

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**USTREZNA FINANČNA AKTIVA, KI JIH OD BANK
ZAČASNO KUPUJE EVROPSKA CENTRALNA BANKA**

JANA SUHADOLNIK

Ljubljana, oktober 2003

IZJAVA

Študen/ka _____ izjavljam, da sem avtor/i ca tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. USTANOVITEV ECB	2
3. NALOGE ECB	4
4. STRUKTURA ECB	5
4.1 Svet ECB (»The Governing Council of the ECB«).....	5
4.2 Izvršni odbor ECB (»The Executive Board of the ECB«).....	5
4.3 Generalni svet ECB (»The General Council of the ECB«).....	6
5. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB	6
5.1 Stabilnost cen.....	6
5.2 Dva stebra denarne politike.....	8
5.2.1 Prvi steber – dominantna vloga denarja.....	8
5.2.2 Drugi steber – široko zasnovana analiza o gibanju cen v prihodnosti.....	8
5.3 Transmisijski mehanizem denarne politike.....	10
6. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB	11
6.1 Operacije na odprtem trgu.....	12
6.1.1 Glavne operacije refinanciranja.....	14
6.1.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja.....	15
6.1.3 Operacije finega uravnavanja.....	16
6.1.4 Strukturne operacije.....	17
6.2 Odprta ponudba bankam.....	17
6.2.1 Možnost obrobnega zadolževanja.....	18
6.2.2 Možnost deponiranja sredstev.....	18
6.3 Sistem obveznih rezerv.....	19
7. USTREZNA (PRIMERNA) FINANČNA AKTIVA, KI JIH OD BANK ZAČASNO KUPUJE ECB	21
7.1 Splošne značilnosti.....	21

7.1.1 Ustrezna finančna aktiva prvega reda.....	22
7.1.2 Ustrezna finančna aktiva drugega reda.....	24
7.2 Razpoložljivost in uporaba ustreznih finančnih aktiv.....	25
7.3 Izračunavanje vrednosti zastavljenih ustreznih finančnih aktiv.....	29
7.4 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj.....	30
7.4.1 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj za aktiva prvega reda	31
7.4.2 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj za aktiva drugega reda	31
7.5 Uporaba ustreznih finančnih aktiv na mednarodni ravni	32
7.5.1 Korespondenčni centralno-bančni model.....	33
7.5.2 Model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami («SSS links	34
model«)	34
8. PRIMERNA NASPROTNA STRAN V OPERACIJAH DENARNE POLITIKE ...	35
8.1 Ustreznostni kriteriji	35
8.2 Sankcije v primeru neizpolnjevanja zahtev s strani kreditnih institucij.....	36
9. TRENDI V SMERI OBLIKOVANJA IN UPORABE ENOTNE LISTE	
USTREZNIH FINANČNIH AKTIV.....	37
10. SKLEP	40
11. LITERATURA.....	43
12. VIRI.....	44

1. UVOD

Ustrezna finančna aktiva predstavljajo pomemben element v denarni politiki Evrosistema. S tem, ko Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) kupuje in prodaja ustrezna finančna aktiva, pravzaprav vodi denarno politiko. Le-ta je srednjeročno naravnana in usmerjena k doseganju končnega cilja, t.j. cenovne stabilnosti. ECB začasno kupuje (in nato prodaja) ustrezna finančna aktiva, ki jih nasprotna stran zastavi v jamstvo v zameno za prejeta likvidnostna sredstva, v okviru posla začasnih transakcij, s katerim izvajajo tako rekoč vse štiri operacije na odprtem trgu. Na ta način se ECB zavaruje pred morebitnim kreditnim tveganjem, ki se pojavi v primeru, ko nasprotna stran ni sposobna poplačati svojih obveznosti.

Namen mojega diplomskega dela je dodobra spoznati in proučiti ustrezna finančna aktiva, ki jih v okviru denarne politike ECB začasno kupuje od bank. Tako v začetnih poglavjih obravnavam najprej ustanovitve, naloge ter strukturo ECB. Nato se posvetim strategiji denarne politike, ki temelji na uresničevanju prioritete cilja – cenovne stabilnosti – na srednji rok ter na dveh stebrih denarne politike, ki sta ECB v veliko pomoč pri vodenju njene stabilno naravnane denarne politike. V nadaljevanju sledi obravnava različnih instrumentov denarne politike, ki so razdeljeni v tri večje sklope, in sicer operacije na odprtem trgu, odprto ponudbo bankam ter sistem obveznih rezerv. Operacije na odprtem trgu se glede na njihov namen, postopke ter rednost njihovega izvajanja delijo v štiri glavne skupine: glavne operacije refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja, operacije finega uravnavanja ter strukturne operacije. V vseh štirih primerih ECB začasno kupuje (in prodaja) ustrezna finančna aktiva prvega in drugega reda.

V sedmem poglavju, ki predstavlja tudi glavni del moje diplomske naloge, opisujem najpomembnejše značilnosti in kategorije ustreznih finančnih aktiv prvega in drugega reda, ki jih ECB uporablja za izdajanje primarnega denarja, na način, da jih začasno (in dokončno) kupuje. V nadaljevanju opisujem tudi kriterije predpisane s strani ECB (oz. predpisane s strani nacionalnih centralnih bank (v nadaljevanju NCB) ter odobrene s strani ECB), ki jih morajo izpolnjevati finančna aktiva, da se uvrstijo v kategorijo ustreznih finančnih aktiv, saj za zavarovanje terjatev Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) niso primerna katerakoli aktiva. Ker obstaja tveganje, da se tržna vrednost aktiv, danih v zavarovanje, v času izvajanja določene operacije denarne politike zniža, ECB vsakodnevno izračunava njihovo vrednost. Poleg tega pa so finančna aktiva tudi predmet posebnih ukrepov za obvladovanje tveganj, ki jih podrobno opisujem v nadaljevanju. Obravnavam tudi uporabo ustreznih finančnih aktiv na mednarodni ravni, ki je možna na dva načina, in sicer z uporabo korespondenčnega centralno-bančnega modela ter z uporabo povezav med klirinško depotnimi družbami.

Vsaka finančna institucija, ki želi sodelovati v operacijah denarne politike Evrosistema ali želi prejeti sredstva ECB, mora prej izpolniti določene t.i. ustreznostne kriterije. Le-ti so

opisani v predzadnjem poglavju, kjer predstavim tudi sankcije, ki jih ECB uvede v primeru, ko nasprotna stran ne izpolnjuje svojih obveznosti.

V zadnjem poglavju opisujem trende, ki se pojavljajo v okviru zavarovanja terjatev Evrosistema. Tako naj bi po vsej verjetnosti že v prihodnjem letu prišlo do vzpostavitve in uporabe ene same liste ustreznih finančnih aktiv. K temu naj bi botrovala predvsem heterogenost instrumentov vključenih med ustrezna finančna aktiva drugega reda.

Na koncu podajam sklep, kjer v zgoščeni obliki povzamem najpomembnejše ugotovitve, do katerih sem prišla tekom pisanja diplomskega dela.

2. USTANOVITEV ECB

Evropska centralna banka¹, naslednica Evropskega denarnega inštituta (EMI), je bila formalno ustanovljena 1. junija 1998. Funkcijo vodenja skupne denarne politike Evrosistema je prevzela šele pol leta kasneje. Tako so 1. januarja 1999, ob uveljavitvi nove skupne valute – evra, nacionalne centralne banke držav članic evro območja izgubile svojo suverenost pri vodenju lastne denarne politike in prevzele vlogo agentov ECB.

ECB tvori skupaj s petnajstimi NCB držav članic Evropske unije (v nadaljevanju EU) Evropski sistem centralnih bank. Njegove osnovne naloge so naslednje (ECB Annual report, 1998):

- definiranje in uresničevanje denarne politike EU,
- izvajanje deviznih operacij,
- hranjenje in opravljanje z deviznimi rezervami držav članic,
- skrb za učinkovito delovanje plačilnih sistemov.

Potrebno je razlikovati med ESCB² ter Evrosistemom, v katerega so, poleg ECB, vključene le NCB dvanajstih držav članic EU, ki so članice evro območja. V Evrosistem tako niso vključene Švedska, Danska ter Anglija, pa ne zaradi tega, ker ne bi izpolnjevale konvergenčnih kriterijev, temveč zato, ker se preprosto niso hotele odpovedati nacionalni valuti in lastni denarni politiki.

Čeprav poteka odločanje v zvezi s skupno denarno politiko Evrosistema centralizirano (odločitve sprejema Svet ECB), se večina ukrepov izvaja decentralizirano, in sicer preko NCB.

Kapital ECB znaša 5 milijard evrov. Njegovi lastniki oz. vlagatelji so NCB držav članic, ki so vložile svoja sredstva. Višino sredstev, ki jo je morala posamezna NCB vložiti, je bilo

¹ Sedež ECB je v mestu Frankfurt v Nemčiji.

² V ESCB sodijo: Anglija, Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija ter Švedska.

določeno ob ustanovitvi ECB, s ključem za naložitev kapitala ECB. Po tem ključu je bil delež posamezne NCB v kapitalu ECB določen na podlagi (Protocol on the Statute of the ESCB and of the ECB, 29. člen, 2003):

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

Deleži, ki ga imajo NCB v kapitalu ECB, se prilagajajo vsakih pet let, v skladu s spremembami ključa. Prilagojeni ključ začne veljati prvega dne naslednjega leta (Protocol on the Statute of the ESCB and of the ECB, 29. člen, 2003).

V nadaljevanju predstavljam tabelo 1, ki prikazuje deleže NCB posameznih držav članic EU v kapitalu ECB.

Tabela 1: Deleži posameznih NCB v kapitalu ECB

NCB	delež v kapitalu ECB
Nemčija (Deutsche Bundesbank)	24,49 %
Francija (Banque de France)	16,83 %
Italija (Banca d'Italia)	14,90 %
Anglija (Bank of England)	14,68 %
Španija (Banco de Espana)	8,89 %
Nizozemska (De Nederlandsche Bank)	4,28 %
Belgija (Banque Nationale de Belgique)	2,87 %
Švedska (Sveriges Riksbank)	2,65 %
Avstrija (Oesterreichische Nationalbank)	2,36 %
Grčija (Bank of Greece)	2,06 %
Portugalska (Banco de Portugal)	1,92 %
Danska (Danmarks Nationalbank)	1,67 %
Finska (Suomen Pankki)	1,40 %
Irska (Central Bank of Ireland)	0,85 %
Luksemburg (Banque centrale du Luxembourg)	0,15 %

Vir: ECB Annual report, 1998, str. 122.

Iz tabele je razvidno, da ima največji delež v kapitalu ECB Nemčija, in sicer kar 24,49 odstotkov. S 16,83 odstotki ji sledi Francija, s slabima 2 odstotkoma manj pa Italija. Najmanjši delež v kapitalu ECB, 0,15 odstotkov, ima Luksemburg. Potrebno je omeniti, da je tudi za države, ki ne spadajo v denarno unijo oz. okvir Evrosistema, Anglijo, Dansko ter Švedsko, določen delež v kapitalu ECB. Tako morajo le-te prispevati 5 odstotkov njihovega deleža kapitala, za pokritje operativnih stroškov ECB.

Na osnovi deležev, ki ga imajo NCB v kapitalu ECB, poteka alokacija 80 odstotkov neto dobička ECB. Preostalih 20 odstotkov pa se nameni za rezerve ECB. V primeru neto izgube, se le-ta poplača iz skupnega rezervnega sklada ECB oz. če je potrebno tudi iz denarnih prihodkov (Protocol on the Statute of the ESCB and of the ECB, 33. člen, 2003).

V skladu z višino svojih deležev v kapitalu ECB, so NCB na ECB prenesle tudi mednarodne denarne rezerve (MDR). Le-te sestavljajo tuje valute, zlate rezerve, sredstva pri Mednarodnem denarnem skladu (IMF) ter posebne pravice črpanja (SDR oz. »special drawing rights«).

3. NALOGE ECB

ECB je nadsocijalna institucija EU, katere primarna naloga je vodenje skupne denarne politike Evrosistema. Da je lahko pri svojem delu uspešna, mora biti tako politično kot tudi ekonomsko neodvisna. *»Politična avtonomija³ pomeni, da lahko centralna banka vodi denarno politiko brez vmešavanja države. Ekonomska avtonomija pomeni, da se lahko brez kakršnihkoli omejitev osredotoči na stabilnost cen«* (Ribnikar, 1998, str. 68). Le neodvisna centralna banka je lahko v očeh javnosti kredibilna oz. verodostojna, kar ji je v veliko pomoč pri uresničevanju primarnega cilja – cenovne stabilnosti.

Glavne naloge ECB so naslednje (Šturm, 2000, str. 5-6):

- definiranje in uresničevanje skupne denarne politike Evrosistema,
- vodenje operacij valutne zamenjave,
- upravljanje z mednarodnimi denarnimi rezervami držav članic Evrosistema,
- omogočanje nemotenega delovanja plačilnega sistema znotraj EU⁴,
- obveščanje javnosti o svojih aktivnostih⁵,
- dajanje pooblastil za izdajo bankovcev⁶ in kovancev⁷ v evro območju,
- sodelovanje z institucijami pri izvajanju politik, ki prispevajo k stabilnosti finančnega sistema.

³ V primeru ECB pomeni politična avtonomija nevmesavanje vlad držav članic in skupnih institucij EU v vodenje denarne politike ECB.

⁴ Pri tem ji je v pomoč t.i. TARGET (»Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System«) sistem, ki omogoča nemoten potek plačevanja znotraj EU. Vsaka posamezna država članica EU ima t.i. RTGS (»real time gross settlement«) sistem, prek katerega ureja vsa plačila z evrom. Sistem TARGET je tako sestavljen iz 15 RTGS sistemov ter plačilnega mehanizma ECB (Šturm, 2000, str. 5).

⁵ V ta namen vsak teden objavlja konsolidirane izkaze ESCB, izdaja mesečne biltene ter letna poročila o svojem delovanju.

⁶ Kot zakonito plačilno sredstvo veljajo bankovci izdani s strani ECB in NCB.

⁷ S pooblastilom ECB lahko kovance izdajajo tudi NCB.

4. STRUKTURA ECB

Za uspešno vodenje skupne denarne politike Evrosistema ter v končni fazi tudi za uresničevanje glavnega cilja, so ECB v pomoč njeni odločevalni organi, ki jih predstavljam v nadaljevanju.

4.1 Svet ECB (»The Governing Council of the ECB«)

Svet ECB, ki je sestavljen iz šestih članov Izvršnega odbora ECB (»Executive Board of the ECB«) ter dvanajstih guvernerjev NCB evro področja, predstavlja najvišji odločitveni organ v okviru ECB. Njegova poglobljena naloga je oblikovanje takšne denarne politike ECB, ki bo zagotavljala izpolnjevanje glavnega cilja – stabilnosti cen.

Posamezni član Sveta ECB ima en glas ter petletni, obnovljivi mandat. Svet sprejema svoje odločitve z navadno večino. V primeru neodločenega izida glasovanja, svoj glas poda tudi predsednik. Glasovanje lahko poteka le, če sta prisotni vsaj dve tretjini članov. Na sestankih Sveta ECB lahko sodelujeta tudi predsednik Sveta EU in Evropske komisije, a brez pravice glasovanja.

Svet ECB pripravlja smernice in sprejema odločitve, ki so potrebne za izvajanje skupnih nalog, zaupanih ESCB. Oblikuje skupno denarno politiko evro področja, vključujoč odločitve povezane z denarnimi cilji, odločitve o obrestnih merah ter rezervah ESCB (Jenko, 1998, str. 18).

4.2 Izvršni odbor ECB (»The Executive Board of the ECB«)

Izvršni odbor ECB je sestavljen iz šestih članov - predsednika, podpredsednika ter še štirih članov, ki so imenovani na predlog Evropskega sveta⁸ ob soglasju držav članic EU. Pogoji, ki jih morajo izpolnjevati člani Izvršnega odbora so sledeči: prihajati morajo iz držav EMU, imeti morajo bogate strokovne izkušnje na bančnem in denarnem področju ter ne smejo opravljati kakršnegakoli drugega – dobičkonosnega ali nedobičkonosnega poklica (Protocol (No.18) on the Statute of the ESCB and of the ECB, 11. člen, 2003).

Vsak član Izvršnega odbora ima en glas, njihov mandat traja osem let in je neobnovljiv⁹. Odločitve se sprejemajo z navadno večino. V primeru, da je izid glasovanja neodločen, je odločilen glas predsednika.

⁸ Le-ta se o svojem predlogu predhodno posvetuje z Evropskim parlamentom ter Svetom ECB.

⁹ To pa ne velja za sedanje člane, ki so obenem tudi prvi člani Izvršnega odbora, saj imajo le-ti izjemoma različne mandate. Predsednik ter podpredsednik imata mandat za obdobje 4 let, ostali člani pa za obdobje 8, 7, 6 oz. 5 let. Tako se vsako leto zamenja le po en oz. največ dva člana, kar omogoča ohranjanje zaupanja v uspešnost nadaljnjega vodenja denarne politike (Šturm, 2000, str. 7).

Naloga Izvršnega odbora ECB je implementacija denarne politike v skladu s smernicami in odločitvami Sveta ECB, pri tem pa mora dajati tudi potrebna navodila NCB držav članic. Izvršni odbor je odgovoren tudi za pripravo srečanj v okviru Sveta ECB (Protocol (No.18) on the Statute of the ESCB and of the ECB, 11. člen, 2003).

4.3 Generalni svet ECB (»The General Council of the ECB«)

Tretji organ, ki deluje v okviru ECB, je Generalni svet ECB. Sestavljajo ga predsednik ter podpredsednik Izvršnega odbora ECB in vsi guvernerji NCB držav članic EU, torej tudi tistih, ki še niso v EMU.

Naloge tega organa so predvsem posvetovalne narave, zato le-ta ne more sprejemati obvezujočih odločitev pri oblikovanju in vodenju denarne politike Evrosistema (Grmovšek, 2002, str. 34). Generalni svet ECB je zadolžen tudi za zbiranje statističnih informacij, ki so potrebne za sprejetje odločitev pri vodenju denarne politike, sodeluje pri pripravi letnih poročil ECB, pa tudi pri pripravah trdnih menjalnih tečajev med valutami držav članic, ki niso v EMU ter evrom.

Generalni svet ECB bo deloval predvidoma še toliko časa, dokler se ne bodo vse države članice EU vključile v EMU.

5. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB

Strategija denarne politike ECB temelji na uresničevanju glavnega cilja, t.j. cenovni stabilnosti, ki ga je potrebno izpolnjevati na srednji rok. Pri tem je pomembno, da ECB hkrati izpolnjuje tudi ostale ekonomske cilje. Pri doseganju omenjenega prioritetnega cilja sta ji v pomoč dva stebra denarne politike, ki služita kot dober vir različnih ekonomskih informacij.

Strategija denarne politike ECB izpolnjuje načelo učinkovitosti, je transparentna ter skladna z načelom samostojnosti ECB. S takšno strategijo si ECB želi doseči visoko kompetentnost in zaupanje v svoje odločitve, kar ji je v veliko pomoč pri vodenju uspešne denarne politike ter doseganju zastavljenih nalog in ciljev (Krašovec, 2002, str. 6).

5.1 Stabilnost cen

V 2. členu Protokola o statutu ESCB in ECB je zapisano (Protocol of the Statute of the ESCB and of the ECB, 2. člen, 2003): *»V soglasju s 105. členom Pogodbe o Evropski Skupnosti, bo glavni cilj ESCB vzdrževanje stabilnosti cen. ESCB bo v skladu s tem ciljem pripomogel Skupnosti pri doseganju splošnih ekonomskih ciljev z namenom, da se dosežejo cilji zastavljeni v 2. členu te pogodbe. ESCB bo deloval v skladu z načeli tržne ekonomije*

odprtega trga s prosto konkurenco, učinkovito alokacijo resursov ter v skladu z načeli določenimi v 4. členu te pogodbe.«

Iz zgoraj zapisanega je razvidno, da je primarni cilj denarne politike ECB oz. Evrosistema, ohranjanje stabilnosti cen. V skladu s to prioriteto pa mora ECB izpolnjevati tudi druge ekonomske cilje, in sicer zagotavljati visoko stopnjo gospodarske rasti, zaposlenosti, spodbujati konkurenco itd.

Postavlja se vprašanje, zakaj je bila prav stabilnost cen izbrana za prioriteten cilj ECB. Dejstvo je, da stabilnost cen na različne načine prispeva k doseganju visoke stopnje ekonomske rasti in zaposlenosti ter na ta način omogoča boljši življenjski standard v državah članicah EU (The monetary policy of the ECB, 2001):

- Stabilnost cen omogoča transparentnost relativnih cen ter na ta način prispeva k boljšemu odločanju ekonomskih subjektov o potrošnji in investicijah. Poleg tega omogoča boljšo alokacijo resursov na trgu, kar v končni fazi zvišuje proizvodni potencial gospodarstva.
- Če investitorji pričakujejo stabilne cene v prihodnosti, zahtevajo manjšo premijo za inflacijsko tveganje. Slednje znižuje realne obrestne mere, kar posledično pomeni več investiranja ter višjo gospodarsko rast.
- Ohranjanje stabilnosti cen ter posledično nizka inflacija omogočata, da ekonomski subjekti ne držijo sredstev v svojih rokah, temveč jih usmerijo v profitabilne investicije.
- Cenovna stabilnost zmanjšuje negativne posledice davčnega sistema na obnašanje ekonomskih subjektov.
- Ohranjanje stabilnosti cen v gospodarstvu preprečuje arbitrarno redistribucijo premoženja in prihodkov ter na ta način ohranja socialno kohezijo in stabilnost.

Iz zgornjih dejstev je seveda popolnoma razumljivo, zakaj si je ECB za svoj glavni cilj izbrala prav ohranjanje cenovne stabilnosti.

Naj omenim, da v Statutu ni opredeljeno, kaj je pravzaprav mišljeno pod definicijo cenovne stabilnosti. Tako je leta 1998 Svet ECB podal kvantitativno definicijo prioritetnega cilja ECB, in sicer: *«Cenovna stabilnost je določena kot letni porast harmoniziranega indeksa potrošniških cen (Harmonised Index of Consumer Prices - HICP), ki ne sme presežati 2 odstotkov»* (The monetary policy of the ECB, 2001).

Jasno je, da inflacije ni moč uravnavati na kratek rok. Spremembe v denarni politiki namreč vplivajo na cene oz. na druge ekonomske kategorije šele čez določen čas. Tako je ohranjanje stabilnosti cen cilj ECB, ki ga le-ta dosega na srednji rok.

5.2 Dva stebra denarne politike

Strategija denarne politike ECB temelji, poleg že opisanega glavnega cilja – cenovna stabilnost, tudi na dveh stebrih. Le-ta služita kot orodje za pridobivanje različnih ekonomskih informacij, na podlagi katerih se ECB, pri vodenju svoje denarne politike, lažje odloča ter na ta način uspešno zasleduje glavni cilj.

5.2.1 Prvi steber – dominantna vloga denarja

Inflacija je tako na srednji kot tudi na dolgi rok monetarni fenomen, zato je edini možni način za njeno uravnavanje spreminjanje količine denarja v obtoku. Za evro območje je bilo ugotovljeno, da je denarni agregat M3¹⁰ dolgoročno najtesneje povezan z ravno cen, poleg tega pa se da na osnovi njegovega gibanja, zlasti na srednji rok, dobro napovedati prihodnjo inflacijo. Prav zaradi tega je bil izbran za prvi steber denarne politike ECB.

Decembra 1998 je Svet ECB določil referenčno vrednost letne rasti denarnega agregata M3, in sicer na 4,5 odstotni stopnji. To vrednost je določil na podlagi naslednjih treh predpostavk: letna stopnja rasti indeksa HICP ne sme presegati 2 odstotkov (glavni cilj denarne politike), letna stopnja rasti BDP mora biti v mejah 2-2,5 odstotkov, padec obtočne hitrosti denarja (agregata M3) pa v mejah 0,5-1 odstotka letno.

Potrebno je poudariti, da referenčna vrednost denarnega agregata M3 ne predstavlja bližnjega cilja denarne politike. Zato ECB ni v interesu za vsako ceno obdržati rast tega agregata v višini postavljene referenčne vrednosti. Vsakršno odstopanje od omenjene vrednosti ECB skrbno prouči in se za posredovanje odloči le v primeru, če je stabilnost cen resneje ogrožena (The monetary policy of the ECB, 2001).

5.2.2 Drugi steber – široko zasnovana analiza o gibanju cen v prihodnosti

Da lahko ECB sprejema učinkovite odločitve v zvezi z vodenjem denarne politike in doseganjem glavnega cilja, niso dovolj le informacije, ki jih nudi prvi steber. Poznati mora tudi obstoječo ekonomsko situacijo ter biti pozorna na naravo in velikost različnih ekonomskih motenj, ki bi lahko ogrozile cenovno stabilnost. Zato je ECB v okviru svoje strategije, poleg prvega stebra vključila tudi drugega. Tu gre za široko zasnovano analizo različnih ekonomskih ter finančnih indikatorjev, s katerimi se lahko napove gibanje cen v prihodnosti. Naj jih naštejemo le nekaj: plače, pogoji na trgu dela, povpraševanje in ponudba, devizni tečaj, različni cenovni in stroškovni indeksi, vrednost premoženja, krivulja donosnosti itd.

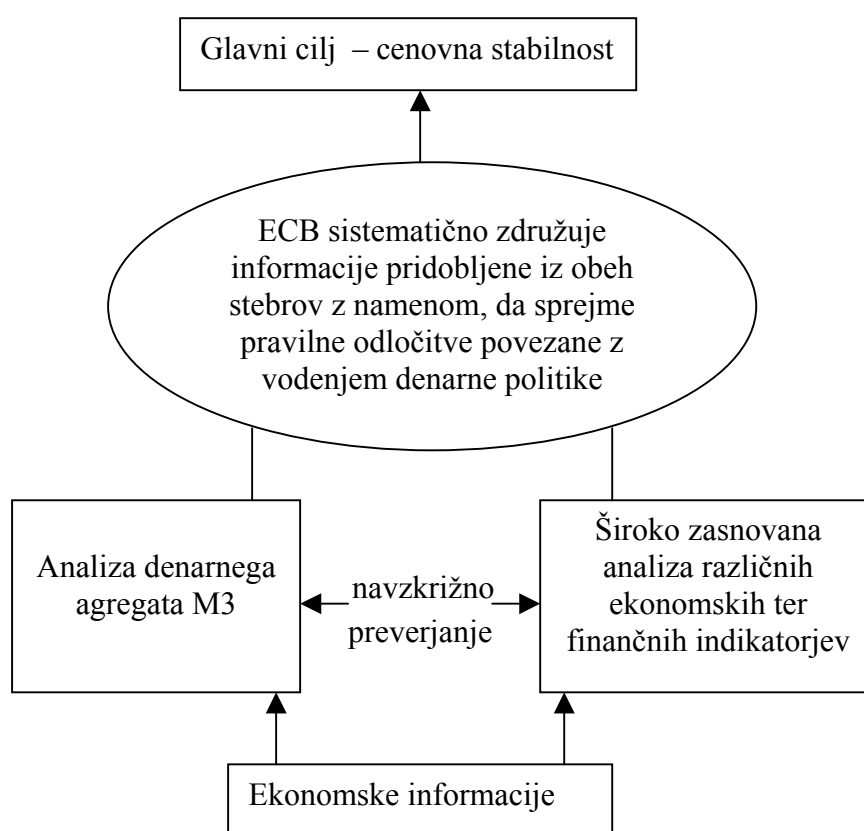
¹⁰ Denar agregat M3 sestoji iz gotovine v obtoku, blagajniških depozitov, vlog na vplogled, vezanih in varčevalnih vlog pri poslovnih bankah ter kratkoročnih vrednostnih papirjev

Analize v okviru drugega stebra preučujejo predvsem ekonomske in finančne faktorje, ki imajo kratkoročni vpliv na prihodnjo raven cen. Ti faktorji so za ECB nemajhnega pomena, saj lahko njihov kratkoročni vpliv na raven cen v prihodnosti ogrozi cenovno stabilnost na srednji rok (ECB Monthly bulletin, november 2000).

Na podlagi informacij, pridobljenih na osnovi analize različnih, že omenjenih indikatorjev, Evrosistem oblikuje projekcije, in sicer dvakrat letno. Le-te so pomembne, saj so ECB v veliko pomoč pri vodenju denarne politike. Potrebno se je zavedati, da te projekcije niso nezmotljive, saj temeljijo na velikem številu različnih predpostavk. *»Projekcije so po svoji naravi negotove in ta negotovost se povečuje z dolžino obdobja za katerega so le-te narejene«* (The monetary policy of the ECB, 2001).

Kot smo lahko videli, je ECB v okviru strategije denarne politike, poleg prioritarnega cilja, vključila tudi dva stebra, ki predstavljata pomemben vir različnih ekonomskih in finančnih informacij, na podlagi katerih lažje sprejema pravilne odločitve pri vodenju svoje cenovno-stabilne denarne politike. Potrebno je poudariti, da ECB na signale posameznih indikatorjev ne reagira mehansko, temveč ovrednoti, analizira in navzkrižno preveri informacije pridobljene na osnovi obeh stebrov, kar prikazuje tudi spodnja slika.

Slika 1: Shematični prikaz strategije denarne politike ECB



Vir: ECB Monthly bulletin, november 2000, str. 39.

5.3 Transmisijski mehanizem denarne politike

Transmisijski mehanizem označuje »kanale«, preko katerih poteka delovanje ukrepov oz. instrumentov denarne politike na njene končne cilje. Slednji so večinoma opredeljeni kot inflacija ali zaposlenost oz. natančneje stabilnost cen od dosegljivi polni zaposlenosti (Drenovec, 1999, str. 1).

Oglejmo si najprej s kakšnimi omejitvami se ECB srečuje pri vodenju svoje denarne politike. Kot vemo lahko ECB z ukrepi denarne politike vpliva na realne ekonomske spremenljivke izključno na kratek rok. Na dolgi rok ima moč vplivati le na nominalne spremenljivke. Naj zgornjo trditev ponazorim s primerom - če pride do spremembe v ponudbi denarja, bodo realne obrestne mere, realni proizvod ter zaposlenost ostali na dolgi rok nespremenjeni. To pa posledično pomeni, da so dolgoročna obdobja visoke denarne rasti neizpodbitno povezana z visoko inflacijo. Inflacija je tako na dolgi rok monetarni fenomen. Ravno zaradi tega je denarna politika ECB srednjeročno naravnana.

V primeru, da se ECB odloči voditi ekspanzivno denarno politiko – zniža nominalno obrestno mero, bo v prvi vrsti prišlo do povišanja količine denarja v obtoku. Temu sledi znižanje obrestnih mer ter deprecijacija deviznega tečaja. Nižje obrestne mere povzročijo tudi porast povpraševanja po kreditih za investicijske namene, nenazadnje pa pride tudi do spremembe v gospodarski aktivnosti – poveča se BDP ter zaposlenost.

Naj bolj podrobno opišem različne kanale transmisije:

- Kanal obrestnih mer
(Ekspanzivna denarna politika, ki zniža nominalne obrestne mere ECB sprva povzroči znižanje kratkoročnih obrestnih mer, po določenem času pa tudi dolgoročnih obrestnih mer. To povzroči povečano investicijsko povpraševanje, kar ugodno vpliva na gospodarsko aktivnost.)
- Kanal kreditov
(Ta kanal igra pomembno vlogo v procesu transmisije, saj so stroški kreditov pomemben dejavnik investicijskih ter potrošniških odločitev. Ekspanzivna denarna politika povzroči povečanje povpraševanja po kreditih, s tem pa se povečata tudi investicijska dejavnost ter BDP.)
- Kanal deviznega tečaja
(Ta kanal je pomemben predvsem za majhna, odprta gospodarstva, zato nima pomembnejšega vpliva na EMU. Ekspanzivna denarna politika oz. znižanje nominalnih obrestnih mer povzroči deprecijacijo deviznega tečaja, kar nadalje vpliva na porast izvozne dejavnosti ter BDP.)

- Kanal vrednosti premoženja
(Ekspanzivna denarne politika ECB povzroči porast vrednosti različnih vrst premoženja, kar prispeva k povečanju potrošnje, saj je za ekonomske subjekte, zaradi nižjih obrestnih mer, mnogo bolj privlačno potrošiti tekoče prihodke, kot pa jih prihraniti.)

Potrebno se je zavedati, da gre pri transmisijskem mehanizmu denarne politike za izredno zapleteno medsebojno delovanje različnih ekonomskih in finančnih spremenljivk. Kljub številnim raziskavam, ostaja še dandanes nepovsem pojasnjen. Dobro razumevanje transmisijskega mehanizma je v veliko pomoč odločevalcem denarne politike, saj lahko veliko lažje in bolj natančno napovejo bodoče spremembe v ekonomskih in finančnih spremenljivkah, kar pripomore k boljši izbiri bližnjega cilja denarne politike.

6. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Instrumenti denarne politike predstavljajo orodje, ki ga ECB uporablja pri vodenju denarne politike. S slednjo le-ta uravnava količino denarja v obtoku ter na ta način dosega končni cilj denarne politike t.j. cenovno stabilnost. Predmet denarne politike so dandanes, ko poleg denarja obstaja vse več denarju podobnih likvidnih finančnih oblik, vsa finančna aktiva. Lahko rečemo, da ECB vodi denarno politiko predvsem tako, da kupuje in prodaja finančna aktiva. Torej, če nas zanimajo instrumenti denarne politike, nas pravzaprav zanima, kaj in kako ECB kupuje in prodaja (Ribnikar, 1999a, str. 47).

Oglejmo si, kakšne lastnosti morajo imeti instrumenti denarne politike (Jenko, 1998, str. 29-30):

- instrumenti morajo omogočati učinkovito opravljanje funkcij ESCB,
- instrumenti morajo biti preprosti, jasni in stroškovno učinkoviti,
- instrumenti se morajo prilagoditi načelom tržne ekonomije odprtega trga s prosto konkurenco, podpirati pa morajo tudi učinkovito alokacijo resursov,
- dostop do sredstev ESCB mora biti za vse finančne institucije enak,
- instrumenti se uporabljajo na celotnem evro področju,
- sistem instrumentov denarne politike mora biti zasnovan na način, ki omogoča Svetu ECB, da vseskozi kontrolira celoten položaj denarne politike.

V nadaljevanju podajam tabelo 2, ki prikazuje različne instrumente, ki so na voljo ECB, pri vodenju skupne denarne politike Evrosistema.

Tabela 2: Instrumenti denarne politike Evrosistema

instrumenti denarne politike	Vrsta transakcij		značilnosti transakcij		
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorbicija likvidnosti	Dospetje	Pogostost	Postopek
<i>Operacije na odprtem trgu</i>					
Glavno refinanciranje	- začasne transakcije	-	- 2 tedna	- tedensko	- standardna ponudba
Dolgoročno refinanciranje	- začasne transakcije	-	- 3 mesece	- mesečno	- standardna ponudba
Fino uravnavanje	- začasne transakcije - valutne zamenjave	- valutne zamenjave - zbiranje vezanih vlog	- nestand.	- neredno	- hitra ponudba - bilateralni postopek
	- dokončni nakupi	- dokončne prodaje	-	- neredno	- bilateralni postopek
Strukturne operacije	- začasne transakcije	- izdajanje dolž. Potrdil	-stand./ nestand.	- redno in neredno	- standardna ponudba
	- dokončni nakupi	- dokončne prodaje	-	- neredno	- bilateralni postopek
<i>Odrpte možnosti bank (kreditnih institucij)</i>					
Možnost obrobnega zadolževanja	- začasne transakcije	-	- čez noč	- dosegljivo na željo kreditne institucije	
Možnost deponiranja sredstev	-	- vloge (depoziti)	- čez noč	- dosegljivo na željo kreditne institucije	

Vir: The single monetary policy in the euro area, 2002, str. 7.

6.1 Operacije na odprtem trgu

Operacije na odprtem trgu predstavljajo najpomembnejše operacije denarne politike ECB, saj slednja z njimi uravnava likvidnost bančnega sistema¹¹, signalizira pozicijo denarne politike ter uravnava višino obrestne mere.

Evrosistem ima na voljo pet različnih tipov instrumentov, s katerimi lahko izvaja operacije na odprtem trgu, in sicer (The single monetary policy in the euro area, april 2002):

- začasne transakcije (»reverse transactions«)
- dokončne transakcije (»outright transactions«)
- valutne zamenjave (»foreign exchange swaps«)

¹¹ ECB v primeru pomanjkanja likvidnosti zagotavlja potrebna likvidnostna sredstva, v primeru odvečne likvidnosti pa jih absorbira.

- zbiranje vezanih vlog («collection of fixed-term deposits«)
- izdaja dolžniških potrdil ECB («issuance of ECB debt certificates«)

Začasne transakcije so transakcije, ki jim čez določen čas sledi nasprotna transakcija. Če gledamo s stališča ECB, gre v tem primeru za začasni nakup (ali prodajo) ustreznih finančnih aktiv («eligible assets«), ki jih nasprotna stran zastavi v jamstvo v zameno za prejeta likvidnostna sredstva. Po preteku določenega obdobja nasprotna stran zastavljeno premoženje odkupi. V začasnih transakcijah ne more sodelovati katerakoli kreditna institucija, temveč le institucija, ki izpolni ustreznostne kriterije, določene s strani ECB ter tako postane primerna nasprotna stran za sodelovanje v vseh operacijah na odprtem trgu. Ustrezna finančna aktiva, ki jih lahko nasprotna stran zastavi v jamstvo, so aktiva prvega in drugega reda.

Pri dokončnih transakcijah gre za dokončne prodaje oz. nakupe ustreznih finančnih aktiv (vnovič gledano s strani ECB). V nasprotju z začasnimi transakcijami, pridejo tu v poštev le ustrezna finančna aktiva prvega reda. ECB uporablja te transakcije v primeru strukturnih operacij in operacij finega uravnavanja, se pravi, ko želi bančnemu sistemu zagotoviti dodatna likvidnostna sredstva ali absorbirati presežna. Kreditnim institucijam v dokončnih transakcijah ni potrebno, a priori, izpolnjevati ustreznostnih kriterijev.

Valutne zamenjave predstavljajo sočasni promptni nakup oz. prodajo in terminsko prodajo oz. nakup deviz. V primeru promptnega nakupa deviz, se poveča likvidnost bančnega sistema, v primeru promptne prodaje pa se le-ta zmanjša (absorbira). Valutne zamenjave se uporabljajo v operacijah finega uravnavanja.

Zbiranje vezanih vlog predstavlja instrument denarne politike, ki se uporablja le pri operacijah finega uravnavanja, in sicer z namenom absorpcije presežne likvidnosti na trgu. Obrestna mera za vezane vloge je fiksna. Zapadlost vlog ter pogostost njihovega zbiranja nista standardizirani. Instrument se izvaja večinoma decentralizirano, preko NCB, ki v zameno za prejete vloge ne dajejo premoženja v jamstvo. V posebnih okoliščinah, če tako določi Svet ECB, se lahko tega instrumenta poslužuje tudi ECB.

Izdaja dolžniških potrdil predstavlja instrument denarne politike, ki ga lahko ECB uporabi z namenom prilagajanja strukturnega položaja Evrosistema nasproti finančnemu sektorju, in sicer tako, da oblikuje ali poveča likvidnostni primanjkljaj na trgu (The single monetary policy in the euro area, 2002). To pomeni, da ta instrument služi izključno absorpciji presežne likvidnosti na trgu.

Operacije na odprtem trgu se izvajajo na podlagi standardne ponudbe ali licitacije («standard tenders«), hitre ponudbe ali licitacije («quick tenders«) ter bilateralnih postopkov. Glede na njihov glavni namen (cilj), postopke ter rednost njihovega izvajanja, se delijo v štiri glavne skupine:

- glavne operacije refinanciranja (»main refinancing operations«)
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja (»longer-term refinancing operations«)
- operacije finega uravnavanja (»fine-tuning operations«)
- strukturne operacije (»structural operations«)

6.1.1 Glavne operacije refinanciranja

Glavne operacije refinanciranja spadajo med najpomembnejše operacije na odprtem trgu; še več – predstavljajo najpomembnejši instrument denarne politike Evrosistema. Z njimi ECB uravnava višino obrestne mere¹², signalizira pozicijo denarne politike ter bančnemu sistemu zagotavlja potrebna kratkoročna likvidnostna sredstva.

Glavne operacije refinanciranja se izvajajo decentralizirano preko NCB, na podlagi standardne ponudbe ali licitacije. »Licitira se (praviloma) količina, medtem ko je cena ali obrestna mera, dana. To je tista kratkoročna obrestna mera, ki jo določa ECB in je kazalnik denarne politike« (Ribnikar, 1999b, str.13).

Te operacije potekajo vsak teden ob torkih in imajo praviloma dospelost dva tedna. V njih lahko sodelujejo vse kreditne institucije, ki izpolnjujejo določene ustreznostne kriterije. Ustrezna finančna aktiva, ki jih od nasprotne strani začasno kupujejo centralne banke, so tako aktiva prvega kot tudi drugega reda.

Od začetka leta 1999 do julija 2000 se je standardna ponudba (licitacija), v okviru operacij glavnega refinanciranja, izvajala na podlagi sistema nespremenljive obrestne mere. To pomeni, da se je licitirala količina. 27. julija 2000 je, v okviru standardne ponudbe, prišlo do uvedbe sistema spremenljive obrestne mere. Razlog za to spremembo je bil v presežnem povpraševanju po likvidnostnih sredstvih ECB, saj je bila obrestna mera za glavna refinanciranja bistveno nižja (ne glede na velikost povpraševanja je vseskozi ostala nespremenjena) kot na denarnem trgu, ki služi kot alternativa pridobivanju likvidnostnih sredstev od ECB. Z uvedbo sistema spremenljive obrestne mere, ko se licitira cena (obrestna mera), pa kreditne institucije nimajo več interesa po velikem povpraševanju po sredstvih ECB, saj se z večanjem povpraševanja poveča tudi cena, ki jo morajo plačati za dano posojilo (The monetary policy of the ECB, 2001).

V letu 1999 je bilo izvedenih skupno 52 operacij glavnega refinanciranja. Povprečni znesek dodeljenih sredstev na operacijo je znašal 69 milijard evrov. V naslednjem letu je ECB izvedla 51 operacij glavnega refinanciranja, kjer se je dodeljeni povprečni znesek na operacijo, v primerjavi s predhodnim letom, povišal na 80 milijard evrov. Od celotnih likvidnostnih sredstev, ki so bila zagotovljena z operacijami na odprtem trgu, jih je bilo kar 74 odstotkov zagotovljenih prav z operacijami glavnega refinanciranja. Kot je omenjeno v

¹² Obrestne mere za glavno refinanciranje vplivajo na tržne obrestne mere.

prejšnjem odstavku, je 27. julija 2000, v okviru standardne licitacije pri operacijah glavnega refinanciranja, prišlo do zamenjave sistema nespremenljive obrestne mere s sistemom spremenljive obrestne mere. Posledično s to spremembo se je število kreditnih institucij, sodelujočih v teh operacijah, zmanjšalo iz 814 v prvi polovici leta 2000 na 640 v drugi polovici istega leta. V letu 2001 je bilo v okviru Evrosistema izvedenih skupno 52 operacij glavnega refinanciranja, povprečni znesek dodeljenih likvidnostnih sredstev na operacijo je znašal 79 milijard evrov. V letu 2002 pa je ECB izvedla skupno 53 operacij glavnega refinanciranja, s povprečnim zneskom dodeljenih sredstev v višini 67 milijard evrov, kar predstavlja 71 odstotkov vseh sredstev zagotovljenih v okviru operacij na odprtem trgu. Povprečno število sodelujočih nasprotnih strani je v tem letu upadlo za 25 odstotkov. Slednje gre pripisati predvsem konsolidaciji bančnega sektorja v evro območju ter povečani učinkovitosti denarnega trga (ECB: Annual report 2002).

Na podlagi zgornjih podatkov lahko potrdimo dejstvo, da so operacije glavnega refinanciranja najpomembnejši instrument denarne politike ECB, saj skupna vrednost likvidnostnih sredstev zagotovljenih s temi operacijami predstavlja kar tri četrtine sredstev zagotovljenih z vsemi štirimi operacijami na odprtem trgu.

6.1.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Glavna funkcija operacij dolgoročnejšega refinanciranja je zagotavljanje dolgoročnejših likvidnostnih sredstev bančnemu sektorju v okviru Evrosistema. Prav tako kot operacije glavnega refinanciranja se tudi te operacije opravljajo decentralizirano preko NCB, na podlagi standardne ponudbe ali licitacije. Izvajajo se redno vsak mesec, in sicer vsako »prvo sredo enomesečnega obdobja, ko se računajo obvezne rezerve, to je med 24. tekočega in 23. naslednjega meseca« (Ribnikar, 1999b, str. 13). Njihovo dospelje je navadno tri mesece.

Operacij se lahko udeležijo vse kreditne institucije, ki izpolnijo določene ustreznostne pogoje. V zameno za prejeta dolgoročnejša likvidnostna sredstva, mora vsaka kreditna institucija, ki v teh operacijah nastopa kot nasprotna stran, zastaviti v jamstvo ustrezno finančno premoženje, bodisi prvega bodisi drugega reda. V okviru teh operacij ECB ne določa obrestne mere, saj ni v njenem interesu vsiljevati finančnemu sektorju svojo obrestno mero. To pomeni, da se slednja oblikuje na podlagi ponudbe.

V letu 1999 je bilo v okviru Evrosistema izvedenih skupno 14 operacij dolgoročnejšega refinanciranja, povprečni znesek posamezne operacije je znašal dobrih 17 milijard evrov. V prvih 11 operacijah je ECB vsakokrat dodelila 15 milijard evrov sredstev, v zadnjih treh pa 25 milijard, saj je hotela zagotoviti dovolj sredstev za uspešen prehod v leto 2000 (ECB: Annual report, 1999). V tem letu je v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja sodelovalo v povprečju 316 kreditnih institucij. Naslednje leto je ECB izvedla skupno 12 operacij dolgoročnejšega refinanciranja, kjer je povprečni znesek posamezne operacije znašal 17,5 milijard evrov. V primerjavi s predhodnim letom, se je povprečno število sodelujočih

nasprotnih strani zmanjšalo za 14,6 odstotkov. V letu 2001 je višina dodeljenih likvidnostnih sredstev v okviru operacij dolgoročnejšega refinanciranja, znašala skupno 60 milijard evrov (izvedene so bile tri operacije, vrednost posamezne operacije je bila 20 milijard evrov). V prvi polovici leta 2002 je ECB dodeljevala sredstva v višini 20 milijard evrov, v drugi polovici pa v višini 15 milijard. Povprečno število sodelujočih kreditnih institucij v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, se je glede na prejšnje leto zmanjšalo za 17 odstotkov. To zmanjšanje je posledica istih dejavnikov¹³, ki so prispevali k zmanjšanju števila sodelujočih kreditnih institucij v operacijah glavnega refinanciranja.

6.1.3 Operacije finega uravnavanja

Glavni cilj operacij finega uravnavanja je uravnavanje likvidnosti v bančnem sistemu. To pomeni, da lahko ECB (oz. NCB) z izvajanjem teh operacij ali zagotavlja zadostno likvidnost ali absorbira odvečno. Za razliko od operacij glavnega in dolgoročnega refinanciranja, so te operacije nestandardizirane, kar pomeni, da nimajo določenega časa izvajanja ali določenega dospelja. Izvajajo se ad hoc oz. glede na potrebe v bančnem sektorju.

Instrumenti, ki se uporabljajo v operacijah finega uravnavanja so poleg začasnih transakcij, ki se največkrat uporabljajo, tudi dokončne transakcije, zbiranje vezanih vlog ter valutne zamenjave ali swapi.

Operacije finega uravnavanja se lahko izvajajo v okviru hitre ponudbe ali licitacije, kjer se celotni postopek – od objave ponudbe do objave končnega rezultata – izredno hitro konča, in sicer v roku ene ure, ali v okviru bilateralnega dogovora, kjer gre za dogovor med ECB (oz. NCB) ter eno ali dvema nasprotnima stranema.

Tudi tu gre za večinoma decentralizirano izvajanje operacij, vendar pa lahko, v posebnih okoliščinah, operacije izvaja tudi ECB sama. Zaradi operativnih razlogov lahko v teh operacijah sodeluje le omejeno število kreditnih institucij, ki pa morajo, prav tako kot v vseh drugih operacijah na odprtem trgu, izpolnjevati določene ustreznostne kriterije. Za zastavitev v jamstvo lahko nasprotna stran uporabi ustrezna finančna aktiva prvega in drugega reda.

V nasprotju z operacijami glavnega refinanciranja in dolgoročnega refinanciranja, se operacij finega uravnavanja ECB ne poslužuje pogosto. V letu 1999 ni izvedla nobene operacije finega uravnavanja. V naslednjem letu pa je izvedla dve takšni operaciji – prva je bila namenjena absorpciji presežnih likvidnostnih sredstev, ki so se nakopičila na začetku leta 2000, druga pa zagotavljanju likvidnostnih sredstev¹⁴. Razlog za presežna likvidnostna sredstva, je bil na eni strani namen ECB zagotoviti dovolj likvidnostnih sredstev za uspešen prehod v novo tisočletje, na drugi strani pa nepričakovano povečanje števila kreditnih

¹³ Ti dejavniki so navedeni v prejšnjem podpoglavju.

¹⁴ Pomanjkanje zadostnih likvidnostnih sredstev je bila posledica nepričakovanega porasta števila kreditnih institucij, ki so čez noč deponirala sredstva pri ECB.

institucij, ki so se obrobno zadolževale (ECB: Annual report, 2000). V letu 2001 sta bili zopet izvedeni dve operaciji finega uravnavanja. Obe sta imeli namen zagotoviti normalno delovanje trgov ter zadostna likvidnostna sredstva po terorističnem napadu v ZDA 11. septembra (ECB: Annual report, 2001). Tudi v letu 2002 je ECB izvedla dve operaciji finega uravnavanja, ki sta bili namenjeni zagotavljanju likvidnostnih sredstev. V prvi operaciji je bilo kreditnim institucijam dodeljeno 25 milijard evrov, v drugi pa 40 milijard evrov.

6.1.4 Strukturne operacije

ECB z izvajanjem strukturnih operacij spreminja strukturni položaj denarnega trga. To pomeni, da v primeru strukturnega presežka denarnega trga, odvzema odvečno likvidnost, v primeru strukturnega primanjkljaja pa zagotavlja dodatna likvidnostna sredstva. Te operacije se, prav tako kot ostale operacije na odprtem trgu, izvajajo decentralizirano preko NCB. Nimajo standardnega dospelja, izvajajo se lahko ali v rednih ali v nerednih terminih. Instrumenti oz. mehanizmi strukturnih operacij so poleg začasnih in dokončnih nakupov ter prodaj tudi izdajanje dolžniških potrdil ECB. Slednje se uporablja za absorbcijo presežne likvidnosti v bančnem sistemu.

Kreditne institucije, ki želijo sodelovati v omenjenih operacijah, morajo prej izpolniti določene ustreznostne kriterije. Finančna aktiva, ki jih ECB (oz. NCB) začasno ali dokončno kupujejo od nasprotni strani, so aktiva prvega in drugega reda.

V letih 1999, 2000 ter 2002 ni bilo izvedene nobene strukturne operacije. V letu 2001 pa sta bili izvedeni dve takšni operaciji, obe z dospelostjo enega tedna. V prvi je ECB dodelila 73 milijard evrov likvidnostnih sredstev, v drugi pa 53 milijard evrov.

Kot smo lahko videli, ECB (oz. NCB) v okviru vseh štirih operacij na odprtem trgu, začasno ali dokončno kupuje ustrezna finančna aktiva prvega in drugega reda. V primeru začasnih transakcij pridejo v poštev ustrezna finančna aktiva prvega in drugega reda, v primeru dokončnih transakcij pa le prvega reda.

Glavni namen mehanizma zastavljanja ustreznega finančnega premoženja v jamstvo s strani kreditnih institucij, je zavarovanje ECB (oz. NCB) pred kreditnim tveganjem oz. tveganjem, da nasprotna stran, ki je udeležena v denarnih operacijah Evrosistema, ne izpolni svojih obveznosti.

6.2 Odprta ponudba bankam

Pri instrumentih oz. operacijah na odprtem trgu je iniciativa na strani centralnih bank, ki od bank kupijo ustrezna aktiva ali jim jih prodajo (Ribnikar, 1999b, str. 14). V primeru druge skupine instrumentov – odprta ponudba bankam – pa je iniciativa na strani kreditnih

institucij. Le-te se lahko zadolžijo pri ECB (NCB) oz. pridejo do dodatnih likvidnostnih sredstev ali pa se znebijo odvečne likvidnosti.

Gre za dve vrsti instrumentov, in sicer:

- možnost obrobnega zadolževanja (»marginal lending facility«)
- možnost deponiranja sredstev (»deposit facility«)

6.2.1 Možnost obrobnega zadolževanja

Kreditne institucije se lahko v okviru tega instrumenta čez noč zadolžijo pri ECB. Obrestna mera, ki jo plačajo za prejeta likvidnostna sredstva, predstavlja najvišjo obrestno mero (»ceiling«) za zadolžitev preko noči, hkrati pa je to tudi najvišja obrestna mera v okviru denarne politike Evrosistema. Kreditne institucije imajo dostop do likvidnostnih sredstev na podlagi začasnih transakcij¹⁵, kjer morajo v zameno za prejeta likvidnostna sredstva v jamstvo zastaviti ustrezna finančna aktiva prvega ali drugega reda, ali na podlagi lombardnega posojila¹⁶.

Možnost zadolževanja čez noč imajo kreditne institucije, ki izpolnjujejo ustreznostne kriterije. Dostop do instrumenta obrobnega zadolževanja je decentraliziran, in sicer preko NCB, ki se nahaja v isti državi članici Evrosistema kot institucija, ki za posojilo zaprosi.

Vsaka kreditna institucija, ki ima na koncu obratovalnega dne primanjkljaj na poravnalnem računu, kar pomeni, da je nasproti ECB neto dolžnik, avtomatično prejme posojilo preko noči. Prav tako pa čeznočno posojilo prejme tudi institucija, ki za to zaprosi. ECB ne postavlja nobenih omejitev v višini sredstev, ki jih čez noč posodi institucijam neto dolžnicam ali tistim, ki za to zaprosijo.

V letu 1999 je povprečna višina odobrenega čeznočnega posojila znašala milijardo evrov. Januarja 1999 je le-ta znašala 6 milijard evrov, kar bi bilo moč pripisati nizkim stroškom uporabe tega instrumenta ter še nerazvitemu medbančnemu trgu. V naslednjem letu se je povprečna višina odobrenega čeznočnega posojila kar precej znižala, in sicer na 0,4 milijarde evrov. Leta 2001 se je ta znesek povečal na 0,7 milijarde evrov. Leta 2002 pa je, v primerjavi s predhodnim letom, upadel za 32 odstotkov (t.j. na 0,224 milijard evrov).

6.2.2 Možnost deponiranja sredstev

V okviru možnosti deponiranja sredstev, lahko kreditne institucije pri ECB čez noč naložijo odvečna likvidnostna sredstva, ki se obrestujejo po obrestni meri, ki predstavlja najnižjo obrestno mero (»floor«) v okviru denarne politike Evrosistema.

¹⁵ Lastništvo zastavljenega premoženja se prenese na ECB.

¹⁶ Zastavljeno premoženje ostane v lastništvu institucije, ki se zadolžuje.

Tega instrumenta se lahko poslužujejo kreditne institucije, ki izpolnjujejo določene ustreznostne pogoje. Enako kot pri možnosti obrobnega zadolževanja, se tudi ta instrument izvaja decentralizirano preko tiste NCB, ki se nahaja v isti državi članici Evrosistema, kot kreditna institucija, ki deponira svoja presežna likvidnostna sredstva.

V okviru tega instrumenta, ECB v zameno za prejete depozite ne daje garancij oz. jamstev, kar je povsem smiselno, če upoštevamo dejstvo, da lahko le-ta kadarkoli natisne nov denar, poveča aktivne ali zniža pasivne obrestne mere.

Enako kot pri prvem instrumentu, tudi tu ni določenih nikakršnih omejitev v višini sredstev, ki jih lahko kreditne institucije čez noč naložijo pri ECB.

Pogoji za dostop do obrobnega zadolževanja ter do deponiranja sredstev so enaki za vse kreditne institucije, ki se nahajajo v evro območju. Kot vemo, je prioriteta ECB uresničevanje glavnega cilja, zato tudi ta dva instrumenta izvaja na način, ki ji omogoča izpolnjevati le-tega. Tako lahko kadarkoli, če je to seveda potrebno, spremeni pogoje za dostop kreditnih institucij do teh dveh instrumentov denarne politike.

Kreditne institucije so v letu 1999 v povprečju čez noč naložile 0,8 milijard evrov sredstev. V nadaljnjih treh letih se je ta znesek vztrajno zniževal in tako leta 2002 znašal le še 0,26 milijard evrov.

Uporaba obeh instrumentov, tako možnosti obrobnega zadolževanja kot tudi deponiranja sredstev, se poveča v zadnjih dneh enomesečnega obdobja, v katerem se izračunavajo obvezne rezerve.

Uporaba obeh instrumentov, s strani kreditnih institucij, od začetka delovanja ECB do leta 2002, se je torej vztrajno zmanjševala. Takšen trend bi bilo moč pripisati predvsem boljšemu upravljanju z likvidnostjo s strani kreditnih institucij (ECB: Annual report, 2002).

6.3 Sistem obveznih rezerv

Vsaka kreditna institucija v Evrosistemu mora na računu pri NCB držati določeno višino obveznih rezerv. Pravna podlaga sistema obveznih rezerv je določena v 19. členu Statuta ESCB in ECB. Ta sistem je enoten na celotnem evro področju (The single monetary policy in the euro area, 2002).

Glavni funkciji sistema obveznih rezerv sta (Manna et al., 2000):

- stabilizacija obrestnih mer na denarnem trgu
Stabilizacijo obrestnih mer omogoča način izpolnjevanja obveznih rezerv, kjer velja pravilo, da kreditnim institucijam ni potrebno dnevno vzdrževati zahtevane višine obveznih rezerv. Tako imajo lahko posamezne dni na računu pri NCB višino obveznih

rezerv, ki je manjša od zahtevane, posamezne dni pa ravno obratno, torej višji znesek od zahtevanega. Vendar pa mora v mesečnem povprečju ta znesek ustrezati zahtevanemu. Takšen način izpolnjevanja obveznih rezerv omogoča kreditnim institucijam izravnati dnevne fluktuacije v likvidnosti.

- ustvarjanje ali povečevanje primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga
Dolžnost kreditnih institucij, da na računu pri NCB držijo zahtevano višino obveznih rezerv, omogoča ECB, da neposredno vpliva na kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu, saj se le-ta v primeru primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga, pojavlja kot ponudnik likvidnosti Evrosistema.

Zavezanci za obvezne rezerve v okviru Evrosistema so vse kreditne institucije, ki se nahajajo v evro območju ter podružnice¹⁷ kreditnih institucij, ki se nahajajo izven evro območja. Podružnice kreditnih institucij s sedežem v evro območju, locirane izven evro območja, niso vključene v ta sistem.

V nadaljevanju si oglejmo način izračunavanja zahtevane višine obveznih rezerv. Formula za izračun je naslednja:

$$\text{Zahtevana višina OR} = (\text{osnova za rezerve} * \text{stopnja rezerv}) - \text{enotni znesek}$$

Obveznosti kreditnih institucij, ki se upoštevajo pri izračunu osnove za rezerve so (The monetary policy of the ECB, 2001):

- a) obveznosti, na katere se aplicira pozitivna 2 odstotna stopnja:
 - depoziti preko noči
 - depoziti z dogovorjeno dospelostjo do 2 let
 - depoziti na odpoklic z odpoklicnim rokom do 2 let
 - vrednostni papirji denarnega trga
- b) obveznosti, na katere se aplicira 0 odstotna stopnja:
 - depoziti z dogovorjeno dospelostjo nad 2 leti
 - depoziti na odpoklic z odpoklicnim rokom nad 2 leti
 - dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo nad 2 leti
 - repo posli

Iz osnove za rezerve so izključene obveznosti kreditnih institucij do ECB in NCB ter obveznosti kreditnih institucij do drugih kreditnih institucij.

¹⁷ Podružnice pa se seveda nahajajo v evro območju.

Višina obveznih rezerv, ki jo mora vzdrževati vsaka kreditna institucija vključena v sistem obveznih rezerv, se izračuna na podlagi osnove za rezerve, pomnožene s stopnjo obveznih rezerv, ki je različna za različne vrste obveznosti. Kakor smo lahko videli obstajata dve različni stopnji, in sicer 2 odstotna ter 0 odstotna. Od tega zmnožka se odšteje enotni znesek v višini 100.000 evrov. Ta olajšava je pomembna predvsem za manjše banke, z majhnimi obveznimi rezervami, saj se jim visoki administrativni stroški držanja le-teh precej zmanjšajo. Do olajšave so upravičene vse kreditne institucije, ki so vključene v sistem obveznih rezerv.

Zahtevana višina obveznih rezerv se izračuna zadnji dan v mesecu in velja za obdobje, ki se začne 24. v prihodnjem mesecu. Banke morajo izpolnjevati zahtevano višino obveznih rezerv v obdobju enega meseca, in sicer od 24. tekočega do 23. naslednjega meseca. Kot je bilo že na začetku tega poglavja omenjeno, kreditnim institucijam ni potrebno vsakodnevno vzdrževati zahtevane ravni obveznih rezerv, dovolj je, da je v omenjenem enomesečnem obdobju povprečna višina obveznih rezerv enaka zahtevani. Takšen način izpolnjevanja obveznih rezerv je izredno pomemben, saj pomaga pri stabilizaciji kratkoročnih obrestnih mer (obrestne mere na denarnem trgu).

Ker si Evrosistem prizadeva, da držanje zahtevane količine obveznih rezerv ne predstavlja dodatnega bremena bankam, se le-te obrestujejo po obrestni meri, ki velja za glavne operacije refinanciranja.

Povprečna višina obveznih rezerv je v letu 2000 znašala 111,8 milijard evrov. Naslednje leto se je le-ta povečala na 124 milijard evrov, kar pomeni, da se je strukturni likvidnostni primanjkljaj bančnega sektorja do Evrosistema povečal za 12,2 milijard evrov. Leta 2002 se je povprečni znesek obveznih rezerv zopet rahlo povečal, in sicer na 129,9 milijard evrov.

7. USTREZNA (PRIMERNA) FINANČNA AKTIVA, KI JIH OD BANK ZAČASNO KUPUJE ECB

7.1 Splošne značilnosti

Statut ESCB in ECB (18. člen) dovoljuje ECB in NCB, da na nacionalnih finančnih trgih bodisi začasno bodisi dokončno kupujejo in prodajajo ustrezno finančno premoženje ter hkrati zahteva, da morajo biti vse kreditne operacije v okviru Evrosistema ustrezno zavarovane (The single monetary policy in the euro area, april 2002). To pomeni, da mora vsaka finančna institucija, ki želi od ECB (oz. NCB) prejeti likvidnostna sredstva, v zameno zanje zagotoviti določeno ustrezno finančno premoženje¹⁸, in sicer v obliki prenosa lastništva aktiv (v primeru dokončnih ali začasnih transakcij) ali v obliki zastave (v primeru

¹⁸ Katero premoženje spada v kategorijo ustreznega finančnega premoženja oz. ustreznih finančnih aktiv bomo videli v nadaljevanju (tabela 4).

lombardnih posojil). Na ta način se ECB (oz. NCB) zavaruje pred morebitnim kreditnim tveganjem, ki nastane v primeru, ko nasprotna stran ni sposobna poplačati svojih obveznosti.

Z namenom, da se zagotovi operativna učinkovitost in enako oz. nediskriminatorno obravnavanje nasprotne strani («counterparty») ter da se preprečijo izgube v okviru izvajanja operacij denarne politike v Evrosistemu, je potrebno, da finančna aktiva izpolnijo določene kriterije predpisane s strani ECB oz. NCB in na ta način pridobijo status ustrezne aktive ali drugače povedano, se uvrstijo med bodisi aktiva prvega bodisi aktiva drugega reda.

»Primerna aktiva so aktiva ali pa premoženje, ki se lahko zastavi za posojilo, ali so aktiva ali premoženje, ki ga kupujejo centralne banke pri operacijah na odprtem trgu« (Ribnikar, 1999b, str.14).

Ustrezna finančna aktiva prvega reda vsebujejo visoko likvidne tržne dolžniške instrumente (vrednostne papirje) denominirane v evrih, ki izpolnjujejo enotne kriterije, ki jih določi ECB. Potrebno je poudariti, da so le-ti enotni za celotno evro področje.

Ustrezna finančna aktiva drugega reda pa vsebujejo dodatno premoženje, ki je tako tržno kot tudi netržno in je posebnega pomena za nacionalne finančne trge ter bančne sisteme. Kriterije za to vrsto aktiv določi posamezna NCB, vendar pa morajo le-ti ustrezati minimalnim kriterijem ECB. V končni fazi pa je ECB tista, ki odloča ali se bo neko finančno premoženje uvrstilo med omenjena finančna aktiva ali ne.

Potrebno je poudariti tudi dejstvo, da ECB praviloma ne dela razlik med aktivih prvega in drugega reda, z vidika kvalitete ter primernosti obeh vrst aktiv za zastavitev v jamstvo.

Tako aktiva prvega kot tudi drugega reda se uporabljajo v začasnih transakcijah, kar pomeni, da so to tista aktiva, ki jih ECB začasno kupuje od drugih bank. Vendar pa se za razliko od aktiv drugega reda, aktiva prvega reda uporabljajo tudi pri dokončnih transakcijah.

7.1.1 Ustrezna finančna aktiva prvega reda

Listo ustreznih finančnih aktiv prvega reda oblikuje in vzdržuje ECB. Le-ta je dostopna javnosti in se tekoče objavlja na spletni strani ECB (<http://www.ecb.int>).

Med instrumente aktiv prvega reda se avtomatično štejejo blagajniški zapisi ECB in pa tudi - pred uvedbo evra izdani - blagajniški zapisi NCB.

Ostali instrumenti pa morajo, da se lahko uvrstijo med ustrezna finančna aktiva prvega reda, nujno izpolnjevati naslednje pogoje (The single monetary policy in the euro area, april 2002):

- Iti mora za dolžniške instrumente, ki morajo imeti vnaprej določen osnovni znesek ter kupon, ki prinaša nični oz. pozitivni denarni tok. Nadalje je lahko ta kupon:
 - nični kupon oz. kupon, ki ne prinaša obresti (»zero coupon«),
 - kupon s fiksno oz. nespremenljivo obrestno mero (»fixed rate coupon«),
 - ter kupon z variabilno oz. spremenljivo obrestno mero (»floating rate coupon«).
- Omenjeni dolžniški instrumenti (vrednostni papirji) morajo imeti visoko kreditno bonitetno oceno. Podatke o kreditnih ratingih posredujejo bonitetne agencije. Na ta način se zagotovi visoka zaščita upnikov oz. imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev.
- Dolžniški vrednostni papirji morajo biti denominirani v evrih.
- Izdati jih morajo gospodarski subjekti oz. pravne osebe s področja Evropskega ekonomskega prostora (EEA).
- Izdani morajo biti v evro področju, in sicer v depozitu pri NCB ali klirinško depotni družbi, ki izpolnjuje zahtevane minimalne standarde ECB.
- Kotirati morajo na reguliranih¹⁹ ali določenih nereguliranih²⁰ trgih.

Ne glede na to, ali je neko premoženje že vključeno med aktivi prvega reda, pa se lahko ECB odloči, da ga ne sprejme kot zastavo v jamstvo. To lahko stori v naslednjih dveh primerih:

- Če je zapadlost dolžniškega vrednostnega papirja, ki je bil dan v zastavo v času izvajanja določene operacije denarne politike, pred dobo do dospelja te operacije.
- Če so izplačila obresti dolžniškega vrednostnega papirja, ki je bil dan v zastavo v času izvajanja določene operacije denarne politike, pojavijo pred dobo do dospelja te operacije.

Ustrezna finančna aktiva prvega reda se lahko uporabljajo kot jamstva pri vseh operacijah denarne politike ECB, in sicer tako pri transakcijah, ki jim čez čas sledijo nasprotne transakcije («reverse transactions»), kot tudi pri dokončnih transakcijah («outright transactions»).

¹⁹ Kakor je definirano v Investment Services Directive; Council Directive 93/722/EEC.

²⁰ Določijo jih ECB.

7.1.2 Ustrezna finančna aktiva drugega reda

V nasprotju z ustreznimi finančnimi aktivimi prvega reda, spisek aktiv drugega reda oblikuje in redno objavlja posamezna NCB. Tudi ti spiski so dostopni širši javnosti. Pogoje oz. kriterije, ki jih mora določeno premoženje izpolniti, da se lahko uvrsti na ta spisek, določijo NCB same, vendar pa morajo ti pogoji ustrezati minimalnim kriterijem ECB. Ta finančna aktiva so odločilnega pomena za nacionalne finančne trge ter bančne sisteme držav članic Evrosistema.

V nadaljevanju predstavljam kriterije določene s strani NCB in odobrene s strani ECB, ki jih mora izpolniti določeno finančno premoženje, da se uvrsti v kategorijo ustreznih finančnih aktiv drugega reda (The single monetary policy in the euro area, april 2002):

- Iti mora za dolžniške tržne in netržne instrumente oz. vrednostne papirje, ki morajo imeti vnaprej določen osnovni znesek ter kupon, ki prinaša nični oz. pozitivni denarni tok. Nadalje je lahko ta kupon (enako kot pri aktivih prvega reda):
 - nični kupon oz. kupon, ki ne prinaša obresti
 - kupon s fiksno oz. nespremenljivo obrestno mero
 - ter kupon z variabilno oz. spremenljivo obrestno mero
- Dolžniški vrednostni papirji morajo biti denominirani v evrih.
- Izdani morajo biti v evro območju.
- Izdajatelj dolžniškega vrednostnega papirja mora biti pravna oseba, ki se nahaja v evro območju.
- NCB morajo imeti razmeroma lahek in hiter dostop do teh vrednostnih papirjev.

Vsaka posamezna NCB ima diskrecijsko pravico uvrščanja vrednostnih papirjev v drugo kategorijo ustreznih finančnih aktiv, kar pomeni, da izpolnjevanje zgoraj omenjenih kriterijev še ne pomeni avtomatične uvrstitve določenega dolžniškega instrumenta v omenjeno kategorijo. Naj navedem tri primere, v katerih se lahko NCB odločijo, da ne bodo sprejele določenih dolžniških vrednostnih papirjev v zastavo, čeprav ti že izpolnjujejo zgoraj omenjene kriterije:

- Če je zapadlost dolžniškega vrednostnega papirja, ki je bil dan v zastavo v času izvajanja določene operacije denarne politike, pred dobo do dospelja te operacije.
- Če so izplačila obresti dolžniškega vrednostnega papirja, ki je bil dan v zastavo v času izvajanja določene operacije denarne politike, pojavijo pred dobo do dospelja te operacije.
- Če dolžniški vrednostni papirji vsebujejo kakršnekoli pravice ali izplačila, ki bi lahko negativno vplivali na primernost vrednostnih papirjev za zastavo v jamstvo.

V nadaljevanju predstavljam tabelo 3, ki prikazuje osnovne značilnosti obeh vrst aktiv, in sicer kateri tipi instrumentov so vključeni med finančna aktiva prvega in drugega reda, kakšen je postopek poravnave pri obeh vrstah aktiv, kdo je izdajatelj instrumentov, kakšna je njegova boniteta ter valuta, v kateri so instrumenti denominirani.

Tabela 3: Pregled osnovnih značilnosti aktiv prvega in drugega reda

KRITERIJ	AKTIVA 1. REDA	AKTIVA 2. REDA
<i>Tip instrumenta</i>	1. Blagajniški zapisi ECB 2. Ostali tržni dolžniški instrumenti	1. Tržni dolžniški instrumenti 2. Netržni dolžniški instrumenti 3. Lastniški instrumenti, s katerimi se trguje na reguliranem trgu
<i>Postopek poravnave</i>	Finančno premoženje mora biti vpisano v registru pri NCB ali klirinško depotni družbi ²¹	NCB mora biti finančno premoženje, ki ga je vključila med aktive 2.reda, hitro in lahko dostopno.
<i>Izdajatelj</i>	1. NCB 2. Javni sektor 3. Privatni sektor 4. Mednarodne in nadsacionalne institucije	1. Javni sektor 2. Privatni sektor
<i>Boniteta izdajatelja</i>	Izdajatelj mora imeti, po oceni ECB, visoko boniteto.	Izdajatelj mora imeti, po oceni NCB, visoko boniteto.
<i>Lokacija izdajatelja</i>	Območje EEA ²²	Evro območje
<i>Lokacija instrumenta</i>	Evro območje	Evro območje
<i>Valuta</i> ²³	Evro	Evro
<i>Uporaba prek meja</i>	Da	Da

Vir: ECB Monthly bulletin, april 2001, str.50.

7.2 Razpoložljivost in uporaba ustreznih finančnih aktiv

Finančna aktiva prvega in drugega reda, ki so namenjena kreditnim operacijam Evrosistema, predstavljajo zelo širok spekter visoko kvalitetnega premoženja, denominiranega v evrih in izdanega s strani pravnih oseb v okviru Evropskega ekonomskega prostora²⁴ oz. v evro območju²⁵.

V nadaljevanju podajam tabelo 4, ki prikazuje glavne kategorije ustreznih finančnih aktiv prvega in drugega reda.

²¹ Slednja mora izpolnjevati minimalne standarde ECB.

²² Zahteva, da mora biti izdajatelj iz območja EEA, ne zadeva mednarodnih in nadsacionalnih institucij.

²³ Kot evro ali nacionalne denominacije.

²⁴ Velja za finančna aktiva prvega reda.

²⁵ Velja za finančna aktiva drugega reda.

Tabela 4: Glavne kategorije ustreznih finančnih aktiv

vrsta aktiv	aktiva 1. reda	aktiva 2. reda
Tržna aktiva	1. Blagajniški zapisi ECB 2. Blagajniški zapisi NCB 3. VP centralnih, lokalnih in regionalnih oblasti 4. VP mednarodnih in nadnacionalnih institucij 5. Navadne obveznice kreditnih institucij 6. Obveznice izdane na podlagi drugih terjatev 7. Obveznice nebančnih privatnih izdajateljev	1. VP centralnih, regionalnih in lokalnih oblasti 2. Obveznice kreditnih institucij 3. Korporacijske obveznice 4. Potrdilo o depozitu 5. Srednjeročne zadolžnice 6. Komercialni VP 7. Delnice 8. Privatne tržne terjatve
Netržna aktiva	-	1. Bančna posojila 2. Zadolžnice s hipoteko 3. Menice

Vir: ECB Annual report 2001, str. 68.

Precejšnji delež aktiv prvega reda²⁶ predstavljajo državne obveznice, to so obveznice izdane s strani centralnih, lokalnih ter regionalnih oblasti. Pomembno je poudariti, da prav obveznice, ki so jih izdale centralne oblasti, predstavljajo najširše razpoložljivo finančno premoženje v večini držav članic Evrosistema. Osnovne značilnosti omenjenih obveznic so predvsem v tem, da gre za izrazito visoke zneske in velike izdaje ter velik trgovalni obrat in majhen trgovalni razmik. Če primerjamo centralne obveznice z obveznicami, ki so jih izdale lokalne in regionalne oblasti, lahko ugotovimo, da so slednje praviloma manj likvidne. Sicer pa se stopnja likvidnosti lokalnih in regionalnih obveznic znotraj posameznih držav članic Evrosistema, rahlo razlikuje.

Med finančna aktiva prvega reda spadajo tudi obveznice izdane s strani mednarodnih in nadnacionalnih institucij, vendar je njihova pomembnost manjša.

Poleg omenjenega finančnega premoženja so med aktiva prvega reda uvrščeni tudi vrednostni papirji privatnega sektorja, med katere spadajo obveznice nebančnih privatnih izdajateljev oz. korporacijske obveznice²⁷, navadne obveznice kreditnih institucij²⁸

²⁶ Vključujejo le dolžniške instrumente.

²⁷ Količina izdanih korporacijskih obveznic je praviloma manjša kot pri drugih vrstah obveznic. Po podatkih ECB je obrat trgovanja precej nižji kot pri državnih obveznicah.

²⁸ Količina navadnih obveznic kreditnih institucij je v nekaterih državah Evrosistema precejšnja, vendar je, v primerjavi z državnimi obveznicami ali zavarovanimi obveznicami, njihov obrat trgovanja manjši.

(»uncovered credit institution bonds«) ter obveznice izdane na podlagi drugih terjatev²⁹ (»asset-backed bonds«).

Poleg vsega naštetega premoženja pa med finančna aktiva prvega reda spadajo tudi blagajniški zapisi NCB, ki so bili izdani pred vzpostavitvijo EMU, vendar je njihov obseg skorajda zanemarljiv. Med omenjena aktiva bi bili avtomatsko uvrščeni tudi blagajniški zapisi ECB, a jih le-ta do sedaj še ni izdala.

Med ustrezna finančna aktiva drugega reda spadajo obveznice kreditnih institucij, komercialni vrednostni papirji, srednjeročne zadolžnice, obveznice regionalnih oblasti ter delnice. Nekatero NCB so med to vrsto aktiv uvrstile tudi netržno premoženje, kot na primer bančna posojila, zadolžnice s hipoteko ter menice. Vsi zgoraj našteti instrumenti, razen delnic, so manj likvidni kot instrumenti uvrščeni med aktiva prvega reda. Za večino instrumentov iz druge kategorije aktiv velja, da ne kotirajo na organiziranem trgu, pač pa se z njimi trguje prek okenc (OTC trg³⁰).

V sredini decembra 1999 je skupni znesek ustreznih finančnih aktiv (premoženja), namenjenih zavarovanju terjatev, znašal skoraj 5.700 milijard evrov. Od tega je bilo kar 96 odstotkov ustreznih finančnih aktiv prvega reda. V okviru le-teh je bilo, glede na izdajatelja premoženja, 62,7 odstotkov državnih obveznic, 32,8 odstotkov obveznic kreditnih institucij ter 4,2 odstotka korporacijskih obveznic. Glede na ročnost premoženja³¹ pa je bilo 93 odstotkov dolgoročnih in srednjeročnih obveznic, 6,5 odstotkov kratkoročnih obveznic, 0,3 odstotke delnic ter 0,2 odstotka ostalega tržnega premoženja drugega reda (ECB Annual report, 1999).

Skupna vrednost ustreznih finančnih aktiv je konec decembra leta 2000 znašala 6.300 milijard evrov, od tega je bilo 93 odstotkov finančnih aktiv prvega reda. Glede na izdajatelja premoženja je bilo 57 odstotkov državnih obveznic, 32 odstotkov obveznic kreditnih institucij ter 11 odstotkov korporacijskih obveznic. Glede na ročnost premoženja je bilo 85 odstotkov dolgoročnih obveznic, 10 odstotkov srednjeročnih in kratkoročnih obveznic ter 5 odstotkov delnic (ECB Annual report, 2000).

Skupna vrednost finančnih aktiv prvega reda, namenjenih kreditnim operacijam Evrosistema, je konec leta 2002 znašala 6.900 milijard evrov. Tako je v primerjavi s koncem leta 2001 (6.600 milijard evrov), njihova vrednost narasla za dobrih 4,5 odstotkov. Celotni znesek aktiv drugega reda je konec leta 2002 znašal 265 milijona evrov, kar je v primerjavi s koncem predhodnega leta za slabih 30 odstotkov manj. To zmanjšanje je moč pripisati predvsem razvoju trga lastniških vrednostnih papirjev (ECB Annual report, 2002).

²⁹ Obveznice zavarovane na podlagi drugih terjatev so obveznice zavarovane na podlagi nepremičnine ali z javnim dolgom. Izdajatelji so običajno kreditne institucije. V Nemčiji, Avstriji, Španiji ter Franciji te obveznice predstavljajo pomemben delež ustreznih finančnih aktiv.

³⁰ Over-the-counter

³¹ Tu upoštevamo tako premoženje prvega kot tudi drugega reda.

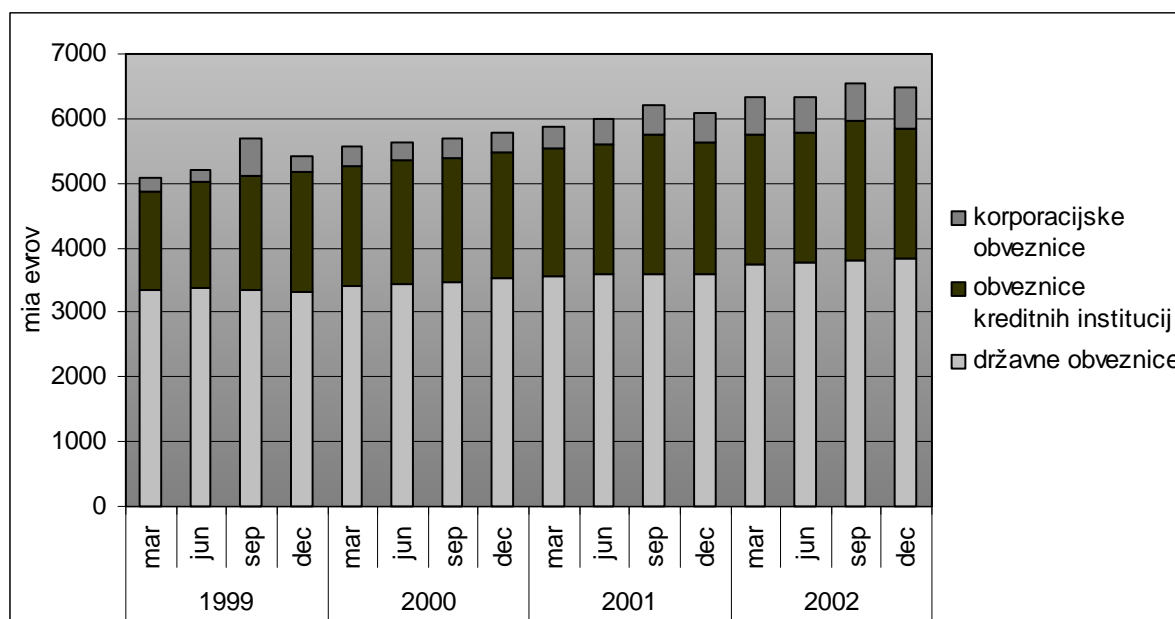
Odstotek obveznic kreditnih institucij ter korporacijskih obveznic je ostal v primerjavi z letom 2001 nespremenjen, kar pa ne velja za državne obveznice, saj se je njihov delež zmanjšal.

Povprečni znesek ustreznih finančnih aktiv, ki so ga finančne institucije v operacijah denarne politike Evrosistema zastavile v jamstvo, je leta 2000 znašal 622 milijard evrov, kar je v primerjavi z predhodnim letom (658 milijard evrov) za 5,5 odstotkov manj. Leta 2001 je omenjeni znesek znašal 720 milijard evrov, v naslednjem letu pa je upadel na 700 milijard evrov, t.j. za dobre 3 odstotke. Tako je bilo v povprečju uporabljenih nekaj več kot 10 odstotkov celotnih razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv.

Najvišji znesek ustreznih finančnih aktiv, danih v zavarovanje, je bil zabeležen decembra 1999, ko je le-ta znašal 791 milijard evrov. Vzrok za to je predvsem posledica načrtnega povečanja likvidnosti bančnega sistema zaradi prehoda v novo tisočletje (ECB Monthly bulletin, april 2002).

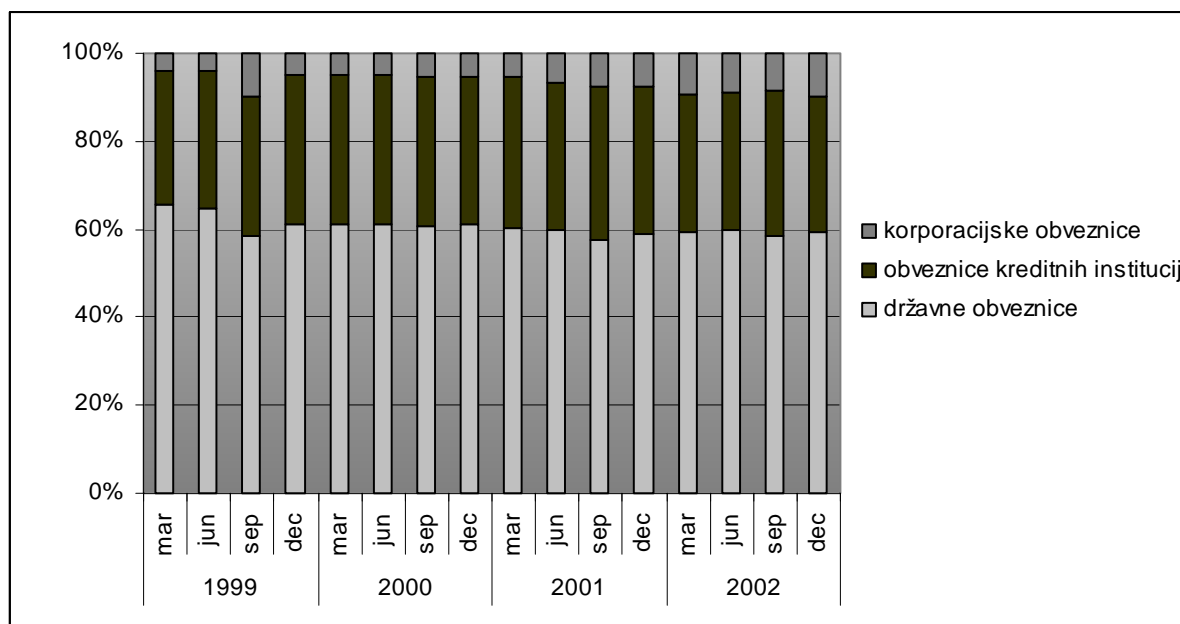
Za boljšo predstavbo zgornjih podatkov v nadaljevanju predstavljam sliko 2, ki prikazuje višino ustreznih finančnih aktiv prvega reda, natančneje državnih in korporacijskih obveznic ter obveznic kreditnih institucij, ki so bile, v obdobju 1999 – 2002, na voljo kreditnim institucijam v kreditnih operacijah Evrosistema ter sliko 3, ki prikazuje deleže korporacijskih in državnih obveznic ter obveznic kreditnih institucij v celotni vrednosti ustreznih finančnih aktiv prvega reda, namenjenih kreditnim operacijam Evrosistema.

Slika 2: Ustrezna finančna aktiva prvega reda, namenjena kreditnim operacijam Evrosistema, v obdobju 1999-2002



Vir: ECB Annual report, 2002, str. 76.

Slika 3: Deleži korporacijskih obveznic, obveznic kreditnih institucij ter državnih obveznic v celotni vrednosti ustreznih finančnih aktiv prvega reda, namenjenih kreditnim operacijam Evrosistema, v obdobju 1999-2002



Vir: ECB Annual report, 1999-2002; lastni izračuni.

Na podlagi zapsanega lahko zaključim, da je skupna vrednost razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv, v proučevanem štiriletnem obdobju (1999-2002), konstantno naraščala. Takšen trend pa ne velja za vrednost uporabljenih ustreznih finančnih aktiv, saj je le-ta v proučevanem obdobju nihala (višek je dosegla decembra 1999). Moč je bilo opaziti tudi trend upadanja deleža državnih obveznic (posledica zmanjšanja državnega dolga nekaterih držav članic), ki kljub temu ostajajo največja kategorija razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv. V nasprotju z deležem državnih obveznic, pa je v proučevanem obdobju delež korporacijskih obveznic vztrajno naraščal, kar je bila predvsem posledica povečanja finančnih potreb korporacijskega sektorja (zaradi povezovanj in spojitvev), izboljšanja tržnih pogojev in večjih investicijskih možnosti (kar omogoča takojšnje izdajo dolžniških instrumentov na trgu) ter povečanja konkurence med podjetji v evro območju (Monthly bulletin, april 2002).

7.3 Izračunavanje vrednosti zastavljenih ustreznih finančnih aktiv

Ker obstaja tveganje, da se tržna vrednost ustreznih finančnih aktiv (premoženja)- danih v zastavo - zniža, je nujno potrebno vsakodnevno izračunavanje njihove vrednosti. ECB določi za vsako zastavljeno tržno premoženje referenčni trg, ki predstavlja osnovo za določanje njegove cene. V primeru, da se z določenim premoženjem trguje na večjih trgih, se za ugotavljanje njegove vrednosti uporablja le en izmed omenjenih trgov. Za vsak referenčni trg, ECB določi najbolj reprezentativno ceno, ki služi kot opora za ugotavljanje dejanske tržne vrednosti določenega premoženja. Če je na trgu za določeno premoženje nanizanih več cen, se uporabi najnižjo (najpogosteje je to ponujena cena – «bid price»).

Tako se tržno vrednost premoženja izračuna na podlagi reprezentativne cene, ki velja na trgu dan pred dnevom njegovega vrednotenja. V primeru, da podatka o višini omenjene cene ni na voljo, se kot osnovo za izračunavanje vrednosti zastavljenega premoženja uporabi zadnjo uporabljeno tržno ceno na referenčnem trgu.

7.4 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj

Vsak instrument, vzet v zavarovanje, mora izpolnjevati precej pogojev in kriterijev določenih s strani ECB in NCB, da se ga smatra za primernega. Poleg tega veljajo za vsako premoženje vzeto v zastavo točno določena pravila izračunavanja vrednosti. Temu navkljub pa je tveganje finančne izgube (oz. tveganje, da se tržna vrednost zastavljenega premoženja zniža), v primeru da nasprotna stran ni sposobna izpolniti svojih obveznosti, še vedno prisotno, zato so ti instrumenti predmet posebnih ukrepov³² za obvladovanje tveganj.

Ti ukrepi so naslednji (The single monetary policy in the euro area, 2002):

- Začetna marža (»initial margins«)
Vrednost premoženja vzete v zastavo mora biti enaka vrednosti likvidnega premoženja, priskrbljenega s strani Evrosistema, povečani za določen pribitek, ki predstavlja začetno maržo. Za transakcije znotraj dneva ter za transakcije čez noč se uporablja 1 odstotna začetna marža, za transakcije z ročnostjo daljšo od delovnega dne pa 2 odstotna.
- Odbitek pri vrednotenju³³ (»valuation haircuts«)
Vrednost zastavljenega premoženja se izračuna tako, da se upošteva njegova tržna vrednost, zmanjšana za določen odstotek, ki je odvisen od ročnosti ter kuponske strukture instrumenta. Njegova vrednost se giblje med 0 in 12 odstotki.
- Dnevno vrednotenje po tržnih cenah (»variation margins - marking to market«)
Če vrednost instrumenta danega v zastavo, pade pod določen nivo, mora nasprotna stran zagotoviti ECB dodatno premoženje ali denar (t.i. »margin call«). V nasprotnem primeru, če vrednost zastavljenega premoženja preseže določen nivo, pa ECB vrne del premoženja ali denarja nasprotni strani.
- ECB lahko zahteva dodatne garancije, ki jih morajo dati gospodarski subjekti, da sprejme njihov instrument v zastavo.
- ECB lahko določi najvišjo stopnjo izpostavljenosti do izdajatelja, dolžnika ali garanta.

³² Predpisuje jih ECB.

³³ V prilogi 1 sta podani tabeli, ki prikazujeta različne višine odbitkov tako za finančna aktiva prvega kot tudi drugega reda.

- ECB lahko določen instrument izključi iz spiska ustreznih finančnih aktiv.

7.4.1 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj za aktiva prvega reda

Ukrepe, ki služijo zavarovanju tržnih tveganj za finančna aktiva prvega reda, določi ECB. Kljub temu, da slednja pri sprejetju ukrepov upošteva različnosti oz. posebnosti pravnih sistemov držav članic Evrosistema, lahko rečemo, da so le-ti, splošno gledano, enotni za celotno evro področje.

Prvi ukrep, ki se uporablja za obvladovanje tržnih tveganj pri finančnih aktivih prvega reda, je začetna marža. Dodana mora biti likvidnostnemu premoženju, ki ga priskrbi Evrosistem. Uporabljata se dve različni stopnji začetne marže, in sicer enoodstotna za transakcije čez noč in za transakcije znotraj dneva ter dwoodstotna za vse transakcije, ki imajo ročnost daljšo od enega delovnega dne.

Naslednji ukrep, ki se tu uporablja, je odbitek pri vrednotenju, ki je odvisen od ročnosti in kuponske strukture dolžniškega instrumenta. Pri izračunu vrednosti dolžniškega instrumenta se upošteva njegova tržna vrednost, zmanjšana za določen odstotek, ki predstavlja odbitek pri vrednotenju. V primeru, da gre za operacijo, ki je namenjena absorpciji odvečne likvidnosti, se ta ukrep ne uporablja.

Za vsako tržno premoženje, dano v zavarovanje, NCB vsakodnevno izračunava njegovo vrednost, in sicer na način, ki je opisan v prejšnjem podpoglavju (7.3). NCB tudi določi najvišjo dovoljeno zgornjo ter najnižjo dovoljeno spodnjo mejo, od katere lahko izračunana vrednost premoženja odstopa. Če tržna vrednost premoženja pade pod spodnjo mejo, mora nasprotna stran priskrbeti ECB dodatno premoženje oz. denar. V nasprotnem primeru - če tržna vrednost premoženja naraste nad zgornjo mejo - pa ECB vrne del premoženja oz. denarja nasprotni strani.

Poleg vseh naštetih ukrepov, pa ima ECB tudi možnost, da določen dolžniški instrument kadarkoli izključi iz spiska ustreznih finančnih aktiv prvega reda.

7.4.2 Ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj za aktiva drugega reda

Ukrepe za zavarovanje tržnih tveganj za finančna aktiva drugega reda določijo posamezne NCB, odobreni pa morajo biti s strani ECB. Evrosistem si s postavitvijo omenjenih ukrepov prizadeva, da bi bili le-ti čim bolj nediskriminatorni, v smislu možnosti za zastavo finančnega premoženja drugega reda v jamstvo. Zato se na to finančno premoženje aplicira enaka začetna marža, kot pri finančnem premoženju prvega reda. Iz tega je razvidno, da ECB ne dela razlik med aktivih prvega in drugega reda, z vidika kvalitete ter primernosti obeh vrst aktiv v zastavitev v jamstvo.

Kot je prikazano v prilogi 1, je višina odbitkov pri vrednotenju za to vrsto aktiv, odvisna od stopnje likvidnosti posameznega dolžniškega (in lastniškega³⁴) instrumenta ter od časa, ki je potreben za likvidacijo. Na tej podlagi, so se oblikovale štiri različne skupine instrumentov z relativno homogenimi likvidnostnimi značilnostmi, in sicer:

- Lastniški instrumenti
(Ti instrumenti imajo najvišjo stopnjo likvidnosti.)
- Tržni dolžniški instrumenti z omejeno likvidnostjo
(V to kategorijo spada večina finančnih aktiv drugega reda. Kljub temu, da se ti instrumenti razlikujejo v stopnji likvidnosti, so si drugače dokaj podobni. Njihovi skupni značilnosti sta naslednji: cene instrumentov se ne določajo dnevno, za njihovo trgovanje obstaja majhen sekundarni trg.)
- Dolžniški instrumenti z omejeno likvidnostjo ter posebnimi lastnostmi
(Kljub temu, da je čas, ki je potreben za likvidacijo teh instrumentov, precej dolg, se ti instrumenti, zaradi posebnih lastnosti, ki jih imajo (npr. kotiranje na trgu ter dnevno vrednotenje njihovih cen), uvrščajo med tržne instrumente.)
- Netržni dolžniški instrumenti
(Ti instrumenti imajo zelo nizko stopnjo likvidnosti oz. so nelikvidni.)

Poleg omenjenih ukrepov, lahko NCB uvedejo tudi posebne omejitve za sprejetje instrumentov med finančna aktiva drugega reda, zahtevajo lahko tudi dodatne garancije, ki jih morajo dati gospodarski subjekti, da se njihov instrument sprejme v zastavo. Lahko pa se tudi odločijo, da določen instrument izključijo iz spiska ustreznih finančnih aktiv.

Izhajajoč iz ugotovitev zapisanih v podpoglavju 7.2, in sicer o trendu zmanjševanja deleža državnih obveznic ter povečevanju deleža korporacijskih obveznic v okviru razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv, namenjenih kreditnim operacijam Evrosistema, bi bilo potrebno uvesti določene spremembe in prilagoditve ukrepov za zavarovanje tržnih tveganj, ki bi upoštevali različne profile tveganj za instrumente izdane s strani privatnega sektorja. Kot smo lahko videli to trenutno velja le pri odbitkih pri vrednotenju (»valuation haircuts«) za ustrežna finančna aktiva drugega reda, kjer je višina odbitkov odvisna od stopnje likvidnosti posameznega instrumenta ter od časa, ki je potreben za likvidacijo.

7.5 Uporaba ustreznih finančnih aktiv na mednarodni ravni

Nasprotna stran lahko pridobi likvidnostna sredstva izključno od domače NCB, vendar lahko kot jamstvo zastavi ustrezno finančno premoženje, ki se nahaja zunaj njene matične države. Uporaba ustreznih finančnih aktiv, ki jih ima nasprotna stran deponirana v tujini, je možna na dva načina, in sicer: z uporabo korespondenčnega centralno-bančnega modela (»Correspondent Central Banking Model – CCBM«) ali z uporabo povezav med klirinško depotnimi hišami (SSS links model).

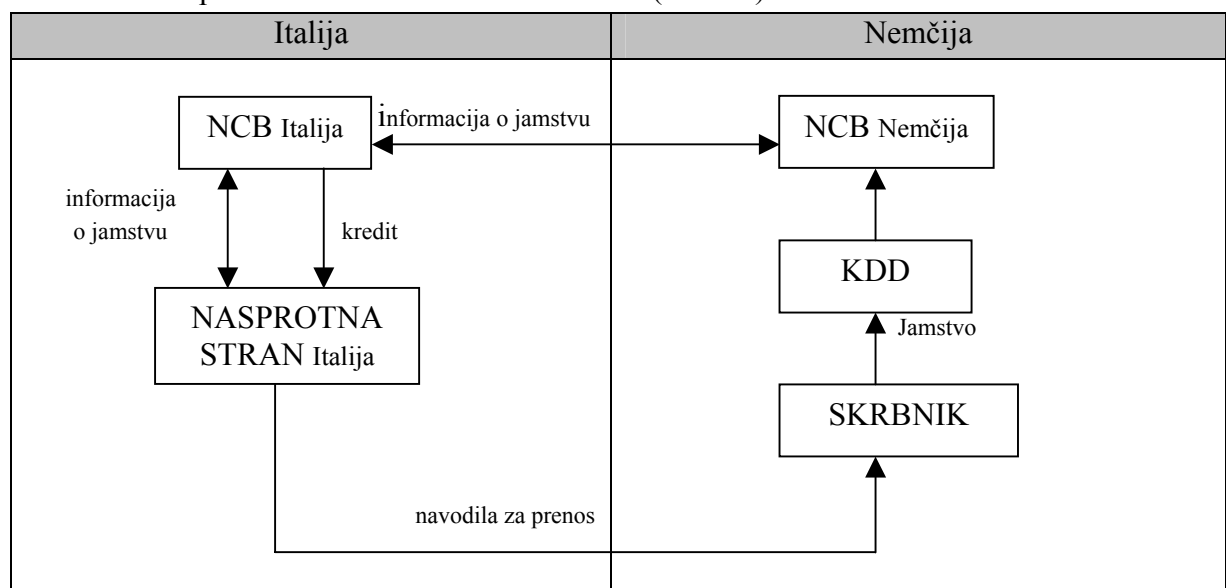
³⁴ Med finančna aktiva drugega reda namreč spadajo tudi lastniški vrednostni papirji.

7.5.1 Korespondenčni centralno-bančni model

Korespondenčni model so razvile NCB ter ECB z namenom, da se zagotovi mednarodna uporaba ustreznih finančnih aktiv. Model je primeren za zavarovanje vseh vrst kreditnih operacij Evrosistema. V tem modelu sodelujejo med seboj različne NCB, in sicer tako, da sprejemajo ustrezno finančno premoženje za drugo NCB.

V nadaljevanju predstavljam diagram (slika 4), ki prikazuje primer, ko želi italijanska finančna institucija pridobiti likvidnostna sredstva od domače NCB, ob predpostavki, da se njeno ustrezno finančno premoženje nahaja izven matične države, v našem primeru v Nemčiji.

Slika 4: Korespondenčni centralno-bančni model (CCBM)



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

Najprej mora italijanska finančna institucija, ki želi prejeti sredstva od domače NCB, informirati slednjo o zastavitveni aktivi, ki jo bo predložila v zavarovanje. Nato institucija sporoči svojemu skrbniku v Nemčiji, naj nakaže ustrezno finančno premoženje iz računa KDD na račun nemške NCB, ki v nadaljevanju tega procesa hrani jamstveno aktivo za račun italijanske NCB oz. deluje kot korespondenčna NCB. Ko nemška NCB prejme na svoj račun sredstva italijanske finančne institucije, to sporoči italijanski NCB, ki končno odobri kredit oz. posreduje likvidno premoženje nasprotni strani.

Neizpodbitno dejstvo je, da matična NCB ne bo posredovala likvidnostnih sredstev nasprotni strani, dokler ni popolnoma prepričana, da so bila ustrezna finančna aktiva dostavljena na račun korespondenčne NCB (nemška NCB).

Na mednarodni ravni (v korespondenčnem nacionalnem centralno-bančnem modelu) se lahko uporabljajo vsa ustrezna finančna aktiva, prvega in drugega reda, vključujoč tudi

določeno netržno premoženje, ki ni na računu KDD in tudi tisto, ki se ne nahaja v evro območju (Correspondent Central Banking Model (CCBM), november 1999).

Najpomembnejša pomanjkljivost CCBM modela je njegova počasnost. Zato je »približno 40 odstotkov zavarovanj izvršenih že dan pred zahtevkom za odobritev kredita, saj se le tako lahko zagotovi nemoten potek operacije« (Cross-border use of collateral, februar 2001).

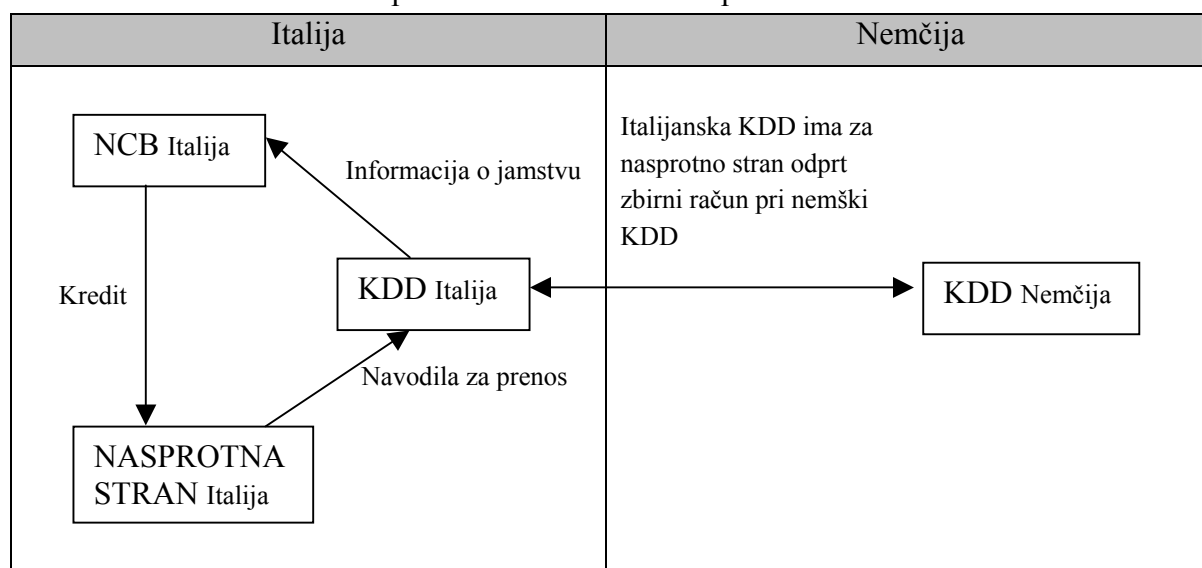
Njegova pomanjkljivost je tudi v pomanjkanju pravočasnih informacij v zvezi z vrednotenjem ustreznega finančnega premoženja, v nekaterih primerih pa se pojavijo tudi problemi z izplačilom kuponov. Do slednjega pride predvsem zaradi različnih pravnih sistemov v državah članicah Evrosistema (Bradeško, Ferjančič, 2001, str. 36).

7.5.2 Model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami («SSS links model«)

Drugi način mednarodne uporabe ustreznih finančnih aktiv predstavlja model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami (v nadaljevanju KDD). V model je prek telekomunikacijskih sistemov povezanih več KDD, kjer lokalna KDD nastopa v vlogi skrbnika za finančno premoženje, ki je bilo izdano izven matične države (pri tuji KDD).

Sledeči diagram (slika 5) prikazuje primer, ko želi italijanska finančna institucija pridobiti likvidnostna sredstva od matične NCB, na podlagi ustreznega finančnega premoženja izdanega v tujini (Nemčija), ki se nahaja na zbirnem računu («omnibus account»), katerega ima matična KDD odprtega pri tuji KDD.

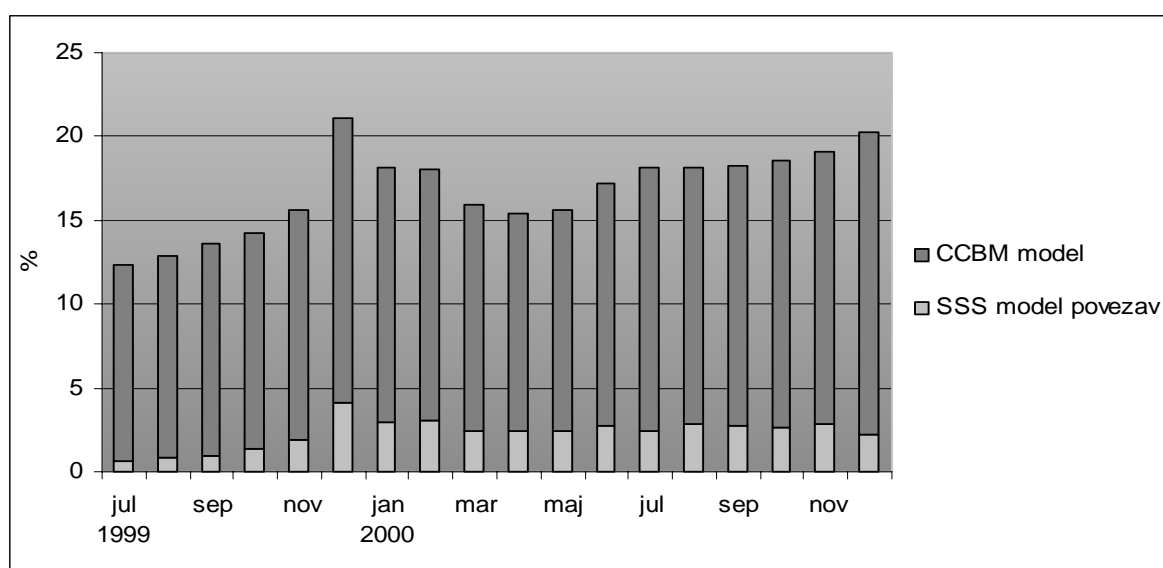
Slika 5: Model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami



Vir: The single monetary policy in the euro area, 2002, str. 50.

Uporaba modela mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami je, po mnenju mnogih finančnih institucij, enostavnejša kot pri CCBM modelu. Iz tega bi lahko logično sklepali, da bo uporaba prvega modela večja. Vendar pa razpoložljivi statistični podatki kažejo ravno nasprotno – v večini primerov so se finančne institucije odločile za CCBM model, kar nazorno prikazuje tudi spodnja slika. In čemu gre to pripisati? Dejstvo je, da je slednji že dodobra razvit v večini držav članic Evrosistema, kar pa za SSS model ne drži. In ker bi uporaba novih povezav povzročila stroške na različnih področjih (največje vsekakor na področju informacijske tehnologije), finančne institucije raje ostajajo pri uporabi že ustaljenih modelov.

Slika 6: Mednarodna uporaba ustreznih finančnih aktiv (kot odstotek celotnega razpoložljivega ustreznega finančnega premoženja)



Vir: Cross-border use of collateral, 2001, str. 8.

8. PRIMERNA NASPROTNA STRAN V OPERACIJAH DENARNE POLITIKE

Vsaka finančna institucija, ki želi sodelovati kot nasprotna stran v operacijah denarne politike oz. želi prejeti likvidnostna sredstva s strani ECB, mora izpolniti določene ustreznostne kriterije. Le-ti so zasnovani tako, da zagotavljajo enako obravnavanje nasprotne strani v celotnem evro območju ter hkrati omogočajo dostop do sredstev centralne banke veliki večini finančnih institucij.

8.1 Ustreznostni kriteriji

Prvi kriterij, ki ga mora institucija izpolnjevati, da lahko sodeluje kot nasprotna stran v operacijah denarne politike, je njena vključenost v sistem minimalnih rezerv. Institucija, ki v ta sistem ni vključena, ni upravičena do udeležbe v operacijah na odprtem trgu ter nima

možnosti zadolžiti se ali deponirati odvečnih sredstev čez noč pri ECB (obe operaciji spadata v t.i. odprto ponudbo bankam).

Drugi kriterij predstavlja solventnost finančne institucije. Poleg tega je potrebno tudi, da je institucija nadzorovana s strani nacionalnih državnih organov. Nadzor je harmoniziran na celotnem evro področju. Vendar pa lahko kot nasprotna stran nastopa tudi (finančno zdrava) institucija, ki ni predmet harmoniziranega nadzora, temveč nadzora, ki je po standardu prvemu podoben. V tem primeru gre za podružnice, locirane v evro območju, katerih matično podjetje se nahaja izven Evropskega ekonomskega prostora (EEA).

Tretji kriterij, ki ga morajo institucije izpolnjevati, zadeva operativno učinkovitost. Z njim se omogoči učinkovito izvajanje denarne politike.

Če nasprotna stran izpolnjuje vse tri - zgoraj navedene - kriterije, je upravičena do sodelovanja v vseh operacijah na odprtem trgu. Poleg tega ima možnost priti do dodatne likvidnosti (t.i. možnost obrobnega zadolževanja) ali se znebiti odvečne likvidnosti (t.i. možnost deponiranja sredstev).

V primeru, da gre za dokončen nakup ali prodajo (»outright transactions«) sredstev, nasprotni strani, ni potrebno izpolnjevati zgoraj omenjenih kriterijev.

Število kreditnih institucij, lociranih v evro območju, je konec leta 2000 znašalo 7.521. Od tega jih je 2.542 izpolnjevalo operativne kriterije za udeležbo v operacijah na odprtem trgu, 3.059 institucij je imelo dostop do obrobnega zadolževanja, 3.599 institucij pa je imelo možnost deponirati sredstva pri ECB čez noč. Vendar pa prihaja do fluktuacij v številu kreditnih institucij, ki izpolnjujejo zgoraj navedene pogoje ter številu institucij, ki dejansko sodelujejo v operacijah denarne politike Evrosistema (The monetary policy of the ECB, 2001).

8.2 Sankcije v primeru neizpolnjevanja zahtev s strani kreditnih institucij

Če nasprotna stran ne izpolnjuje svojih dolžnosti, ECB (oz. NCB) uvede določene sankcije. V nadaljevanju podajam primere različnih kršitev in temu ustrezne sankcije:

- V primeru, da gre za večje kršitve sporazuma o držanju (obveznih) minimalnih rezerv, ECB (NCB) nasprotno stran izključi iz sodelovanja v vseh operacijah na odprtem trgu.
- V primeru, da nasprotna stran v operacijah na odprtem trgu uporablja finančno premoženje, ki ni ali ni več ustrezno (»eligible«), ji ECB oz. NCB naloži finančno kazen. Osnova za izračun kazni je višina »neustreznega« finančnega premoženja, pomnožena s

koeficientom 1/360. V primeru tretje zaporedne kršitve v enoletnem obdobju, je nasprotna stran izključena iz bodočega sodelovanja v operacijah na odprtem trgu.

- Nasprotni strani je finančna kazen naložena tudi v primeru kršitev pravil ponudbe (»tender rules«) ali bilateralnih postopkov. V obeh primerih gre za situacijo, ko nasprotna stran ni sposobna posredovati primerne količine ustreznega finančnega premoženja v zameno za dodeljena likvidnostna sredstva (v operacijah, ki zagotavljajo likvidnost) ali ni zmožna posredovati ustrezne količine denarja (v operacijah, ki absorbirajo odvečno likvidnost). Finančna kazen se izračuna na osnovi višine ustreznega finančnega premoženja oz. denarja, ki bi ga bila nasprotna stran dolžna posredovati ECB (ali NCB), pomnožene s koeficientom 7/360. V primeru, da gre za tretjo zaporedno kršitev³⁵ v enoletnem obdobju, je nasprotna stran izključena iz sodelovanja v določeni operaciji³⁶ na odprtem trgu, in sicer za različno obdobje:
 - izključitev za dobo enega meseca (če je višina ustreznega finančnega premoženja, ki ga nasprotna stran ni posredovala ECB (NCB), manjša ali enaka 40 odstotkov zahtevanega premoženja),
 - izključitev za dobo dveh mesecev (če je višina neposredovanega ustreznega finančnega premoženja enaka 40-80 odstotkov zahtevanega premoženja),
 - izključitev za dobo treh mesecev (če je višina neposredovanega ustreznega finančnega premoženja enaka 80-100 odstotkov zahtevanega premoženja).
- V primeru kršitev pravil postopkov konec dneva³⁷ (»end-of-day procedures«) ter v primeru kršitev pogojev, ki veljajo za dostop kreditnih institucij do obrobnega zadolževanja, pride do uvedbe naslednjih sankcij: če gre za prvo kršitev omenjenih pravil, se nasprotni strani naloži finančna kazen, ki se izračuna na podlagi višine dodeljenih sredstev v okviru operacije obrobnega zadolževanja, pomnožene s petimi odstotnimi točkami. V primeru nadaljnjih kršitev, se ta višina vsakokrat poveča za 2,5 odstotni točki.
- Če gre za resnejše kršitve posameznih (zgoraj navedenih) pravil, se lahko ECB (NCB) odloči, da nasprotno stran izključi iz sodelovanja v operacijah denarne politike za dobo treh mesecev. Poleg tega pa mora nasprotna stran plačati tudi naloženo finančno kazen.

9. TRENDI V SMERI OBLIKOVANJA IN UPORABE ENOTNE LISTE USTREZNIH FINANČNIH AKTIV

Svet ECB je avgusta 2002 sprejel sklep o oblikovanju in uporabi enega samega spiska oz. liste ustreznih finančnih aktiv, namenjenih zavarovanju centralnobančnih terjatev. Glavni

³⁵ Velja tako za kršitev pravil ponudbe kot tudi bilateralnih odnosov.

³⁶ Nasprotna stran je izključena iz sodelovanja v tisti operaciji na odprtem trgu, kjer je storila prekršek.

³⁷ Ti veljajo v okviru TARGET sistema.

razlog za to odločitev je, po njegovih besedah, »heterogenost finančnega premoženja, vključenega med ustrezna finančna aktiva drugega reda, različnih držav članic evroobmočja« (Measures to improve collateral framework of the Evrosistem, 2003), ki ne zagotavlja enakih pogojev dostopa do sodelovanja v denarnih operacijah Evrosistema.

V ta namen je Svet ECB 11. junija 2003 odprl javno razpravo, ki bo po vsej verjetnosti pripomogla k lažjemu in kvalitetnejšemu prehodu na oblikovanje ene same liste ustreznega finančnega premoženja, katerega bo lahko nasprotna stran v prihodnosti uporabljala v vseh operacijah denarne politike Evrosistema.

Znano je, da bo na novo listo uvrščeno celotno ustrezno finančno premoženje, ki se trenutno nahaja med aktivi prvega reda. Za ostalo finančno premoženje, ki se trenutno nahaja med aktivi drugega reda ter tudi tisto, ki trenutno ni uvrščeno na nobeno izmed obstoječih dveh list, pa potekajo dogovori v okviru ECB.

Oglejmo si, katere kategorije ustreznih finančnih aktiv, ki so trenutno uvrščene med aktiva drugega reda, so potencialne kandidatke za uvrstitev na enotno listo.

a) Netržno premoženje, vključno z bančnimi posojili

Trenutno obstaja šest³⁸ držav, ki imajo med aktivi drugega reda uvrščeno tudi netržno premoženje, vključno z bančnimi posojili. V nadaljevanju predstavljam glavne prednosti ter slabosti te vrste premoženja, med katerimi ECB tehta pri vključitvi omenjenega premoženja na enotno listo.

Glavni prednosti vključitve netrznega premoženja, še posebno bančnih posojil, na enotno listo, sta vsekakor nezanemarljivo povečanje razpoložljivega ustreznega finančnega premoženja na voljo kreditnim institucijam, ki sodelujejo v kreditnih operacijah Evrosistema ter nizki stroški izdaje tega premoženja.

Po drugi strani pa obstaja kar nekaj slabosti, povezanih z uporabo netrznega premoženja. Le-te se pojavijo v primeru neobstoja bonitetnih ocen kreditnih institucij, ki v operacijah denarne politike ECB, v jamstvo predložijo bančna posojila. Uporaba netrznega premoženja bi v nekaterih državah evroobmočja zahtevala določene spremembe ter prilagoditve v nacionalnih zakonodajah. Poleg tega pa bi uporaba netrznega premoženja povzročila tudi dodatne stroške v zvezi s postavitvijo ustrezne infrastrukture, ki zagotavlja uspešno upravljanje s to vrsto premoženja. Obstaja namreč nekaj držav, ki takšne infrastrukture še nima.

Še pred odločitvijo ECB o uvrstitvi netrznega premoženja na enotno listo, bi bilo potrebo proučiti in oblikovati določene skupne elemente, ki bi določali, kateri netržni dolžniški

³⁸ Španija, Francija, Nemčija ter Avstrija – bančna posojila; Irska – zadolžnice s hipoteko; Nizozemska – privatne terjatve (»private claims«)

instrumenti so potencialno primerni za zavarovanje centralnobančnih terjatev. Tako bi bilo potrebno določiti (Measures to improve collateral framework of the Evrosistem, 2003):

- najnižji znesek netržnega premoženja, ki se sme uvrstiti na enotno listo
- dovoljen razpon dospelosti netržnega premoženja
- kakšno bonitetno oceno morajo imeti kreditne institucije, da lahko v jamstvo pri denarnih operacijah predložijo bančno posojilo

b) Delnice

Naj navedem glavne prednosti in slabosti uporabe delnic, pri oblikovanju enotne liste ustreznih finančnih aktiv, za zavarovanje centralnobančnih terjatev:

- Prednosti: - povečanje razpoložljivega ustreznega finančnega premoženja
- dobra podpora pri obračunu in poravnavi delnic
- Slabosti: - stroge omejitve v količini potencialno ustreznih (primernih) delnic³⁹
- visoka volatilitnost delnic
- v primeru stečaja se lastnike delnic izplača med zadnjimi

Države, ki imajo trenutno med finančnimi aktivi drugega reda vključene tudi lastniške vrednostne papirje, so Španija, Nizozemska ter Portugalska.

c) Ostalo tržno premoženje drugega reda

Ostalo tržno premoženje, ki se trenutno uvršča med finančna aktiva drugega reda in katero je potencialni kandidat za uvrstitev na enotno listo, lahko razdelimo v tri kategorije:

- Premoženje, ki ne kotira na reguliranih trgih in premoženje, ki ne kotira ali se z njim ne trguje na določenih nereguliranih trgih⁴⁰ (kriterij, ki ga mora izpolnjevati premoženje prvega reda)
- Dolžniški instrumenti brez kritja, izdani s strani kreditnih institucij in tisti, ki ne izpolnjujejo določenih kriterijev, ki veljajo za podobne instrumente v kategoriji ustreznih finančnih aktiv prvega reda.

³⁹ Primerne so le najbolj likvidne in varne delnice.

⁴⁰ Kakor je definirano v Investment Services Directive; Council Directive 93/22/EEC.

- Tržno premoženje drugega reda, ki ne izpolnjuje kriterija, določenega za ustrezna finančna aktiva prvega reda, ki pravi, da morajo imeti dolžniški instrumenti visoko kreditno (bonitetno) oceno.

Poleg tega, da se bo na novo listo uvrstilo celotno ustrezno finančno premoženje prvega reda ter tudi nekatere, za sedaj še neznanе, kategorije ustreznega finančnega premoženja drugega reda, bo ECB na listo vključila tudi tržne dolžniške instrumente, sicer denominirane v evrih, a izdane s strani izdajateljev iz območja G10.

Prehod na nov sistem zavarovanja centralnobančnih terjatev, ki bo temeljil na enotni listi, bo postopen. Po mnenju ECB, naj bi se ta sistem vzpostavil v letu 2004.

10. SKLEP

Statut Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke (18. člen), dovoljuje ECB ter NCB, da na nacionalnih finančnih trgih začasno ali dokončno kupujejo ter prodajajo ustrezna finančna aktiva ter hkrati zahteva, da morajo biti vse terjatve Evropskega sistema centralnih bank ustrezno zavarovane. Zavarovanje predstavljajo ustrezna finančna aktiva, zastavljena kot garancija za odplačilo posojil, ki so jih banke prejele od ECB ter ustrezna finančna aktiva, ki jih je ECB dobila od bank v okviru posla začasnih transakcij. Slednji predstavlja enega izmed petih⁴¹ mehanizmov denarne politike ECB, s katerim le-ta izvaja operacije na odprtem trgu. Na podlagi tega lahko rečemo, da vse operacije v okviru Evrosistema, ki zagotavljajo likvidnost bančnemu sistemu, temeljijo na ustreznih finančnih aktivih ali premoženju za jamstvo dolga. Še več - ECB s tem ko kupuje (in prodaja) ustrezna finančna aktiva, pravzaprav vodi denarno politiko.

Da se preprečijo izgube v okviru vodenja denarne politike Evrosistema ter da se zagotovi operativna učinkovitost in nediskriminatorno obravnavanje nasprotne strani, je potrebno, da finančna aktiva izpolnijo določene kriterije, predpisane s strani ECB in NCB. Na ta način postanejo ustrezna oz. primerna za sodelovanje v operacijah denarne politike.

Ustrezna finančna aktiva so razvrščena v dve kategoriji, in sicer aktiva prvega reda, ki jih določi ECB ter aktiva drugega reda, ki jih določijo posamezne NCB. Ustrezna finančna aktiva prvega reda vsebujejo visoko likvidne tržne dolžniške instrumente, ki morajo biti denominirani v evrih ter izdani v evro območju s strani gospodarskih subjektov oz. pravnih oseb s področja Evropskega ekonomskega prostora (EEA). Ta vrsta aktiv se lahko uporablja v okviru večine operacij denarne politike Evrosistema, in sicer tako pri začasnih kot tudi dokončnih transakcijah. Ustrezna finančna aktiva drugega reda, ki so odločilnega pomena za nacionalne finančne trge ter bančne sisteme držav članic Evrosistema, vsebujejo tako lastniške kot tudi tržne in netržne dolžniške instrumente, denominirane v evrih in izdane v

⁴¹ Preostali štiri mehanizmi so še: dokončne transakcije, valutne zamenjave, zbiranje vezanih vlog ter izdaja dolžniških potrdil ECB.

evro območju, kjer mora biti lociran tudi izdajatelj instrumenta. Ta vrsta aktiv se lahko uporablja, za razliko od aktiv prvega reda, le v okviru posla začasnih transakcij.

Levji delež ustreznih finančnih aktiv prvega reda predstavljajo državne obveznice, izdane s strani centralnih, regionalnih ter lokalnih oblasti. V okviru le-teh pa predstavljajo najširše razpoložljivo finančno premoženje, v skorajda vseh državah članicah Evrosistema, obveznice centralnih oblasti. V to kategorijo finančnih aktiv spadajo tudi obveznice izdane s strani mednarodnih ter nadnacionalnih institucij, katerih pomembnost je, v primerjavi z državnimi obveznicami, manjša ter vrednostni papirji privatnega sektorja (obveznice nebančnih privatnih izdajateljev oz. korporacijske obveznice, obveznice kreditnih institucij ter obveznice izdane na podlagi drugih terjatev). Poleg omenjenega premoženja pa med ustrezna finančna aktiva prvega reda spadajo tudi blagajniški zapisi NCB, izdani pred vzpostavitvijo EMU, katerih obseg je skorajda zanemarljiv. V to kategorijo bi bili avtomatično uvrščeni tudi blagajniški zapisi ECB, vendar jih le-ta do sedaj še ni izdala. V drugo kategorijo ustreznih finančnih aktiv so uvrščene obveznice kreditnih institucij, srednjeročne zadolžnice, komercialni vrednostni papirji, obveznice regionalnih oblasti ter delnice. Poleg tega pa so nekatere NCB v to kategorijo uvrstile tudi netržno premoženje, kot na primer menice, zadolžnice s hipoteko ter bančna posojila.

V proučevanem štiriletnem obdobju delovanja ECB je skupna vrednost razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv konstantno naraščala. V denarnih operacijah Evrosistema je bilo vsako leto v povprečju uporabljenih približno 10 odstotkov celotnih razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv. V okviru obeh vrst ustreznih finančnih aktiv je bilo moč opaziti trend upadanja deleža državnih obveznic, ki kljub temu ostajajo največja kategorija razpoložljivih ustreznih finančnih aktiv. Nasprotno je veljalo za korporacijske obveznice, saj se je njihov delež vztrajno povečeval, kar bi bilo moč pripisati predvsem povečanju finančnih potreb korporacijskega sektorja, izboljšanju tržnih pogojev in večjih investicijskih možnostih ter povečanju konkurence med podjetji v evro območju.

Kljub dejstvu, da morajo finančna aktiva, ustrezati številnim kriterijem ter da zanje veljajo točno določena pravila izračunavanja vrednosti, je tveganje finančne izgube še vedno prisotno. V ta namen ECB uporablja različne ukrepe za obvladovanje tveganj, s katerimi zagotavlja vrednost zastavljenih ustreznih finančnih aktiv na določeni ravni ter se izogne morebitnim finančnim izgubam.

Ustrezna finančna aktiva se lahko uporabljajo tudi na mednarodni ravni, in sicer z uporabo korespondenčnega centralno-bančnega modela (CCBM model) oz. z uporabo povezav med klirinško depotnimi hišami (SSS model). Kljub ugotovitvi, da je uporaba drugega modela enostavnejša, se večina finančnih institucij še vedno odloča za uporabo prvega. K temu naj bi botrovalo predvsem dejstvo, da je slednji že dodobra razvit v večini držav članic Evrosistema, kar pa za SSS model ne velja. Tako ostajajo finančne institucije raje pri uporabi

že ustaljenih modelov, saj se na ta način izognejo nemajhnim stroškom vzpostavitve nove ustrezne infrastrukture.

Pogoje, ki jih morajo izpolnjevati instrumenti, da se uvrstijo v kategorijo ustreznih finančnih aktiv drugega reda, določajo posamezne NCB. Posledica tega je heterogenost omenjenih aktiv, ki ne zagotavlja enakih pogojev dostopa finančnih institucij do sodelovanja v denarnih operacijah Evrosistema. Zato je Svet ECB avgusta lani sprejel sklep o oblikovanju in uporabi ene same kategorije ustreznih finančnih aktiv, kjer bo predvidoma uvrščeno celotno premoženje, ki se trenutno nahaja med aktivih prvega reda ter tudi nekatere, za sedaj še neznane kategorije ustreznih finančnih aktiv drugega reda in nenazadnje tudi premoženje, ki trenutno ne spada v nobeno od omenjenih dveh kategorij.

Ugotovila sem, da je obstoječi sistem zavarovanja terjatev Evropskega sistema centralnih bank, ki temelji na dveh različnih kategorijah ustreznih finančnih aktiv, v proučevanem štiriletnem obdobju, dokaj dobro služil svojemu namenu, saj je finančnim institucijam zagotavljal učinkovito in varno oskrbo z likvidnostjo. Poleg tega je pripomogel tudi k uspešnemu prehodu v novo tisočletje, ko je bilo potrebno zadostiti visokemu povpraševanju po likvidnostnih sredstvih. Kljub dobrim ocenam pa bo na tem področju potrebnih kar nekaj sprememb in prilagoditev, še posebno ob upoštevanju dejstva, da se Evrosistem dandanes sooča s hitrimi spremembami, ki se kažejo predvsem v smeri vse večje integracije vseh sektorjev na finančnem trgu.

11. LITERATURA

1. Bradeško Jože, Ferjančič Cilka: Vrednostni papirji za zavarovanje terjatev v okviru Evropskega sistema centralnih bank. Prikazi in analize IX/3. Ljubljana: Banka Slovenije, junij 2001, 42 str.
2. Drenovec Franček: Kakšen je transmisijski mehanizem v Sloveniji. Prikazi in analize VII/4. Ljubljana: Banka Slovenije, december 1999, 24 str.
3. Grmovšek Boštjan: Evropski parlament in odločanje v gospodarstvu. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 40 str., 10 pril.
4. Jenko Andreja: Evropski denarni inštitut in Evropska centralna banka. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 52 str., 2 pril.
5. Krašovec Tadej: Denarna politika ECB – operacije glavnega refinanciranja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 44 str.
6. Mastroeni Orazio: The collateral framework of the Eurosystem: Some evidence in the first months of the European Monetary Union. ECB. (URL: <http://www.ecb.int/home/conf/opt/papers/2a.pdf>), 2.5.2000
7. Manna Michele et al.: The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy. ECB. (URL: <http://www.ecb.int/home/conf/opf/papers/1a.pdf>), april 2000
8. Ribnikar Ivan: Neodvisnost centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 7-8, str. 67-69
9. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999b), 9, str. 12-15
10. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999a), 10, str. 47-49
11. Šturm Katja: Denarna politika Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 46 str.

12. VIRI

1. ECB Annual report, 1998
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar1998en.pdf>)
2. ECB Annual report, 1999
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar1999en.pdf>)
3. ECB Annual report, 2000
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2000en.pdf>)
4. ECB Annual report, 2001
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2001en.pdf>)
5. ECB Annual report, 2002
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ar2002en.pdf>)
6. ECB: Correspondent Central Banking Model (CCBM).
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/ccbm.pdf>), november 1999
7. ECB: Cross-border use of collateral: A user's survey.
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/collateralsurvey.pdf>), februar 2001
8. ECB Monthly bulletin, november 2000
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200011en.pdf>)
9. ECB Monthly bulletin, april 2001
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mb200104en.pdf>)
10. Hornby: Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English. Oxford: Oxford University Press, 1974, 1041 str.
11. Measures to improve the collateral framework of the Evrosistem. Public consultation.
(URL: <http://www.ecb.int/pub/cons/impframew/pc030611en.pdf>), 11.6.2003
12. Objectives and tasks of the ESCB.
(URL: <http://www.ecb.int/aboutECB>), 7.5.2003
13. Organisational structure of the ECB.
(URL: <http://www.ecb.int/aboutECB>), 7.5.2003

14. Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank. (URL: http://www.ecb.int/pub/legal/escbstatutes_en.pdf), 24.4.2003
15. Protocol (No. 18) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank. (URL: <http://www.ecb.int/about/statescb.htm>), 24.4.2003
16. The members of decision-making bodies of the ECB.
(URL: <http://www.ecb.int/aboutECB>), 7.5.2003
17. The monetary policy of the ECB. Frankfurt am Main: ECB, avgust 2001, 150 str.
18. The single monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. Frankfurt am Main: ECB, april 2002, 96 str.
19. The single monetary policy in stage three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. Frankfurt am Main: ECB, september 1998, 119 str.
20. Tuck Allene: Oxford Dictionary of Business English for Learners of English. Oxford: Oxford University Press, 1993, 491 str.
21. Verbinc France: Slovar tujk. Enajsta izdaja. Ljubljana: Cankarjeva založba, 1994, 770 str.

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

- asset-backed bonds – obveznice izdane na podlagi drugih terjatev
- bid price – ponujena cena
- central, regional and local government security – vrednostni papirji centralnih, regionalnih in lokalnih oblasti
- collection of fixed-term deposits – zbiranje vezanih vlog
- commercial paper – komercialni vrednostni papir
- corporate bonds – obveznice nebančnih privatnih izdajateljev
- Correspondent Central Banking Model (CCBM) – korespondenčni centralno bančni model
- counterparty – nasprotna stran v kreditnih operacijah
- credit institution bond – obveznice kreditnih institucij
- custodian – skrbnik
- deposit facilities – možnost deponiranja sredstev
- deposit redeemable at notice – depozit na odpoklic z odpoklicnim rokom
- deposit with agreed maturity – depozit z dogovorjeno dospelostjo
- eligible assets – ustrezna finančna aktiva
- equity – lastniški vrednostni papir (delnica)
- exchange swaps – valutne zamenjave foreign
- fine-tuning operations – operacije finega uravnavanja
- fixed rate tender – sistem nespremenljive obrestne mere
- initial margin – začetna marža overnight deposit - depozit preko noči
- inverse floating interest rate – obratno spremenljiva obrestna mera
- issuance of debt certificates – izdaja dolžniških potrdil
- longer-term refinancing operations – dolgoročnejsše operacije refinanciranja
- main refinancing operations – glavne operacije refinanciranja
- marginal lending facilities – možnost obrobnega zadolževanja
- medium-term notes – srednjeročne zadolžnice
- mortgage-backed promissory notes – zadolžnice s hipoteko
- omnibus account – zbirni račun
- open market operations – operacije na odprtem trgu
- outright transactions – dokončne transakcije
- private claims – privatne terjatve
- quick tender – hitra ponudba ali licitacija
- reverse transactions –časne transakcije
- risk control measures – ukrepi za zavarovanje tržnih tveganj
- SSS links model – model mednarodnih povezav med klirinško depotnimi družbami
- standard tender – standardna ponudba ali licitacija
- standing facilities – odprte možnosti bank

- structural operations – strukturne operacije
- target – bližnji cilj
- The Executive Board of the ECB – Izvršni odbor ECB
- The General Council of the ECB – Generalni svet ECB
- The Governing Council of the ECB – Svet ECB
- tier one assets – aktiva prvega reda
- tier two assets – aktiva drugega reda
- trade bill – menica
- uncovered credit institution bonds – navadne obveznice kreditnih institucij
- valuation haircut – odbitek pri vrednotenju
- variable rate tender – sistem spremenljive obrestne mere
- variation margin – dnevno vrednotenje po tržnih cenah

PRILOGA

Tabela P1: Različne višine odbitkov pri vrednotenju finančnih aktiv prvega reda

Odbitki za instrumente s fiksno obrestno mero	
Instrumenti z ročnostjo do 1 leta	0%
Instrumenti z ročnostjo od 1 do 3 let	1,5%
Instrumenti z ročnostjo od 3 do 7 let	2%
Kuponske obveznice z ročnostjo nad 7 leti	3%
Brezkuponske obveznice z ročnostjo nad 7 leti	5%
ODBITKI ZA INSTRUMENTE Z VARIABILNO OBRESTNO MERO	
Instrumenti z pozneje določenim kuponom (»post-fixed coupon«)	0%
Instrumenti z vnaprej določenim kuponom (»pre-fixed coupon«)	Enaki odbitki kot za instrumente s fiksno obrestno mero.
ODBITKI ZA INSTRUMENTE Z OBRATNO SPREMENLJIVO (»INVERSE FLOATING«) OBRESTNO MERO	
Instrumenti z ročnostjo do 1 leta	1,5%
Instrumenti z ročnostjo od 1 do 3 let	4%
Instrumenti z ročnostjo od 3 do 7 let	8%
Instrumenti z ročnostjo nad 7 leti	12%

Vir: The single monetary policy in the euro area, april 2002, str.44.

Tabela P2: Različne višine odbitkov pri vrednotenju finančnih aktiv drugega reda

Odbitki za LASTNIŠKE VREDNOSTNE PAPIRJE	
Odbitki za lastniške vrednostne papirje morajo temeljiti na točki, ki predstavlja maksimum dvodnevne gibanja cen za vsak posamezen lastniški vrednostni papir (to načelo velja od 1.1.1987). Minimalen odbitek znaša 20%.	
ODBITKI ZA TRŽNE DOLŽNIŠKE INSTRUMENTE Z OMEJENO LIKVIDNOSTJO	
Instrumenti z ročnostjo do 1 leta	1%
Instrumenti z ročnostjo od 1 do 3 let	2,5%
Instrumenti z ročnostjo od 3 do 7 let	5%
Instrumenti z ročnostjo nad 7 leti	7%
ODBITKI ZA DOLŽNIŠKE INSTRUMENTE Z OMEJENO LIKVIDNOSTJO IN POSEBNIMI LASTNOSTMI	
Instrumenti z ročnostjo do 1 leta	2%
Instrumenti z ročnostjo od 1 do 3 let	6%
Instrumenti z ročnostjo od 3 do 7 let	13%
Instrumenti z ročnostjo nad 7 leti	20%
ODBITKI ZA NETRŽNE DOLŽNIŠKE INSTRUMENTE	
Menice z ročnostjo do 6 mesecev	2%
Bančna posojila: - z ročnostjo do 6 mesecev	10%
- z ročnostjo od 6 mesecev do 2 let	20%
Zadolžnice s hipoteko	20%

Vir: The single monetary policy in the euro area, april 2002, str. 46.