

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
OBRESTNE MERE EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

Ljubljana, februar 2005

ANA VODOPIVEC TUŠAR

IZJAVA

Študentka Ana Vodopivec Tušar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23.2.2005

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. EMU IN ECB	2
2.1. SLOVENIJA V EVROPSKI UNIJI	4
2.2. NEODVISNOST EVROSISTEMA	4
2.2.1. Kapital ECB	4
2.3. ORGANIZACIJSKA OBLIKA ECB	5
2.3.1. Svet ECB (»The Governing Council of the ECB«)	5
2.3.2. Izvršilni odbor ECB (»The Executive Board of the ECB«)	5
2.3.3. Generalni svet ECB (»The General Council of the ECB«)	6
3. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB	6
3.1. DVA STEBRA DENARNE POLITIKE	8
3.2. DELOVANJE EVROSISTEMA	8
3.3. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM IN NJEGOVI KANALI	9
3.4. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE	11
3.5. NASPROTNA – SODELUJOČA STRAN (»COUNTERPARTIES«)	12
3.5.1. Primerna finančna aktiva	13
3.6. OPERACIJE NA ODPRTEM TRGU (»OPEN MARKET OPERATIONS«)	13
3.6.1. Glavne operacije refinanciranja (»Main refinancing operations«)	14
3.6.2. Operacije dolgoročnega refinanciranja (»Long-term refinancing operations«)	16
3.6.3. Operacije finega uravnavanja (»Fine-tuning operations«)	16
3.6.4. Strukturne operacije (»Structural operations«)	17
4. OBRESTNE MERE ECB	17
4.1. KRATKOROČNE OBRESTNE MERE	17
4.2. DOLGOROČNE OBRESTNE MERE	17
4.2.1. Vpliv kratkoročnih obrestnih mer na dolgoročne obrestne mere	18
4.3. ZGODOVINSKO DOLOČANJE OBRESTNE MERE ECB	18
4.4. KLJUČNE OBRESTNE MERE ECB	20
4.5. NARAVNA ALI NEVTRALNA REALNA OBRESTNA MERA V EVRO OBMOČJU	21
4.5.1. Razvoj realne obrestne mere v evro območju	22
4.5.2. Taylorjevo pravilo	23
4.5.3. Naravna obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila	23
4.6. VPLIV VIŠINE OBRESTNIH MER NA RAZVOJ POSAMEZNIH DRŽAV	24
4.7. ODPRTE MOŽNOSTI BANK IN KREDITNIH INSTITUCIJ (»STANDING FACILITIES«)	25
4.7.1. Koridor obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij	27
4.8. ZAHTEVANE MINIMALNE REZERVE (»MINIMUM RESERVES«)	29
4.8.1. Obdobje vzdrževanja rezerv (»Reserve maintenance period«)	30
4.9. LIKVIDNOSTNE POTREBE BANČNEGA SISTEMA	31
4.9.1. Upravljanje likvidnosti s strani ECB	32
4.9.2. Predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij v evro območju	33
4.9.3. Uporaba odprtih možnosti bank in kreditnih institucij	33
5. INTEGRIRAN DENARNI TRG EVRO OBMOČJA	34
5.1. INTERES ECB ZA POLNO INTEGRIRAN EVROPSKI FINANČNI SISTEM	34
5.2. INTEGRACIJA DENARNEGA TRGA	35
5.3. ZNAČILNOSTI DENARNEGA TRGA EVRO OBMOČJA	36
6. RELEVANTNOST OBRESTNIH MER ECB NA DENARNEM TRGU EVRO OBMOČJA	39
7. SKLEP	42
LITERATURA	44
VIRI	45
SLOVAR TUJK	
KRATICE	
PRILOGE	1

SEZNAM TABEL

Tabela 1: Zgodovinski pregled nastanka Ekonomske in monetarne unije v treh fazah	2
Tabela 2: Instrumenti denarne politike Evrosistema.....	12
Tabela 3: Ključne obrestne mere ECB.....	20
Tabela 4: Kratkoročne obrestne mere in inflacija v evro območju	22
Tabela 5: Želena obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila za leto 2002	25
Tabela 6: Obveznosti kreditnih institucij, ki so vključene v rezerve	29
Tabela 7: Struktura standardizirane bilance CB	32

SEZNAM SLIK

Slika 1: Transmisijski mehanizem od uradnih obrestnih mer do cen	9
Slika 2: EONIA in ključne obrestne mere ECB v prvem obdobju vzdrževanja	19
Slika 3: Uporaba odprtih možnosti bank od januarja 1999 do junija 2003	26
Slika 4: Uporaba odprtih možnosti bank znotraj obdobja vzdrževanja rezerv.....	26
Slika 5: Ključne Obrestne mere ECB in EONIA	27
Slika 6: Delovanje sistema zahtevanih rezerv znotraj Evrosistema	30
Slika 7: Povprečna uporaba odprtih možnosti bank v obdobju vzdrževanja zahtevanih rezerv	34
Slika 8: Integracija nezavarovanega evro denarnega trga čez noč.....	35
Slika 9: Konvergenca trimesečnih obrestnih mer na denarnem trgu	37
Slika 10: Obrestne mere na denarnem trgu evro območja	40
Slika 11: Kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu.....	41

1. UVOD

Obrestne mere Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) so ključen instrument denarne politike ECB za doseg njenega glavnega cilja - stabilnosti cen na srednji rok. Namen diplomskega dela je spoznati, preučiti in razložiti obrestne mere ECB.

Za boljše razumevanje diplomskega dela, sem v drugem poglavju opisala nastanek Ekonomske in monetarne unije (v nadaljevanju EMU) in ustanovitev ECB ter podala glavne značilnosti ECB od nastanka dalje. V tretjem poglavju sem opredelila glavno strategijo ECB, na podlagi katere ECB določa svoje ključne obrestne mere in pokazala, zakaj je stabilnost cen na srednji rok pomembna za realno rast gospodarstva in zaposlenost. S transmisijским mehanizmom sem nakazala, na kakšen način ECB prenaša impulze denarne politike v gospodarstvo, saj naj bi ECB s spremembami obrestnih mer vplivala na razvoj cen v gospodarstvu. Nadaljevala sem z opredelitvijo instrumentov denarne politike, s katerimi ECB deluje na denarnem trgu. Najpomembnejši instrument denarne politike ECB so operacije na odprtem trgu, s katerimi ECB zagotavlja likvidnost na denarnem trgu. Najbolj sem se posvetila glavnim operacijam refinanciranja, s katerimi ECB zagotovi večino likvidnosti na denarnem trgu in hkrati z njimi oblikuje osrednjo ključno obrestno mero, okoli katere se oblikuje tudi tržna obrestna mera EONIA (»Euro OverNight Index Average«).

Opredelitvi obrestnih mer ECB v četrtem poglavju sem dodelila osrednjo vlogo. Naprej sem opredelila ključne obrestne mere ECB, nato sem nadaljevala z opredelitvijo kratkoročne in dolgoročne obrestne mere. ECB lahko vpliva samo na kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu, medtem ko na dolgoročno obrestno mero lahko vpliva samo posredno z vplivanjem na pričakovane kratkoročne obrestne mere v prihodnosti. Z različnimi instrumenti denarne politike ECB določa svoje obrestne mere. S posojilno obrestno mero določa dno koridorja obrestnih mer, z depozitno obrestno mero pa določa vrh koridorja obrestnih mer, vmes med obema je obrestna mera za glavne operacije refinanciranja. Tako, ECB s temi obrestnimi merami določa pogoje poslovanja kreditnim institucijam in bankam na denarnem trgu.

V četrtem poglavju sem opisala tudi prvo določanje obrestnih mer ECB v 3. fazi EMU ter pojasnila, zakaj je bil v tranzitnem obdobju koridor med posojilno in depozitno obrestno mero ozek. Nadaljevala sem z opredelitvijo nevtralne ali naravne obrestne mere za evro območje na podlagi Taylorjevega pravila ter pokazala, zakaj in kako se želena obrestna mera razlikuje med posameznimi državami članicami Evropske Unije (v nadaljevanju EU).

Pokazala sem, zakaj so odprte možnosti bank, da si sposodijo ali položijo likvidna sredstva čez noč na njihovo pobudo, tako zelo pomembne za banke in kreditne institucije za oblikovanje obrestnih mer na trgu. Z zahtevanimi minimalnimi rezervami ECB ustvarja likvidnostni deficit na denarnem trgu, zato so si banke in kreditne institucije, zaradi držanja zahtevanih rezerv, prisiljene si sposojati likvidnostna sredstva od ECB. Četrto poglavje sem zaključila z likvidnostnimi potrebami bančnega sistema in ugotavljanjem le-teh.

V petem poglavju sem se v skladu s splošno sprejeto ekonomsko doktrino o nevtralnosti denarja na dolgi rok, osredotočila predvsem na vpliv obrestnih mer na kratek rok oz. vpliv obrestnih mer na denarnem trgu. Da bi lahko ugotovila vpliv obrestnih mer ECB na integriranem denarnem trgu, sem na kratko opredelila integrirani denarni trg evro območja in pokazala, zakaj ima ECB interes za polno integriran denarni trg ter katere so glavne značilnosti denarnega trga evro območja. V šestem poglavju sem pokazala relevantnost obrestnih mer ECB na denarnem trgu evro območja, predvsem z gibanjem EONIA (»Euro OverNight Index Average«) in EURIBOR (»Euro Interbank Offered Rate«) za različne dobe dospelosti. Na koncu sem podala še sklep.

2. EMU IN ECB

Na podlagi Delorsovega poročila iz leta 1989 je bila sprejeta odločitev, da naj bi evolucija EMU potekala v treh fazah, kar je prikazano v tabeli 1.

Tabela 1: Zgodovinski pregled nastanka Ekonomske in monetarne unije v treh fazah

	Datum	Ključni dogodki pri nastajanju EMU
1. faza	12. marec 1990	Komiteju guvernerjev NCB držav članic EU, ki je bil ustanovljen že leta 1964, so bile dodeljene nove odgovornosti, kot so konzultacija in koordinacija denarne politike z namenom večje stabilnosti cen ter priprava na tretjo fazo Ekonomske in monetarne unije.
	1. julij 1990	Odstranitev ovir za prost pretok kapitala med državami članicami EU.
	7. februar 1992	Podpis Maastrichtske pogodbe, ki določa konvergenčne kriterije, ki jih je potrebno izpolniti pred vstopom v EMU.
2. faza	1. januar 1994	Ustanovitev Evropskega monetarnega instituta (v nadaljevanju EMI) je bila le tranzitna, saj ni imel pristojnosti za vodenje denarne politike, ki je bila še vedno v pristojnostih nacionalnih oblasti. EMI prav tako, ni imel pristojnosti za intervencije na deviznem trgu.
	December 1995	Evropski svet (»The European Council«) je sklenil, da bo enotno denarno enoto evro uvedel na začetku 3. faze EMU.
	December 1996	EMI predstavi poročilo Evropskemu svetu, ki govori o načelih in glavnih elementih novega mehanizma deviznega tečaja (ERM 2), ki je bil vpeljan junija 1997.
	December 1996	EMI predstavi oblikovno podobo evro denarja, ki je šel v obtok s 1.1.2002 .
	Junij 1997	Sprejetje Pakta stabilnosti in rasti, s katerim naj bi zagotovili proračunsko disciplino in spoštovanje EMU.
	Maj 1998	Svet EU (»The Council of the European Union«) je soglasno odločil, da 11 držav članic EU izpolnjuje zahtevane pogoje za sprejetje enotne denarne enote – evro.
	25. maj 1998	Izvolitev predsednika, podpredsednika in še štirih drugih članov ECB, katerih mandat začne teči z ustanovitvijo ECB.
3. faza	1. junij 1998	Ustanovitev ECB ter Evrosistema in s tem prenehanje delovanja EMI.

Vir: ECB: Ekonomska in monetarna unija, 2004.

Glavni nalogi EMI sta bili (Žnidarčič, 2003, str. 3):

- povečanje sodelovanja nacionalnih centralnih bank (v nadaljevanju NCB) in koordinacija njihovih denarnih politik,
- ter priprava vsega potrebnega za ustanovitev Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju ESCB), za vodenje enotne denarne politike in za ustanovitev enotne valute v 3. fazi EMU.

Evropska centralna banka s sedežem v Frankfurtu je bila ustanovljena 1. junija 1998, vendar je operativno začela delovati s 1.1.1999, ko je prevzela funkcijo vodenja skupne denarne politike. Z uvedbo enotne denarne valute evro se je 12 članic¹ EU odreklo lastni denarni suverenosti. Uvedba evra po večletnem prizadevanju za vzpostavitev denarne stabilnosti v EU, je pomemben mejnik za ekonomsko in politično integracijo Evrope. Z ustanovitvijo ECB, nove nadnacionalne institucije za vodenje skupne denarne politike Evrosistema, si je le-ta zadala cilje, da bo njena politika jasna in transparentna ter da bo s tem pridobila zaupanje državljanov EU.

Glavne naloge ECB so (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 EU,
- obveščanje javnosti o svojih aktivnostih,
- dajanje pooblastil za izdajo bankovcev in kovancev v evro območju,
- sodelovanje z institucijami pri izvajanju politik, ki prispevajo k stabilnosti finančnega sistema.

ECB in NCB držav članic evro območja skupaj tvorijo Evrosistem, katerega glavni cilj je ohranjanje in vzdrževanje stabilnosti cen na srednji rok. ECB si prizadeva vzpostaviti učinkovitost Evrosistema z visoko stopnjo integritete, pristojnosti in transparentnosti (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 10).

Za nadaljnje razumevanje delovanja ECB je potrebno ločiti pojma Evrosistem («Eurosystem»), in Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju ESCB). Termin Evrosistem zajema ECB in 12 držav članic, ki so sprejele enotno denarno valuto evro, medtem ko ESCB zajema ECB in vse države članice EU, tudi tiste, ki niso sprejele evra². Evrosistem naj bi deloval v skladu z gospodarsko politiko EU, z namenom prispevati k višji ravni zaposlenosti, konstantni in ne inflacijski gospodarski rasti, vendar tako, da ob tem ne bi ogrozil glavnega cilja - stabilnosti cen.

¹ Te države so: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija in pa Grčija, ki se je priključila kot zadnja 1.1.2002.

² Države EU, ki niso sprejele evra kot enotnega denarnega sredstva so: Anglija, Švedska, Danska ter vse nove države članice EU.

2.1. Slovenija v Evropski uniji

S 1. majem 2004 se je začelo za Slovenijo novo poglavje v njeni zgodovini, saj je vstopila v EU skupaj z devetimi novimi državami članicami: Ciprom, Češko, Estonijo, Latvijo, Litvo, Madžarsko, Malto, Poljsko in Slovaško. Tako sedaj tvori EU skupno 25 držav članic³, ki so se zavezale k nastanku ekonomske in politične unije. EU je tako postala ena izmed največjih ekonomskih velesil s 454 milijoni prebivalcev in 3,9 milijona km² ozemlja. Nove države članice EU bodo lahko sprejele evro šele, ko bodo izpolnile konvergenčne kriterije⁴, katerih namen je zagotovitev ekonomskih in pravnih pogojev za uspešno vključitev v stabilizacijsko usmerjeno denarno unijo (ECB: EU enlargement, 2004; Evropska unija – Slovenija, 2004).

2.2. Neodvisnost Evrosistema

ECB, NCB in drugi organi odločanja Evrosistema morajo biti pri izvajanju svojih nalog tako politično kot ekonomsko neodvisni od zunanjih institucij. Institucije EU in guvernerji NCB ne smejo vplivati na člane organov odločanja ECB ali NCB pri izvajanju njihovih nalog. Evrosistem organom Skupnosti ali enotam nacionalnih javnih sektorjev ne sme dajati posojil. S tem je Evrosistem dodatno zaščiten pred morebitnimi državnimi vplivi. Evrosistem je funkcionalno neodvisen, saj ima instrumente in pristojnosti za učinkovito izvajanje denarne politike. ECB ima pravico, da sprejme zavezujoče predpise, ki so potrebni za izvajanje nalog ESCB.

2.2.1. Kapital ECB

Kapital ECB je vpisan in vplačan s strani NCB evro območja. ECB je pravna oseba, prav tako pa tudi NCB-ke, ki so lastnice ECB, saj so vložile določen delež kapitala, in sicer (Protokol on the Statute of the ESCB and of the ECB, 2000, čl. 29):

- 50 % deleža države članice v prebivalstvu EU v predzadnjem letu pred ustanovitvijo ESCB
- 50 % deleža države članice v BDP po tržnih cenah EU iz zadnjih petih let pred predzadnjim letom pred ustanovitvijo ESCB.

Na podlagi člena 29.3 Statuta ESCB mora biti ključ za prispevek posameznih držav članic v kapital ECB popravljen na vsakih 5 let. Prvi tak popravek ključa je bil narejen 1.1.2004, drugi pa 1.5.2004, ko so vstopile v EU nove države članice, kar je razvidno iz priloge 1. V celoti vplačani vpisi NCB evro območja v kapital ECB znašajo 3,978 milijard evrov. NCB 13 držav članic EU izven evro območja morajo za pokritje operativnih stroškov, ki jih ima ECB v zvezi z njihovim sodelovanjem v ESCB, vplačati minimalen delež, ki od 1. maja 2004 predstavlja 7 % njihovega vpisanega kapitala, kar skupaj znaša 111 milijonov evrov. Na podlagi podatkov predstavljenih v prilogi 1, imajo tri največje države po deležu kapitala (Nemčija, Francija, Italija) skupaj 49,06-

³ Države članice EU so: Avstrija, Belgija, Ciper, Češka, Danska, Estonija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Madžarska, Malta, Nemčija, Nizozemska, Poljska, Portugalska, Slovaška, Slovenija, Španija, Švedska in Združeno kraljestvo Velike Britanije in Severne Irske.

⁴ Konvergenčni kriteriji so: stabilne cen, obstojen proračun, stabilen devizni tečaj in konvergenca dolgoročnih obrestnih mer.

odstotni delež v kapitalu ECB, medtem ko imajo tri najmanjše države (Irska, Luksemburg, Finska) skupaj samo 2,37-odstotni delež v kapitalu ECB.

Razporeditev čistega dobička in izgube ECB

V primeru, da ima ECB dobiček, se del dobička prenese v rezerve ECB oz. splošni rezervni sklad, del pa se razdeli delničarjem, ki so NCB. V primeru izgube, se le-ta krije iz splošnega rezervnega sklada, lahko pa tudi iz prihodkov NCB. Na podlagi 33. člena Statuta ESCB in ECB (Protokol on the Statute of the ESCB and of the ECB, 2000, čl. 33) se čisti dobiček prenese po naslednjem zaporedju (Majcen, Roter, 2002, str. 11):

- znesek, ki ne sme presegati 20 % čistega dobička in ki ga določi svet ECB, se prenese v splošni rezervni sklad do največ 100 % kapitala,
- preostali čisti dobiček se razdeli med delničarje ECB sorazmerno z njihovimi plačanimi deleži.

2.3. Organizacijska oblika ECB

ESCB je sistem 25 NCB držav članic EU in ECB. Države članice EU, ki niso sprejele evra, so kljub temu del sistema ESCB in imajo poseben status, saj lahko vodijo samostojno nacionalno denarno politiko, hkrati pa ne morejo sodelovati pri odločanju in izvajanju enotne denarne politike evro območja. Odločanje Evrosistema poteka preko organov ECB kot sta Svet ECB (»Governing Council«) in Izvršilni odbor ECB (»Executive Board«), ter preko Generalnega sveta ECB (»General Council«), ki ima posvetovalno funkcijo vse dotlej, dokler vse države članice EU ne bodo sprejele evra.

2.3.1. Svet ECB (»The Governing Council of the ECB«)

Svet ECB sestavljajo vsi člani Izvršilnega odbora ECB in guvernerji NCB držav članic evro območja. Glavne naloge Sveta ECB so (ECB: Governing Council, 2004):

- vpeljava smernic in sprejemanje odločitev za izvajanje denarne politike Evrosistema,
- oblikovanje denarne politike evro območja glede na srednjeročne denarne cilje s pomočjo določanja ključnih obrestnih mer in obveznih rezerv v Evrosistemu ter
- vzpostavitev potrebnih smernic za njihovo izpeljavo.

2.3.2. Izvršilni odbor ECB (»The Executive Board of the ECB«)

Izvršilni odbor ECB sestavljajo predsednik, podpredsednik in še štirje člani. Člani so določeni s strani guvernerjev držav članic in priporočila Sveta EU (»The Council of the European Union«). Glavne odgovornosti izvršilnega odbora ECB so (ECB: Executive Board, 2004):

- izvajanje denarne politike v skladu s smernicami in odločitvami Sveta ECB s potrebnimi navodili NCB,
- priprava sestankov Sveta ECB,
- vsakodnevno vodenje poslov ECB in
- uporaba moči, ki jim je bila podeljena s strani Sveta ECB.

2.3.3. Generalni svet ECB («The General Council of the ECB«)

Generalni Svet ECB sestavljajo predsednik in podpredsednik ter guvernerji vseh 25 držav članic EU. Generalni svet izvaja naloge, ki jih je ECB prevzela od EMI in so, zaradi ne sprejetja evra s strani treh starih in 10 novih držav članic, potrebne za izvajanje 3. stopnje EMU. Vsi guvernerji novih držav članic so postali polnopravni člani Generalnega sveta ECB.

Generalni svet ECB pomaga ECB (ECB: General Council, 2004):

- s svetovalno funkcijo,
- z zbiranjem statističnih podatkov,
- s pripravo letnih poročil ECB,
- z vzpostavitvijo potrebnih pravil za standardizacijo računovodskih in poročevalskih operacij, ki jih sprejmejo NCB,
- s sprejetjem meril, ki se nanašajo na določanje kapitalskega ključa ECB,
- z zapisom pogojev za zaposlitev članov osebja ECB, in
- s potrebnimi pripravami za fiksiranje deviznih tečajev do evra za države članice EU, ki evra niso sprejele.

3. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB

Primarni cilj ECB je ohranjanje stabilnosti cen⁵, o čemer govori 2. člen Statuta ESCB. ECB naj bi delovala v skladu z ekonomsko politiko EU in v skladu z načeli odprtega trga, to je prosto konkurenco in učinkovito alokacijo virov. Oktobra 1998 je Svet ECB predstavil stabilizacijsko orientirano denarno strategijo za vodenje odločitev v tretji fazi EMU.

Strategija temelji na kvantitativni definiciji stabilnosti cen in dveh stebrih denarne politike za doseg tega cilja. Denarna politika lahko vpliva predvsem na raven cen v gospodarstvu, zato je stabilnost cen njen edini naravni cilj. Vplivati na realni dohodek ali zaposlenost je naloga drugih ekonomskih faktorjev, ki so odgovorni za fiskalno in strukturno politiko. Zaradi nevtralnosti denarja na dolgi rok in ker so stroški inflacije veliki, ohranjanje stabilnosti cen na dolgi rok prispeva k povečanju ekonomskega blagostanja in k potencialni gospodarski rasti in zaposlenosti.

Z ohranjanjem stabilnosti cen ECB prispeva k širšim ekonomskim ciljem, kot so višja raven gospodarske aktivnosti, višji življenjski standard ter boljši obeti zaposlovanja. Praksa kaže, da gospodarstva z nižjo inflacijo realno rastejo hitreje na dolgi rok. Denarna politika vpliva na realne kategorije na kratek rok, zato naj bi se ECB v skladu z njenim ciljem izogibala prekomernemu nihanju v proizvodni in zaposlenosti.

Strategija denarne politike Evrosistema po mnenju Berka, Hobena in Kakesa dopušča nekaj prostora za pospeševanje stabilne gospodarske rasti, ne da bi s tem ogrozila glavnega cilja

⁵ Cilj stabilnosti cen se nanaša na splošno raven cen v gospodarstvu in pomeni, da se denarna politika izogiba prenešeni inflaciji oz. deflaciji.

stabilnosti cen. To so ugotovili na podlagi dveh dejstev (Van Bergeijk, Berndsen, Jansen, 2000, str. 195):

- Stabilnost cen je definirana kot območje.
- Stabilnost cen je določena kot srednjeročni cilj, kar pomeni da so lahkočasne spremembe izven tega območja še vedno v skladu s stabilnostjo cen na srednji rok. S tem si je Evrosistem ustvaril manevrski prostor za primer šokov, ki se kažejo kotčasni pritisk na inflacijsko stopnjo, saj omogoča časovno prilagoditev v relativnih cenah in spremembe v gospodarstvu. Seveda je potrebno nato v drugi rundi te učinke izničiti, da se prepreči nastanek vrtnca povečevanja cen-plač, kar bi lahko ogrozilo stabilnost cen na srednji rok.

Svet ECB si prizadeva pri vzdrževanju stabilnosti cen, ohraniti inflacijo blizu 2 %. Zato je Svet ECB je opredelil definicijo stabilnosti cen, kot povečanje Harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (v nadaljevanju HICP) v enem letu za manj kot 2 %, vendar blizu 2 % in hkrati je to potrebno vzdrževati na srednji rok. Ta 2 % inflacija naj bi bila neka varovalna meja pred tveganjem za deflacijo.

Prednosti stabilnosti cen so (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 42-43):

- *Večja transparentnost sprememb v relativnih cenah*, kar pomeni boljše odločanje ekonomskih subjektov pri svojih investicijskih in potrošniških odločitvah, kar izboljšuje alokacijo virov. Uporaba virov je učinkovitejša, zato stabilnost cen povečuje tako blaginjo gospodinjstev, kot potencialni produkt gospodarstva.
- *Zmanjšanje inflacijske premije v obrestnih merah* zaradi pričakovanja ekonomskih subjektov o stabilni ravni cen v prihodnosti, ki naj bi na dolgi rok kompenzirala tveganje držanja nominalnih sredstev. Zmanjšanje inflacijske premije zmanjša premijo za tveganje pri realni obrestni meri, zato denarna kredibilnost prispeva k učinkoviti alokaciji virov.
- *Nič več zavarovanj zaradi inflacije*, kar pomeni, da se produktivni viri ne uporabljajo za zavarovanje nasproti inflaciji, ampak v produktivne namene.
- *Zmanjšanje realnih stroškov, ki nastanejo kot posledica napačnih spodbud, ki jih dajejo davki in sistem socialne varnosti v gospodarstvu, saj dajejo popačeno sliko ekonomskega obnašanja*. Inflacija ali deflacija to sliko še poslabšata, saj fiskalni sistem normalno ne dopušča indeksacije davčnih stopenj in prispevkov za socialno varnost. Stabilnost cen omogoča zmanjšanje realnih stroškov, ki nastanejo v inflaciji ali deflaciji zaradi vpliva davkov in socialne varnosti.
- *Povečanje prednosti držanja denarja* se kaže v tem, da stabilnost cen poveča povpraševanje po denarju in posledično zniža transakcijske stroške, kajti inflacije kot neke vrste stroška za držanje denarja ni več.
- *Preprečevanje znatne in poljubne redistribucije dohodka in bogastva*, ki nastane v inflacijskem kot tudi deflacijskem okolju, kjer se trendi cen spreminjajo nepredvidljivo. V inflaciji oz. deflaciji najšibkejše skupine družb utrpijo največ, saj so omejene pri proti zavarovanju. Okolje stabilnih cen zato pomaga ohranjati socialno ravnotežje.

Razlogi za dopuščanje majhne inflacije

Čeprav so stroški inflacije veliki, je vzdrževanje majhne pozitivne inflacije zaželeno, zaradi treh razlogov, in sicer (ECB Monthly Bulletin, junij 2003, str. 83):

- tveganje deflacije in nominalnih obrestnih mer nižjih od nič,
- možnosti navzgor pristranske ocene pri merjenju inflacije,
- rigidnost znižanja cen in plač ter
- nepopolne konvergenca med regijami v denarni uniji, kar lahko poveča strukturne razlike v inflaciji med regijami v evro območju in zmanjšuje možnost za gladko prilagajanje določene regije.

3.1. Dva stebra denarne politike

Z namenom vzdrževanja stabilnosti cen, ECB opazuje številne spremenljivke, ki vplivajo na prihodnjo inflacijo, med katerimi ima najpomembnejšo vlogo denarni agregat M3.

Prvi steber temelji na denarni analizi za ugotavljanje srednje do dolgoročnih trendov v inflaciji. Inflacija je denarni pojav, zato naj bi imel denar glavno vlogo pri strategiji denarne politike. Svet ECB je s pomočjo kvantitativne teorije izbral referenčno vrednost za rast denarnega agregata M3, ki znaša 4,5 %, in sicer na podlagi ocenjenega BDP in obtočne hitrosti ter zelene inflacije (ECB Monthly Bulletin, junij 2003, str. 79).

Kvantitativna teorija:

$m + v = p + y$	mkoličina denarja
	vobtočna hitrost denarja
	praven cen
	yrealni BDP
$\Delta m + \Delta v = \Delta p + \Delta y$	Δsprememba v enem letu
$\Delta v = 0,5$	ocena obtočne hitrosti
$\Delta p = 2 \%$	želena stopnja inflacije
$\Delta y = 2 \%$	stopnja rasti BDP ⁶
$\Delta m = 4,5$	stopnja rasti denarja

Drugi steber temelji na gospodarski analizi za določanje srednjeročnega tveganja za stabilnost cen. ECB uporablja veliko različnih kazalnikov za ugotavljanje prihodnjega razvoja cen. Tako med drugim preučuje plače, devizni tečaj, cene obveznic, krivulje donosa, kazalnike realne gospodarske aktivnosti, fiskalne kazalnike, cene, stroškovne kazalnike ter poslovne in potrošniške raziskave (De Grauwe, 2003, str. 184-186).

3.2. Delovanje Evrosistema

S 17. do 24. členom Statuta ESCB so določene funkcije in operacije Evrosistema. Evrosistem ima za doseg primarnega cilja na razpolago več instrumentov denarne politike, ki skupaj s postopki tvorijo operativno ogrodje Evrosistema. Strategija določa katera raven obrestnih mer na

⁶ Napoved ECB za bodoči realni BDP (Monthly Bulletin, januar 1999).

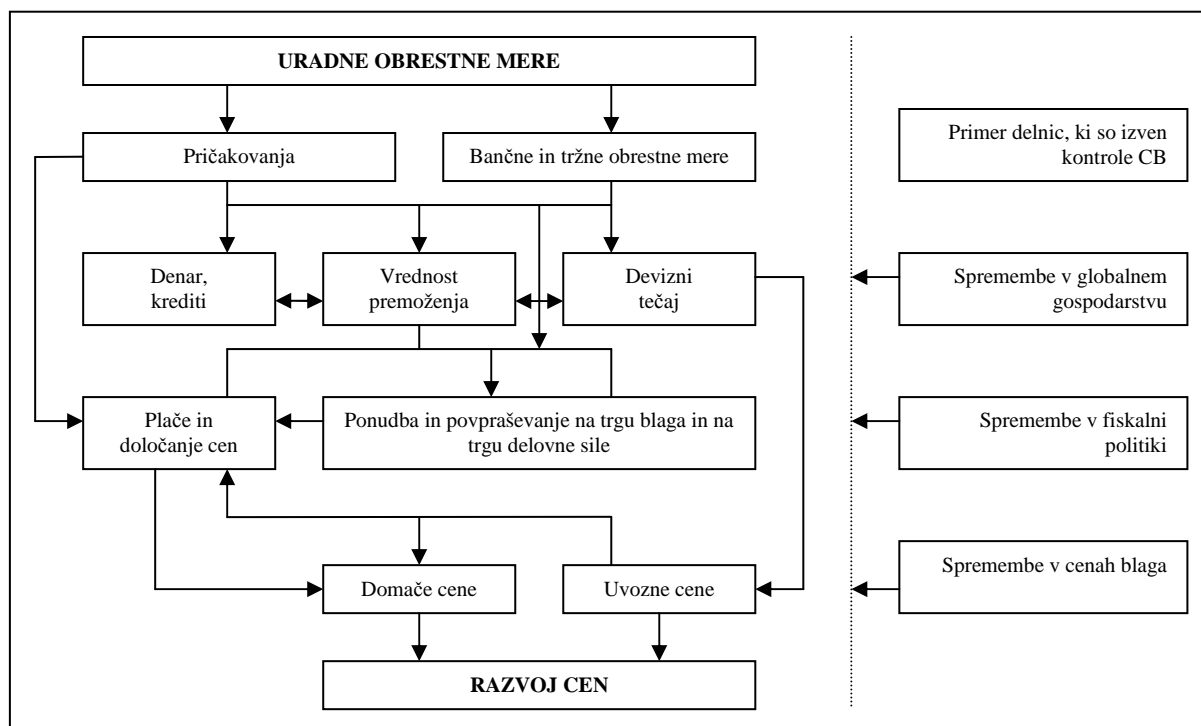
denarnem trgu je potrebna za vzdrževanje stabilnosti cen na srednji rok, medtem ko operativno ogrodje določa, kako to raven doseči z uporabo različnih možnih instrumentov denarne politike.

Načela delovanja Evrosistema (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 72):

- *Operativna učinkovitost*, pomeni zmožnost Evrosistema za hitro in natančno posredovanje na denarnem trgu.
- *Enako obravnavanje finančnih institucij in harmonizacija predpisov in postopkov*, pomeni enako obravnavo kreditnih institucij, ne glede na njihovo velikost in lokacijo v evro območju. Poenotenje predpisov in postopkov omogoča enake pogoje vsem kreditnim institucijam v evro območju pri transakcijah z Evrosistemom.
- *Načelo decentralizacije izvajanja denarne politike ECB*, pomeni izvajanje denarne politike preko NCB, katere vodijo operacije in transakcije, ki jih koordinira ECB.
- *Enostavnost in transparentnost* zagotavljata, da so operacije denarne politike pravilno razumljene.
- *Načelo stalnosti* spodbuja stalnost in nespremenljivost instrumentov in postopkov.
- *Načelo varnosti* zahteva, da je finančno in operativno tveganje Evrosistema minimalno.
- *Stroškovna učinkovitost* zahteva nizke operativne stroške tako za Evrosistem, kot tudi za Banke in kreditne institucije.

3.3. Transmisijski mehanizem in njegovi kanali

Slika 1: Transmisijski mehanizem od uradnih obrestnih mer do cen



Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 45.

Slika 1 prikazuje, kako se sprememba uradnih obrestnih mer po dolgi verigi vzrokov in posledic končno odrazi v razvoju cen. Skozi transmisijski proces lahko ECB določa pogoje na denarnem trgu in tako krmari obrestne mere denarnega trga. S Transmisijskim mehanizmom označujemo proces, s katerim denarna politika vpliva na raven cen. Transmisijski kanali pa so posamezni členi v transmisijskem mehanizmu, skozi katere denarna politika pošilja svoje signale. Glavni kanali transmisijskega mehanizma denarne politike so predstavljeni v sliki 1 (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 44-48).

Kanal obrestnih mer

Ob pogoju, da ostanejo vse spremenljivke enake, višje obrestne mere pomenijo zmanjšanje investicijskega povpraševanja podjetij in povečanje prihrankov za gospodinjstva.

Kanal kreditov

Stroški kreditov so pomemben dejavnik investicijskih in potrošniških odločitev, saj zmanjšanje obrestnih mer povzroči povečanje povpraševanja po kreditih, kar spodbudi investicijsko dejavnost in proizvod. In obratno, s povečanjem obrestnih mer narašča tudi tveganje, da nekateri posojilojemalci ne bodo mogli poplačati svojega dolga, zato banke zmanjšajo ponudbo posojil.

Gospodinjstva in podjetja so tako prisiljena preložiti potrošnjo in investicijske plane. Kreditni kanal je tesno povezan z razpoložljivimi informacijami, zato pogosto prihaja do asimetričnih informacij z možnostjo škodljive izbire in moralnega hazarda.

Kanal kreditov lahko deluje skozi kanal bančnih posojil (»bank lending channel«), skozi kanal bilance (»the balance sheet channel«) ter skozi kanal denarnega toka (»cash flow channel«) (ECB Monthly Bulletin, april 2003, str. 66).

Kanal vrednosti premoženja

Spremembe v vrednosti premoženja vplivajo na potrošnjo in investicije skozi učinek dohodka in premoženja, saj če vrednost premoženja raste, lastniki premoženja povečajo svojo potrošnjo, in obratno, ko vrednost premoženja pade, lastniki premoženja zmanjšajo svojo potrošnjo. Vrednost premoženja vpliva tudi na agregatno povpraševanje, saj omogoča posojilojemalcu, da pridobi več posojil in/ali zmanjša premijo za tveganje, ki jo postavi banka.

Odločitve posojilodajalca o posojilu so pogosto odvisne od zneska poroštva, ki ga da posojilojemalec, zato v primeru padca vrednosti poroštva posojila postanejo dražja in potrošnja se zmanjša.

Kanal agregatnega povpraševanja

Ko je agregatno povpraševanje večje od ponudbe, se ob vseh ostalih nespremenjenih spremenljivkah, ustvarja pritisk na povečanje cen. Spremembe v agregatnem povpraševanju preoblikujejo pogoje na trgu dela in trgu vmesnih produktov, kar posledično vpliva na plače in gibanje cen na trgu.

Kanal deviznega tečaja

Učinki deviznega tečaja so, v primerjavi z malimi gospodarstvi, na splošno manj pomembni za velika, relativno zaprta gospodarstva, kot je evro območje. Spremembe v deviznem tečaju bodo normalno vplivale na inflacijo na tri načine.

- Če pride do apreciacije deviznega tečaja, cene uvoznih dobrin padejo, kar pomaga k zmanjšanju inflacije, saj se uvozne dobrine neposredno uporabijo v potrošnji.
- Če so uvozne dobrine uporabljene kot inputi v proizvodnji, lahko nižje uvozne cene za inpute znižajo cene končnih dobrin.
- Če apreciacija deviznega tečaja naredi domače proizvode manj konkurenčne na svetovnih trgih, se zmanjša zunanje povpraševanje in vsesplošni pritisk na cene v gospodarstvu. Pri vseh ostalih nespremenjenih spremenljivkah, apreciacija deviznega tečaja prispeva k zmanjšanju inflacijskih pritiskov.

ECB se sooča z odlogi pri vodenju denarne politike, saj prihaja do različnih in nepričakovanih časovnih zamikov v transmisijskem procesu. Zaradi tega denarna politika ponavadi potrebuje kar precej časa, da vpliva na razvoj cen.

Delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike je oteženo, saj je ekonomski razvoj neprestano pod vplivom različnih zunanjih šokov. Denarna politika mora zato upoštevati spremembe transmisijskega mehanizma in hkrati upoštevati vse ostale relevantne dejavnike za prihodnjo inflacijo.

3.4. Instrumenti denarne politike

ECB za izvajanje svoje denarne politike uporablja tri skupine instrumentov, in sicer operacije na odprem trgu, odprte možnosti bank ter obvezne rezerve bank. Najpomembnejša skupina instrumentov denarne politike ECB so operacije na odprtem trgu, s katerimi ECB zagotavlja večino likvidnosti na denarnem trgu. Z odprtimi možnostmi bank, da si sposodijo ali položijo likvidna sredstva čez noč na njihovo pobudo, lahko banke in kreditne institucije odpravljajo dnevna neravnotežja.

Tretji zelo pomemben instrument denarne politike ECB so zahtevane minimalne rezerve, s katerimi ECB ustvarja likvidnostni deficit na denarnem trgu. Banke in kreditne institucije so tako prisiljene, zaradi držanja zahtevanih rezerv, sposojati si likvidnostna sredstva od ECB. Z instrumenti denarne politike ECB določa ključne obrestne mere.

V tabeli 2 so prikazani glavni instrumenti denarne politike, ki so na razpolago Evrosistemu pri vodenju enotne denarne politike. To so operacije na odprtem trgu in odprte možnosti bank, ki se izvajajo na decentraliziran način preko NCB.

Tabela 2: Instrumenti denarne politike Evrosistema

Instrumenti denarne politike	Vrsta transakcije		Značilnost transakcije		
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorpcija likvidnosti	Dospetje	Pogostost	Postopek
Operacije na odprtem trgu					
Glavne operacije refinanciranja	• začasne transakcije	-	• 1 teden ^{1*}	• tedensko	• standardna ponudba
Dolgoročne operacije refinanciranja	• začasne transakcije	-	• 3 meseci	• mesečno	• standardna ponudba
Operacije finega uravnavanja	• začasne transakcije • valutne zamenjave • dokončni nakupi	• valutne zamenjave • zbiranje vezanih vlog • dokončne prodaje	• ni standard.. -	• neredno (občasno) • neredno (občasno)	• hitra ponudba • bilateralni postopek • bilateralni postopek
Strukturne operacije	• začasne transakcije • dokončni nakupi	• izdajanje dolžniških potrdil • dokončne podaje	• standard./ nestandard. -	• redno in neredno • neredno (občasno)	• standardna ponudba • bilateralni postopek
Odrpte možnosti bank (kreditnih institucij)					
Možnost obrobnega zadolževanja	• začasna transakcija	-	• čez noč	• dosegljivo na pobudo kreditne institucije	
Možnost deponiranja sredstev	-	• vloge (depoziti)	• čez noč	• dosegljivo na pobudo kreditne institucije	

^{1*} Po 10. marcu 2004 je dospelje za GOR 1 teden, prej je bilo dva tedna.

Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 73.

3.5. Nasprotna – sodelujoča stran (»Counterparties«)

Nasprotna stran v transakcijah z Evrosistemom mora za sodelovanje v Evrosistemu zadostiti določenim kriterijem (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 74-75):

- nasprotna stran mora biti del sistema minimalnih rezerv Evrosistema,
- finančna institucija mora biti finančno zdrava,
- nasprotna stran mora izpolniti operativne kriterije, ki so določeni v pogodbenem ali regulativnem dogovoru, uporabljenem s strani NCB ali s strani ECB, za zagotovitev učinkovitega vodenja operacij denarne politike Evrosistema.

Primerna sodelujoča stranka (»eligible counterparty«)⁷, lahko dostopa do odprtih možnosti bank in sodelujejo pri operacijah na odprtem trgu Evrosistema. Če so kreditne institucije ustanovile

⁷Banke in kreditne institucije, ki izpolnjujejo glavne kriterije primernosti.

poleg matičnega podjetja v eni državi tudi podružnice v drugih državah članicah, ima vsaka podružnica dostop do teh operacij preko NCB, kjer je locirana. Vendar vsaka institucija lahko predloži samo eno ponudbo v vsaki državi članici, ne glede na to ali je to matično podjetje ali podružnica.

3.5.1. Primerna finančna aktiva

»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, (1999a), str. 14).

Primerna finančna aktiva (»eligible assets«), ki jih od bank začasno kupuje ECB so določene v 18.1 členu statuta ESCB in ECB. V skladu s statutom morajo biti vse transakcije na finančnih trgih znotraj Evrosistema, zavarovane s primernim finančnim premoženjem. Evrosistem se pri operacijah za zagotavljanje likvidnosti zavaruje pred finančnimi tveganji s primerno finančno aktivo, ki so dane kot poroštvo. Evrosistem zagotavlja enako obravnavo vseh pogodbenikov, zato sprejema tako privatne kot državne dolžniške instrumente, vendar morajo le-ti izpolnjevati kriterije primernosti (»eligibility criteria«).

Zaradi razlik v finančni strukturi med državami članicami je bila narejena razlika med različnimi kategorijami primernih finančnih aktiv. Tako ločimo dve vrsti primerne finančne premoženja, in sicer aktivo prvega reda in aktivo drugega reda. Glavna razlika med aktivo prvega reda in aktivo drugega reda je v izbiri primernih kriterijev. Aktiva prvega reda morajo izpolniti kriterije primernosti ECB, medtem ko morajo aktiva drugega reda izpolniti kriterije primernosti NCB, ki jih odobri ECB (Issing et al., 2001, str. 121).

Aktiva prvega reda (»Tier one assets«) sestavljajo predvsem tržno premoženje, ki se uporablja kot jamstvo pri vseh operacijah denarne politike ECB, tako pri začasni kot tudi pri dokončnih transakcijah. *Aktiva drugega reda (»Tier two assets«)* sestavljajo tržno in netržno premoženje, ki izpolnjuje kriterije primernosti ECB ali posamezne NCB države članice in so zelo pomembni za posamezni finančni trg ali bančni sistem. Kriterije za aktivo drugega reda določa posamezna NCB države članice, vendar mora izpolniti tudi minimalne kriterije primernosti ECB (Suhadolnik, 2003, str. 22-24).

3.6. Operacije na odprtem trgu (»Open market operations«)

Operacije na odprtem trgu lahko razdelimo na štiri kategorije glede na njihov cilj, pogostost in postopek, in sicer na glavne operacije refinanciranja, dolgoročne operacije refinanciranja, operacije finega uravnavanja ter strukturne operacije. Operacije na odprtem trgu so zelo pomembne, saj z njimi ECB krmari obrestne mere in upravlja z likvidnostjo na trgu ter s tem signalizira svojo denarno politiko.

Operacije na odprtem trgu se izvršujejo na podlagi pobude ECB, ki odloča, katere instrumente bo uporabila, kakšna bo doba dospelja in kakšni bodo pogoji za njihovo izvedbo. Tako lahko

izvede operacije na odprtem trgu na podlagi standardne ponudbe, hitre ponudbe in bilateralnega postopka. Ločimo več tipov transakcij na odprtem trgu, in sicer začasne transakcije (»reverse transaction«), dokončne nakupe (»outright transaction«), valutne zamenjave (»foreign exchange swap«), zbrane vezane vloge (»collection of fixed-term deposits«) ter izdajo dolžniških potrdil ECB (»issuance of ECB debt certificates«) (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 83).

3.6.1. Glavne operacije refinanciranja (»Main refinancing operations«)

Glavne operacije refinanciranja (v nadaljevanju GOR) so najpomembnejše med operacijami na odprtem trgu, ki so vodene znotraj Evrosistema, saj zagotavljajo večino potrebne likvidnosti bančnega sistema. GOR imajo ključno vlogo pri vodenju obrestnih mer in signaliziranju položaja denarne politike skozi obrestne mere, ki jih določi svet ECB.

Glavne operacije refinanciranja so vodene na decentraliziran način preko NCB. Posojanje skozi operacije na odprtem trgu ponavadi poteka skozi začasne transakcije. Pri začasnih transakcijah NCB kupi aktivo prvega reda ali aktivo drugega reda na podlagi reodkupnega sporazuma ali pa da posojilo nasproti aktiv, ko so dane za zavarovanje (»collateral«). GOR so vodene skozi standardne licitacije oz. ponudbe. Vse kreditne institucije, ki izpolnijo splošne kriterije primernosti, lahko sodelujejo v GOR. Vse kreditne institucije, locirane na evro območju, so hipotetično primerna nasprotna stran za transakcije z Evrosistemom.

Sistem fiksne (»Fixed rate tender«) in variabilne obrestne mere (»Variable rate tender«) pri licitacijah oz. ponudbah

Evrosistem vodi licitacije v obliki, ki je v naprej določena. Pri licitaciji s fiksno obrestno mero Svet ECB ponudi nasprotni strani dodelitveni znesek (»allotment volume«), za katerega želi izvesti transakcijo po fiksni obrestni meri. Pri sistemu z variabilno obrestno mero pa nasprotna stran ponudi tako želeni znesek denarja, kot tudi obrestno mero, po kateri želi, da bi se transakcija izvedla. Svet ECB lahko določi minimalno ponudbeno obrestno mero za licitacije z variabilno obrestno mero in s tem pokaže položaj denarne politike.

Pri obeh postopkih licitacije ECB določi dodelitveni znesek za zagotavljanje likvidnosti. Licitacija s fiksno obrestno mero normalno vsebuje sorazmerno dodelitev individualne ponudbe banke, odvisno od razmerja med celotno ponudbo in celotnimi likvidnostnimi sredstvi, ki naj bi bila dodeljena.

Pri licitaciji z variabilno obrestno mero ponudbe z najvišjo obrestno mero pridejo najprej na vrsto pri dodeljevanju likvidnostnih sredstev, nato jim sledijo ponudbe z zaporedoma nižjimi obrestnimi merami, dokler niso celotna likvidnostna sredstva izčrpana. Pri najnižji sprejemljivi obrestni meri, to je na mejni meji dodelitve sredstev, so ponudbe zadovoljene sorazmerno v skladu z odločitvijo ECB glede celotnega dodelitvenega zneska, namenjenega za zagotavljanje likvidnosti. Za vsako posamezno dodelitev je obrestna mera enaka ponujeni obrestni meri.

Od začetka leta 1999 do junija 2000 je Evrosistem vodil GOR kot licitacije s fiksno obrestno mero. Od 27. junija 2000 pa so GOR vodene kot licitacije z variabilno obrestno mero in z minimalno ponudbeno obrestno mero (»minimum bid rate«). Razlog za spremembo postopka so bile številne prevelike ponudbe pri GOR s fiksno obrestno mero, kar je kazalo na obstoj širokega in vztrajnega razmika med obrestno mero na denarnem trgu in fiksno obrestno mero za GOR. Ta razmik je bil po večini poganjan s strani tržnih pričakovanj o nadaljnjem povečanju obrestne mere ECB, še posebej pa je bilo to očitno spomladi leta 2000. Razmik med tržnimi obrestnimi merami in obrestnimi merami za GOR je bil zelo zanimiv za banke, kar je vodilo do presežnih ponudb s strani bank (»overbidding«).

Pri licitaciji z variabilno obrestno mero nasprotno banke nimajo nobene pobude, da presežejo ponudbo, saj bodo tako morale plačati višjo ceno, če bodo hotele pridobiti več likvidnosti. Tudi pri licitaciji z variabilno obrestno mero so se pojavili določeni problemi, saj je bil v nekaj primerih seštevek vseh ponudb, predloženih v licitaciji, nižji od zneska, ki je bil potreben za gladko izpolnitev zahtevanih rezerv oz. prišlo je do primanjkljaja ponudb (»underbidding«) (The Monetary policy of the ECB, 2004. str. 80-82).

Zaradi problemov v ponudbeni proceduri, ki so bila posledica špekulacij o prihodnji obrestni meri, se je Svet ECB odločil urediti izvajanje GOR s sprejetjem dveh pravil, ki so začela veljati z marcem 2004:

- časovni začetek obdobja vzdrževanja rezerv je bil spremenjen in
- dospelost GOR je bila skrajšana na 1 teden.

S prehodom na licitacije z variabilno obrestno mero, je Evrosistem hkrati začel vsak teden objavljati ocenjene likvidnostne potrebe bančnega sistema za obdobje do dneva naslednje poravnave GOR, kar je pomagalo nasprotni strani pri pripravi njihovih ponudb za GOR. Problem premajhne ali prevelike ponudbe izhaja iz dejstva, da je bilo časovno usklajevanje obdobja vzdrževanja rezerv, ki se začne vsakega 24. v mesecu in se konča 23. dne naslednjega meseca, neodvisno od dnevov sestankov Sveta ECB, kjer so odločali o spremembi ključnih obrestnih mer ECB.

Sprememba ročnosti GOR iz dveh tednov na eden teden je prispevala k temu, da se je vsaj zadnja GOR v vsakem obdobju vzdrževanja rezerv prekrivala z naslednjim obdobjem vzdrževanja rezerv. Rezultat tega so bile ponudbe GOR, ki so bile vodene na koncu obdobja vzdrževanja rezerv in so bile pod vplivom pričakovanj glede prihodnjih sprememb ključnih obrestnih mer ECB v naslednjem obdobju vzdrževanja rezerv.

Z marcem 2004 se je obdobje vzdrževanja rezerv začelo na dan poravnave prve GOR, ki je sledila sestanku Sveta ECB in se je končalo na dan prej pred ustreznim dnevom poravnave v tekočem mesecu. Ta direktna povezanost med sestanki Sveta ECB in začetkom obdobja vzdrževanja rezerv naj bi bila zagotovilo nespremenljivosti ključnih obrestnih mer med obdobjem vzdrževanja rezerv. Z zmanjšanjem dospelosti GOR se zmanjšajo špekulacije o

spremembi obrestne mere od enega obdobja vzdrževanja do drugega obdobja vzdrževanja. Cilj kombiniranih pravil je bil prispevati k stabilizaciji pogojev, v katerih kreditne institucije dajejo ponudbe za GOR (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 80-82).

3.6.2. Operacije dolgoročnega refinanciranja (»Long-term refinancing operations«)

Dodatno k tedenskim operacijam refinanciranja Evrosistem izvaja tudi mesečne dolgoročne operacije refinanciranja (v nadaljevanju DOR) z dospelostjo treh mesecev. Te operacije preskrbujejo bančni sistem z dolgoročno likvidnostjo. Izvajajo se predvsem z namenom preprečevanja prevajanja likvidnosti na denarnem trgu iz tedna v teden ter se tako nasprotni strani omogoči dostop do dolgoročnih operacij refinanciranja.

DOR se izvajajo kot standardne ponudbe na decentraliziran način preko NCB in v njih lahko sodelujejo vse kreditne institucije, ki izpolnijo splošne kriterije primernosti. DOR se izvajajo v obliki variabilne obrestne ponudbe z v naprej objavljenimi količinami. Svet ECB v naprej naznani količino, ki bo odmerjena v naslednji ponudbi. Za tak ukrep so se odločili, da ne bi zabrisali jasnega signala, ki ga dajejo GOR v Evrosistemu.

Tako se Evrosistem obnaša kot sprejemnik obrestnih mer v teh dolgoročnih operacijah, saj ni zaželeno, da z njimi vpliva na denarnem trgu za več kot 1 točko do dospelosti. Od začetka leta 1999 do junija 2003 predstavljajo DOR v povprečju 26 % vseh operacij na odprtem trgu.

3.6.3. Operacije finega uravnavanja (»Fine-tuning operations«)

Operacije finega uravnavanja vodi Evrosistem za blažitev učinkov na obrestno mero ob nepričakovanih spremembah v likvidnosti na denarnem trgu. Pogostost in dospelost takih operacij ni standardizirana. Operacije finega uravnavanja so lahko za zagotavljanje likvidnosti ali za absorpcijo likvidnosti.

Operacije finega uravnavanja imajo lahko obliko začasnih transakcij, dokončnih transakcij, valutnih zamenjav in zbiranje vezanih vlog. Evrosistem relativno malo uporablja operacije finega uravnavanja, saj je do konca junija 2003 v povprečju vodil manj kot dve na leto. Operacije finega uravnavanja so izvedene kot hitre ponudbe (»quick tender«), kar pomeni, da je potrebna samo 1 ura od objave do razdelitve. Operacije finega uravnavanja so lahko izvedene tudi skozi bilateralni postopek brez ponudb, kjer Evrosistem vodi transakcijo z eno ali nekaj kreditnimi institucijami.

Zaradi potencialne potrebe po hitrem posredovanju v primeru nepričakovanih dogodkov na trgu je za Evrosistem pomembno ohraniti visoko stopnjo fleksibilnosti pri določanju operacij finega uravnavanja. V navadi je, da so operacije finega uravnavanja izpeljane decentralizirano preko NCB, toda Svet ECB ima pravico, da v izjemnih okoliščinah izpelje bilateralne postopke za operacije finega uravnavanja preko ECB. Zato zaradi operativnih razlogov samo omejeno izbrano število kreditnih institucij lahko sodeluje v operacijah finega uravnavanja.

3.6.4. Strukturne operacije (»Structural operations«)

Evrosistem ima možnost vodenja strukturnih operacij z namenom vplivati na strukturno likvidnostno pozicijo bančnega sistema. Strukturne operacije se izvajajo za prilagoditev strukturne likvidnostne pozicije Evrosistema glede na bančni sistem. Te operacije so lahko vodene z začasnimi transakcijami, dokončnimi transakcijami ali z izdajo dolžniških potrdil in dokončnimi prodajami. S strukturnimi operacijami se lahko zagotavlja dodatna likvidnost ali zmanjšuje odvečna likvidnost, izvajajo se lahko redno ali neredno.

Strukturne operacije se lahko izvajajo kot standardna ponudba, vendar njihova dospelost ne bo standardizirana. Strukturne operacije so lahko vodene na decentraliziran način preko NCB in v njih lahko sodelujejo vse kreditne institucije, ki izpolnijo glavne kriterije primernosti in imajo dovoljenje, da lahko sodelujejo v strukturnih operacijah.

4. OBRESTNE MERE ECB

Z instrumenti denarne politike ECB določa svoje obrestne mere. Z mejno posojilno obrestno mero oz. možnostjo obrobnega zadolževanja (»marginal lending facility«) določa dno koridorja obrestnih mer, z depozitno obrestno mero oz. možnostjo deponiranja sredstev (»deposit facility«), pa določa vrh koridorja obrestnih mer, vmes med obema je obrestna mera za glavne operacije refinanciranja. Tako ECB s temi obrestnimi merami določa pogoje poslovanja kreditnih institucij in bank na denarnem trgu.

4.1. Kratkoročne obrestne mere

»Centralna banka želi vplivati in/ali vpliva na višino obrestne mere na denarnem trgu, to je na kratkoročno obrestno mero. Na dolgoročneje obrestne mere ima lahko vpliv samo zelo posredno in sicer tako, da vpliva na pričakovane kratkoročne obrestne mere v prihodnosti« (Ribnikar, 2001, str. 54).

ECB s ključnimi obrestnimi merami močno vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer in obrestnih mer čez noč na denarnem trgu. Zaradi svoje moči, kot monopolni izdajalec primarnega denarja, ECB določa dno in vrh obrestnih mer čez noč ter osrednjo obrestno mero za GOR. V skladu s ciljem stabilnosti cen ECB postavlja take kratkoročne obrestne mere, da bi z njimi nevtralizirala zunanje šoke ter hkrati ohranja srednjeročno stabilnost cen. Zaradi monopolnega položaja ima ECB moč, da lahko vpliva na pogoje na denarnem trgu in s tem krmari kratkoročne obrestne mere. Na kratek rok sprememba obrestne mere na denarnem trgu povzročena s strani ECB premakne za sabo številne mehanizme in dejanja ekonomskih agentov, kar se na koncu odrazi v spremembah ekonomskih spremenljivk kot sta proizvod in cene.

4.2. Dolgoročne obrestne mere

Na dolgi rok se v skladu s splošno ekonomsko doktrino sprememba količine primarnega denarja po vseh prilagoditvah v gospodarstvu količina denarja v gospodarstvu odrazi kot sprememba v ravni cen in ne kot sprememba v realnih spremenljivkah, kot sta proizvod in nezaposlenost; ob

predpostavki, da vse ostale spremenljivke ostanejo nespremenjene. Načelo nevtralnosti denarja pomeni, da sta realni proizvod ali raven zaposlenosti v gospodarstvu na dolgi rok določena z realnimi ponudbenimi faktorji, kot so: tehnologija, rast prebivalstva, preference gospodarskih subjektov in institucionalno okolje gospodarstva.

ECB na dolgi rok ne more vplivati na gospodarski razvoj s spreminjanjem obrestnih mer, vendar lahko kontrolira dolgoročne trende rasti cen s tem, da posreduje na denarnem trgu, če pride do sprememb v agregatnem povpraševanju, sprememb v tehnologiji, velikih sprememb v cenah blaga ter tako ublaži kratkoročne spremembe na denarnem trgu, kar vodi do dolgoročne stabilnosti cen in stabilne gospodarske rasti.

Denarna politika lahko vpliva na razvoj cen predvsem z vplivanjem na dolgoročna pričakovanja zasebnega sektorja. Če ima ECB visoko stopnjo kredibilnosti pri zasledovanju svojih ciljev, potem ima njena denarna politika močan, neposreden vpliv na razvoj cen z vodenjem prihodnjih pričakovanj ekonomskih subjektov o prihodnji inflaciji. Kredibilnost ECB, da lahko stalno vzdržuje stabilnost cen, je odločilnega pomena, saj samo če ekonomski subjekti verjamejo v sposobnost ECB, da zagotavlja stabilnost cen, bodo inflacijska pričakovanja ostala v skladu s stabilnostjo cen. Glavna naloga denarne politike je tako vzpostaviti kredibilnost.

4.2.1. Vpliv kratkoročnih obrestnih mer na dolgoročne obrestne mere

Povezanost kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer ni neposredna, saj rast kratkoročnih obrestnih mer lahko vodi do začasnega zvišanja/znižanja dolgoročnih obrestnih mer, če je trg prepričan, da se bo prihodnja inflacija zvišala/znižala. Tudi fiskalna politika ima pomembno vlogo pri določanju dolgoročnih obrestnih mer, saj če ima država proračunski deficit ali velik javni dolg, ima s tem veliko potrebo po posojilih za financiranje tekočih izdatkov in za refinanciranje dolga, kar zvišuje dolgoročno obrestno mero.

4.3. Zgodovinsko določanje obrestne mere ECB

Od leta 1994 so nominalne obrestne mere v državah evro območja počasi padale in so bile sredi leta 1999 na zgodovinsko nizki stopnji. Do konca leta 1998 so v evro območju delovali različni denarni trgi, ki so odražali različne denarne politike, različna operativna ogrodja, različne zakonodaje in prakse, ter različno mikrostrukturo trga. Zaradi tega je bilo za 3. fazo EMU potrebnih veliko prilagajanj za uspešno delovanje v novem okolju. Svet ECB je 22. decembra 1998 določil instrumente denarne politike ECB na začetku 3. faze EMU.

Vse sodelujoče nacionalne centralne banke so v 3. fazi EMU 3. decembra znižale uradne obrestne mere⁸ na 3 %. Na podlagi ocen gospodarske, denarne in finančne situacije v evro območju, je Svet ECB sprejel konsenz o skupnem znižanju centralne obrestne mere na raven, s katero je ECB začela 3. fazo EMU. 22. decembra je Svet ECB vodil prvo GOR kot fiksno

⁸ Razen Italije, ki je znižala na 3,5 %.

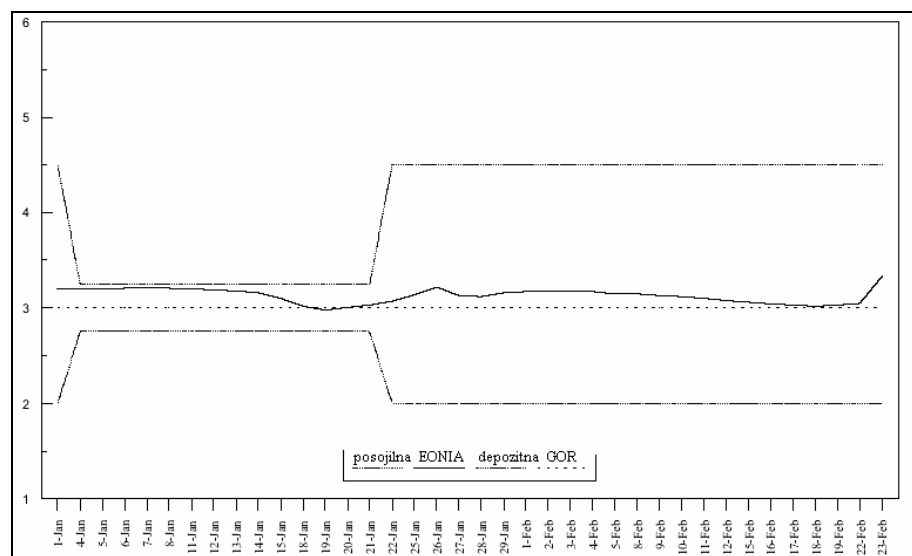
licitacijo in določil obrestno mero na 3 % v skladu s uradnimi obrestnimi merami. Svet ECB je določil posojilno obrestno mero na 4,5 % in depozitno obrestno mero na 2 %.

Vendar je bila v tranzitnem obdobju med 4. januarjem in 21. januarjem posojilna obrestna mera določena na 3,25 % in depozitna na 2,75 %. Ta ukrep je bil sprejet zato, da bi se zagotovilo gladko prilagajanje udeležencev novemu integriranemu denarnem trgu evro območja v začetnih dneh denarne unije. Svet ECB je 22. decembra tudi določil, da bo prvo obdobje vzdrževanja rezerv daljše od normalnega, in sicer od 1.1.1999 do 23.2.1999, da bi s tem omogočil bankam, da preložijo likvidnostni pritisk, ki ga ustvarja konec vzdrževalnega obdobja.

Koridor med posojilno in depozitno obrestno mero je bil med 4. in 21. januarjem leta 1999 zelo ozek, samo 50 bazičnih točk, kar je razvidno iz slike 2. Ozek koridor naj bil zmanjšal spremenljivost obrestnih mer na denarnem trgu, ki naj bi bila posledica novega režima. Likvidnostni pogoji so bili v prvih dneh januarja tesni in tržna obrestna mera (EONIA) na denarnem trgu je bila blizu posojilni obrestni meri.

Ukinitev ozkega koridorja, ki je bila že v naprej objavljena 22. januarja 1999, po treh tednih vzdrževanja rezerv, je koridor obrestnih mer razširila nazaj na 250 bazičnih točk. Po tem obdobju je bila EONIA stabilna in blizu obrestnim meram za GOR (3 %). Tako je bil v treh tednih izveden uspešen prehod v novo denarno unijo (Gaspar, Quiros, Sicilia, 2001, str. 8-23).

Slika 2: EONIA in ključne obrestne mere ECB v prvem obdobju vzdrževanja



Vir: The ECB Monetary policy strategy and the money market, 2001, str. 29.

Svet ECB je 7.1.1999 določil, da bo obrestna mera za prvi dve GOR 11. in 18. januarja enaka in pod enakimi pogoji kot za GOR, ki je bila 7. januarja 1999. Pri licitaciji s fiksno obrestno mero v GOR je bila določena 3 % obrestna mera, ki jo je aprila 1999 ECB znižala na 2,5 %.

4.4. Ključne obrestne mere ECB

ECB pri svojem izvajanju denarne politike določa tri obrestne mere.

- *Depozitna obrestna mera* (*»deposit facility«*) oz. obrestna mera za možnost deponiranja presežnih sredstev, je obrestna mera za čez noč deponiranih sredstev pri CB in je hkrati najnižja obrestna mera (*»floor«*) za čez noč.
- *Obrestna mera za glavne operacije refinanciranja na odprtem trgu* (*»main refinancing rate«*) se določi na podlagi standardne ponudbe oz. licitacije vsak teden. Ta kratkoročna tedenska obrestna mera je tudi kazalnik denarne politike.
- *Mejna posojilna obrestna mera* (*»marginal lending facility«*) je obrestna mera za obrobno možnost zadolžitve za čez noč, ki jo plačajo banke, ko se zadolžijo za čez noč. To je tudi najvišja obrestna mera (*»ceiling«*) za čez noč. Nasprotna stran oz. kreditna institucija lahko pride do denarja tako, da ECB od nje začasno kupi primerno finančno premoženje ali pa preko lombardnega posojila.

Tabela 3: Ključne obrestne mere ECB

		Depozitna obrestna mera	Glavne operacije refinanciranja		Mejna posojilna obrestna mera
			Fiksna licitacija s fiksno obrestno mero	Variabilna licitacija z minimalno. ponudbeno obrestno mero	
1999	1. januar	2,00	3,00	-	4,50
	4. januar	2,75	3,00	-	3,25
	22. januar	2,00	3,00	-	4,50
	9. april	1,50	2,50	-	3,50
	5. november	2,00	3,00	-	4,00
2000	4. februar	2,25	3,25	-	4,25
	17. marec	2,50	3,50	-	4,50
	28. april	2,75	3,75	-	4,75
	9. junij	3,25	4,25	-	5,25
	28. junij	3,25	-	4,25 ¹	5,25
	1. september	3,5	-	4,50	5,50
	6. oktober	3,75	-	4,75	5,75
2001	11. maj	3,50	-	4,50	5,50
	31. avgust	3,25	-	4,25	5,25
	18. september	2,75	-	3,75	4,75
	9. november	2,25	-	3,25	4,25
	6. december	1,75	-	2,75	3,75
2003	7. marec	1,50	-	2,50	3,50
	6. junij	1,00	-	2,00	3,00

1.) 8. junija 2000 je ECB objavila, da bodo z 28. junijem GOR vodene kot variabilne licitacije z minimalno ponudbeno obrestno mero.

Vir: ECB Monthly Bulletin, december 2003, str. 8*.

V tabeli 3 so predstavljene vse spremembe ključnih obrestnih mer, s katerimi ECB vpliva na denarnem trgu evro območja.

4.5. Naravna ali nevtralna realna obrestna mera v evro območju

Naravna (»natural«) ali nevtralna (»neutral«) realna obrestna mera je definirana kot realna kratkoročna obrestna mera, ki je v skladu s proizvodom in njegovo potencialno ravnjo ter s stabilno inflacijsko stopnjo.

Naravna realna obrestna mera je realna kratkoročna obrestna mera, ki je tudi na dolgi rok konsistentna (ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 57):

- s pričakovanjem, da se cene prilagodijo šokom, ki prizadenejo gospodarstvo in
- s proizvodom na potencialni ravni
- ter s stabilizacijsko inflacijsko stopnjo.

Na kratek rok obrestne mere odstopajo od naravne obrestne mere, saj se gospodarstvo sooča z gospodarskimi šoki, ki predstavljajo tveganje za stabilnost cen. Pri zasledovanju stabilizacijsko orientirane politike Centralna banka (v nadaljevanju CB) postavi svoje obrestne mere tako, da premakne realne kratkoročne obrestne mere, da so nad ali pod njihovo naravno stopnjo, z namenom nevtraliziranja vpliva šokov na razvoj cen. Vendar lahko naravno realno obrestno mero ocenimo samo na podlagi določenih predpostavk, ki so (ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 58):

- preference (časovne preference potrošnikov),
- tehnologija in demografija (produktivnost in rast prebivalstva),
- institucionalni in makroekonomski pogoji (fiskalna politika, premija za tveganje in institucionalna struktura finančnih trgov).

Spremembe v časovnih preferencah gospodinjstev ustvarjajo nihanja v naravni realni obrestni meri. Vendar v praksi medčasovne preference niso preučevane, zato je težko ugotoviti njihov vpliv na realno obrestno mero. Povečanje produktivnosti poveča donose investicij, kar vzpodbuja investicijsko povpraševanje. Povečanje delovne sile pomeni več kapitala na zaposlenega, kar pomeni povečanje investicij in povečanje realne obrestne mere.

Fiskalna politika države ima velik vpliv na naravno realno obrestno mero, saj je država velik posojiljemalec in posojilodajalec, in lahko s svojim delovanjem vpliva na izenačevanje povpraševanja po sposojanju in povpraševanja po posojanju. Premija za tveganje lahko poveča stroške sposojanja, kar zmanjšuje učinkovitost kapitalskih trgov.

Institucionalna struktura finančnih trgov je zaradi vloge posrednika, ki jo ima pri posredovanju sredstev od neto varčevalcev k neto porabnikom, zelo pomembna pri določanju naravne realne obrestne mere. Učinkoviti finančni trgi prispevajo k optimalni alokaciji prihrankov skozi čas in skozi investicijske projekte.

Visoka ali nizka raven naravne obrestne mere sama po sebi ne more biti slab ali dober faktor za gospodarstvo. Na podlagi faktorjev, ki vplivajo nanjo, je lahko visoka raven znak zdravega in hitro rastočega gospodarstva ali pa znak, da je gospodarstvo pod vplivom različnih neučinkovitosti in motečih dejavnikov. Zato je potrebno poznavanje faktorjev, ki poganjajo raven naravne realne obrestne mere, da razumemo njihovo delovanje na gospodarstvo.

Naravna obrestna mera ne spodbuja prihodnje inflacije ter hkrati omogoča ekonomsko rast in zaposlenost. Pri izvajanju denarne politike se ECB sooča s številnimi problemi, saj je zaradi razlik med nacionalnimi gospodarstvi in regijami velika negotovost v delovanju transmisijskega mehanizma, preko katerega ECB s svojimi obrestnimi merami vpliva na obrestne mere na denarnem trgu (The Determination of Interest Rates, 2001, str. 18).

4.5.1. Razvoj realne obrestne mere v evro območju

Sredi 90-ih let je realna obrestna mera začela počasi padati, zaradi (ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 62):

- stabilizacije inflacijskih stopenj v evro območju na nižji ravni,
- zaradi znižanja nominalnih obrestnih mer, kar je bilo mogoče na podlagi vzpostavitve pogojev za denarno stabilnost ter
- zaradi procesa finančne konsolidacije v gospodarstvih evro območja pred začetkov 3. stopnje EMU .

Tabela 4 kaže, da se je po letu 1994 naravna realna obrestna mera v evro območju zmanjšala. To lahko pojasnimo z zmanjšanjem produktivnosti, z zmanjšanjem rasti prebivalstva, z zmanjšanjem premije za tveganje, s fiskalno konsolidacijo in s prenehanjem valutnega tveganja znotraj evro območja po vpeljavi evra v državah evro območja. NCB in ECB so bile v zadnjem desetletju uspešne pri stabilizaciji inflacije na nizki ravni.

Tabela 4: Kratkoročne obrestne mere in inflacija v evro območju

	Povprečje kratkoročnih obrestnih mer ¹	Povprečje inflacije ¹
1973-1980	-0,7	10,3
1981-1993	5,2	5,5
1994 -marec 2004	2,4	2
1999 -marec 2004	1,4	2

1. Mesečni podatki, v odstotkih.

Vir: ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 62.

Naravna realna obrestna mera je pomemben kazalnik za denarno politiko in posredno je pomembna tudi kot kazalnik položaja denarne politike. Vendar v praksi lahko ocenimo naravno realno obrestno mero samo na podlagi določenih predpostavk in z veliko stopnjo negotovosti. Zato naravna realna obrestna mera kot kazalnik ni najbolj zanesljiva pri vsakodnevem vodenju denarne politike. Na dolgi rok je naravna realna obrestna mera definirana z realnimi faktorji,

predvsem z rastjo prebivalstva, in s preferencami gospodinjstev o potrošnji in varčevanju. Na kratek rok je realna obrestna mera pod vplivom denarne politike. S spreminjanjem nominalnih kratkoročnih obrestnih mer, lahko ECB kontrolira realno obrestno mero, saj se cene ne spreminjajo na kratek rok (ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 57).

4.5.2. Taylorjevo pravilo

Taylorjevo pravilo je pogost instrument za analizo denarne politike. Prvi ga je formiral John Taylor kot opis, kako se CB obnaša. Ideja Taylorjevega pravila je, da se CB odzove na spremembe v inflaciji, če se le-ta razlikuje od zelene inflacije. Prav tako CB reagira, če pride do vrzeli v proizvodni. Zato CB dvigne kratkoročne obrestne mere, če inflacija naraste in obratno, CB zniža kratkoročne obrestne mere, če se inflacija zmanjšuje. Podobno, ko je pozitivna vrzel v proizvodni, se obrestne mere zvišajo in ko je negativna vrzel v proizvodni, se obrestne mere znižajo.

$$i_t = r^* + \pi_t + \gamma_1(y_t - y^*) + \gamma_2(\pi_t - \pi^*)$$

i_t nominalna kratkoročna obrestna mera
 r^* naravna realna obrestna mera
 π_t inflacija v času t
 y_t proizvod v času t
 y^* naravni proizvod
 π^* želena inflacija

$\gamma_1 = 0,5$
 $\gamma_2 = 1,5$

Parametra γ_1 in γ_2 imata pozitivno vrednost in kažeta nenaklonjenost denarnih oblasti k odstopanju od zelene inflacije, in k vrzeli v proizvodni. Tako mora biti $\gamma_2 > 1$, da bi se realne kratkoročne obrestne mere zmanjšale, če bi se inflacija povečala. Taylor je pri svojih študijah uporabljal naslednje uteži $\gamma_1 = 0,5$ in $\gamma_2 = 1,5$ (Bergeijk, Berndsen, Jansen, 2000, str. 196).

Na podlagi Taylorjevega pravila naj bi bila denarna politika CB restriktivna, ko naj bi bil proizvod nad potencialnim in inflacija višja od zelene inflacije, obratno pa naj bi bila denarna politika CB ekspanzivna, ko je proizvod manjši od potencialnega in inflacija manjša od zelene inflacije.

Po mnenju Taylorja, Clarida, Galija in ostalih naj bi številne CB upoštevale Taylorjevo pravilo, na podlagi katerega so kratkoročne obrestne mere pojasnjene z odstopanjem od inflacijskega cilja in z odstopanjem od zelene vrzeli v proizvodni (Bergeijk, Berndsen, Jansen, 2000, str. 195).

4.5.3. Naravna obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila

$$r_t = r^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma x_t$$

r_t realna kratkoročna obrestna mera
 r^* naravna realna kratkoročna obrestna mera
 π_t dejanska inflacija v času t
 π^* želena inflacija (kot cilj ECB)
 x_t vrzel v proizvodni v času t
 β
 γ

Taylorjevo pravilo pravi, da CB dopušča odstopanja dejanske obrestne mere od naravne obrestne mere, če inflacija ni v skladu z željeno inflacijo, ali če obstaja vrzel v proizvodu. Da bi lahko ocenili naravno realno obrestno mero r^* , je povprečje realne obrestne mere popravljeno s spremembami v dejanski realni obrestni meri, ki je posledica dejstva, da je inflacija drugačna od želene in/ali obstaja vrzel v proizvodu (ECB Monthly Bulletin, maj 2004, str. 65).

Oceno ravnotežne realne obrestne mere, sta podala D. Gerdesmeier in B. Roffia, ko sta v obdobju od leta 1985 do leta 2002 preučevala različne značilnosti Taylorjevega pravila in ugotovila, da je večina ocen ravnotežne realne obrestne mere med 2,1 in 3,2 %. Ob upoštevanju krajšega obdobja od leta 1993 do leta 2002 je ocenjena ravnotežna obrestna mera med 1,8 % in 2,9 % (Gerdesmeier, Roffia, 2003, str. 30-31).

Na srednji do dolgi rok lahko domnevamo, da je inflacija v skladu s ciljem ECB, zato ECB določa realno obrestno mero blizu naravne realne obrestne mere, pri čemer je proizvod blizu potencialne ravni. Vendar se gospodarstvo na kratek rok srečuje s šoki, ki bi brez posredovanja denarne politike predstavljali tveganje za stabilnost cen na srednji rok. Zato ECB pri zagotavljanju dolgoročne stabilnosti cen, spreminja ključne obrestne mere, da tako ublaži oz. izenači šoke. Zaradi tega, dejanska obrestna mera pogosto odstopa od naravne obrestne mere. Prav odstopanje dejanske obrestne mere od naravne realne obrestne mere kaže položaj denarne politike.

Naravna realna obrestna mera predstavlja orientacijsko vrednost (»benchmark«) za denarno politiko, vendar zaradi težke ocenljivosti in zanesljivosti dobljenih ocen, v praksi naravna realna obrestna mera zelo malo pripomore k odločitvam denarne politike pri samem operativnem delovanju. Poleg ocene realne kratkoročne obrestne mere tudi drugi kazalniki kot so rast denarja in kreditov ter presežna likvidnost dajejo dobro oceno o položaju denarne politike.

Številne negotovosti povezane z ocenjevanjem naravne realne obrestne mere, kažejo na to, da dobljene ocene ne moremo kar enostavno uporabiti pri procesu odločanja denarne politike. Zato ECB upošteva vse razpoložljive informacije, ki jih kažejo različni kazalniki, da bi tako zagotovila stabilnost cen na srednji rok.

4.6. Vpliv višine obrestnih mer na razvoj posameznih držav

Ob vstopu v EMU so bile posamezne države evro območja različno razvite in z različnimi gospodarskimi rastmi. Glede na gospodarsko razvitost in gospodarsko rast naj bi Irski, Portugalski in Španiji ustrezala višja obrestna mera, drugim npr. Nemčiji in Franciji pa nižja obrestna mera, kot jo je postavila ECB. Obrestne mere imajo različen vpliv, odvisno od institucionalnih in gospodarskih značilnosti, na proizvod in rast gospodarstva (Gretschmann, 1999, str. 60).

Na podlagi tabele 5 lahko rečemo, da imajo države članice evro območja, če uporabijo Taylorjevo pravilo, drugačne želje glede obrestne mere kot jim jo ponuja ECB.

Tabela 5: Zelena obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila za leto 2002

Država	Relativna velikost	Zelena obrestna mera
Nemčija	0,33	2,75
Italija	0,17	3,45
Belgija	0,04	3,50
Finska	0,02	3,55
Uprava ECB		3,86
Francija	0,22	4,15
Avstrija	0,03	4,45
Luksemburg	0,00	5,00
Nizozemska	0,06	5,45
Španija	0,08	5,60
Grčija	0,01	6,05
Portugalska	0,02	6,75
Irski	0,02	7,50

Vir: De Grauwe, 2003, str. 167.

ECB je izračunala optimalno obrestno mero kot agregat evro območja in znaša 3,9 %. Vendar je tako izračunana obrestna mera po vplivom večjih držav, kot so Nemčija, Italija in Francija, ki si želijo relativno nižje obrestne mere, kot pa nasprotno Portugalska in Irski. V letu 2002 je bila porazdelitev zelene obrestne mere nesimetrična, saj večje države želijo relativno nižjo obrestno mero, medtem ko majhne države želijo relativno višjo obrestno mero (De Grauwe, 2003, str. 167-169).

4.7. Odprte možnosti bank in kreditnih institucij (»Standing facilities«)

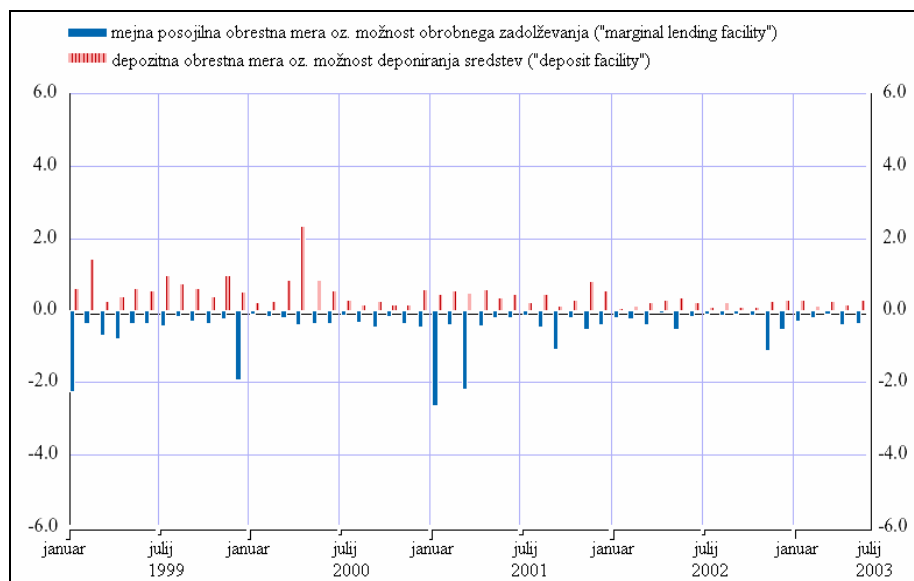
Evrosistem dopolnjuje denarno politiko s postavljanjem obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij. Odprte možnosti bank zagotavljajo likvidnost ali absorbirajo likvidnost z dospelostjo čez noč na podlagi pobude kreditne institucije ter so na voljo primerni nasprotni strani.

Z namenom kontroliranja kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu, predvsem njihove spremenljivosti, Evrosistem ponuja naslednji dve odprti možnosti za kreditne institucije:

- možnost obrobnega zadolževanja po mejni posojilni obrestni meri (»marginal lending facility«) in
- možnost deponiranja sredstev po depozitni obrestni meri (»deposit facility«).

Obe odprti možnosti imata ročnost čez noč in kreditne institucije lahko dostopajo do teh dveh instrumentov na njihovo lastno pobudo. Banke imajo malo spodbud za uporabo teh odprtih možnosti bank, saj so obrestne mere zanje manj ugodne kot tržne obrestne mere.

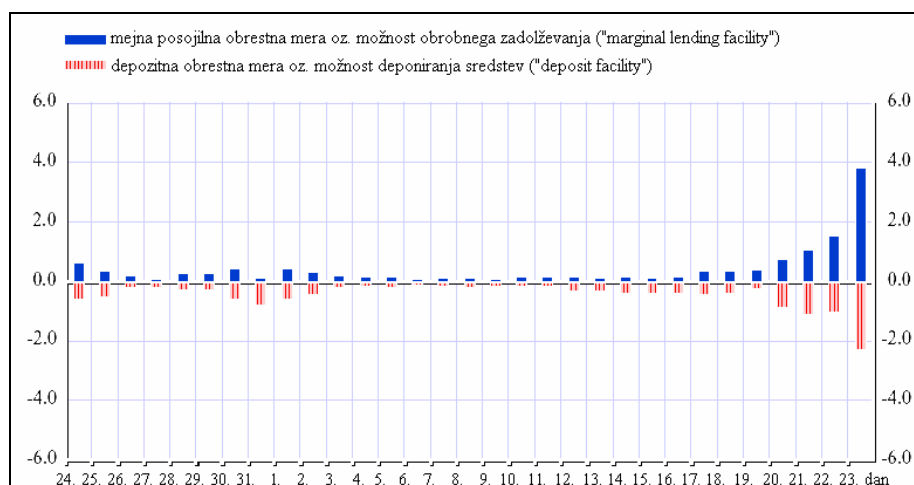
Slika 3: Uporaba odprtih možnosti bank od januarja 1999 do junija 2003



Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 85.

Slika 3 kaže povprečno dnevno uporabo odprtih možnosti bank v obdobju od januarja 1999 do julija 2003, ki je ostala po eno milijardo evrov, kar kaže na to, da ta instrument denarne politike služi samo za zagotavljanje in absorpcijo likvidnosti v izjemnih okoliščinah. Z uvedbo evra v začetku leta 1999 in prehodom v začetku leta 2000 vidimo posebne okoliščine, ki razložijo relativno visoko raven uporabe možnosti obrobnega zadolževanja v obdobju vzdrževanja rezerv od februarja 1999 do januarja 2000 (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 85).

Slika 4: Uporaba odprtih možnosti bank znotraj obdobja vzdrževanja rezerv



Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 85.

Slika 4 prikazuje vzorec uporabe odprtih možnosti bank znotraj obdobja vzdrževanja rezerv. Kot je razvidno iz slike 4 je uporaba obrobne možnosti bank večja konec obdobja vzdrževanja rezerv, kar je posledica mehanizma za povprečno stanje rezerv v vzdrževanem obdobju, ki

omogoča kreditnim institucijam, da vodijo dnevne likvidnostne primanjkljaje in presežke, ki jih lahko prenesejo naprej do konca obdobja vzdrževanja zahtevanih rezerv. Zahtevane rezerve postanejo obvezne samo na zadnji dan obdobja vzdrževanja rezerv, ko likvidnostni deficit oz. suficit ne more biti več kompenziran z nasprotnim presežkom oz. primanjkljajem, znotraj istega obdobja vzdrževanja rezerv.

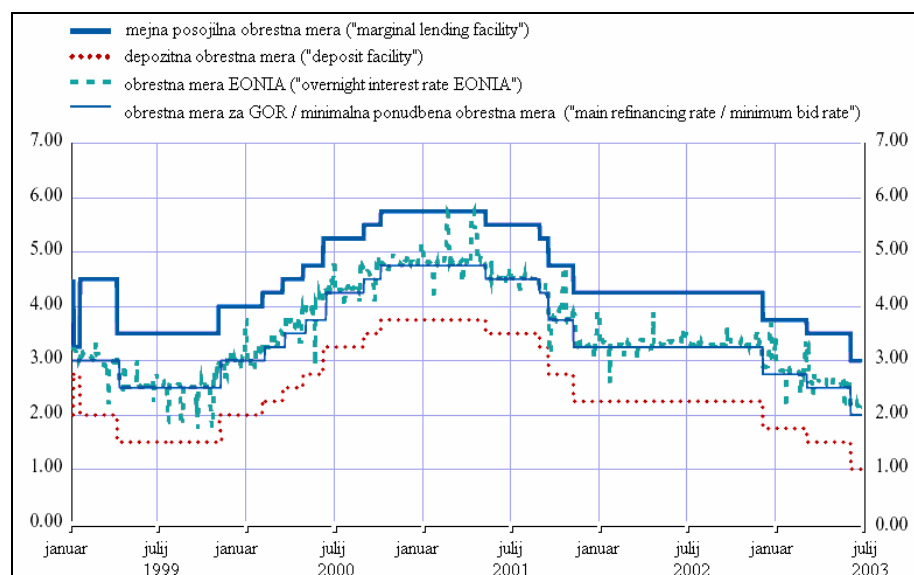
Obrestna mera za obrobno možnost zadolžitve oz. mejna posojilna obrestna mera, je normalno bistveno višja od ustrezne tržne obrestne mere in obrestna mera za možnost deponiranja presežkov likvidnosti oz. depozitna obrestna mera, je precej nižja od tržne obrestne mere. Posledica tega je, da kreditne institucije uporabljajo odprte možnosti samo, kadar nimajo nobene druge možnosti.

4.7.1. Koridor obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij

Možnost obrobne zadolževanja je možnost, da nasprotna stran pridobi potrebno likvidnost čez noč od NCB nasproti primernemu premoženju. Obrestna mera za možnost obrobne zadolževanja ponavadi predstavlja zgornjo obrestno mero za trg obrestnih mer za čez noč. Banke in kreditne institucije lahko tudi položijo odvečna sredstva čez noč pri NCB. Obrestna mera za depozitna sredstva ponavadi predstavlja najnižjo obrestno mero za trg obrestnih mer za čez noč.

S postavljanjem obrestnih mer za odprte možnosti bank je Svet ECB določil koridor, znotraj katerega obrestne mere za čez noč nihajo na denarnem trgu. Slika 5, ki prikazuje razvoj ključnih obrestnih mer ECB po januarju 1999, kaže da so obrestne mere za odprte možnosti bank postavile vrh in dno za obrestne mere za čez noč na denarnem trgu (EONIA).

Slika 5: Ključne Obrestne mere ECB in EONIA



Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 76.

»Okrog obrestnih mer ECB ali v razponu med mejno posojilno obrestno mero in depozitno obrestno mero niha medbančna obrestna mera za posojila čez noč (EONIA)«. (Ribnikar, 2001, str. 54) »EONIA se računa kot tehtano povprečje, pri čemer se izločijo največje in najmanjše vrednosti obrestnih mer posojil čez noč med bankami« (Ribnikar, 2001a, str. 52).

Kot je razvidno iz slike 5 je EONIA (»Euro OverNight Index Average«) v glavnem blizu obrestnim meram za glavne operacije refinanciranja, kar kaže na to, da ECB vpliva na obrestne mere na denarnem trgu. Iz slike 5 je tudi razvidno, da EONIA občasno odstopa od GOR in da se je razlika med obrestnimi merami za odprte možnosti kreditnih institucij in pa obrestnimi merami za GOR v obdobju med aprilom 1999 in junijem 2003 gibala v razponu +/- 1 odstotna točka. Podobno gibanje je za EONIA značilno tudi v nadaljevanju v obdobju od zadnjega četrtertletja leta 2003 do 3. četrtertletja leta 2004, kar je razvidno iz priloge 2.

Mehanizem minimalnih zahtevanih rezerv stabilizira obrestno mero za čez noč med obdobjem vzdrževanja in zato CB ni potrebno pogosto intervenirati na denarnem trgu. Vendar na koncu obdobja zahtevane rezerve postanejo obvezne in banke ne morejo likvidnostnega presežka oz. primanjkljaja prenesti na naslednje vzdrževalno obdobje, kar pojasnjuje konice v EONIA (glej sliko 5), ki nastanejo proti koncu vsakega vzdrževalnega obdobja. Od svojega začetka je EONIA osnovna obrestna mera za številne izvedene finančne transakcije

Izračunavanje EONIA

Vsaka sodelujoča banka mora najkasneje do 18:30 sporočiti ECB celoten znesek transakcij nezavarovanih posojil za tisti dan in tehtano povprečno posojilno obrestno mero za te transakcije. Na podlagi teh podatkov ECB izračuna EONIA in jo objavi po 19. uri na 247. strani »Moneyline Telerate«, tako, da je na razpolago vsem naročnikom. ECB je prevzela kontrolo merjenja EONIA, z namenom zagotavljanja kvalitete EONIA in dostop do pomembnih informacij.

Značilnosti učinkovite referenčne obrestne mere čez noč v evro območju (About EONIA, 2004).

- Referenčna obrestna mera se imenuje EONIA (»Euro OverNight Index Average«).
- Je indeks povprečja evro čez noč in ga uporablja Evropska bančna federacija (»European Banking Federation«).
- Sodelujoče banke (»Panel banks«) so najbolj aktivne banke z visoko kreditno boniteto (»high credit standards«) in so enake kot za EURIBOR (»Euro Interbank Offered Rate«) iz celotnega evro območja, pri čemer je zagotovljena geografska različnost sodelujočih bank.
- EONIA je izračunana kot tehtano povprečje vseh nezavarovanih posojilnih transakcij čez noč na medbančnem trgu znotraj evro območja.

V obdobju med januarjem in decembrom 2001 je bila povprečna individualna uporaba odprtih možnosti samo 300 milijonov evrov, medtem ko je bila povprečna vrednost nezavarovanega trga čez noč okoli 42 milijard evrov, kar kaže, da je samo mejni znesek likvidnostnega neravnotežja

izravnani z odprtimi možnostmi bank. To pomeni, da so stroški uporabe odprtih možnosti bank zelo visoki.

Postavitev koridorja za odprte možnosti bank je uspešno omejila nihanje obrestne mere čez noč. Tudi v izjemnih situacijah, kot so zamenjava denarja, tesno obdobje vzdrževanja rezerv ter premajhne ponudbe za GOR, EONIA ni šla izven koridorja. Relativno majhen del likvidnostnih potreb se zadovolji z uporabo odprtih možnosti bank, kar pomeni, da je denarni trg deloval učinkovito. Pomembno je dejstvo, da je razlika med obrestnimi merami za GOR in kratkoročnimi obrestnimi merami na denarnem trgu majhna in dokaj stabilna, kar kaže na uspešno denarno politiko ECB (ECB Monthly Bulletin, maj 2002, str. 51-52).

4.8. Zahtevane minimalne rezerve (»Minimum reserves«)

»Da bi lahko vplivali na kratkoročne obrestne mere ali obrestne mere denarnega trga, morajo biti banke v takšnem stanju, da potrebujejo likvidnost od CB in jo dobijo od nje prek diskonta, začasnih prodaj ustreznega premoženja CB, lombardnih posojil« (Ribnikar, 2001, str. 54).

ECB zahteva od kreditnih institucij, da držijo minimalne zahtevane rezerve na računih pri posamezni NCB. Sistem minimalnih rezerv znotraj Evrosistema temelji na 19. členu statuta ESCB. Sistem minimalnih rezerv naj bi stabiliziral denarni trg obrestnih mer, povečal strukturno pomanjkanje likvidnosti in prispeval k kontroli denarne ekspanzije. Znesek zahtevanih rezerv, ki jih mora držati posamezna institucija, je določen glede na osnovo za rezervo, le-ta pa je določena glede na elemente v bilanci.

Tabela 6 prikazuje glavne vrste obveznosti, ki so vključene v osnovo za rezervo. Za določitev zahtevanih rezerv institucije se osnova za rezerve pomnoži s kvocientom rezerv. ECB je uporabila enotni pozitivni kvocient rezerv pri večini postavk, ki so vključene v osnovo za rezervo in znaša 2 %.

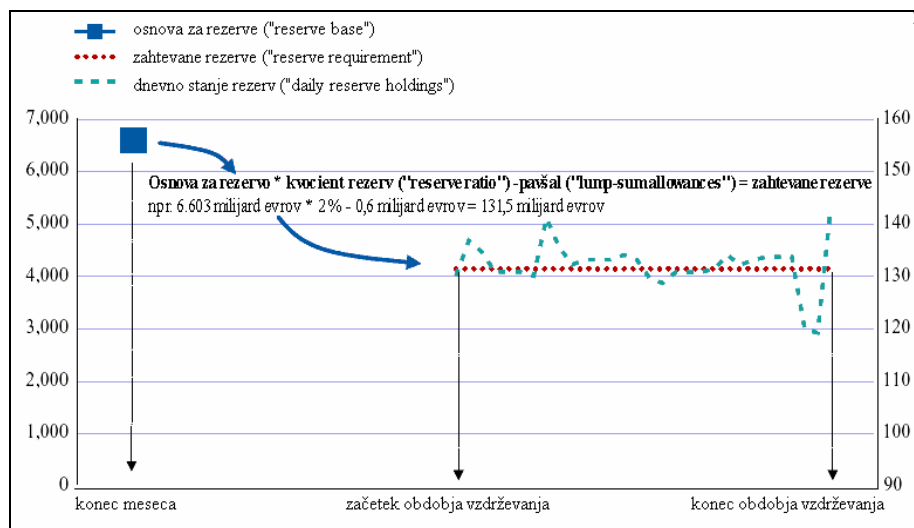
Tabela 6: Obveznosti kreditnih institucij, ki so vključene v rezerve

A) Obveznosti, za katere velja pozitiven kvocient rezerv
depoziti (depoziti čez noč, depoziti z dospelostjo do 2 let in depoziti na vpoklic)
dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo do 2 let
B) Obveznosti, za katere velja nični kvocient rezerv
depoziti (depoziti z dospelostjo daljšo od 2 let in depoziti na vpoklic)
dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo, daljšo od 2 let
reodkupni sporazumi
Skupaj rezervna osnova A + B

Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 77.

Kot lahko vidimo iz tabele 6, niti dolgoročne obveznosti, niti reodkupni sporazumi niso predmet pozitivnega kvocienta rezerv. Z namenom zmanjšanja administrativnih stroškov, ki nastajajo zaradi upravljanja zelo malih zahtevanih rezerv, lahko institucije odštejejo pavšal (»lump sum«) v vrednosti 100.000 evrov, od njihovih zahtevanih rezerv.

Slika 6: Delovanje sistema zahtevanih rezerv znotraj Evrosistema



1. V milijardah evrov.

Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 78.

Slika 6 prikazuje primer določanja zahtevanih rezerv znotraj Evrosistema. V tem primeru je prikazana osnova za rezerve kreditnih institucij na podlagi obveznosti, ki so v bilanci stanja na dan 31.5.2003. Zahtevane rezerve za naslednjo dobo vzdrževanja, določimo na podlagi upoštevanja 2-odstotnega kvocienta rezerv, glede na osnovo za rezervo zmanjšano za pavšal.

Tako v tem primeru dobimo zahtevane rezerve za obdobje od 24. junija do 23. julija 2003. Povprečje rezerv na tekočem računu znotraj Evrosistema se giblje okoli 132,1 milijarde evrov, od tega je 0,6 milijarde evrov držanih na prostovoljni osnovi, 131,5 milijarde evrov pa je držanih za izpolnitev zahtevanih rezerv (The Monetary policy of the ECB, str. 78-79).

4.8.1. Obdobje vzdrževanja rezerv (»Reserve maintenance period«)

Sistem minimalnih rezerv naj ne bi predstavljal dodatnega bremena za bančni sistem v evro območju in naj ne bi oviral učinkovite alokacije virov. Prav zato se kreditnim institucijam obrestujejo sredstva, ki jih držijo pri NCB kot zahtevane rezerve. Povračilo kreditnim institucijam je izvedeno na podlagi povprečja rezerv v vzdrževanem obdobju, tehtano glede na število koledarskih dni.

Izračunavanje povprečnih rezerv omogoča kreditnim institucijam, da izgledajo dnevna likvidnostna nihanja. Prehodno neravnotežje je tako lahko kompenzirano z nasprotnim neravnotežjem v rezervah, ki je ustvarjeno v istem vzdrževalnem obdobju. Nadomestilo

(»averaging provision«) omogoča kreditnim institucijam ustvarjanje profita s posojanjem na trgu in hkratnim vodenjem deficita v rezervah, kadarkoli so kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu nad pričakovanimi za konec vzdrževanega obdobja. V nasprotnem primeru si lahko kreditne institucije sposojajo na trgu in vodijo rezervni presežek. Medčasovna arbitraža zagotavlja enakost skozi celotno vzdrževano obdobje med tekočo obrestno mero in pričakovano kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu na koncu vzdrževanega obdobja.

Pri licitacijah s fiksno obrestno mero se obrestne mere obrestujejo po obrestni meri za GOR, in sicer le za zahtevane rezerve. Pri licitacijah z variabilno obrestno mero in minimalno ponudbeno obrestno mero se obrestne rezerve obrestujejo v posameznem obdobju vzdrževanja zahtevanih rezerv po obrestni meri, ki je izračunana kot povprečje najnižjih še sprejetih obrestnih mer na licitacijah v tem obdobju (Lozej, 2000, str. 29-30).

4.9. Likvidnostne potrebe bančnega sistema

Prednost monopolnega položaja ECB je v tem, da ji omogoča upravljanje z likvidnostjo na denarnem trgu, tako da lahko vpliva na obrestne mere. Upravljanje z likvidnostjo ECB omogoča, da signalizira svoj položaj na denarnem trgu, ki se odraža s spreminjanjem pogojev, pod katerimi je ECB pripravljena sodelovati v transakcijah z bankami in kreditnimi institucijami. V svojih operacijah si ECB prizadeva zagotoviti normalno delovanje denarnega trga, zato pomaga kreditnim institucijam, da se lažje soočijo s svojimi likvidnostnimi potrebami. Zaradi potrebe bančnega sistema evro območja po primarnem denarju in izpolnitvi zahtevanih rezerv se ustvarja likvidnostni deficit, tako da lahko Evrosistem z zagotavljanjem likvidnosti vpliva na obrestne mere na denarnem trgu.

Za določitev strukturnega položaja denarnega trga CB moramo postavke v premoženjski bilanci CB razdeliti na avtonomne in na tiste, ki so posledica denarne politike (Petrovič, 2003, str. 14).

Strukturni položaj denarnega trga pove ali centralna banka z instrumenti denarne politike večja likvidnost denarnega trga ali zmanjšuje likvidnost denarnega trga (Ribnikar, 1999, str. 281).

Če razdelimo standardizirano bilanco CB na tri dele, kot je prikazano v tabeli 7, vidimo da je znesek neto likvidnosti, ki je dejansko ponujen s strani CB kreditnim institucijam, sestavljen iz dveh delov:

- *Prvi del* so tako imenovani avtonomni faktorji, kar je neto efekt preostalih postavk v bilanci, ki vplivajo na likvidnost na trgu. Ti faktorji so normalno rezultat uporabe instrumentov denarne politike. Nekateri avtonomni faktorji niso pod kontrolo denarnih oblasti (kot npr. bankovci v obtoku in državni depoziti). Drugi faktorji, kot so neto tuja aktiva, pa so lahko nadzorovani s strani denarnih oblasti, toda transakcije s temi sredstvi ponavadi niso povezane z operacijami denarne politike, z izjemo valutnih zamenjav.
- *Drugi del* so tako imenovane rezerve kreditnih institucij (prihranki kreditnih institucij na tekočem računu pri NCB).

Tabela 7: Struktura standardizirane bilance CB

Sredstva (»Assets«)	Obveznosti (»Liabilities«)
<ul style="list-style-type: none"> • refinanciranje kreditnih institucij • posojila čez noč • neto tuja aktiva 	<ul style="list-style-type: none"> • imetja kreditnih institucij na tekočih računih (rezerve) • depoziti čez noč • gotovina v obtoku • vloge države • drugi neto faktorji
Zagotavljanje likvidnosti skozi operacije denarne politike (refinanciranje kreditnih institucij + posojila čez noč – depoziti)	
je enako	
avtonomni faktorji (gotovina v obtoku + vloge države – neto tuja aktiva + drugi neto faktorji)	
plus	
rezerve (prihranki kreditnih institucij na tekočih računih).	

Vir: The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 87.

Vsota avtonomnih faktorjev in rezerv je enaka ponudbi likvidnosti denarne politike in je enaka vsoti refinanciranja kreditnih institucij in možnosti obrobnega zadolževanja brez depozitov. Zahtevane rezerve ponavadi predstavljajo polovico potrebne likvidnosti bančnega sistema (glej prilogo 3).

4.9.1. Upravljanje likvidnosti s strani ECB

Upravljanje likvidnosti ECB je sestavljeno iz ugotavljanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in ponudbe dodatne likvidnosti oz. absorpcije prevelike likvidnosti skozi operacije na odprtem trgu. Z likvidnostnim upravljanjem je uspela ECB ohraniti kratkoročne obrestne mere denarnega trga blizu obrestnim meram za GOR.

Likvidnostne potrebe kreditnih institucij v evro območju nastanejo zaradi dveh faktorjev:

- zahteve ECB, da držijo kreditne institucije zahtevane minimalne rezerve in
- avtonomnih faktorjev.

Avtonomni faktorji se imenujejo zato, ker niso pod kontrolo ECB in njenega likvidnostnega upravljanja. Če se povečajo postavke na strani sredstev, to pomeni povečanje likvidnosti in nasprotno, če se povečajo postavke na strani obveznosti, to pomeni absorpcijo likvidnosti. Če je vsota avtonomnih faktorjev večja na strani obveznosti kot na strani sredstev v bilanci stanja Evrosistema, pomeni da je v bančnem sistemu likvidnostni deficit oz. likvidnostna potreba, ki jo zadovolji Evrosistem z instrumenti denarne politike.

V prvih treh letih od vpeljave evra so v povprečju neto avtonomni faktorji predstavljali 45 % vseh likvidnostnih potreb bančnega sistema, zahtevane minimalne rezerve kreditnih institucij pa 54,3 % vseh likvidnostnih potreb bančnega sistema, kar je razvidno iz priloge 3. Zelo majhen delež imajo presežne rezerve in predstavljajo samo 0,4 % celotnih likvidnostnih potreb. Evrosistem 73,5 % likvidnostnih potreb zadovolji z GOR, 26,1 % pa z DOR in 0,1 % vseh potreb skozi operacije finega uravnavanja. Ostanek likvidnostnega neravnotežja bančnega sistema je lahko absorbiran skozi odprte možnosti bank.

V povprečju je bilo samo 0,3 % likvidnostne ponudbe ECB uporabljene za možnost obrobnega zadolževanja in samo 0,3 % likvidnostne ponudbe bank za možnost deponiranja sredstev, zato je bila neto likvidnost odprtih možnosti bank v povprečju nič.

Želena raven kratkoročnih obrestnih mer je signalizirana finančnim trgom skozi obrestne mere za GOR in skozi obrobne možnosti bank. Zato je določanje ključnih obrestnih mer učinkovito le z likvidnostnim upravljanjem ECB.

4.9.2. Predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij v evro območju

Za dobro predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij, mora ECB pravilno predvideti bodoči razvoj avtonomnih faktorjev, povprečno velikost zahtevanih rezerv in presežne rezerve. Avtonomni faktorji so vir največje negotovosti pri določanju oz. ugotavljanju likvidnostnih potreb evro območja. Zato ECB pri vsaki objavi GOR objavi tudi predvidene povprečne avtonomne faktorje do naslednjega dneva poravnave GOR. Zahtevane rezerve se lahko natančno oceni in objavi takoj na začetku vsakega obdobja.

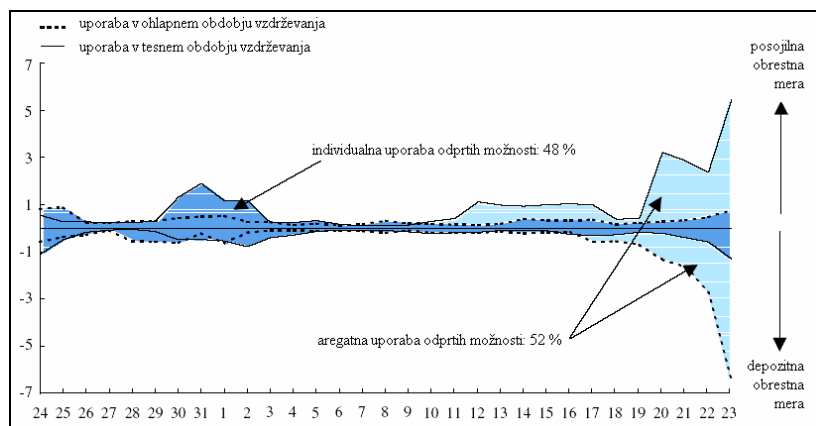
4.9.3. Uporaba odprtih možnosti bank in kreditnih institucij

Evrosistem zagotavlja likvidnostne potrebe predvsem skozi operacije na odprtem trgu, v skrajnih primerih pa z odprtimi možnostmi bank. Do uporabe odprtih možnosti bank pride zaradi dejanskih ali nepričakovanih likvidnostnih neravnotežij na ravni celotnega evro območja, zaradi neravnotežja med likvidnostno ponudbo ECB in likvidnostnimi potrebami bančnega sistema skozi obdobje vzdrževanja rezerv.

Do agregatne uporabe odprtih možnosti bank in kreditnih institucij pride zaradi napake v napovedovanju likvidnostnih potreb ali zaradi namenskega odstopanja CB od ravnotežne ravni dodelitvenega zneska. Tako pride do agregatne uporabe odprtih možnosti, samo na koncu vzdrževanega obdobja, ko mora bančni sistem izravnati kakršnokoli agregatno likvidnostno neravnotežje skozi odprte možnosti bank, kar je razvidno iz slike 7.

Kreditne institucije imajo v ohlapnem obdobju presežno likvidnost in v tesnem obdobju vzdrževanja rezerv, samo tiste s deficitom uporabijo možnost obrobne zadolžitve, zato da tako izpolnijo zahtevane rezerve. Pričakovanja udeležencev ali bo konec obdobja vzdrževanja rezerv ohlapien ali tesen, vplivajo na uporabo odprtih možnosti bank že pred zadnjim trgovanim dnevom vzdrževanja zahtevanih rezerv.

Slika 7: Povprečna uporaba odprtih možnosti bank v obdobju vzdrževanja zahtevanih rezerv



1. Črti kažeta povprečje uporabe odprtih možnosti v tesnem in ohlapnem vzdrževalnem obdobju, medtem ko zasenčena področja prikazujejo, kako lahko izmerimo agregatno in individualno uporabo odprtih možnosti.
2. Tesno in ohlapno obdobje vzdrževanja rezerv je ločeno na podlagi akumuliranih neto uporab odprtih možnosti po dodelitvi zadnje GOR.
3. Dnevno povprečje izračunano v obdobju od 24. februarja 1999 do 31. decembra 2001.

Vir: ECB Monthly Bulletin, maj 2002, str. 50.

V prvem delu obdobja vzdrževanja rezerv je uporaba odprtih možnosti bank v agregatu normalno nič, saj so pogoji za konec vzdrževalnega obdobja negotovi. Individualna uporaba odprtih možnosti bank je posledica nezadostne distribucije likvidnosti med kreditnimi institucijami, predvsem konec dneva, ko denarni trgi niso več likvidni.

Uporaba odprtih možnosti bank v prvi polovici vzdrževanega obdobja in povprečje uporabe možnosti obrobne zadolžitve v drugi polovici ohlapnega obdobja vzdrževanja in povprečne uporabe depozitnih možnosti v drugi polovici ozkega obdobja odraža individualno likvidnostno neravnotežje. Nasprotno, vse povprečne uporabe odprtih možnosti v dostopu do individualnih odprtih možnosti, lahko opredelimo kot agregatne, kar je razvidno iz slike 7 (ECB Monthly Bulletin, maj 2002, str. 50-51).

5. INTEGRIRAN DENARNI TRG EVRO OBMOČJA

Denarni trg igra pomembno vlogo pri prenosu denarne politike ECB, saj se spremembe v denarni politiki najprej odražajo ravno na denarnem trgu. Velik in enoten denarni trg v evro območju je predpogoj za učinkovito denarno politiko ECB, saj zagotavlja enakomerno porazdelitev likvidnosti in homogeno raven kratkoročnih obrestnih mer po vsem evro območju. V evro območju se je ta predpogoj deloma uveljavil z začetkom 3. faze EMU, ko so bili nacionalni denarni trgi integrirani v denarni trg evro območja.

5.1. Interes ECB za polno integriran evropski finančni sistem

ECB ima poseben interes za integracijo finančnega sistema v evro območju, saj je le-ta predpogoj za učinkovito in gladko delovanje denarne politike. Najbolj pomemben segment finančnega sistema je denarni trg, ki je direktno odvisen od izvajanja denarne politike. Če bi bil

finančni sistem bolje integriran, bi lahko ECB združila aktivo prvega in aktivo drugega reda za zavarovanje lombardnega posojila, s čimer bi povečala transparentnost politike zavarovanj («collateral policy») in enako dostopnost kreditnih institucij in bank. Uspeh ECB je odvisen od nadaljnje harmonizacije nacionalnih zakonodaj in/ali praks s področja uporabe vrednostnih papirjev za zavarovanje. ECB pomaga privatnemu sektorju tako, da izračunava indeks EONIA.

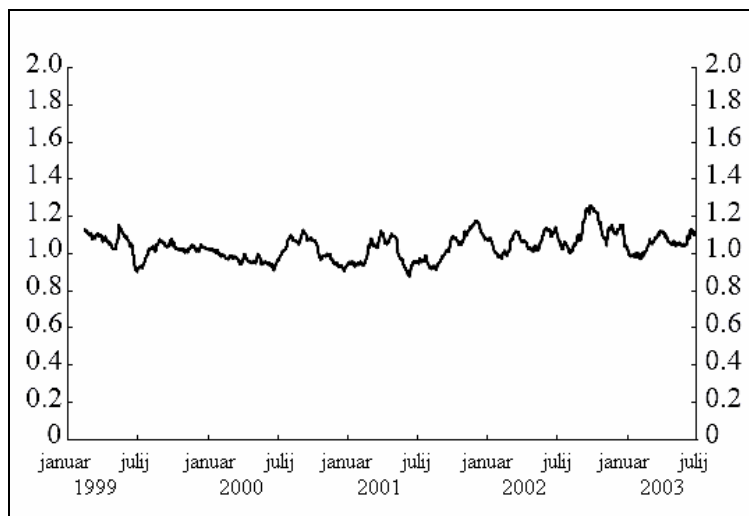
5.2. Integracija denarnega trga

Za določitev dejanskega stanja integracije, za zagotovitev stopnje primerljivosti produktov in storitev med vsemi državami članicami je potrebno oceniti, v kakšnem obsegu geografski položaj vpliva na ceno finančnih instrumentov in na obnašanje udeležencev na trgu. To lahko ocenimo na dva načina:

- s testiranjem zakona ene cene, saj bi morali imeti podobni finančni instrumenti z enakim tveganjem in donosom, enako ceno, ne glede na lokacijo, kje je bil izdan ter
- s kazalniki, ki merijo obseg aktivnosti udeležencev čez mejo.

Na nekaterih trgih, kot je denarni trg, so finančna sredstva pogosto dovolj medsebojno primerljiva, da se lahko razlika v ceni, uporabi kot kazalnik stopnje integracije (ECB Monthly Bulletin, oktober 2003, str. 61).

Slika 8: Integracija nezavarovanega evro denarnega trga čez noč



1. Razmerje odklonov povprečja obrestne mere čez mejo in odklonov povprečja obrestnih mer znotraj držav.
2. 30-dnevno spreminjajoče se povprečje.

Vir: ECB Monthly Bulletin, oktober 2003, str. 62.

Nezavarovan trg je še posebej pomemben za ECB pri izvajanju denarne politike ECB. Slika 8 kaže nezavarovan denarni trg evra čez noč. Ker ECB izračunava EONIA, ima na voljo pomembne podatke o obrestnih merah po vsem evro območju, zato lahko izračunava razliko v obrestni meri čez noč med državami in znotraj držav. Krivulja v sliki 8 kaže na to, da se je nezavarovan trg hitro integriral z začetkom 3. stopnje EMU. Krivulja kaže razmerje povprečja

razlike v obrestni meri čez noč med EONIA sodelujočih bank lociranih v različnih državah članicah evro območja in povprečja razlike v obrestni meri čez noč med EONIA sodelujočih bank lociranih znotraj posamezne države članice evro območja.

Ob predpostavki, da so nacionalni trgi v celoti integrirani in je razmerje blizu ena, kar je razvidno iz slike 8, pomeni da je nezavarovan evro denarni trg čez noč tudi v celoti integriran, saj bolj ko je razmerje večje od 1, manj je trg integriran.

Razvit denarni trg je izrednega pomena za zagotavljanje optimalne likvidnosti bančnega sistema. S svojim delovanjem denarni trg močno vpliva na gospodarska gibanja, saj se uporabljajo in prerazdeljujejo krediti, ki jih ustvari celotni bančni sistem (Lamovšek, 1998, str. 3).

Uvedba evra je zmanjšala valutno tveganje, s čimer so se zmanjšale ovire za prost pretok finančnih sredstev, saj je nacionalni denar v času svojega obstoja zaradi valutnega tveganja preprečeval popolno finančno integracijo (De Grauwe, 2003, str. 223).

Za integrirani finančni trg v evro območju morata biti izpolnjeni dve predpostavki (ECB Monthly Bulletin, oktober 2003, str. 53):

- finančni instrumenti z enakim denarnim tokom morajo imeti enako ceno in
- ni nobenih sistematičnih razlik v alokaciji sredstev in viru financiranja ekonomskih subjektov znotraj evro območja.

Razviti in integrirani finančni trgi so predpogoj za črpanje vseh ugodnosti, ki jih prinaša EMU, saj omogoča učinkovito alokacijo virov in širšo porazdelitev tveganja ter povečanje likvidnosti na trgu, kar zmanjšuje ceno kapitalu (Gaspar, Hartmann, Sleijpen, 2002, str. 330).

Zahteve za vzpostavitev učinkovitega finančnega trga EU so: enake zahteve za vse, lojalna konkurenca, zaupanje potrošnikov ter finančna stabilnost. Vendar se enoten finančni trg še vedno sooča s številnimi pravnimi, regulativnimi, konkurenčnimi, davčnimi in tehničnimi ovirami, zato je bil leta 1999 sprejet Akcijski načrt za finančne storitve (ANFS), ki naj bi dosegel tri glavne cilje (Doumont, 2003, str. 17-18):

- vzpostavitev notranjega trga finančnih storitev na veliko,
- vzpostavitev odprtega in varnega trga za poslovanje na drobno in
- krepitev predpisov glede bonitetnega nadzora.

5.3. Značilnosti denarnega trga evro območja

V poznih 90-ih letih je finančni sistem evro območja slonel predvsem na tradicionalnem bančnem posredništvu skupaj z razvijajočimi se drugimi oblikami finančnega posredništva (ECB Monthly Bulletin, oktober 2003, str. 52).

Finančne trge lahko klasificiramo na podlagi različnih kriterijev in s prikazom različnih pomembnih značilnosti. Ena izmed klasifikacij se nanaša na dospelost finančnih pogodb, in sicer ločimo:

- denarni trg⁹ in
- kapitalni trg¹⁰.

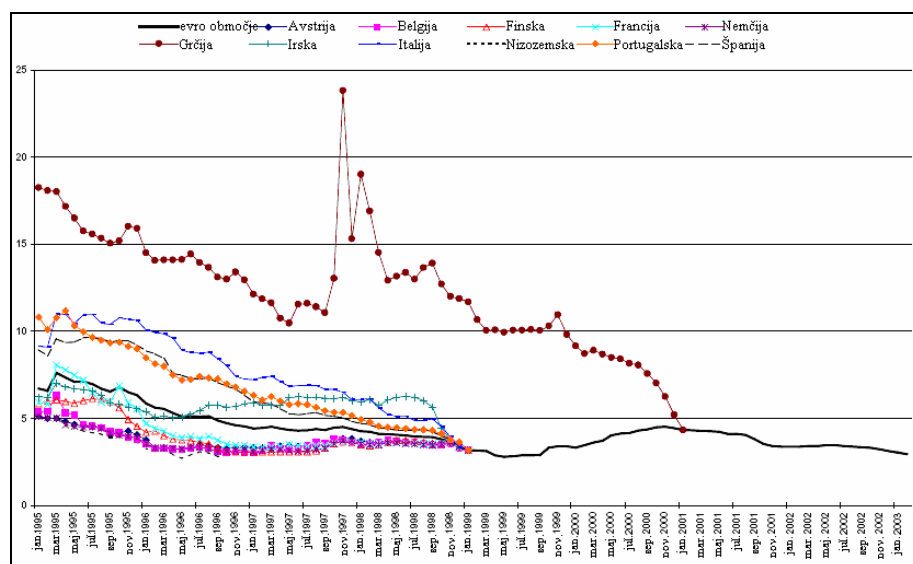
Denarni trg se razlikuje od drugih finančnih trgov in je značilen medbančni trg, kjer so transakcije zelo velike. Evrosistem s svojimi operacijami denarne politike vpliva na pogoje poslovanja kreditnih institucij na denarnem trgu evro območja.

Zaradi enotne denarne politike in plačilnega sistema TARGET («Trans - European Automated Real - time Gross Settlement Express Transfer») so depoziti bank na medbančnem trgu na različnih lokacijah v evro območju dobri substituti, zato je malo ovir za izenačenje medbančnih obrestnih mer v evro območju. Kot pravijo Hartmann, Manna in Manzanares se je po vpeljavi evra januarja 1999 trg medbančnih depozitov zelo hitro integriral (Hartmann, Maddaloni, Manganelli, 2003, str. 17).

Sistem TARGET omogoča gladko delovanje v poravnava v plačilih čez mejo in medsebojno poveže sisteme za poravnavo NCB evro območja in plačilni sistemi ECB.

Iz slike 9, kjer so predstavljene trimesečne obrestne mere od januarja leta 1995 do januarja leta 2003, je razvidno veliko zblíževanje k enotni obrestni meri. Zakon ene cene se je vzpostavil brez odkritega čezmejnega trgovanja z medbančnimi depoziti.

Slika 9: Konvergenca trimesečnih obrestnih mer na denarnem trgu



Vir: The Euro area financial system, 2003, str. 18.

⁹ Dospelost finančnih pogodb do enega leta.

¹⁰ Dospelost finančnih pogodb, daljša od enega leta.

Denarni trg je sestavljen iz različnih denarnih segmentov. Tako delimo denarni trg na zavarovani trg in na nezavarovani trg.

Nezavarovan trg je najpomembnejši in je predvsem namenjen upravljanju z likvidnostnimi potrebami bank. Posledično je največ teh nezavarovanih transakcij z dospelostjo čez noč. Za nezavarovan denarni trg sta pomembni dve referenčni obrestni meri, in sicer EONIA ter EURIBOR (»Euro Interbank Offered Rate«), ki skupaj zagotavljata enotno referenčno ceno za dospelosti od čez noč do 1 leta. Za nezavarovan trg je značilno, da je od začetka polno deloval z visoko stopnjo likvidnosti.

Zavarovani trg, je trg z repo posli (»repurchase agreement«)¹¹ in trg z valutnimi zamenjavami (»foreign exchange swap«). To so tako imenovani zavarovani trgi, saj je posojilo dano nasproti poročstva (»collateral«). Pomembnost repo poslov se razlikuje znotraj celotnega evro območja. Repo transakcije in valutne zamenjave so v glavnem z dospelostjo do enega meseca.

Zavarovani trg se je razvijal relativno počasi v letu 1999 in 2000, toda kasneje je doživel hitro rast in v letu 2002 presešel promet nezavarovanega trga. V zadnjih letih se je povezanost repo poslov povečala, kar se tudi vidi iz povečane ravni čezmejnega poslovanja, saj so kreditne institucije povečale delež uporabe poroštev tudi iz drugih držav evro območja (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 31).

Visoka in hitra stopnja integracije v začetku 3. faze EMU ne velja za vse segmente denarnega trga. Repo trg je precej manj integriran kot nezavarovan trg, saj je za denarni trg značilen velik, hiter in zelo likviden nezavarovan trg depozitov, medtem ko je za repo trg značilna manjša integriranost. Glavni razlogi zakaj se repo trg ni tako dobro integriral so (Hartmann, Maddaloni in Manganeli, 2003, str. 20):

- razdrobljena infrastruktura za poravnave vrednostnih papirjev, ki omejuje pretok zavarovanj (»collateral«) čez mejo,
- različnost pogodb zaradi množice sporazumov in pravnih nedoločenosti in
- nepopolna zamenljivost javnega dolga posamezne države članice uporabljenega za zavarovanje s podobnimi zavarovanji.

Na zavarovanem denarnem trgu (»repo market«), je zaradi zelo različne infrastrukture finančnega trga evro območja, še vedno dokaj nizka raven integracije, saj kljub skupnemu delovanju udeležencev na trgu za poenotenje produktov, ostajajo ovire za popolno integracijo. Repo trg, kjer trgujejo z raznovrstnim premoženjem za zavarovanje je pomemben pri povezovanju finančnih trgov, saj pospešuje likvidnost in delovanje finančnih trgov.

Vendar bodo udeleženci na trgu deležni polnih koristi repo trga šele, ko bo vzpostavljen enoten, popolnoma integriran repo trg, namesto nešteto majhnih nacionalnih trgov znotraj evro območja.

¹¹ Reodkupni sporazum.

ECB in Evrosistem imata kot celota poseben interes za dobro integriran repo trg, saj je to glavni tehnični instrument pri vodenju denarne politike ECB. Repo trg zaradi svoje mešane narave povezuje številne trge¹², in s tem prispeva k večji likvidnosti finančnega sistema.

Večina repo transakcij v evro območju je vodenih s kratkoročno dospelostjo (od čez noč do treh mesecev), kar predstavlja 95 % vseh repo transakcij. Od tega jih je 20 % z dospelostjo čez noč, kar je precej manj v primerjavi z ustreznim deležem nezavarovanega denarnega trga, ki predstavlja 65 % (ECB Monthly Bulletin, Oktober 2002, str. 61).

Pomembna kategorija finančnih instrumentov so tudi različni *izvedeni finančni instrumenti*, ki so finančne pogodbe, katerih vrednosti izvirajo iz osnovnih cen vrednostnih papirjev, obrestnih mer, valutnih zamenjav, tržnih indeksov in cen blaga. Osnovne skupine izvedenih finančnih instrumentov so swapi, terminski posli in opcije.

Trg izvedenih finančnih instrumentov pomaga pri delovanju finančnih trgov, saj izboljšuje oceno in alokacijo finančnega tveganja. Na trgu izvedenih finančnih instrumentov sta terminski trg in trg swap obrestnih mer¹³ najbolj pomembna instrumenta, pri čemer je bil največji napredek od leta 1999 na trgu swap EONIA (The Monetary policy of the ECB, 2004, str. 31-32).

6. RELEVANTNOST OBRESTNIH MER ECB NA DENARNEM TRGU EVRO OBMOČJA

Pričakovanja o prihodnjih ključnih obrestnih merah vplivajo na dolgoročno obrestno mero, saj le-ta odraža pričakovanja o prihodnjem razvoju kratkoročnih obrestnih mer. Vendar je vpliv spremembe kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu na dolgoročno obrestno mero za zelo dolgo dobo dospelosti zelo majhen.

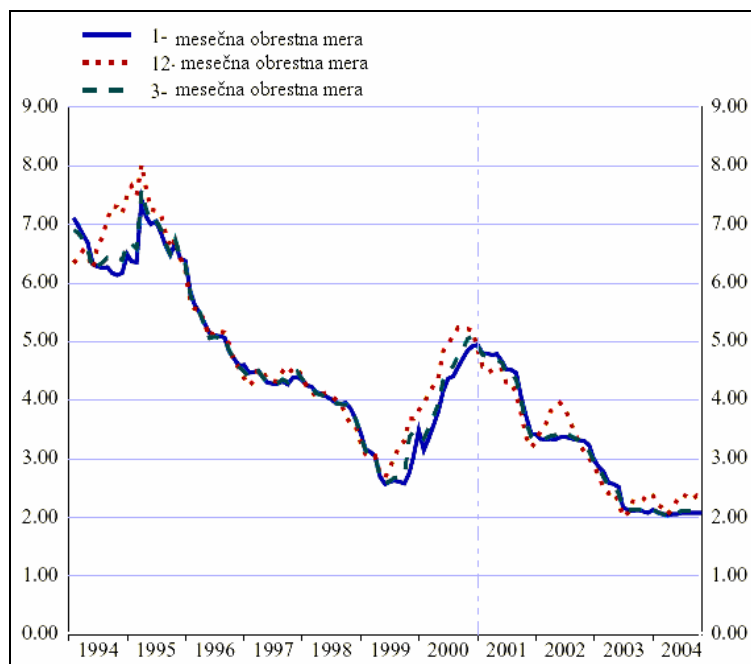
Dolgoročne obrestne mere so odvisne večinoma od pričakovanj na trgu glede dolgoročnega trenda rasti inflacije v gospodarstvu, kar pomeni, da ECB s ključnimi obrestnimi merami ne more vplivati na dolgoročne obrestne mere, razen če so na trgu prisotna pričakovanja o spremembi dolgoročnih ekonomskih trendov.

Stabilne razmere na denarnem trgu pomagajo pri prenosu denarne politike na gospodarstvo. Tržna pričakovanja o prihodnjih odločitvah denarne politike in prihodnjih inflacijskih stopnjah so pomembna determinanta za določanje ravni dolgoročnih obrestnih mer, ravni plač in drugih spremenljivk, ki določajo realno gospodarstvo (Gaspar, Hartmann, Sleijpen, 2002, str. 330).

¹²Trg vrednostnih papirjev, nezavarovan trg, trg izvedenih finančnih instrumentov in swap trg.

¹³Med izvedenimi finančnimi instrumenti so v evro območju najpomembnejši swap EONIA in terminski EURIBOR.

Slika 10: Obrestne mere na denarnem trgu evro območja



1. Mesečni podatki.

2. Pred januarjem 1999 so obrestne mere izračunane na podlagi nacionalnih obrestnih mer, tehtanih z BDP.

Vir: ECB Monthly Bulletin, november 2004, str. S40.

Kot je razvidno iz slike 10, so se obrestne mere z različno dobo do dospelja na denarnem trgu v zadnjem desetletju močno znižale in so blizu 2 %, kar je blizu GOR (glej sliko 5 na str. 27), kar pomeni, da je denarna politika ECB uspešna in da ECB s ključnimi obrestnimi merami vpliva na obrestne mere na denarnem trgu.

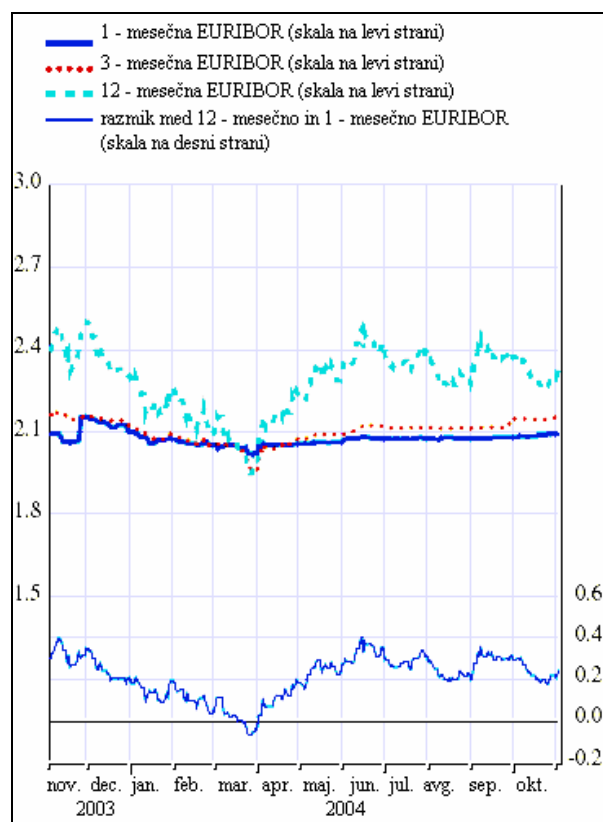
EURIBOR («Euro Interbank Offered Rate») je medbančna obrestna mera znotraj EMU in je orientacijska obrestna mera evro denarnega trga. EURIBOR je obrestna mera, po kateri so evro medbančni depoziti ponujeni s strani prvovrstnih bank drugim bankam. EURIBOR je notiran za sedanjo vrednost, pri čemer je obdobje poravnave dva delovna dneva ($t+2$). Najkasneje do 11. ure v poslovnem dnevu lahko sodelujoče banke popravijo svoje notirane obrestne mere. Ob 11h »Moneyline Telerate«¹⁴ izračuna EURIBOR, pri čemer za vsako dospelost izniči 15 % najvišje in 15 % najnižje notiranih obrestnih mer. Iz preostalih notiranih obrestnih mer izračuna povprečje, ki je zaokroženo na tri decimalke. Takoj po izračunu »Moneyline Telerate« objavi EURIBOR obrestno mero na svojih straneh (248-249), ki je tako na razpolago vsem naročnikom (About EURIBOR, 2004).

EURIBOR je bil prvič objavljen 30. decembra 1998 za vrednost 4. januarja 1999. Vse banke, ki notirajo za EURIBOR, so banke s prvovrstnim kreditnim ratingom. Izbrane so bile selektivno, z namenom odražanja ustrezne raznolikosti denarnega trga, kar omogoča EURIBOR-ju, da je učinkovita referenčna obrestna mera. Že od samega začetka je EURIBOR postal osnovno

¹⁴ »Moneyline Telerate« je bil izbran kot dobavitelj storitev, odgovoren za izračunavanje in objavljanje EURIBOR.

sredstvo v številnih transakcijah z izvedenimi finančnimi instrumenti. Sodelujoče banke notirajo za eno-, dve-, tritedensko dospelost in za dospelosti od enega do 12 mesecev.

Slika 11: Kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu



Vir: ECB Monthly Bulletin, november 2004, str. 24.

Slika 11 kaže da sta si bila od novembra 2003 do oktobra 2004 enomesečni in trimesečni EURIBOR zelo blizu, medtem ko je bil razmik med enomesečno obrestno mero in 12-mesečno obrestno mero od -0,1 do 0,4 %.

V evro območju je EURIBOR dober kazalnik razvoja kratkoročnih obrestnih mer. S pomočjo EURIBOR obrestnih mer z različno dobo dospelja lahko ugotovimo tržna pričakovanja prihodnjega razvoja kratkoročnih obrestnih mer. Podobne informacije nam dajejo »futures« pogodbe s trimesečno obrestno mero EURIBOR, s katerimi se trguje z različno dobo dospelja. Zaradi visoke likvidnosti na teh trgih naj bi cene teh finančnih sredstev odražale prave informacije, ki so na voljo trgu (ECB Monthly Bulletin, maj 2000, str. 80).

Izvedeni finančni instrumenti, kot npr. opcije, omogočajo oceno prihodnjega pričakovanega donosa sredstev, ki naj bi bilo neko merilo za negotovost, ki jo trg poveže s prihodnjim razvojem. Cene na denarnem trgu dajejo informacije, ki se nanašajo na pričakovanja kratkoročnih obrestnih mer v prihodnosti in negotovost, ki spremlja ta pričakovanja. Odkar ECB aktivno vpliva na obrestne mere na denarnem trgu, cene finančnih sredstev posredno kažejo zaznavanja trga glede bodoče denarne politike ECB (ECB Monthly Bulletin, maj 2000, str. 38).

7. SKLEP

Primarni cilj ECB je ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok. ECB lahko z denarno politiko vpliva predvsem na raven cen, zato je stabilnost cen njen edini naravni cilj. Ob upoštevanju nevtralnosti denarja na dolgi rok in visokih stroškov inflacije je ohranjanje stabilnosti cen na dolgi rok, edina pot do večje ekonomske blaginje, potencialne gospodarske rasti in zaposlenosti.

Z operacijami na odprtem trgu ECB krmari obrestne mere in upravlja z likvidnostjo na trgu ter s tem kaže položaj denarne politike. Glavne operacije refinanciranja so najpomembnejše med operacijami na odprtem trgu, ki so vodene znotraj Evrosistema, saj zagotavljajo večino potrebne likvidnosti bančnega sistema in imajo ključno vlogo pri oblikovanju obrestnih mer na denarnem trgu in signaliziranju položaja denarne politike.

Z denarno politiko Evrosistem preko transmisijskega mehanizma deluje na denarni trg ter tako vpliva na kratkoročne obrestne mere. Evrosistem ima na razpolago tri glavne instrumente za vodenje denarne politike, in sicer: zahtevane rezerve, odprte možnosti bank in operacije na odprtem trgu. Z zahtevanimi rezervami v obdobju vzdrževanja rezerv si banke razporedijo likvidnostne šoke v času, kar prispeva k stabilizaciji obrestnih mer čez noč. Obe odprti možnosti stabilizirata tržno obrestno mero EONIA, saj mejna posojilna obrestna mera določa dno koridorja obrestnih mer, depozitna obrestna mera, pa določa vrh koridorja obrestnih mer. Med posojilno in depozitno obrestno mero je obrestna mera za glavne operacije refinanciranja. ECB s temi obrestnimi merami določa pogoje poslovanja kreditnih institucij in bank.

Na kratek rok obrestne mere odstopajo od naravne obrestne mere, saj se gospodarstvo sooča z gospodarskimi šoki, ki predstavljajo tveganje za stabilnost cen. Pri zasledovanju stabilizacijsko orientirane politike, ECB postavi svoje obrestne mere tako, da premakne realne kratkoročne obrestne mere nad ali pod njihovo naravno stopnjo, z namenom nevtraliziranja vpliva šokov na razvoj cen. Na dolgi rok je realna obrestna mera definirana z realnimi faktorji, predvsem z rastjo prebivalstva, s preferencami gospodinjstev o potrošnji in varčevanju. Na kratek rok pa je realna obrestna mera pod vplivom denarne politike in zato lahko ECB s spreminjanjem nominalnih kratkoročnih obrestnih mer kontrolira realno obrestno mero, saj se cene ne spreminjajo na kratek rok.

Povezanost kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer ni neposredna. ECB na dolgi rok ne more vplivati na gospodarski razvoj s spreminjanjem obrestnih mer, vendar lahko kontrolira dolgoročne trende rasti cen s tem, da posreduje na denarnem trgu, če pride do sprememb v agregatnem povpraševanju, sprememb v tehnologiji, velikih sprememb v cenah blaga ter tako ublaži kratkoročne spremembe na denarnem trgu, kar vodi do dolgoročne stabilnosti cen in stabilne gospodarske rasti. Z visoko stopnjo kredibilnosti ima denarna politika ECB pri zasledovanju svojih ciljev, močan, neposreden vpliv na razvoj cen, predvsem z vodenjem prihodnjih pričakovanj ekonomskih subjektov o prihodnji inflaciji.

Tudi fiskalna politika ima pomembno vlogo pri določanju dolgoročnih obrestnih mer, saj če ima država proračunski deficit ali velik javni dolg, ima s tem veliko potrebo po posojilih za financiranje tekočih izdatkov in za refinanciranje dolga, kar zvišuje dolgoročno obrestno mero. Zato sta tudi dva izmed maastrichtskih kriterijev, ki pogojujeta vstop v EMU, zmeren javni dolg in uravnotežen proračun.

Zgodovinsko določanje obrestne mere ECB je bilo uspešno, saj je bila EONIA po začetnem obdobju stabilna in blizu obrestnim meram za GOR, kar pomeni, da je bil prehod v novo denarno unijo uspešno izveden.

V Evrosistemu so zaradi sistema minimalnih rezerv banke in kreditne institucije dolžne držati rezerve pri NCB. Monopolni položaj omogoča ECB upravljanje z likvidnostjo na denarnem trgu, in ji daje vzvod za oblikovanje obrestnih mer, kar se ponavadi odraža s spreminjanjem pogojev, pod katerimi je ECB pripravljena sodelovati v transakcijah z bankami in kreditnimi institucijami. Zaradi potrebe bančnega sistema evro območja po primarnem denarju in izpolnitvi zahtevanih rezerv se ustvarja likvidnostni deficit, katerega odpravlja Evrosistem z zagotavljanjem likvidnosti.

Upravljanje likvidnosti ECB je sestavljeno iz ugotavljanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in iz ponudbe likvidnosti oz. absorpcijo likvidnosti skozi operacije na odprtem trgu. Z likvidnostnim upravljanjem je uspela ECB ohraniti kratkoročne tržne obrestne mere denarnega trga blizu obrestnim meram za GOR. Zadostna raven zahtevanih rezerv v evro območju, je preprečila večje spremembe v obrestni meri čez noč, ki bi lahko nastale zaradi začasnih likvidnostnih šokov, povzročenih z avtonomnimi faktorji. Samo akumulirano likvidnostno neravnotežje skozi celotno vzdrževano obdobje, lahko vpliva na obrestno mero čez noč.

Denarni trg igra pomembno vlogo pri prenosu denarne politike ECB, saj se spremembe v denarni politiki najprej odrazijo na denarnem trgu, zato je velik in enoten denarni trg v evro območju predpogoj za učinkovito denarno politiko ECB, saj zagotavlja enakomerno porazdelitev likvidnosti in homogeno raven kratkoročnih obrestnih mer po vsem evro območju. Glavna razloga za integracijo denarnega trga sta vpeljava enotne valute in učinkovit plačilni sistem za celotno evro območje.

V evro območju je EURIBOR dober kazalnik razvoja kratkoročnih obrestnih mer, saj lahko s pomočjo EURIBOR obrestnih mer z različno dobo dospelja ugotovimo tržna pričakovanja prihodnjega razvoja kratkoročnih obrestnih mer.

Na podlagi ugotovitev diplomskega dela lahko rečem, da ECB s svojimi obrestnimi merami uspešno vpliva na obrestne mere na denarnem trgu in hkrati zasleduje cilj stabilnosti cen, kar pomeni, da je denarna politika ECB učinkovita.

LITERATURA

1. De Grauwe Paul: Economics of Monetary Union. Oxford : Oxford University Press, 2003. 250 str.
2. Gerdemesier Dieter, Roffia Barbara: Empirical estimates of reaction function for the euro area. ECB WP št. 206. Frankfurt am Main : ECB, 2003. 59 str.
3. Doumont Michel: Evropski notranji trg finančnih storitev. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 13-21.
4. Gaspar Vitor, Quiros Gabriel Perez, Sicilia Jorge: The ECB Monetary policy strategy and the money market. ECB WP št. 69. Frankfurt am Main : ECB, 2001. 33 str.
5. Gaspar Vitor, Hartmann Philipp, Sleijpen Olaf: The transformation of the European financial system. Second ECB Central Banking Conference. Frankfurt am Main : ECB, 2002. 333 str.
6. Gretschnann Klaus: Evro, skupna evropska valuta. Ljubljana : Kalandrovo društvo, 1999. 80 str.
7. Hartmann Philipp, Maddaloni Angela, Manganelli Simone: The Euro area financial system. ECB WP št. 230. Frankfurt am Main : ECB, 2003. 54 str., 4 pril.
8. Issing Otmar et al.: Monetary Policy in the Euro Area. Cambridge : Cambridge University Press, 2001. 195 str.
9. Lamovšek Zvezdana: Repo posli Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 54 str.
10. Lozej Matija: Obvezna rezerva v Sloveniji in v Evrosistemu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 44 str., 2 pril.
11. Majcen Špela, Roter Mojca: Pomembnejše finančne prilagoditve centralne banke ob vstopu v EMU. Prikazi in analize, Ljubljana, 10(2002), 1, 19 str.
12. Patterson Ben, Lygnerud Kristina: The Determination of Interest Rates. Directorate General for Research. WP ECON 116A XX. Luxembourg : European Parliament, 2001. 50 str.
13. Petrovič Uroš: Glavni mehanizem refinanciranja in ustrezni instrument denarne politike Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 46 str.

14. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
15. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999a), 9, str. 12-15.
16. Ribnikar Ivan: Obrestna mera in obrestne mere centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 4, str. 52-54.
17. Ribnikar Ivan: Referenčne in druge obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001a), 3, str. 50-53.
18. Suhadolnik Jana: Ustrezna finančna aktiva, ki jih od bank začasno kupuje Evropska centralna banka. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 45 str., 2 pril.
19. Šturm Katja: Denarna politika Evropske centralne banke. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 46 str.
20. Van Bergeijk Peter A.G., Berndsen Ron J., Jansen Jos W.: The Economics of the Euro Area. Cheltenham : Edward Elgar, 2000. 259 str.
21. Žnidarčič Damjan: Obrestne mere ECB in njihov vpliv na obrestne mere v državah EMU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 54 str., 2 pril.

VIRI

1. About EONIA.
[URL: http://www.euribor.org/html/content/eonia_about.html], 31.11.2004.
2. About EURIBOR.
[URL: http://www.euribor.org/html/content/euribor_about.html], 31.11.2004.
3. ECB: Capital subscription.
[URL: <http://www.ecb.de/ecb/orga/capital/html>], 29.4.2004.
4. ECB: Ekonomska in monetarna unija.
[URL: <http://www.ecb.de/ecb/history/emu/html>], 9.11.2004.
5. ECB: EU enlargement.
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/enlargement/html/index.en.html>], 13.5.2004.
6. Evropska unija – Slovenija.
[URL: http://www.evropska-unija.si/pages/evropska_unija/clanice], 9.11.2004.

7. ECB: Executive Board.
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/eb/html>], 31.11.2004.
8. ECB: General Council.
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/genc/html>], 31.11.2004.
9. ECB: Governing Council.
[URL: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html>], 31.11.2004.
10. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, januar, 1999, 50 str., 40* str.
11. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, maj 2000, 74 str., 72* str.
12. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, maj 2002, 74 str., 100* str.
13. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, oktober 2002, 68 str., 103* str.
14. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, april 2003, 75 str., 112* str.
15. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, junij 2003, 92 str., 117* str.
16. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, oktober 2003, 66 str., 118* str.
17. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, december 2003, 73 str., 112* str.
18. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, maj 2004, 79 str., S 85 str., 16 pril.
19. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, november 2004, 93 str., S 85 str., 16 pril.
20. Protokol on the Statute of the ESCB and of the ECB.
[URL: <http://www.ecb.int>], 30.5.2004.
21. The Monetary policy of the ECB. Frankfurt am Main : ECB, 2004. 126 str.

SLOVAR TUJK

Allotment	Dodelitev
Allotment volume	Dodelitveni znesek
Averaging provision	Nadomestilo za zahtevane rezerve
Bank lending channel	Kanal bančnih posojil
Benchmark	Orientacijska vrednost, ki se rabi za merilo
Cash flow channel	Kanal denarnega toka
Ceiling interest rate	Najvišja obrestna mera
Collateral	Zavarovanje pri lombardnem posojilu
Collateral debt	Dolg zavarovan s poroštvo
Collateralised loan	Lombardno posojilo
Collateral policy	Politika zavarovanj
Collection of fixed-term deposits	Zbrane vezane vloge
Counterparty	Nasprotna stran - sodelujoča stranka v kreditnih operacijah
Deposit facility	Možnost deponiranja sredstev / depozit čez noč
Eligibility criteria	Kriteriji primernosti
Eligible assets	Ustrezna finančna aktiva
European Banking Federation	Evropska bančna federacija
Eurosystem	Evrosistem
Fine-tuning operations	Operacije finega uravnavanja
Fixed rate tender	Sistem trdne obrestne mere
Flor interest rate	Najnižja obrestna mera
Foreign exchange swap	Valutna zamenjava / devizni swap
High credit standards	Visoka kreditna boniteta
Issuance of ECB debt certificates	Izdaja dolžniških potrdil ECB
Lender of last resort	Posojilodajalec v skrajni sili
Long-term refinancing operations	Dolgoročna operacije refinanciranja
Lump sum	Pavšal
Main refinancing operations	Glavne operacije refinanciranja
Main refinancing rate	Obrestna mera za GOR
Marginal lending facility	Možnost obrobnega zadolževanja bank/posojilo čez noč
Minimum bid rate	Minimalna ponudbena obrestna mera
Minimum reserves	Obvezne rezerve
Moneyline Telerate	Izbrani dobavitelj za izračunavanje in objavljanje EURIBOR
Natural interest rate	Naravna obrestna mera
Neutral interest rate	Nevtralna obrestna mera
Open market operations	Operacije na odprtem trgu
Overbidding tender	Presežna ponudba
Outright transaction	Dokončna transakcija
Quick tender	Hitra ponudba ali licitacija
Panel banks	Skupina sodelujočih bank
Repurchase agreement	Repo posel oz. reodkupni sporazum
Reserve maintenance period	Obdobje vzdrževanja rezerv
Reverse transaction	Začasna transakcija

Standing facilities	Odpрте možnosti bank in kreditnih institucij
Structural operations	Strukturne operacije
The balance sheet channel	Kanal bilance
The Council of the European Union	Svet EU
The European Council	Evropski svet
The Executive Board of the ECB	Izvršilni odbor ECB
The General Council ECB	Generalni svet ECB
The Governing Council of the ECB	Svet ECB
Tender	Ponudba/licitacija
Tier one assets	Aktiva prvega reda
Tier two assets	Aktiva drugega reda
Underbidding tender	Premajhna ponudba
Variable rate tender	Sistem spremenljive obrestne mere

KRATICE

ANFS	Akcijski načrt za finančne storitve
CB	Centralna banka
DOR	Dolgoročne operacije refinanciranja
ECB	Evropska centralna banka (»European central bank«)
EMI	Evropski monetarni institut
EMU	Ekonomska in monetarna unija
EONIA	Euro OverNight Index Average
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
EU	Evropska unija
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
GOR	Glavne operacije refinanciranja
HICP	Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
NCB	Nacionalna centralna banka
TARGET	Trans - European Automated Real – time Gross Settlement Express Transfer
WP	Working Paper

PRILOGE

SEZNAM PRILOG

Priloga 1: Deleži posameznih NCB v kapitalu ECB za leto 2004 po 1.5.2004.....	1
Priloga 2: Obrestne mere ECB in obrestne mere čez noč	2
Priloga 3: Glavne likvidnostne komponente bilance stanja Evrosistema.....	2

Priloga 1: Deleži posameznih NCB v kapitalu ECB za leto 2004 po 1.5.2004

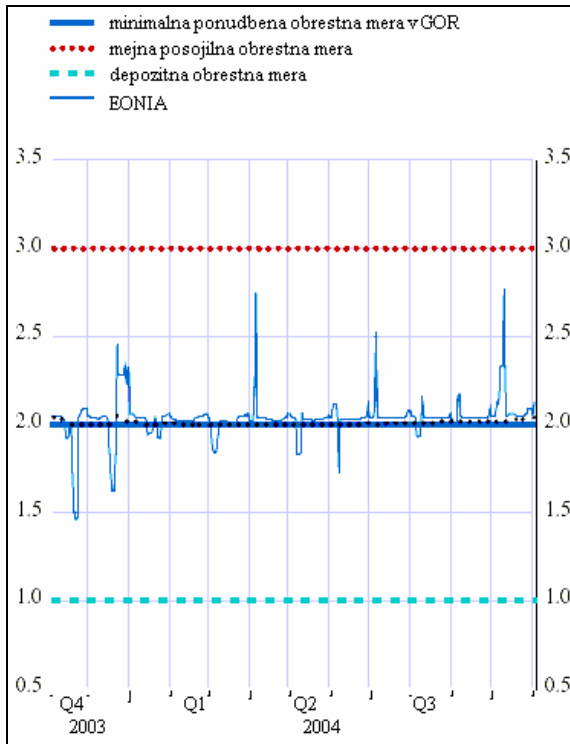
NCB	Kapitalski ključ (%)	Vplačani kapital
Belgija (Banque Nationale de Belgique)	2,55	141.910.195
Nemčija (Deutsche Bundesbank)	21,14	1.176.170.751
Grčija (Bank of Greece)	1,90	105.584.034
Španija (Banco de Espana)	7,78	432.697.551
Francija (Banque de France)	14,87	827.533.093
Irska (Central Bank & Financial Services Authority of Ireland)	0,92	51.300.686
Italija (Banca d'Italia)	13,05	726.278.371
Luksemburg (Banque centrale du Luxembourg)	0,16	8.725.401
Nizozemska (De Nederlandsche Bank)	4,00	222.336.360
Avstrija (Oesterreichische Nationalbank)	2,08	115.745.120
Portugalska (Banco de Portugal)	1,77	98.233.106
Finska (Finlands Bank)	1,29	71.711.893
Skupaj NCB evro območja	71,49	3.978.226.562
NCB izven evro območja po 1.5.2004		
Danska (Danmarks Nationalbank)	1,57* ¹	6.101.159* ²
Švedska (Sveriges Riskbank)	2,41* ¹	9.400.451* ²
Velika Britanija (Bank of England)	14,38* ¹	56.022.530* ²
Skupaj stare NCB izven evro območja	18,36	71.524.141
Češka (Česká národní banka)	1,46* ¹	5.680.860* ²
Estonija (Eesti Pank)	0,18* ¹	694.916* ²
Ciper (Central Bank of Cyprus)	0,13* ¹	506.385* ²
Latvija (Latvijas Banka)	0,30* ¹	1.160.011* ²
Litva (Lietuvos bankas)	0,44* ¹	1.723.656* ²
Madžarska (Magyar Nemzeti Bank)	1,39* ¹	5.408.191* ²
Malta (Central Bank of Malta)	0,06* ¹	252.024* ²
Poljska (Narodowy Bank Polski)	5,14* ¹	20.013.889* ²
Slovenija (Banka Slovenije)	0,33* ¹	1.302.967* ²
Slovaška (Národná banka Slovenska)	0,71* ¹	2.783.948* ²
Skupaj nove NCB izven evro območja	10,15	39.526.847
Skupaj NCB izven evro območja	28,51	111.050.988
Skupaj NCB izven in znotraj evro območja	100,00	4.089.277.550

*1...Delež vplačanega kapitala, ki bi ga morala plačati država članica EU, če bi bila v evro območju.

*2...Prispevek države članice EU izven evro območja znaša 7 % predpisanega deleža in je namenjen za pokritje operativnih stroškov ECB.

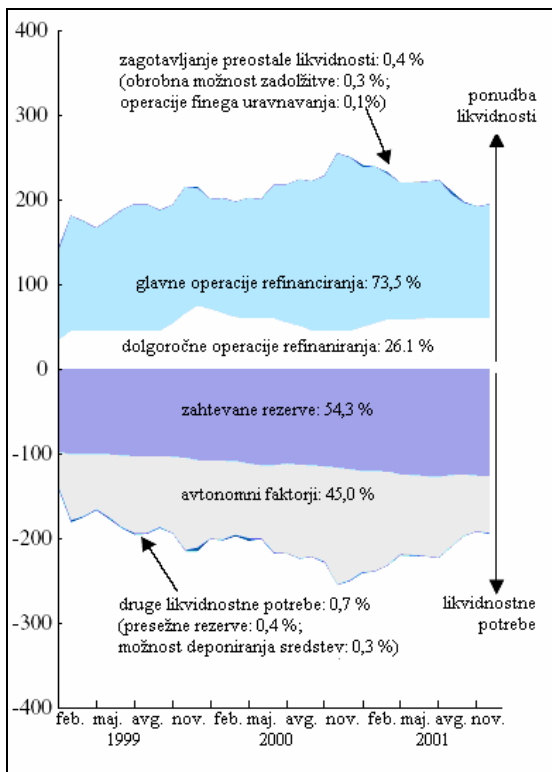
Vir: ECB: Capital subscription, 2004.

Priloga 2: Obrestne mere ECB in obrestne mere čez noč



Vir: ECB Monthly Bulletin, november 2004, str. 4.

Priloga 3: Glavne likvidnostne komponente bilance stanja Evrosistema



1.) Povprečja na obdobje vzdrževanja zahtevanih rezerv v milijardah evrov.

Vir: ECB Monthly Bulletin, maj 2002, str. 43.