovino. V nasprotnem primeru, ko vrednost zastavljene aktive naraste preko določene zgornje meje, ECB le-to vrne nasprotni strani.,
- *Izpostavljenost.* ECB lahko določi višino najvišje dovoljene izpostavljenosti nasproti posamezni sodelujoči strani,
- *Dodatne garancije.* ECB lahko zahteva dodatne garancije od sodelujočih strani.

Ukrepe za izvajanje zmanjšanja tveganja izvajata tako ECB, ki je pooblaščen za končno odobritev ukrepov, kot NCB, ki imajo pri uporabi le-teh proste roke.

9.3.6 Dva načina zastave premoženja

Institucije imajo na voljo dva načina zastave premoženja. V prvem (»pooling system«) si nasprotna stran zagotovi nek sklad (bazen) ustreznih aktiv, ki bo namenjen za jamstvo operacij dolgoročnega refinanciranja. Institucija lahko vsakodnevno spreminja sestavo sklada, zato se njegova vrednost izračunava dnevno.

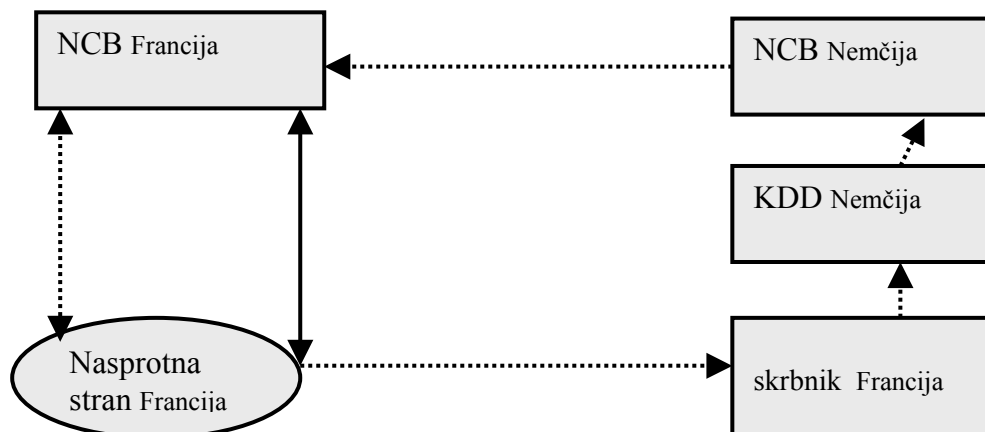
Drugi način je namenski (»embarking system«). V njem institucija za vsak posel z ECB zastavi točno določeno premoženje. Če želi institucija to premoženje spremeniti, mora za to pridobiti soglasje NCB. Ker institucije nimajo možnosti spreminjanja količine in vrste aktiv, se njihova vrednost ne določa dnevno, ampak tedensko.

9.3.7 Mednarodna uporaba ustreznih aktiv

Nasprotne strani lahko v zastavi premoženja uporabijo tudi sredstva, ki imajo deponirana v drugih državah članicah. To operacijo lahko izvedejo na podlagi mednarodne uporabe ustreznih aktiv. Kako se operacija izvede?

NCB so razvile mehanizem imenovan »Korespondenčni model centralnega bančništva« (KMBC), ki omogoča zastavo primerne aktive, ne glede na to v kateri državi članici se ta nahaja. NCB igrajo KMBC vlogo korespondenta, kar pomeni, da sprejemajo ustrezno aktivno za račun drugih NCB (banke imajo odprte račune pri vseh ostalih nacionalnih centralnih bankah). Kako deluje ta sistem, je prikazano na sliki 6.

Slika 6: Prikaz delovanja Korespondenčnega modela NCB



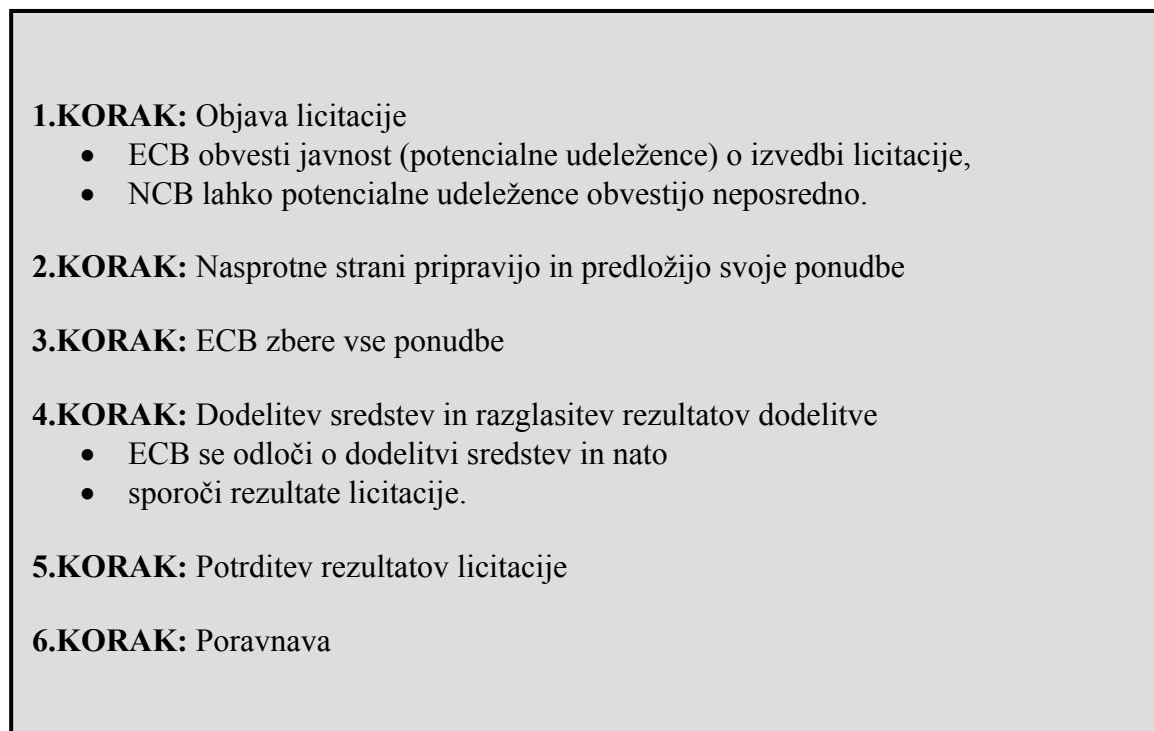
Vir: »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, 1998, str. 119.

Finančna institucija iz Francije želi pridobiti likvidnostna sredstva iz naslova dolgoročnih refinanciranj pri francoski centralni banki. V ta namen predloži ponudbo ter informira francosko centralno banko o jamstvu, ki ga namerava zastaviti. Če je institucija na licitaciji za dodelitev sredstev izbrana, le-ta sporoči svojemu skrbniku v Nemčiji, da opravi prenos aktive iz kreditno depotne družbe na nemško centralno banko. Nemška centralna banka po prejetju jamstvene aktive obvesti francosko centralno banko, da je premoženje francoske institucije na njenem računu. Šele potem, ko je francoska centralna banka obveščena o prejetju zastavnega premoženja, pride do prenosa sredstev nasprotni strani.

9.4 Postopek licitacije (»Tender operations«)

Za operacije dolgoročnega refinanciranja je značilno, da se sredstva razdelijo preko standardne licitacije, katere značilnost je, da se zaključi v roku 24. ur, čas, ki preteče od predložitve ponudbe do objave dodelitve, pa ponavadi ne preseže dveh ur. Licitacija se izvede v šestih korakih.

Slika 7: Šest korakov v postopku standardne licitacije

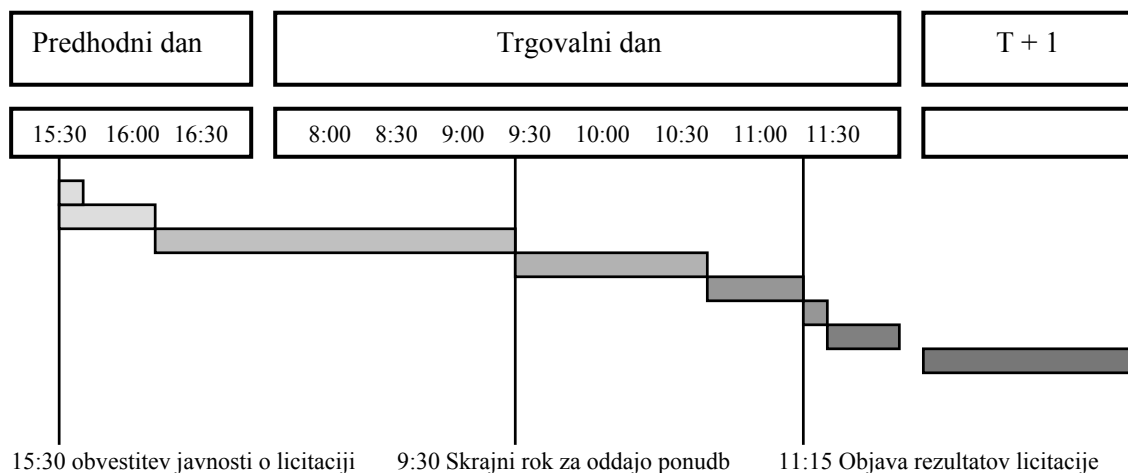


Vir: »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, 1998, str. 25.

Koledar za objavo standardnih operacij prihodnjega leta izide najkasneje do oktobra tekočega leta. Da bi imeli potencialni udeleženci enake možnosti pri sodelovanju na licitacijah, vzame ESCB pri izdelavi koledarja v obzir vse praznične dni na evro področju in se jim skuša izogniti.

Časovni potek standardne licitacije je prikazan na spodnji sliki.

Slika 8. Časovni potek standardne licitacije



Opomba: Odenki barve predstavljajo trajanje posameznih korakov v standardni licitaciji (od 1 do 6)

Vir: »The Singel Monetary Policy in Stage Three«, 1998, str. 26.

9.4.1 Objava licitacije (»Tender announcement«)

ESCB lahko objavi licitacijo za dolgoročna refinanciranja preko javnih medijev, medtem ko jih posamezne NCB lahko objavijo neposredno potencialnim institucijam.

Javna objava licitacij za operacije dolgoročnega refinanciranja ponavadi vsebuje naslednje podatke:

- zaporedno številko in datum licitacije,
- trajanje operacije,
- začetni in zaključni dan operacije,
- uporabljena valuta in čas do kdaj je potrebno predložiti ponudbe,
- dodelila metoda (»Nizozemska« ali »Ameriška«).

9.4.2 Institucije predložijo ponudbe

Po objavi licitacije so na vrsti institucije, da predložijo svoje ponudbe. Ponudbe za dolgoročna refinanciranja morajo biti v skladu z določili ECB. Ponudbe se predložijo NCB v državi, kjer ima institucija svoj sedež. Ponudbo lahko predloži samo eno pravno telo¹⁷ institucije v posamezni državi članici.

V primeru spremenljive obrestne mere, po kateri se obrestuje dodeljene zneske pri dolgoročnem refinanciranju, lahko nasprotne strani predložijo do deset različnih ponudb. V vsaki ponudbi mora biti določena višina sredstev, ki si jih institucija želi izposoditi, in obrestna mera, po kateri bi se ta sredstva obrestovala. Obrestne mere morajo biti izražene kot večkratnik odstotnih točk ($0.01 \times Y$)¹⁸.

Za operacije dolgoročnega refinanciranja je značilno, da NCB določijo minimalno ponudbeno vsoto v razponu od 10.000 do 1.000.000 evrov. Ponudbe, ki presegajo minimalno ponudbeno vsoto, morajo biti izražene kot večkratnik te vsote ($10.000 \times Y$).

ECB lahko omeji maksimalno višino ponudb, z namenom preprečitve disproporcionalno velikih ponudb. Kadar ima ECB namen uporabiti to pravico, se to objavi pred najavo licitacije. Od nasprotne strani se v vsakem trenutku pričakuje, da ima za zavarovanje posojila dovolj ustrezne aktive. V primeru, da institucije ne predložijo zadostne višine ustrezne aktive za kritje posojila, ali da presežejo maksimalno ponudbeno vsoto, imajo NCB vsa pooblastila, da proti njim uvedejo penale.

Ponudbe lahko institucije umaknejo vse do izteka roka za oddajo ponudb, ki se ponavadi izteče v 18 urah od objave licitacije. Vse ponudbe, ki prispejo po roku, so nične.

¹⁷ v državi je lahko več pravnih teles, izpostava in več podružnic.

¹⁸ Y predstavlja mnogokratnik, 1 2, 3, 4, 5...itd

Spoštovanje pravil nadzorujejo NCB, zato odslovijo vse ponudbe ki:

- presegajo najvišjo dovoljeno mejo (1.000.000 evrov),
- ne dosegaajo najnižje predpisane meje (10.000 evrov),
- so nepopolne ali
- niso v skladu z določili ECB za pristop k operacijam dolgoročnega refinanciranja.

O vzrokih odslovitve so institucije podrobno obveščene.

9.4.3 Zbiranje ponudb in razglasitev rezultatov

Potem, ko NCB zbere vse ponudbe za določeno licitacijo, jih razporedi v padajočem zaporedju glede na višino ponudbe¹⁹. Ponudbam, ki dosegaajo najvišje obrestne mere se zneski odobrijo v celoti, nato pa se pomikajo po ponudbeni lestvici navzdol, vse dokler ne zmanjka dodeljenega zneska²⁰. Če je pri najnižji sprejeti obrestni meri, ki se imenuje mejna obrestna mera (»marginal rate«), vsota preostalih ponudb višja od preostalih sredstev, ki še čakajo na dodelitev, se le-ta razdelijo ponudnikom v določenem razmerju.

Postopek izračuna je v tem primeru sledeč:

$a(r_s)_i$ponudba i-te institucije pri s-ti obrestni meri

$a(r_s)$vsota ponudb pri s-ti obrestni meri

a_iponudba posamezne i-te institucije

Apredvideni znesek za dodelitev

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

Izpeljavo nadaljujem z uvedbo naslednjih spremenljivk:

r_mdosežena mejna obrestna mera

r_{m-1}obrestna mera pred mejno obrestno mero

$a(r_m)$vsota ponudb pri mejni obrestni meri

$all\%(r_m)$odstotek dodelitve pri mejni obrestni meri

all_ikoličina vseh dodeljenih sredstev i-ti instituciji

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

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

¹⁹ glede na višino obrestne mere.

²⁰ znesek, ki ga ECB odobri za posamezno licitacijo

Rezultat zgornjega dela ulomka nam pove, koliko sredstev je še ostalo na voljo za dodelitev pri doseženi mejni obrestni meri. I-ti instituciji se bo pri mejni obrestni meri dodelilo:

$$all(r_m)_i = allP_0(r_m) \times a(r_m)_i$$

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

$$all_i = \sum_{j=1}^{m-1} a(r_j)_i + all(r_m)_i$$

Za dodeljevanje sredstev v okviru spremenljive obrestne mere ESCB pozna dva načina. V primeru ene obrestne mere (»Dutch system«), se na vsa sredstva, ki jih pridobi posamezna institucija, implicira enako obrestno mero, to je mejno obrestno mero. To obrestno mero se aplicira tudi na tista sredstva, za katera je institucija pripravljena plačati višjo obrestno mero. Nasprotno sitemu ene obrestne mere je sistem z več obrestnimi merami (»American system«), kjer si nasprotna stran izposodi posamezne količine likvidnostnih sredstev po taki obrestni meri, kot jo je navedla v ponudbi. Skleпам lahko, da je prva možnost ugodnejša za nasprotne strani, druga pa za ECB, saj ji omogoča večje prihodke iz naslova obresti. Naslednji korak je razglasitev rezultatov licitacije. Rezultate se ponavadi objavi s pomočjo javnih medijev, lahko pa jih NCB neposredno sporočijo udeležencem.

Objava rezultatov licitacije ponavadi vsebuje enake podatke kot objava licitacije, poleg teh pa še:

- število ponudnikov in količino dodeljenih sredstev,
- doseženo mejno obrestno mero in odstotek dodelitve pri mejni obrestni meri,
- minimalno in maksimalno ponudbo ter tehtano povprečje odstotka dodelitve.

Rezultati licitacije se morajo v petem koraku še potrditi.

9.4.4 Postopek poravnave

V operacijah dolgoročnega refinanciranja pride do poravnave na dan po kočani licitaciji oziroma na dan, ko je odprtih večina finančnih institucij in centralnih bank na evro področju. ESCB stremi k istočasni poravnavi vseh transakcij, v vseh državah članicah in pri vseh sodelujočih institucijah, vendar je zaradi tehnične zahtevnosti in operative neusklajenosti za pričakovati, da bo prihajalo pri uresničevanju teh določil do odstopanj. Postopki poravnave se od države do države malenkostno razlikujejo, kar gre pripisati značilnostim finančno-pravnega sistema v posameznih državah članicah.

9.5 Obnašanje institucij (nasprotnih strani) pri izdelavi ponudb

Ko analiziramo ponudbeno obnašanje institucij, ki nastopajo kot nasprotna stran v procesu licitacije, ne moremo mimo analize dejavnikov, ki na to obnašanje vplivajo. Razlogov, ki determinirajo ponudbeno obnašanje je več, vendar je tisti najpomembnejši obrestna mera. Le-ta določa ali se institucijam izplača sodelovati na licitacijah ali si raje izposodijo sredstva na medbančnem trgu²¹. Kolikšna je tista korist, ki jo prinese sodelovanje na licitacijah za dolgoročno refinanciranje, pa nam pove razlika med obrestnima merama.

Za licitacije dolgoročnega refinanciranja institucije predložijo ponudbe pri različnih obrestnih merah, koliko je teh ponudb pa je odvisno od razlike med mejno obrestno mero in 3 mesečno medbančno obrestno mero (večja kot je razlika, večje je število ponudb in večja je višina sredstev za katera banke zaprosijo). Pozornost moram usmeriti predvsem na doseženo mejno in povprečno obrestno mero. Vrednosti obeh nam povesta, okoli katerih obrestnih mer se obrestne mere v ponudbah *koncentrirajo*. Razlika med obema pa govori o razpršenosti (Dispersion) obrestnih mer. Dolgoročna razlika med doseženo mejno in povprečno obrestno mero znaša 0.03 odstotne točke, medtem ko največja razlika za obdobje znaša kar 0.23 odstotnih točk.

Neenakost (Unevenness) nam pove, kolikokrat se spremeni smer nagiba ponudbene krivulje za posamezno licitacijo. Ugotovljena je povezanost med doseženo mejno obrestno mero in alternativno (tržno) obrestno mero, kar priča o tem, da na višino obeh vplivajo podobni faktorji. Gre predvsem za pričakovanja o višini obrestnih mer dolgoročnega refinanciranja, likvidnosti, izrednih dogodkih itd. Zaradi povezanosti se banke med pripravo ponudb ravna po tržni obrestni meri. Če v ponudbah nastopa več kot ena obrestna mera, govorimo o *heterogenosti* ponudb. Institucije imajo različna pričakovanja o višini dosežene mejne obrestne mere, zato se obrestne mere v ponudbah med seboj razlikujejo. Vendar se institucije ne osredotočijo samo na to eno obrestno mero, ampak jih navedejo več (diverzifikacija obrestnih mer). Kolikšen bo odmik od pričakovane mejne obrestne mere je odvisno od *negotovosti*, ki je povezana z doseženo mejno obrestno mero. Večja kot je negotovost, večja bo razpršenost obrestnih mer. Ko trg pričakuje padec (ali enako raven) obrestne mere ECB, se bo trimesečna medbančna obrestna mera gibala v višini mejne obrestne mere za dolgoročno refinanciranja ali celo pod njo. Drugače je, ko trg pričakuje dvig obrestne mere. Takrat najprej naraste tržna obrestna mera, negotovost glede mejne obrestne mere pa se poveča. Heterogenost ponudb je relativno večja kot ponavadi.

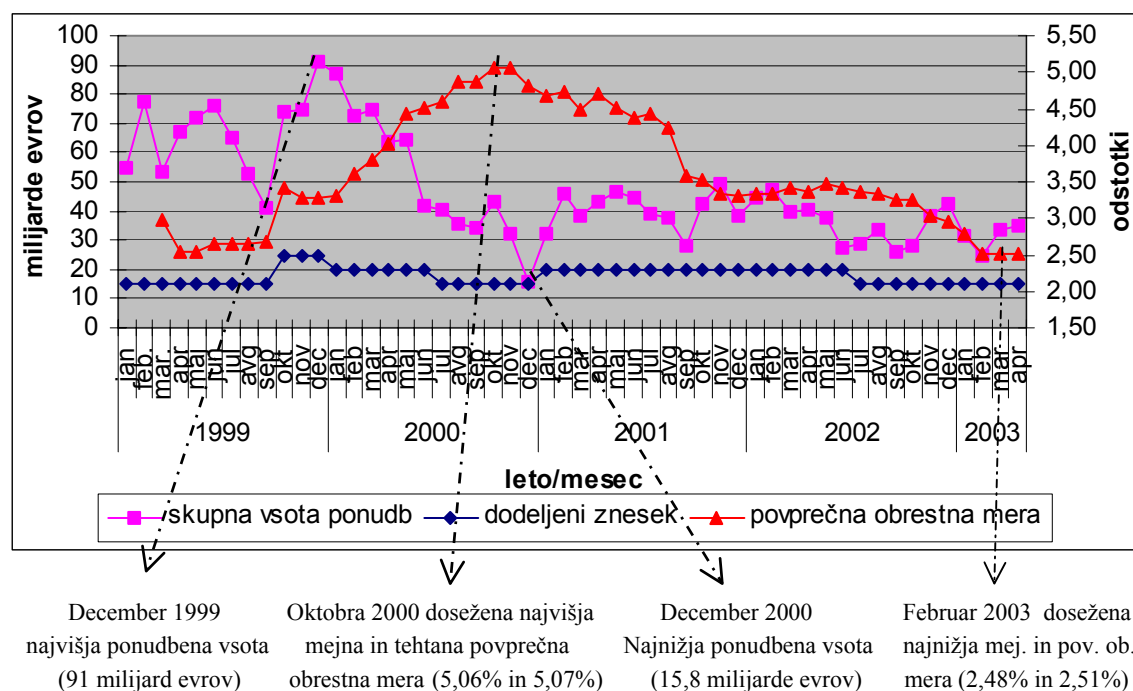
Kreditne institucije se večji del časa obnašajo tako kot sem napisal, vendar se z razvojem trga in kreditnih institucij samih, zmanjšuje razpršenost obrestnih mer v ponudbah. Sposobnost institucij v ocenjevanju prihodnje dosežene obrestne mere je vedno boljša, kar vpliva na zmanjšanje razpršenosti.

²¹ alternativni trg, ki predstavlja konkurenčno izposojlo sredstev

9.5.1 Kronološki pregled

V nadaljevanju bom analiziral gibanje mejne obrestne mere, gibanje povprečne obrestne mere, višino ponudb in višino dodeljenih zneskov za operacije dolgoročnih refinanciranj v obdobju od 1. januarja 1999 do 27. aprila 2003.

Slika 9: Prikaz gibanja vsote ponudb, dodeljenega zneska in povprečne obrestne mere za operacije dolgoročnega refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 27. aprila 2003.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

Če najprej preučimo ponudbeno obnašanje, ki se odraža skozi skupno vsoto ponudb, opazimo, da se je v povprečju zmanjševalo vse od uvedbe dolgoročnega refinanciranja v januarju 1999. leta. Ponudbeno povpraševanje je v obravnavanem obdobju doseglo svojo najvišjo točko v decembru 1999, ko je skupna vsota ponudb znašala kar 91 milijard evrov, najnižjo pa v decembru 2000, ko je vsota znašala le 15,8 milijard evrov. Do konca preučevanega obdobja, maja 2003, se je vsota ustalila na povprečni višini 26 milijard evrov. Kateri faktorji vplivajo na ponudbeno obnašanje?

Če preučimo sliko 9. nam je odgovor kot na dlani. Kot lahko vidimo je ponudbena vsota od septembra 1999 začela močno naraščati in dosegla svoj vrh v decembru 1999. Strmemu porastu vsote je sledil tudi največji skok v porastu obrestne mere, in sicer kar za 0,75 odstotne točke. V naslednjih treh mesecih sta vrednosti mirovali, nato pa se je začela obrestna mera dvigati in ponudba je začela upadati. Obratno sorazmerje med višino ponudb in obrestno mero nam je iz ekonomije dobro poznano in predstavlja eno od glavnih zakonitosti finančnega trga. Da ta zakonitost pomembno vpliva na ponudbeno obnašanje pri dolgoročnem refinanciranju ni dvoma, saj se v nadaljevanju obdobja ponudbena vsota in obrestna mera v povprečju

gibljeta ravno nasprotno (obrestna mera gor ponudbena vsota dol in obratno). Lahko trdimo, da je obrestna mera najpomembnejši faktor pri vplivanju na ponudbeno obnašanje, kar ne preseneča, ni pa edini.

Kot vidimo na sliki 9 so nekje signali obrestne mere zamegljeni. Kaj se je zgodilo v oktobru 1999, da se po rekordnem skoku obrestne mere ponudbeno povpraševanje ni zmanjšalo ampak se je še povečalo in kaj je decembra 2000 ob konstanti obrestni meri povzročilo strem upad ponudbenega povpraševanja?

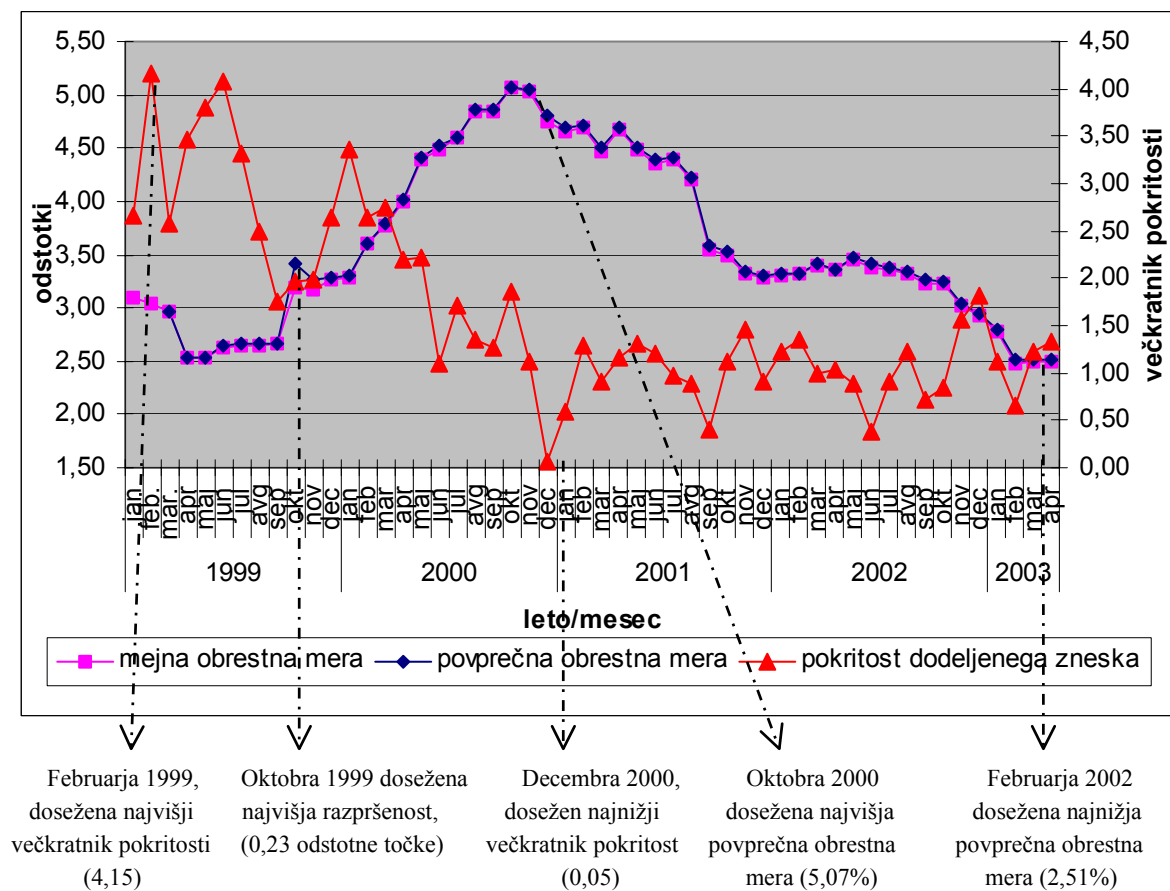
Odgovor je seveda preprost. To je višina dodeljenega zneska, ki predstavlja drugo komponento pri ponudbenem obnašanju institucij. Ko v enačbo dodamo to komponento lahko razložimo ponudbeno obnašanje tudi za ta primera, ki ju obrestna mera ni mogla pojasniti. Kot vidimo se je v oktobru 1999 dodeljeni znesek povišal kar za 10 milijard evrov (za 66,7%), kar je povzročilo zameglitev signala obrestne mere, obratno se je v drugi polovici leta 2000 (že drugič v tem letu), ob konstanti obrestni meri, dodeljena vsota znižala na 15 milijard evrov (najnižji dodeljeni znesek v obdobju), kar je skupaj z visoko obrestno mero doprineslo k najnižji ponudbeni vsoti v preučevanem obdobju.

Pri operacijah dolgoročnega refinanciranja imamo dve obrestni meri, mejno in tehtano povprečno, slednja nam pove, okoli katere obrestne mere se ponudbe koncentrirajo. Prikaz njenih vrednosti je prikazan v sliki 10.

Kot vidimo je mejna vrednost dosegla najvišjo vrednost na licitaciji v oktobru 2000, prav tako tudi tehtana povprečna. Obrestni meri se gibljeta vzporedno, kar pomeni, da je predznak njune spremembe enak, razlika med njima pa nam pove, kolikšna je razpršenosti obrestni mer. Razpršenost je dosegla najvišjo vrednost v oktobru 1999, ko je znašala kar neverjetnih 0,23 odstotne točke, v povprečju pa samo 0,03 odstotne točke (kar 7.66 krat več kot je znašala v povprečju). Seveda me podatek ne preseneča, ravno nasprotno, se popolnoma ujema z trditvami, ki sem jih predstavil pri razlagi slike 9., ko sem oktober 1999 predstavil kot »nenavaden« mesec v obdobju dolgoročnih refinanciranj. Večje odstopanje od povprečne vrednosti je zaznati še v mesecu decembru 2000, in sicer je to znašalo 0,06 odstotne točke, kar pa je tudi v skladu z razlago 9. slike.

Ponudbeno obnašanje je v 10. sliki prikazano še s pomočjo kazalca pokritosti dodeljenih sredstev, ki prikazuje, za kolikokrat je ponudbeno povpraševanje po sredstvih presegalo višino dodeljenega zneska. Najmanjša pokritost je bila dosežena v februarju 1999. leta, ko je ponudbena vsota presegala dodeljeni znesek kar za 4,15 krat, največja pokritost pa je bila dosežena v že prej omenjenem decembru 2000, ko je ponudbena vsota presegla dodeljeni znesek samo za 0,05 krat ali borih 800 milijonov evrov.

Slika 10: Prikaz gibanja mejne obrestne mere, povprečne obrestne mere in pokritosti dodeljenega zneska za operacije dolgoročnega refinanciranja v obdobju od 1. januarja 1999 do 27. aprila 2003.



Vir: Monthly Bulletin, January 1999 – May 2003, str. 100-130.

V zaključku lahko zapišem, da je bilo ponudbeno obnašanje institucij pri operacijah dolgoročnega refinanciranja odvisno od treh dejavnikov. Najpomembnejši je obrestna mera, ki še vedno predstavlja ceno posojila in s tem ponudbeno obnašanje institucij, drugi vzrok, ki je že veliko nižje na lestvici pomembnosti, je višina dodeljenega zneska. Kot smo videli je v določenih trenutkih poudaril oziroma zameglil signal obrestne mere. Tretji dejavnik, ki določa ponudbeno povpraševanje, pa so trenutne razmere na medbančnem trgu (trimesečna obrestna mera), ki predstavljajo spoštovanja vredno konkurenco operacijam dolgoročnega refinanciranja ECB.

10 SKLEP

ECB je, po njeni ustanovitvi v začetku leta 1997, začela počasi prevzemati monetarno politiko evro področja v svoje roke. Ta je prešla pod popolni nadzor 1. januarja 1999 z uvedbo triletnega prehodnega obdobja na evro. Od takrat, pa do danes, izvaja ECB na evro področju enotno (»Singel«) monetarno politiko, katere najpomembnejši cilj je srednjeročna stabilnost cen.

Pot do cilja pelje tudi preko denarnih instrumentov, med katerimi so najpomembnejše operacije odprtega trga. Med štirimi operacijami so zagotovo najpomembnejše operacije glavnega refinanciranja (obsegajo 76% vse dodane likvidnosti trgu), ki se v večini primerov uporabljajo za dodajanje likvidnosti, drugo mesto pa držijo trdno v rokah operacije dolgoročnega refinanciranja.

Dolgoročno refinanciranje je operacija, ki jo ECB uporablja, ko želi zagotoviti trgu srednjeročna likvidnostna sredstva in s tem ne želi oddajati nikakršnih monetarnih signalov o politiki obrestne mere, se pravi, da sodeluje na trgu kot enakopravni udeleženec (»rate taker«). Dolgoročna refinanciranja so pomembna vsaj iz dveh vidikov. Prvi je ta, da z dodajanjem likvidnosti preko operacij dolgoročnega refinanciranja »zakrpajo« likvidnostne luknje, ki jih je za seboj pustilo glavno refinanciranje, drugi vidik pa je ta, da ECB z operacijami dolgoročnega refinanciranja omogoča dostop do finančnih virov tudi kapitalno šibkejšim institucijam, ki nimajo na zalogi veliko ustrezne aktive.

Povpraševanje po likvidnostnih sredstvih iz naslova dolgoročnih operacij, je od začetnih licitacij v letu 1999 v povprečju vseskozi upadalo, a je kljub temu prispevalo kar 26 odstotkov likvidnostnih sredstev, ki jih je ECB v preučevanem obdobju dodelila trgu. Samo upadanje je v Svetu guvernerjev sprožilo polemike o tem ali operacije dolgoročnega refinanciranja sploh izpolnjujejo cilje, kot so bili predvideni v »The Singel Monetary Policy in Stage Three«. Tako je prišlo v Oktobru 2002 do glasovanja o odpravi dolgoročnih refinanciranj, kar pa ni bilo izglasovano.

Veliko pozornosti je usmerjeno na operacije glavnega financiranja, zato pride do občasne nepozornosti in zasenčenja dolgoročnih refinanciranj. Kot sem predstavil v diplomskem delu, operacije dolgoročnega refinanciranja izpolnjujejo svojo »predvideno« vlogo zelo dobro, kar so po skrbnem pregledu ugotovili tudi v Svetu guvernerjev in se odločili ,da bodo operacije dolgoročnega refinanciranja še naprej zasedale drugo najpomembnejše mesto pri dodajanju likvidnosti trgu.

11 LITERATURA

1. ECB: The monetary policy of the ECB.
[URL:<http://www.ecb.int/pdf/monetarypolicy2001.pdf>], 3.5.2003.
2. ECB: The single monetary policy in stage three: General documentation on Evrosystem monetary policy instruments and procedures.
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/gendoc2000en.pdf>], 3.5.2003.
3. ECB: The European central bank. Frankfurt am Main : ECB, March 2001. 49 str.
4. ECB: Annual Report. Frankfurt am Main : ECB, 1999. str.196.
5. ECB: Annual Report. Frankfurt am Main : ECB, 2000. str. 230.
6. ECB: Annual Report. Frankfurt am Main : ECB, 2001.str. 254.
7. ECB: Annual Report. Frankfurt am Main : ECB, 2002.str. 268.
8. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, January 1999. str. 270.
9. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, April 1999. str. 112.
10. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, July 1999. str. 118.
11. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, October 1999. str.114.
12. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, December 1999. str 122.
13. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, January 2000. str. 128.
- 14..ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, April 2000. str. 134.
15. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, July 2000. str 148.
16. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, October 2000. str 146.
17. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, December 2000. str 146.
18. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, January 2001. str. 120.
19. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, April 2001. str. 158.

20. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, July 2001. str. 156.
21. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, October 2001. str. 170.
22. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, December 2001. str. 180.
23. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, January 2002. str. 188.
24. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, July 2002. str. 176.
25. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, October 2002. str. 174.
26. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, December 2002. str. 184.
27. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, February 2003. str. 176.
28. ECB: Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, May 2003. str. 188.
29. Javšnik Peter: Vodič po EU.
[URL: http://www.evropska-unija.si/Evropska_unija/Vodic/vodic.htm], 3.5.2003.
30. Krašovec Tadej: Operacije glavnega refinanciranja ECB. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 45. str.
31. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana : 48(1999), 9, str. 12-15.
32. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. (Mednarodni denarni sistem). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.