

UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA, MARIBOR

DIPLOMSKO DELO

(Denarna politika Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske krize)

(The Monetary Policy of the Eurosystem During the World Financial and Economic Crisis)

Kandidat: Matic Pinter

Naslov: Pod kostanji 16, 3000 Celje

Študent rednega študija

Št. indeksa: 81631025

Program: visokošolski strokovni

Študijska smer: finance in bančništvo

Mentor: izred. prof. dr. Mejra Festić

Somentor: asist. Dejan Romih

Celje, december 2009

PREDGOVOR

Zadnjo fazo ekonomske integracije v EU predstavlja Ekonomska in monetarna unija (EMU). 1 januarja 1999 se je z nepreklicno določitvijo menjalnih razmerij za valute 11 prvotnih članic denarne unije in z izvajanjem enotne denarne politike, za katero je odgovorna Evropska centralna banka (ECB), začela tretja in zadnja faza EMU.

Na čelu Eurosistema je ECB, ki je bila ustanovljena junija 1998 v Frankfurtu na Majni. Sestavljajo ga tudi vse nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so sprejele euro za skupno valuto.

Glavne naloge Eurosistema, so: (i) izvajanje denarne politike, ki jo sprejme Svet ECB, (ii) opravljanje deviznih poslov, (iii) imetje in upravljanje uradnih deviznih rezerv držav euroobmočja ter (iv) podpiranje nemotenega delovanja plačilnih sistemov, s čimer prispeva k ohranjanju finančne in gospodarske stabilnosti.

Poglavitni cilj Eurosistema je ohranjanje stabilnosti cen v euroobmočju. Podpira tudi splošne ekonomske politike v EU, če to ni v nasprotju z njegovim poglavitnim ciljem. Pri uresničevanju svojih ciljev mora ravnati v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer podpira učinkovito razporejanje virov.

Za doseganje poglavitnega cilja, Eurosistem uporablja različne instrumente denarne politike. Te delimo v tri skupine in sicer: (i) operacije na odprtem trgu, (ii) odprta ponudba bankam ter (iii) obvezne rezerve.

Po izbruhu svetovne finančne in gospodarske krize, katere povod je bila kriza hipotekarnih kreditov v ZDA, so se razmere na finančnih trgih zaostrole in Eurosistem je bil primoran protikrizno ukrepati.

KAZALO VSEBINE

PREDGOVOR.....	2
KAZALO VSEBINE	3
1 UVOD	4
1.1 Naslov teme.....	4
1.2 Opredelitev oz. opis problema, ki je predmet diplomskega dela	4
1.3 Cilji in teze diplomskega dela	4
1.4 Predpostavke in omejitve diplomskega dela.....	4
1.5 Predvidene metode diplomskega dela	5
2 EUROPSKA CENTRALNA BANKA, EUROSISTEM IN EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK.....	6
2.1 Ekonomska in monetarna unija	6
2.2 Evropska centralna banka	7
2.3 Eurosistem.....	10
2.4 Evropski sistem centralnih bank (ESCB)	11
3 DENARNA POLITIKA EUROSISTEMA	12
3.1 Okvir denarne politike	12
3.2 Primerne nasprotne stranke	13
3.3 Operacije odprtega trga.....	13
3.4 Odprte ponudbe	20
3.5 Postopki	21
3.6 Primerno finančno premoženje za zavarovanje	26
3.7 Obvezne rezerve	28
4 DENARNA POLITIKA EUROSISTEMA TEKOM SVETOVNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE	31
4.1 Svetovna finančna in gospodarska kriza.....	31
4.2 Denarna politika Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske kriz (kratek pregled).....	33
4.3 Usmerjanje kratkoročnih obrestnih mer pred in tekom svetovne finančne in gospodarske krize.....	38
SKLEP	42
POVZETEK	43
VIRI IN LITERATURA	44
KAZALO SLIK.....	46
KAZALO TABEL.....	47
KAZALO GRAFOV.....	48

1 UVOD

1.1 Naslov teme

Denarna politika Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske krize (v angleškem jeziku: The Monetary Policy of the Eurosystem During the World Financial and Economic Crisis).

1.2 Opredelitev oz. opis problema, ki je predmet diplomskega dela

Glavne naloge Eurosistema, ki obsega ECB in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so že sprejele euro (teh je trenutno 16), so: (i) izvajanje denarne politike, ki jo sprejme Svet ECB, (ii) opravljanje deviznih poslov, (iii) imetje in upravljanje uradnih deviznih rezerv držav euroobmočja ter (iv) podpiranje nemotenga delovanja plačilnih sistemov, s čimer prispeva k ohranjanju finančne in gospodarske stabilnosti.

Po začetku svetovne finančne in gospodarske krize, ki se je začela s hipotekarno krizo v ZDA, so se razmere na finančnih trgih zaostrile in Eurosistem je bil v sodelovanju z nekaterimi drugimi centralnimi bankami, primoran protikrizno ukrepati.

V diplomskem delu bomo zato obravnavali: (i) Eurosistem in denarno politiko, ki jo ta izvaja, (ii) svetovno finančno in gospodarsko krizo ter (iii) protikrizno ukrepanje Eurosistema.

1.3 Cilji in teze diplomskega dela

Cilji diplomskega dela so:

- opredeliti ključne pojme v zvezi z Ekonomsko in monetarno unijo ter denarno politiko Eurosistema,
- predstaviti značilnosti svetovne finančne in gospodarske krize ter
- proučiti denarno politiko Eurosistema pred in tekom svetovne finančne in gospodarske krize.

Teze diplomskega dela so:

- Svetovna finančna in gospodarska kriza, katere začetek je hipotekarna kriza v ZDA, je imela in še ima velik vpliv na izvajanje denarne politike Eurosistema.
- Protikrizno ukrepanje Eurosistema je bilo (na splošno) ustrezno.
- Pred začetkom svetovne finančne in gospodarske krize so bile ključne obrestne mere ECB dokaj visoke, kasneje pa so jih zaradi različnih vzrokov začeli zniževati.

1.4 Predpostavke in omejitve diplomskega dela

Predpostavljamo, da je stabilnost finančnega sistema ključnega pomena za stabilnost gospodarskega sistema in da ima Eurosistem pomembno vlogo pri ohranjanju te stabilnosti. Konkretni omejitvi diplomskega dela sta:

- omejujemo se na obravnavo denarne politike Eurosistema pred in tekom svetovne finančne in gospodarske krize,
- omejujemo se na obravnavo le nekaterih ukrepov denarne politike Eurosistema.

Splošne omejitve diplomskega dela so: omejen dostop do podatkov, pomanjkanje literature in virov, ki bi proučevali denarno politiko Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske krize, nepoznavanje različnih predpisov in drugo.

1.5 Predvidene metode diplomskega dela

Diplomsko delo temelji na mikro- in makroekonomski raziskavi, saj je le-ta osredotočena na proučevanje denarne politike Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske krize. Raziskava je statična in dinamična.

V okviru pristopa k raziskovanju gre za deskriptivni in analitični pristop. V okviru prvega smo uporabili metodo deskripcije, klasifikacije ipd., v okviru drugega pa gre za kvalitativen in kvantitativen pristop.

Podatke, ki smo jih objavili, smo zbirali, urejali in obdelovali na različne načine. Večino predvidene literature in virov smo našli v knjižnici ali pa so bili objavljeni na spletu.

2 EUROPSKA CENTRALNA BANKA, EUROSISTEM IN EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK

2.1 Ekonomska in monetarna unija

Evropski svet je junija 1988 potrdil cilj postopnega oblikovanja Ekonomske in monetarne unije (EMU). V ta namen je ustanovil odbor pod vodstvom Jacquesa Delorsa, takratnega predsednika Evropske komisije, ki naj bi preučil in predlagal konkretne korake na poti do te unije. Odbor je v svojem zaključnem poročilu, imenovanem *Delorsovo poročilo*, predlagal oblikovanje EMU v treh ločenih, vendar med seboj povezanih fazah (ECB 2009a, 50).

2.1.1 Prva faza

Prva faza se je začela 1. julija 1990 in na ta dan so bile načeloma odpravljene vse omejitve za pretok kapitala med državami članicami. Odbor guvernerjev centralnih bank članic Evropske gospodarske skupnosti, ki je od svoje ustanovitve 1964 imela vedno pomembnejšo vlogo pri denarnem sodelovanju, je dobila dodatne pristojnosti. Nove naloge so obsegale posvetovanja o usklajevanju denarnih politik držav članic ter prizadevanja za njihovo večjo usklajenost z namenom doseganja cenovne stabilnosti. Začel je tudi pripravljala dela za tretjo fazo EMU. Najprej je zbral vsa vprašanja, ki jih je bilo treba rešiti v začetnem obdobju, nato je oblikoval program dela do konca leta 1993 in v skladu s slednjim določil odgovornosti obstoječih pododborov in delovnih skupin, ki so bile ustanovljene v ta namen (ECB 2004, 101).

Za izpolnitev druge in tretje faze je bilo treba spremeniti Pogodbo o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (Rimska pogodba), da bi lahko oblikovali potrebno institucionalno strukturo. V ta namen je bila sklicana medvladna konferenca o EMU, ki je leta 1991 potekala vzporedno z medvladno konferenco o politični uniji. Pogajanja so se končala s sprejemom Pogodbe o Evropski uniji, ki je bila potrjena decembra 1991 in podpisana 7. februarja 1992 v Maastrichtu, izvajati pa se je začela 1. novembra 1993 (prav tam, 101).

2.1.2 Druga faza

Druga faza EMU se je začela 1. januarja 1994 z ustanovitvijo Evropskega monetarnega inštituta (EMI) in sočasno razpustitvijo Odbora guvernerjev. EMI je bil prehodne narave in ni bil odgovoren za izvajanje denarne politike v EU, niti ni imel nikakršne pristojnosti za poseganje na deviznem trgu (ECB 2004, 102).

EMI je imel dve temeljni nalogi:

- krepitev sodelovanja med centralnimi bankami in usklajevanje denarnih politik,
- izvesti potrebne priprave za ustanovitev Evropskega sistema centralnih bank (ESCB), izvajanje enotne denarne politike in uvedbo enotne valute v tretji fazi.

EMI je deloval kot forum za posvetovanje in izmenjavo mnenj in informacij o vprašanih denarne politike. Obenem je oblikoval zakonski, organizacijski in logistični okvir, ki je bil potreben, da bi ESCB v tretji fazi lahko opravljal svoje naloge (prav tam, 102).

Decembra je Evropski svet na zasedanju v Madridu sprejel odločitev, da se evropska valuta, ki bo uvedena na začetku tretje faze EMU, imenuje euro ter potrdil, da se tretja faza začne 1. januarja 1999.

Decembra 1996 je EMI Evropskemu svetu predložil poročilo, na podlagi katerega je bila junija 1997 sprejeta Resolucija Evropskega sveta o načelih in osnovnih elementih novega mehanizma deviznih tečajev (ERM II). Predstavil mu je tudi oblikovno podobo izbrane serije euro bankovcev, ki naj bi jih začeli dajati v obtok 1. januarja 2002.

Evropski svet je junija 1997 sprejel Pakt za stabilnost in rast, ki naj bi zagotavljal proračunsko disciplino v EMU. Pakt je bil maja 1998 dopolnjen z Deklaracijo Sveta, s čimer so se povečale tudi obveznosti, ki jih nalaga Pakt.

Svet Evropske unije je 2. maja 1998 odločil, da 11 držav članic izpolnjuje pogoje za uvedbo enotne valute s 1. januarjem 1999. Hkrati so se finančni ministri držav članic, ki naj bi uvedle euro, skupaj z guvernerji nacionalnih centralnih bank, Evropsko komisijo in EMI dogovorili, da se za določitev nepreklicnih menjalnih razmerij med eurom in valutami sodelujočih držav članic uporabi osrednji tečaj iz mehanizma deviznih tečajev (ERM).

Vlade enajstih sodelujočih držav članic so 25. maja 1998 uradno imenovale predsednika, podpredsednika in štiri druge člane izvršilnega odbora ECB. Njihovo imenovanje je začelo veljati 1. junija 1998, kar je zaznamovalo tudi začetek Evropske centralne banke (ECB 2009a, 52).

2.1.3 Tretja faza

1. januarja 1999 se je z nepreklicno določitvijo menjalnih razmerij za valute 11 prvotnih članic¹ denarne unije in z izvajanjem enotne denarne politike, za katero je odgovorna ECB, začela tretja in zadnja faza EMU (ECB 2004, 103).

Število sodelujočih držav članic se je 1. januarja 2001, ko je v tretjo fazo EMU vstopila Grčija, povečalo na 12. Slovenija se je 1. januarja 2007 kot 13. članica priključila euroobmočju, leto kasneje sta ji sledila Ciper in Malta, 1. januarja 2009 pa še Slovaška. Ko posamezna država vstopi v euroobmočje, njena centralna banka samodejno postane članica Eurosistema.

2.2 Evropska centralna banka

ECB je bila ustanovljena junija 1998 v Frankfurtu na Majni in je s tem prevzela delo svojega predhodnika – Evropskega monetarnega inštituta. Je nadnacionalna ustanova s svojo pravno osebnostjo. ECB domuje v treh stavbah v središču Frankfurta, v vzhodnem delu mesta pa gradi svoj novi sedež, kamor se bo preselila leta 2011 (ECB 2009b, 12). ECB je bila ustanovljena kot jedro Eurosistema in ESCB. V mednarodnem javnem pravu deluje

¹ Prvotne udeleženske so bile Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska.

kot pravna oseba in je tudi politično neodvisna. Od 1. januarja 1999 je odgovorna za izvajanje denarne politike v euroobmočju.

2.2.1 Kapital ECB

Kapital ECB ni zagotovila Evropska skupnost ampak so ga vplačale nacionalne centralne banke vseh držav članic EU. Znaša 5.760.652.402,58 EUR. Delež vsake od bank se izračuna s pomočjo ključa, ki v enakem razmerju odraža odstotek njene države v celotnem prebivalstvu in bruto domačem proizvodu EU. Deleže ECB posodobi vsakih pet let oziroma vsakič, ko se EU pridruži nova država. Pri tem uporabi podatke, ki jih dobi od Evropske komisije (ECB 2009e).

Tabela 1: Deleži NCB euroobmočja (od 1. januarja 2009)

NCB	Kapitalski ključ (%)	Vplačan kapital (€)
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,4256	139.730.384,68
Deutsche Bundesbank	18,9373	1.090.912.027,43
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	63.983.566,24
Bank of Greece	1,9649	113.191.059,06
Banco de España	8,3040	478.364.575,51
Banque de France	14,2212	819.233.899,48
Banca d'Italia	12,4966	719.885.688,14
Central Bank of Cyprus	0,1369	7.886.333,14
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	10.063.859,75
Central Bank of Malta	0,0632	3.640.732,32
De Nederlandsche Bank	3,9882	229.746.339,12
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	111.854.587,70
Banco de Portugal	1,7504	100.834.459,65
Banka Slovenije	0,3288	18.941.025,10
Národná banka Slovenska	0,6934	39.944.363,76
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	72.232.820,48
Skupaj	69,7915	4.020.445.721,56

Vir: ECB (2009e)

Nacionalne centralne banke držav članic zunaj euroobmočja, morajo za pokritje operativnih stroškov ECB v zvezi z njihovim sodelovanjem v ESCB, vplačati minimalen delež svojega vpisanega kapitala. OD 1. januarja 2009 ti prispevki predstavljajo 7% njihovega vpisanega kapitala, kar skupaj znaša 121.814.467,67 EUR (ECB 2009e).

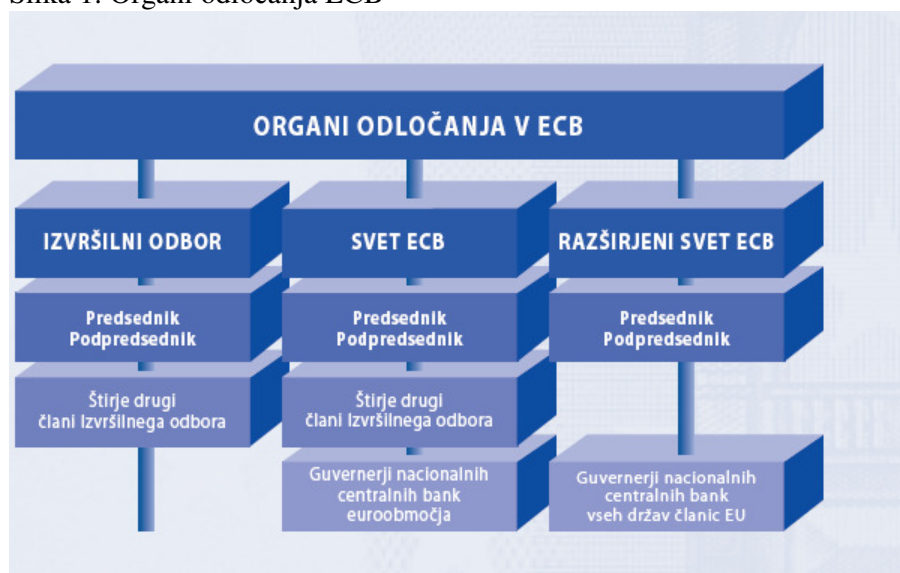
Tabela 2: Deleži NCB zunaj euroobmočja (od 1. januar 2009)

NCB	Kapitalski ključ (%)	Vplačani kapital (€)
Българска народна банка (Bolgarska narodna banka)	0,8686	3.502.591,87
Česká národní banka	1,4472	5.835.771,31
Danmarks Nationalbank	1,4835	5.982.149,49
Eesti Pank	0,1790	721.809,75
Latvijas Banka	0,2837	1.144.007,96
Lietuvos bankas	0,4256	1.716.213,56
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	5.587.371,98
Narodowy Bank Polski	4,8954	19.740.488,44
Banca Națională a României	2,4645	9.937.989,49
Sveriges Riksbank	2,2582	9.106.093,68
Bank of England	14,5172	58.539.980,14
Skupaj	30,2085	121.814.467,67

Vir: ECB (2009e)

2.2.2 Organi odločanja ECB

Slika 1: Organi odločanja ECB



Vir: ECB (2009a, 56)

Svet ECB je glavni organ odločanja v ECB. Njegove naloge so:

- sprejemanje smernic in sklepov, potrebnih za izvajanje Eurosistemu zaupanih nalog,
- oblikovanje denarne politike euroobmočja. To vključuje sklepe glede denarnih ciljev, ključnih obrestnih mer in zagotavljanje rezerv v Eurosistemu ter oblikovanje smernic za njihovo izvajanje (ECB 2009f).

Vse člane Izvršilnega odbora z medsebojnim soglasjem imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so del euroobmočja. Njegove naloge pa so:

- priprava sej Sveta ECB,
- izvajanje denarne politike v euroobmočju v skladu s smernicami in sklepi, ki jih je sprejel Svet ECB. Pri tem Izvršilni odbor daje potrebna navodila nacionalnim centralnim bankam euroobmočja,
- upravljanje tekočega poslovanja ECB,
- izvrševanje določenih pooblastil, ki jih je nanj prenesel Svet ECB, vključno z nekaterimi regulativnimi pooblastili (ECB 2009g).

Razširjen svet je mogoče razumeti kot prehodno telo. Izvaja naloge, ki jih je prevzel od Evropskega monetarnega inštituta in ki jih je ECB glede na dejstvo, da vse članice EU še niso sprejele eura, dolžna opravljati v tretji fazi EMU. V skladu s Statutom bo Razširjeni svet razpuščen, ko bodo vse članice EU uvedle euro (ECB 2009h).

Razširjen svet sodeluje tudi pri:

- svetovalnih nalogah ECB,
- zbiranju statističnih informacij,
- pripravi letnih poročil ECB,
- oblikovanju pravil potrebnih za računovodsko evidentiranje in poročanje o operacijah, ki jih izvajajo nacionalne centralne banke,
- izvajanje ukrepov, povezanih s ključem za vpis kapitala, če ti niso določeni že v Pogodbi²,
- določanju pogojev zaposlovanja v ECB
- nujnih pripravah za določitev nepreklicnih razmerij med eurom in valutami držav članic z odstopanjem (ECB 2009h).

2.3 Eurosistem

Sestavljajo ga ECB in nacionalne banke držav članic EU, ki so sprejele euro.

Poglavitni cilj Eurosistema in ESCB je stabilnost cen na euroobmočju.

Temeljne naloge Eurosistema so, da:

- izvaja denarno politiko euroobmočja,
- opravlja devizne posle ter ima in upravlja uradne devizne rezerve držav euroobmočja
- podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov.

Druge naloge so še, da:

- odobri izdajo bankovcev v Euroobmočju,
- daje mnenja in svetuje o predlogih zakonov Skupnosti in predlogih nacionalne zakonodaje,
- zbira potrebne statistične informacije pri nacionalnih uradih ali neposredno pri gospodarskih subjektih,

² Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti.

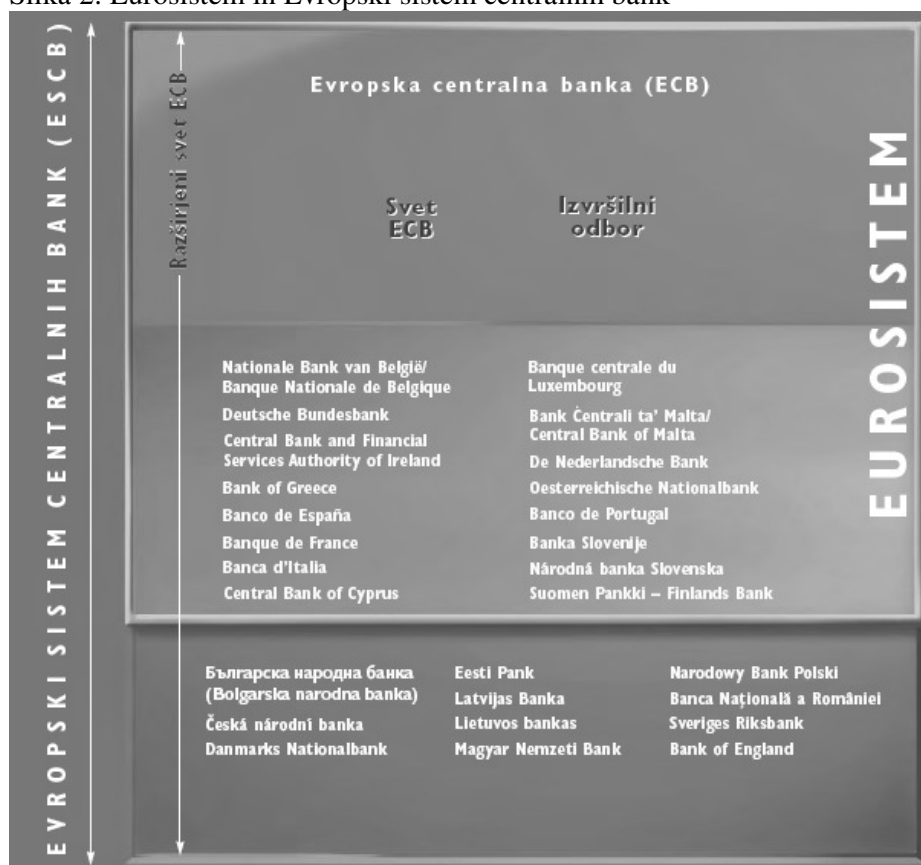
- prispeva k nemotenemu delovanju politik oblasti, ki so pristojne za bonitetni nadzor kreditnih institucij in stabilnost finančnega sistema(2009a, 56).

2.4 Evropski sistem centralnih bank (ESCB)

ESCB je bil ustanovljen v skladu z Maastrichtsko pogodbo in Statutom Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke. Sestavljajo ga ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU (ECB 2009b, 12).

Poglavitni cilj ESCB je ohranjanje stabilnosti cen v EU. Podpira ekonomsko politiko v EU, visoke stopnje zaposlenosti in trajnostno neinflacijsko rast, če to ni v nasprotju s poglavitnim ciljem.

Slika 2: Eurosistem in Evropski sistem centralnih bank



Vir: ECB (2008b, 195).

3 DENARNA POLITIKA EUROSISTEMA

3.1 Okvir denarne politike

Poglavitni cilj Eurosistema je ohranjanje stabilnosti cen. Podpira tudi splošne ekonomske politike v EU, če to ni v nasprotju z njegovim poglavitnim ciljem. Pri uresničevanju svojih ciljev mora ravnati v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer podpira učinkovito razporejanje virov.

Eurosistem ima za doseganje svojih ciljev na voljo vrsto instrumentov denarne politike. Izvaja operacije odprtega trga, nudi odprte ponudbe in od kreditnih institucij zahteva, da vzdržuje obvezne rezerve na računih pri Eurosistemu.

Okvir denarne politike je naravnano tako, da zagotavlja udeležbo širokega kroga nasprotnih strank. Institucije za katere velja zahteva po obveznih rezervah v skladu s členom 19.1 Statuta ESCB, lahko dostopajo do odprtih ponudb in sodelujejo v operacijah odprtega trga na podlagi standardnih avkcij ter dokončnih transakcij. Za sodelovanje finega uravnavanja lahko Eurosistem izbere omejeno število nasprotnih strank. Pri operacijah valutnih zamenjav (swap poslih), ki se izvajajo za namen denarne politike, se uporabljajo aktivni udeleženci na deviznem trgu. Na podlagi člena 18.1 Statuta ESCB morajo vse kreditne operacije³ Eurosistema temeljiti na primernem zavarovanju.

Svet ECB lahko kadarkoli spremeni instrumente, pogoje, merila in postopke za izvajanje denarne politike Eurosistema (ECB 2008a, 8–10).

Tabela 3: Operacije denarne politike Eurosistema

Operacije denarne politike	Vrsta transakcije		Zapadlost	Pogostost	Postopek
	Povečevanje likvidnosti	Umikanje likvidnosti			
Operacije odprtega trga					
Operacije glavnega refinanciranja	Povratne transakcije	-	En teden	Tedensko	Standardne avkcije
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	Povratne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno	Standardne avkcije
Operacije finega uravnavanja	Povratne transakcije Valutne zamenjave	Povratne transakcije Zbiranje vezanih vlog Valutne zamenjave	Nestandardizirano	Občasno	Hitre avkcije Dvostranski postopki
Strukturne operacije	Povratne transakcije	Izdaja dolžniških certifikatov	Standardizirano/ nestandardizirano	Redno in občasno	Standardne avkcije
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Občasno	Dvostranski postopki
Odrpte ponudbe					
Odrpta ponudba mejnega posojila	Povratne transakcije	-	Čez noč	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank	
Odrpta ponudba mejnega depozita	-	Vloge	Čez noč	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank	

Vir: ECB (2008a, 9).

³ Operacije denarne politike za povečanje likvidnosti in posojil čez dan.

3.2 Primerne nasprotne stranke

Nasprotne stranke v operacijah denarne politike Eurosistema morajo izpolnjevati določena merila primernosti⁴. Ta merila omogočajo širokemu krogu institucij dostop do operacij denarne politike Eurosistema, krepijo enako obravnavo institucij v celotnem euroobmočju in zagotavljajo, da nasprotne stranke izpolnjujejo določene operativne zahteve ter zagotavljajo skrbno in varno poslovanje. Splošna merila primernosti so enaka za celotno euroobmočje.

Splošna merila primernosti:

- Samo institucije, ki so obvezniki v sistemu obveznih rezerv Eurosistema v skladu s členom 19.1 Statuta ESCB, so primerne nasprotne stranke⁵.
- Nasprotne stranke morajo biti finančno trdne in morajo biti podvržene najmanj eni obliki nadzora s strani nacionalnih organov, ki je usklajen z zahtevami EU/EGP⁶.
- Vseeno se lahko kot nasprotne stranke sprejmejo tudi finančno trdne institucije, ki so predmet neusklajenega nacionalnega nadzora primerljive kvalitete, npr. v euroobmočju ustanovljena podružnica institucij, ki imajo sedež zunaj Evropskega gospodarskega prostora.
- Za zagotovitev učinkovitega izvajanja operacij denarne politike Eurosistema morajo nasprotne stranke izpolnjevati vsa operativna merila, določena v ustreznih pogodbenih ali zakonskih ureditvah, ki jih uporabljajo posamezne nacionalne centralne banke ali ECB (ECB 2008a, 11).

Institucije, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti, lahko dostopajo do odprtih ponudb in se lahko udeležujejo operacij odprtega trga eurosistema, ki temeljijo na standardnih avkcijah. Do standardnih avkcij institucija dostopa prek nacionalne centralne banke države članice, v kateri je ustanovljena⁷.

3.3 Operacije odprtega trga

Imajo pomembno vlogo v denarni politiki Eurosistema. Uporabljajo se za uravnavanje obrestnih mer, uravnavanje likvidnosti na trgu in signaliziranje naravnosti denarne politike. Operacije odprtega trga lahko glede na njihov cilj, razdelimo na štiri kategorije in sicer: operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja, operacije finega uravnavanja in strukturne operacije.

Pri vseh štirih kategorijah gre za operacije, ki jim čez čas sledijo nasprotne operacije. Gre za operacije začasnega nakupa in začasne prodaje aktiv. V primeru, da pride do zmanjšanja količine primarnega denarja, bo čez čas, čez dva tedna ali čez tri mesece prišlo do povečan-

⁴ Pri dokončnih transakcijah ni vnaprejšnjih omejitev glede kroga nasprotnih strank.

⁵ Institucije ki so izvzete iz obveznosti v o okviru sistema obveznih rezerv Eurosistema, niso primerne nasprotne stranke pri odprtih ponudbah in operacijah odprtega trga Eurosistema.

⁶ Usklajen nadzor kreditnih institucij temelji na Direktivi 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano), Uradni list Evropske unije (UL), L177 z dne 30. junija 2006, stran 1.

⁷ Če ima institucija poslovalnice tudi v drugih državah članicah, ima vsaka poslovalnica dostop do teh operacij prek nacionalnih centralnih bankah držav članic, v katerih se nahaja, ne glede na to, da lahko protiponudbe ene institucije predloži samo ena poslovalnica v vsaki državi članici.

ja količine primarnega denarja. Lahko pa se v primeru finega uravnavanja ali spreminjanja tako imenovanega strukturnega položaja denarnega trga, vrši nakup ali prodaja s strani centralnih bank (Ribnikar 1999, 130).

Z vidika uporabljenih instrumentov so povratne transakcije glavni instrument operacij odprtega trga Eurosistema in se lahko uporabljajo za vse štiri kategorije operacij, medtem ko se lahko dolžniški certifikati uporabljajo za strukturne operacije umikanja likvidnosti. Strukturne operacije se lahko izvajajo tudi s pomočjo dokončnih transakcij⁸. Poleg tega ima Eurosistem na razpolago dva druga instrumenta za izvajanje operacij finega uravnavanja: valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog (ECB 2008a, 14).

3.3.1 Povratne transakcije

Povratne transakcije se nanašajo na operacije, pri katerih Eurosistem kupuje ali prodaja primerno finančno premoženje na podlagi repo pogodb⁹ ali izvaja kreditne operacije, zavarovane s primernim finančnim premoženjem¹⁰. Povratne transakcije se uporabljajo za operacije glavnega refinanciranja in operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Poleg tega lahko Eurosistem povratne transakcije uporablja za strukturne operacije in operacije finega uravnavanja (ECB 2008a, 14).

Razlika med nakupno ceno in ceno povratnega nakupa pri repo pogodbi je enaka obrestim na izposojeni ali posojeni denarni znesek v času do zapadlosti posla, tj. cena ponovnega nakupa vključuje obresti posla. Obresti povratne transakcije v obliki zavarovanega posojila se določijo na podlagi obrestne mere od zneska posojila v obdobju do zapadlosti operacije. Obrestna mera, ki velja za povratne operacije odprtega trga Eurosistema, je linearna obrestna mera, pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija „dejansko število dni/360 dni v letu“ (prav tam, 14).

3.3.1.1 Operacije glavnega refinanciranja

Operacije glavnega refinanciranja so najpomembnejše operacije odprtega trga, ki jih izvaja Eurosistem in imajo osrednjo vlogo pri uresničevanju ciljev uravnavanja obrestnih mer, uravnavanja likvidnosti na trgu in signaliziranja naravnosti denarne politike. Finančnemu sektorju zagotavljajo tudi večino refinanciranja (EU 2006, 15).

Operativne značilnosti operacij glavnega refinanciranja so naslednje:

- so povratne operacije povečanja likvidnosti,
- izvajajo se redno vsak teden¹¹,
- običajno imajo rok zapadlosti en teden¹²,

⁸ Z nakupi in prodajami.

⁹ Lastništvo nad finančnim premoženjem se prenese na upnika, istočasno pa se stranki dogovorita, da bo lastništvo nad finančnim premoženjem enkrat v prihodnosti preneseno nazaj na dolžnika.

¹⁰ Upnik dobi izvršljivo pravico unovčenja finančnega premoženja, ki je bilo dano kot zavarovanje terjatev, vendar ob predpostavljani izpolnitvi dolžnikove obveznosti lastništvo nad finančnim premoženjem obdrži dolžnik.

¹¹ Operacije glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja se izvajajo v skladu z vnaprej objavljenim koledarjem avkcij Eurosistema.

- izvajajo se decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank,
- izvajajo se na podlagi standardnih avkcij,
- vse nasprotne stranke, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti, lahko pri operacijah glavnega refinanciranja posredujejo protiponudbe,
- tržno in netržno finančno premoženje je pri operacijah glavnega refinanciranja primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev (ECB 2008a, 14–15).

Glavno refinanciranje poteka vsak torek. Pri standardni ponudbi oziroma avkciji se vsi koraki, od oznanitve avkcije do dodelitve in poravnave izvedejo v roku 24 ur. Kratkoročna obrestna mera, ki je v bistvu štirinajstdnevna in jo določa ECB, je dana ter je kazalec denarne politike (Ribnikar 1999, 132).

3.3.1.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Eurosistem izvaja tudi operacije dolgoročnejšega refinanciranja, običajno s trimesečno dospelostjo, namenjeno zagotavljanju dodatnega dolgoročnejšega refinanciranja finančnega sektorja. Te operacije predstavljajo samo majhen del celotnega refinanciranja. S temi operacijami Eurosistem praviloma ne želi signalizirati namer glede obrestnih mer. Zato se te operacije praviloma izvajajo z avkcijami z variabilno obrestno mero, ECB pa občasno objavi obseg refinanciranja, ki bo dodeljen v prihodnjih avkcijah. V izrednih okoliščinah lahko Eurosistem izvede te operacije v obliki avkcij s fiksno obrestno mero (EU 2006, 16).

Operativne značilnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja so naslednje:

- so povratne operacije povečanja likvidnosti,
- izvajajo se redno vsak mesec,
- običajno imajo rok zapadlosti tri mesece,
- izvajajo se decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank,
- izvajajo se na podlagi standardnih avkcij,
- vse nasprotne stranke, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti, lahko pri operacijah dolgoročnejšega refinanciranja posredujejo protiponudbe,
- tržno in netržno finančno premoženje je pri operacijah dolgoročnejšega refinanciranja primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev (ECB 2008a, 15).

Nasprotne stranke ne navedejo samo zelene količine in ustrezne aktive za garancijo, temveč tudi obrestno mero. Torej so obrestne mere rezultat ponudbe in povpraševanja. Ta obrestna mera, na katero lahko seveda posredno vplivajo ECB in NCB, naj bi kazale razmere na denarnem trgu. Sredstva se dodeljujejo glede na višino obrestnih mer in sicer tako, da sredstva dobijo tisti, ki so postavili najvišje obrestne mere in šele nato tisti z nižjimi obrestnimi merami, vse dokler količina ni izčrpana (Ribnikar 1999, 14).

¹² Zapadlost operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja se lahko občasno spreminja med drugim glede na praznike v državah članicah.

3.3.1.3 Povratne operacije finega uravnavanja

Eurosistem lahko izvaja operacije finega uravnavanja v obliki povratnih transakcij odprtega trga. Cilj operacij finega uravnavanja je uravnati likvidnost na trgu in uravnati obrestne mere, zlasti z namenom izravnati učinke, ki jih imajo na obrestne mere nepričakovana nihanja likvidnosti na trgu. Zaradi morebitne potrebe po hitrem ukrepanju v primeru nepričakovanih dogodkov na trgu, je zaželeno ohranjati visoko stopnjo fleksibilnosti pri izbiri postopkov in operativnih značilnostih teh operacij (EU 2006, 16).

Glede na namen operacij finega uravnavanja, se te izvedejo s hitro avkcijo v roku ene ure od njihove objave pa do njihove dodelitve, kar omogoča hitro prilagajanje nastali situaciji na trgu. Pri priskrbi likvidnosti gre za promptni nakup in terminsko prodajo deviz, pri absorbiranju likvidnosti pa ravno obratno (ECB 2004, 84).

Operativne značilnosti povratnih operacij finega uravnavanja so:

- s temi operacijami se povečuje ali zmanjšuje likvidnost,
- njihova pogostost ni standardizirana,
- njihova zapadlost ni standardizirana,
- povratne transakcije finega uravnavanja za povečevanje likvidnosti se običajno izvajajo na podlagi hitrih avkcij, vendar možnost uporabe dvostranskih postopkov ni izključena,
- povratne transakcije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti se praviloma izvajajo na podlagi dvostranskih postopkov,
- izvajajo se decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank¹³,
- Eurosistem lahko v skladu z merili, izbere omejeno število nasprotnih strank za sodelovanje v povratnih operacijah finega uravnavanja,
- tržno in netržno premoženje je pri povratnih operacijah finega uravnavanja primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev (ECB 2008a, 16).

3.3.1.4 Povratne strukturne operacije

Eurosistem lahko izvaja te operacije v obliki povratnih transakcij z namenom, da prilagodi strukturno pozicijo Eurosistema do finančnega sektorja. Potekajo kotčasne transakcije, enosmerni nakupi in prodaja ter z izdajanjem dolžniških certifikatov (ECB 2004, 84).

Operativne značilnosti teh operacij so:

- so operacije povečevanja likvidnosti,
- pogostost operacij je lahko redna ali občasna,
- zapadlost operacij ni naprej standardizirana,
- izvajajo se na podlagi standardnih avkcij,
- izvajajo se decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank,
- vse nasprotne stranke, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti, lahko posredujejo protiponudbe,
- tržno in netržno premoženje je primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev (ECB 2008a, 16).

¹³ Svet ECB lahko odloči, da v izrednih okoliščinah dvostranske povratne operacije finega uravnavanja izvaja ECB).

Tako imenovani strukturni položaj denarnega trga ECB spreminja s strukturnimi operacijami. Poleg dokončnih nakupov in prodaje se kot instrument za spreminjanje strukturnega položaja denarnega trga in sicer za zmanjševanje likvidnosti bank uporablja še izdaja dolžniških papirjev ali potrdil (Ribnikar 1999b, 14).

3.3.1.5 Operacije dolarskega refinanciranja

Decembra 2007 je ECB, skupaj z ameriško in švicarsko centralno banko, zaradi povečanih pritiskov na denarnih trgih uvedla začasne operacije (t.i. Term Auction Facility, TAF), v katerih bankam euroobmočja posoja ameriške dolarje. Operacije so izvedene v obliki občasnih avkcij z fiksno obrestno mero in ročnostjo nekaj tednov (BS 2009).

3.3.2 Dokončne transakcije

So operacije pri katerih Eurosistem na trgu dokončno kupuje ali prodaja primerno finančno premoženje za zavarovanje terjatev, izvajajo pa se samo za strukturne namene in namene finega uravnavanja. Pri dokončni transakciji gre za dokončen prenos lastništva s prodajalca na kupca, ne da bi bil predviden kasnejši prenos lastništva nazaj na prodajalca. Te transakcije se izvajajo v skladu s tržnimi običaji, ki veljajo za dolžniške instrumente, uporabljene v transakcijah. Pri izračunu cen Eurosistem deluje v skladu s tržnimi običaji, ki se najbolj pogosto uporabljajo za dolžniški instrument uporabljen v transakciji (EU 2006, 17).

Operativne značilnosti dokončnih transakcij so:

- lahko so v obliki operacij povečanja likvidnosti (dokončni nakup) ali umikanja likvidnosti (dokončna prodaja),
- njihova pogostost ni standardizirana,
- izvajajo se prek dvostranskih postopkov,
- običajno se izvajajo decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank,
- pri dokončnih transakcijah ni vnaprejšnjih omejitev glede kroga nasprotnih strank,
- pri dokončnih transakcijah je predmet nakupa ali prodaje samo tržno finančno premoženje (ECB 2008a, 17).

3.3.3 Izdaja dolžniških certifikatov ECB

ECB jih lahko izda s ciljem prilagajanja strukturne pozicije Eurosistema do finančnega sektorja, da bi se ustvaril ali povečal likvidnostni primanjkljaj na trgu. Ti certifikati predstavljajo dolg ECB do imetnika tega instrumenta. ECB ne postavlja nikakršnih omejitev glede prenosljivosti teh certifikatov. Izdajo se z diskontom¹⁴. Razlika med zneskom izdaje in zneskom izplačila je enaka obračunanim obrestim na znesek izdaje po dogovorjeni obrestni meri za obdobje do zapadlosti certifikata. Uporabljena je linearna obrestna mera, pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija »dejansko število dni/360 dni v letu«.

¹⁴ Izdajo se z zneskom, ki je manjši od nominalnega zneska, ob zapadlosti pa se izplačajo v nominalnem znesku.

Izdaja dolžniških certifikatov:

$$P_t = N \times \frac{1}{1 + \frac{r_i \times D}{36000}}$$

N = nominalni znesek dolžniškega certifikata

r_i = obrestna mera (%)

D = zapadlost dolžniškega certifikata v dnevih

P_t = znesek izdaje dolžniškega certifikata

Operativne značilnosti dolžniških certifikatov so:

- certifikati se izdajajo za umik likvidnosti na trgu,
- izdajajo se redno ali občasno,
- imajo zapadlost krajšo od 12 mesecev,
- izdajajo se na podlagi standardnih avkcij,
- avkcije in poravnave certifikatov se izvajajo decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank,
- vse nasprotne stranke, ki izpolnjujejo merila primernosti lahko predložijo protiponudbe za vpis dolžniških certifikatov ECB (ECB 2008a, 17).

3.3.4 Valutne zamenjave

Valutne zamenjave, ki se izvajajo za namene denarne politike¹⁵, sestavljata istočasno promptna in termimska transakcija eura za tujo valuto. Uporabljajo se za namene finega uravnavanja, zlasti s ciljem uravnavanja likvidnosti na trgu in uravnavanja obrestnih mer (EU 2006, 19).

Eurosistem praviloma sklepa posle samo v valutah, s katerimi se veliko trguje in v skladu z običajno tržno prakso. V vsaki operaciji valutne zamenjave se Eurosistem in nasprotne stranke dogovorita o swap točkah¹⁶ transakcije (ECB 2008a, 18)

Operativne značilnosti valutne zamenjave so:

- lahko so v obliki operacij povečanja ali umikanja likvidnosti,
- njihova pogostost ni standardizirana,
- njihova zapadlost ni standardizirana,
- izvajajo se na podlagi hitrih avkcij ali dvostranskih postopkov,
- običajno se izvajajo decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank¹⁷,
- Eurosistem lahko v skladu z merili izbire omejeno število nasprotnih strank za sodelovanje v valutnih zamenjavah (prav tam, 19).

Valutna zamenjava:

¹⁵ So operacije pri katerih Eurosistem promptno kupuje (ali prodaja) euro za tujo valuto in istočasno terminsko prodaja (ali kupuje) euro za tujo valuto. Ostale določbe za valutne zamenjave so določene v pogodbenih ureditvah, ki jih uporabljajo posamezne centralne banke (ali ECB).

¹⁶ Swap točke so razlika med deviznim tečajem termimskega posla in deviznim tečajem promptnega posla. Swap točke za euro nasproti tuji valuti so navedene v skladu s složnimi tržnimi običaji.

¹⁷ Svet ECB lahko odloči, da v izrednih okoliščinah valutne zamenjave v obliki dvostranskih postopkov izvaja ECB.

S = promptni (na dan sklenitve promptne zamenjave) devizni tečaj med eurom (EUR) in tujo valuto ABC.

$$S = \frac{X \times ABC}{1 \times EUR}$$

F_M = terminski devizni tečaj med eurom in tujo valuto ABC na datum povratnega nakupa pri valutni zamenjavi (M).

$$F_M = \frac{y \times ABC}{1 \times EUR}$$

Δ_M = termske točke med eurom in tujo valuto ABC na datum povratnega nakupa pri valutni zamenjavi (M).

$$\Delta_M = F_M - S$$

$N(.)$ = promptni znesek valute; $N(.)_M$ je terminski znesek valute.

$$N(ABC) = N(EUR) \times S \quad \text{ali} \quad N(EUR) = \frac{N(ABC)}{S}$$

$$N(ABC)_m = N(EUR)_m \times F_m \quad \text{ali} \quad N(EUR)_m = \frac{N(ABC)_m}{F_m}$$

3.3.5 Zbiranje vezanih vlog

Nasprotna stranka lahko na pobudo Eurosistema položi obrestovane vezane vloge pri nacionalni centralni banki v državi članici, v kateri je nasprotna stranka ustanovljena. Zbiranje vezanih vlog je predvideno samo za fino uravnavanje z namenom umikanja likvidnosti na trgu. Vloge nasprotnih strank so plasirane za določen rok in fiksno obrestno mero. Nacionalne centralne banke ne dajejo zavarovanja v zameno za vloge. Obrestna mera, ki velja za vloge je linearna, pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija »dejansko število dni/360 v letu«. Obresti pa se izplačajo ob zapadlosti vlog (EU 2006, 20).

Operativne značilnosti zbiranja vezanih vlog so:

- zbirajo se z namenom umikanja likvidnosti,
- pogostost ni standardizirana,
- zapadlost ni standardizirana,
- zbiranje se običajno izvaja na podlagi hitrih avkcij, čeprav možnost na podlagi dvostranskih postopkov ni izključena,
- zbiranje se običajno izvaja decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank¹⁸,
- Eurosistem lahko v skladu z merili izbire omejeno število nasprotnih strank za zbiranje vezanih vlog (ECB 2008a, 19).

¹⁸ Svet ECB lahko odloči, da v izrednih okoliščinah zbiranje vezanih vlog na podlagi dvostranskih postopkov izvede ECB.

3.4 Odprte ponudbe

Cilj odprtih ponudb je povečevati ali zmanjševati likvidnost čez noč, signalizirati splošno naravnost denarne politike in določiti zgornjo in spodnjo mejo nihanj obrestnih mer na trgu čez noč (BS 2009).

Na voljo sta dve odprti ponudbi:

- odprta ponudba mejnega posojila,
- odprta ponudba mejnega depozita.

3.4.1 Odprta ponudba mejnega posojila

Nasprotne stranke jo lahko uporabijo, da pridobijo likvidnost čez noč od nacionalnih centralnih bank po naprej določeni obrestni meri na podlagi primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev. Namen tega instrumenta je zagotoviti začasne likvidnostne potrebe nasprotnih strank. Obrestna mera za mejno posojilo je v normalnih okoliščinah, zgornja meja obrestne mere na trgu čez noč, objavljena je vnaprej, izračuna pa se kot linearna obrestna mera pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija »dejansko število dni/360 dni v letu«. Zapadlost odprte ponudbe mejnega posojila je čez noč. Pogoji so enaki za celotno euroobmočje. Razen zahteve po predložitvi zadostnega primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatve ni omejitev glede zneska, ki se lahko odobri v okviru odprte ponudbe mejnega posojila. Dostop do teh ponudb imajo institucije, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti za nasprotne stranke in je mogoč prek nacionalne centralne banke v državi članici v kateri je institucija ustanovljena. Dostop do odprtih ponudb mejnega posojila je mogoč samo ob dnevih, ko je TARGET2¹⁹ odprt za poslovanje. Dostop se odobri samo v skladu s cilji in splošnimi usmeritvami denarne politike ECB. ECB lahko kadarkoli prilagodi pogoje instrumenta ali ga ukine (ECB 2008a, 20).

Nacionalne centralne banke lahko ponudijo likvidnost v okviru odprte ponudbe mejnega posojila v obliki:

- repo pogodb čez noč²⁰,
- ali z zavarovanimi posojili čez noč²¹.

¹⁹ Decentralizirano tehnično infrastrukturo sistema TARGET je z 19. novembrom 2007 zamenjala enotna skupna platforma sistema TARGET2, prek katere so predloženi in obdelani vsi plačilni nalogi in prek katere so plačila prejeta na enak tehnični način.

²⁰ Lastništvo nad finančnim premoženjem se prenese na upnika, istočasno pa stranki skleneta povratno transakcijo vračila lastništva finančnega premoženja nazaj na dolžnika z naslednjim delovnim dnevom.

²¹ Upnik dobi izvršljivo pravico unovčenja finančnega premoženja, ki je bilo dano kot zavarovanje terjatve, vendar ob predpostavljani izpolnitvi dolžnikove obveznosti lastništvo nad finančnim premoženjem obdrži dolžnik.

3.4.2 Odprta ponudba mejnega depozita

Pri odprti ponudbi mejnega depozita lahko banke čez noč deponirajo sredstva pri nacionalni centralni banki, ki se obrestuje po vnaprej določeni obrestni meri, ki je tudi najnižja obrestna mera na trgu čez noč (Ribnikar 1999, 134).

Pogoji za mejni depozit so enaki za celotno euroobmočje. V zameno za depozite se nasprotnim strankam ne daje zavarovanja. Do odprte ponudbe mejnega depozita lahko dostopajo institucije, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti za nasprotne stranke. Dostop je mogoč prek nacionalnih centralnih bank v državi članici, v kateri je institucija ustanovljena. Dostop je mogoč samo na dneve ko je TARGET2 odprt za poslovanje. Znesek deponiranja v okviru odprte ponudbe mejnega depozita ni omejen. Zapadlost je čez noč²². Obrestno mero objavi Eurosistem vnaprej in se izračuna kot linearna obrestna mera, pri čemer se za štetje dni uporablja konvencija »dejansko število dni/360 dni v letu«. ECB lahko kadarkoli spremeni obrestno mero, z veljavnostjo ne prej kot naslednji delovni dan Eurosistema. Obresti na depozite se plačajo ob zapadlosti depozita. Dostop se odobri samo v skladu z cilji in splošnimi usmeritvami denarne politike ECB. ECB lahko kadarkoli prilagodi pogoje instrumenta ali ga ukine (ECB 2008a, 22).

3.5 Postopki

3.5.1 Avkcijski postopki

Operacije odprtega trga Eurosistema se običajno izvajajo v obliki avkcij. Avkcijski postopki Eurosistema se izvajajo v šestih operativnih korakih, ki so navedeni v tabeli 4. Razlikujemo pa med dvema različnima avkcijskima postopkoma in sicer, standardne avkcije in hitre avkcije. Postopki za obe vrsti avkcij so enaki, razen rokov izvedbe in kroga nasprotnih strank (EU 2006, 24).

Tabela 4: Operativni koraki avkcijskih postopkov

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

Vir: ECB (2008a, 23).

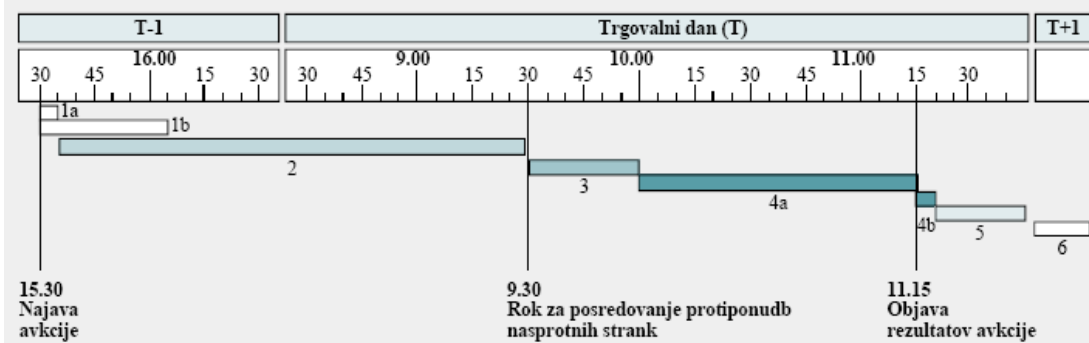
²² Za nasprotne stranke, ki so neposredno udeležene v sistemu TARGET2, imajo depozitni rok zapadlosti naslednji dan, ko je TARGET2 odprt za poslovanje, in sicer v trenutku, ko se odpre.

3.5.1.1 Standardne avkcije

Pri standardnih avkcijah lahko preteče največ 24 ur od najave avkcije do pošiljanja obvestil uspešnim ponudnikom²³. ECB se lahko odloči, da prilagodi časovni okvir pri posameznih operacijah, če meni, da je to primerno. Operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnejšega refinanciranja in strukturne operacije (razen dokončnih transakcij), se vedno izvajajo v obliki standardnih avkcij. Teh se lahko udeležijo nasprotne stranke, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti (EU 2006, 24).

Slika 3: Običajni časovni okvir za izvajanje operativnih korakov v standardnih avkcijah

(naveden je čas, ki ga uporablja ECB (srednjeevropski čas))



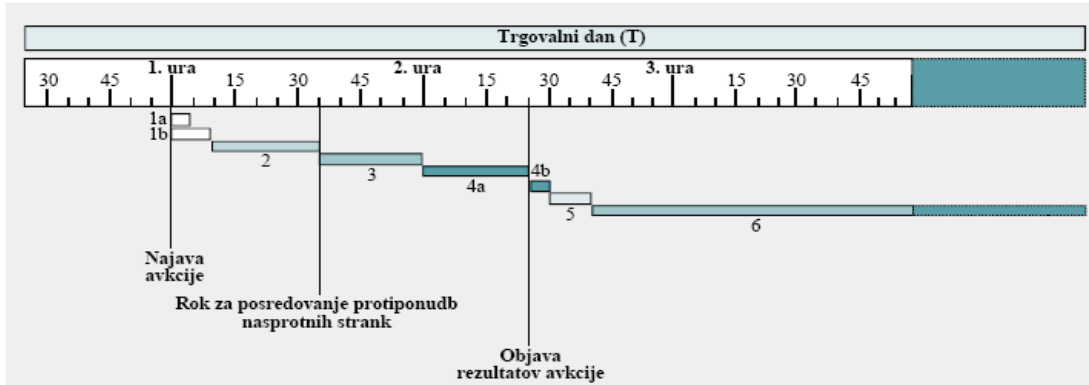
Opomba: številke se nanašajo na operativne korake, kakor so navedeni v tabeli 4.

Vir: ECB (2008a, 24).

3.5.1.2 Hitre avkcije

Se običajno izvedejo v roku 90 min po najavi avkcije, obvestila uspešnih ponudb pa se pošljejo takoj po objavi rezultatov. Izvajajo se izključno pri izvajanju operacij finega uravnavanja. Eurosistem lahko v skladu z merili in postopki izbire omejeno število nasprotnih strank za sodelovanje v teh avkcijah (EU 2006, 24).

Slika 4: Običajni časovni okvir za izvajanje operativnih korakov v hitrih avkcijah



Opomba: številke se nanašajo na operativne korake, kakor so navedeni v tabeli 4.

Vir: ECB (2008a, 24)

²³ Pri čemer je čas med rokom za posredovanje protiponudbe in objavo dodelitve približno dve uri.

3.5.1.3 Avkcije s fiksno in avkcije z variabilno mero

Eurosistem ima možnost izvajati avkcije s:

- fiksno mero (licitira se količina), ECB vnaprej določi obrestno mero in udeležene nasprotno stranke v protiponudbah navedejo denarni znesek posla, ki ga želijo izvesti po fiksni obrestni meri²⁴,
- ali avkcije z variabilno mero (licitira se obrestna mera), nasprotno stranke v protiponudbah navedejo denarne zneske in obrestne mere, po katerih želijo skleniti posle z nacionalnimi centralnimi bankami²⁵ (ECB 2008a, 23–24).

3.5.1.4 Tipi avkcije

Avkcije ameriškega tipa; so avkcije, pri katerih je dodelitvena obrestna mera (ali cena/swap točke) enaka obrestni meri, ponujeni v vsaki posamezni protiponudbi.

Avkcije nizozemskega tipa; so avkcije, v kateri je dodelitvena obrestna mera (ali cena/swap točke), uporabljena za vse sprejete protiponudbe, enaka mejni obrestni meri (Uradni list RS 2006).

3.5.1.5 Najava avkcij

Avkcije se najavijo prek elektronskih medijev, poleg tega lahko nacionalne centralne banke o avkcijah neposredno obvestijo nasprotno stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Javna najava avkcij običajno vsebuje naslednje podatke:

- klicna številka avkcije,
- datum avkcije,
- vrsta operacije (povečanje ali umikanje likvidnosti in vrsta instrumenta, ki se bo uporabila),
- zapadlost operacije,
- vrsta avkcije (avkcije z fiksno mero ali avkcija z variabilno mero),
- metoda dodelitve (Avkcije ameriškega ali nizozemskega tipa),
- predviden znesek (običajno samo pri operacijah dolgoročnejšega refinanciranja),
- fiksna obrestna mera/cena/swap točke, ki je določena za avkcijo (pri avkcijah z fiksno mero),
- izklicna obrestna mera/cena/swap točke (če je predvideno),
- datum začetka in datum zapadlosti operacije (če je predvideno), ali datum poravnave in datum zapadlosti instrumenta (pri izdaji dolžniških certifikatov),
- valute uporabljene v operaciji in osnovna valuta (pri valutnih zamenjavah),
- zgornja meja protiponudbe (če je predvideno),

²⁴ Pri avkcijah valutnih zamenjav s fiksno swap mero ECB za posamezno mero določi swap točke, nasprotno stranke pa licitirajo znesek osnovne valute, ki ga želijo prodati (in ponovno kupiti) ali kupiti (in ponovno prodati) po navedeni meri.

²⁵ Pri avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero nasprotno stranke v protiponudbah navedejo znesek osnovne valute in kotacijo swap točk, po katerih želijo skleniti posle.

- referenčni promptni devizni tečaj, ki se uporablja za izračun protiponudb (pri valutnih zamenjavah),
- minimalni posamezni znesek dodelitve (če je predvideno),
- minimalni odstotek dodelitve (če je predvideno),
- rok za predložitev protiponudb,
- nominalna vrednost certifikatov (pri izdaji dolžniških certifikatov),
- ISIN koda izdaje (pri izdaji dolžniških certifikatov) (ECB 2008a, 25–26).

3.5.1.6 Priprava in posredovanje protiponudb s strani nasprotnih strank

Protiponudbe nasprotnih strank morajo biti pripravljene v skladu z vzorcem, ki ga za zadevno operacijo določijo nacionalne centralne banke. Protiponudbo je treba predložiti nacionalni centralni banki države članice, v kateri ima institucija poslovalnico (sedež ali podružnico). Protiponudbo ene institucije lahko predloži samo ena poslovalnica (bodisi sedež ali podružnica) v vsaki državi članici (ECB 2008a, 26).

3.5.1.7 Postopki za dodelitev na avkcijah

Pri avkcijah s fiksno mero se protiponudbe, ki so jih podale nasprotne stranke, seštejejo. Če skupni znesek protiponudb presega znesek za dodelitev, se predložene protiponudbe dodelijo sorazmerno glede na razmerje med zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb. Znesek dodeljen vsaki nasprotni stranki se zaokroži na najbližji euro. ECB se lahko na avkciji s fiksno mero odloči dodeliti vsakemu ponudniku minimalni znesek/odstotek (EU 2006, 29).

Pri avkcijah v eurih z variabilno obrestno mero, na katerih Eurosistem povečuje likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu glede na licitirano obrestno mero. Protiponudbe z največjimi obrestnimi merami se sprejemajo najprej, medtem ko se protiponudbe z vedno nižjimi obrestnimi merami sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek za dodelitev (ECB 2008a, 26).

Pri avkcijah v eurih z variabilno obrestno mero, na katerih Eurosistem umika likvidnost²⁶, se protiponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu licitiranih obrestnih mer (ali v padajočem vrstnem redu licitiranih cen). Protiponudbe z najnižjimi obrestnimi merami (najvišjimi cenami) se sprejemajo najprej, medtem ko se protiponudbe z vedno višjimi obrestnimi merami (nižjimi cenami) sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek likvidnosti, ki jo želi Eurosistem z operacijo umakniti (prav tam, 27–28).

Pri dodelitvi avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero, na katerih Eurosistem povečuje likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu glede na licitirane swap točke. Najprej se sprejemajo protiponudbe z najnižjimi kotacijami swap točk, nato pa se sprejemajo protiponudbe z vedno višjimi kotacijami swap točk, in sicer dokler se ne izčrpa celoten znesek za dodelitev v osnovni valuti. Če pri najvišji sprejeti kotaciji swap točk (pri mejni kotaciji swap točk) skupni znesek protiponudb po tej kotaciji

²⁶ Takšne avkcije se lahko uporabljajo za izdajo dolžniških certifikatov in zbiranje vezanih vlog.

presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med protiponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom protiponudb pri mejni kotaciji swap točk. Znesek, dodeljen vsaki nasprotni stranki, se zaokroži na najbližji euro (EU 2006, 30).

Pri dodelitvi na avkcijah valutnih zamenjav z valutno swap mero, na katerih Eurosistem umika likvidnost, se protiponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu licitiranih swap točk. Ponudbe z najvišjimi kotacijami swap točk se sprejemajo najprej, medtem ko se naslednje nižje kotacije swap točk sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek v osnovni valuti (prav tam).

3.5.1.8 Objava rezultatov avkcije

Rezultati standardnih in hitrih avkcij se objavljajo javno prek elektronskih medijev. Poleg tega lahko nacionalne centralne banke o rezultatih dodelitve neposredno obvestijo nasprotno stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Javno sporočilo o rezultatih avkcij običajno vsebuje naslednje podatke:

- sklicna številka avkcije,
- datum avkcije,
- vrsta operacije,
- zapadlost operacije,
- skupni znesek protiponudb s strani nasprotnih strank Eurosistema,
- število ponudnikov,
- valute, uporabljene v operacijah (pri valutnih zamenjavah),
- skupni dodeljeni znesek,
- odstotek dodelitve (pri avkcijah s fiksno mero),
- promptni devizni tečaj (pri valutnih zamenjavah),
- mejna obrestna mera/cena/swap točke in odstotek dodelitve pri mejni obrestni meri/ceni/swap točkah (pri avkcijah z variabilno mero),
- najnižja licitirana obrestna mera/cena/swap točke, najvišja licitirana obrestna mera/cena/swap točke in tehtana povprečna obrestna mera/cena/swap točke dodelitve (pri avkcijah ameriškega tipa),
- datum začetka in datum zapadlosti operacije (če je predvideno) ali datum poravnave in datum zapadlosti instrumenta (pri izdaji dolžniških certifikatov),
- minimalni posamezni znesek dodelitve (če je predvideno),
- minimalni odstotek dodelitve (če je predvideno),
- nominalna vrednost certifikatov (pri izdaji dolžniških certifikatov),
- ISIN koda izdaje (pri izdaji dolžniških certifikatov) (ECB 2008a, 30–31).

3.5.2 Postopki za dvostranske operacije

Nacionalne centralne banke lahko izvajajo operacije na podlagi dvostranskih postopkov²⁷. Ti postopki se lahko uporabljajo za operacije finega uravnavanja na odprtem trgu in struk-

²⁷ Svet EVB lahko odloči, da v izrednih okoliščinah dvostranske operacije finega uravnavanja lahko izvaja tudi sama ECB.

turne dokončne operacije. Opredeljeni so kot katerikoli postopki, v katerih Eurosistem izvede transakcijo z eno ali več nasprotnimi strankami brez uporabe avkcijskega postopka (EU 2006, 32).

Razlikujemo med dvema dvostranskima postopkoma in sicer:

- **Neposredni stik z nasprotnimi strankami;** pri tem postopku nacionalne centralne banke neposredno stopijo v stik z eno ali več domačimi nasprotnimi strankami izbranimi v skladu s splošnimi merili primernosti. Uporabijo se lahko za dokončne transakcije, povratne transakcije, valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog.
- **Operacije izvedene prek borz vrednostnih papirjev in tržnih posrednikov;** pri teh operacijah krog nasprotnih strank ni vnaprej omejen, postopki pa so prilagojeni tržnim običajem, ki veljajo za dolžniške instrumente, za katere se sklepajo posli.

Dvostranske operacije se običajno vnaprej javno ne najavijo. Poleg tega lahko ECB odloči, da rezultatov dvostranskih operacij ne bo javno objavila (ECB 2008a, 31).

3.5.3 Postopki poravnave

Denarne transakcije, povezane z uporabo odprtih ponudb Eurosistema ali s sodelovanjem v operacijah odprtega trga, se poravnajo prek računov nasprotnih strank pri nacionalnih centralnih bankah (ali prek računov poravnalnih bank udeleženk sistema TARGET2. Denarne transakcije se poravnajo šele po (ali ob) dokončnem prenosu primernega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev operacije. To pomeni, da je treba primerno finančno premoženje bodisi vnaprej deponirati na skrbniškem računu pri nacionalni centralni banki bodisi poravnati na podlagi sistema dostave proti plačilu pri ustrezni nacionalni centralni banki. Nasprotne stranke brez skrbniškega računa pri NCB ali brez računa za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji pri poravnalnih sistemih vrednostnih papirjev (PSVP), ki izpolnjujejo minimalne zahteve ECB, lahko transakcije s primernim finančnim premoženjem poravnajo prek računa za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji ali skrbniškega računa korespondenčne kreditne institucije (EU 2006, 33).

3.6 Primerno finančno premoženje za zavarovanje

Vse kreditne operacije Eurosistema temeljijo na primernem zavarovanju. Vse operacije, ki jih opravlja Eurosistem v zvezi s povečevanjem likvidnosti temeljijo na finančnem premoženju za zavarovanje terjatev, ki ga zagotovijo nasprotne stranke bodisi v obliki prenosa lastništva finančnega premoženja (v primeru dokončnih poslov ali repo pogodb) bodisi v obliki zastave premoženja, odstopa terjatve ali zavarovanja (v primeru zavarovanih poslov)²⁸.

²⁸ Tudi dokončne in povratne transakcije odprtega trga za zmanjševanje likvidnosti temeljijo na finančnem premoženju za zavarovanje terjatev. Za finančno premoženje za zavarovanje terjatev, uporabljeno v povratnih transakcijah odprtega trga za zmanjševanje likvidnosti, so merila primernosti enaka tistim, ki veljajo za finančno premoženje za zavarovanje terjatev, ki se uporabljajo v povratnih transakcijah odprtega trga za povečevanje likvidnosti. Pri operacijah za zmanjševanje likvidnosti pa se odbitki ne uporabljajo.

Poznamo dva različna razreda finančnega premoženja in sicer: tržno finančno premoženje in netržno finančno premoženje. Med njima ni razlik glede kakovosti finančnega premoženja in njegove primernosti za različne vrste operacij denarne politike Eurosistema, razen dejstva, da netrznega finančnega premoženja Eurosistem ne uporablja za dokončne transakcije (EU 2006, 35).

Tabela 5: Primerno finančno premoženje za operacije denarne politike Eurosistema

Merila primernosti	Tržno finančno premoženje	Netržno finančno premoženje	
		Bančna posojila	Netržni hipotekarni dolžniški instrumenti (RMBD).
Vrsta finančnega premoženja	Dolžniški certifikati ECB. Drugi tržni dolžniški instrumenti.	Bančna posojila	Netržni hipotekarni dolžniški instrumenti (RMBD).
Bonitetni standard	Finančno premoženje mora izpolnjevati visoke bonitetne standarde. Visoki bonitetni standardi se ocenijo s pomočjo pravil bonitetnega okvirja Eurosistema za tržno finančno premoženje.	Dolžnik/garant mora izpolnjevati visoke bonitetne standarde. Boniteta je ocenjena s pomočjo pravil bonitetnega okvira Eurosistema za bančna posojila.	Finančno premoženje mora izpolnjevati visoke bonitetne standarde. Visoki bonitetni standardi so ocenjeni s pomočjo pravil bonitetnega okvira Eurosistema za RMBD.
Kraj izdaje	EGP.	Se ne uporablja.	Se ne uporablja.
Poravnava/postopki upravljanja	Kraj poravnave: euroobmočje. Instrumenti morajo biti centralno registrirani v nematerjalizirani obliki pri nacionalni centralni banki ali SPVP, ki izpolnjujejo minimalne standarde ECB.	Postopki Eurosistema.	Postopki Eurosistema.
Vrsta izdajatelja/Dolžnika/garanta	Centralne banke. Javni sektor. Zasebni sektor. Mednarodne in nadnacionalne institucije.	Javni sektor. Nefinančne družbe. Mednarodne in nadnacionalne institucije.	Kreditne institucije.
Kraj ustanovitve izdajatelja/dolžnika ali garanta	Izdajatelj. EGP ali država skupine G-10 zunaj EGP. Garant. EGP.	Euroobmočje.	Euroobmočje.
Sprejemljivi trgi	Organizirani trgi. Neorganizirani trgi, ki jih sprejema ECB.	Se ne uporablja.	Se ne uporablja.
Valuta	Euro.	Euro.	Euro.
Najmanjši	Se ne uporablja.	Najmanjši dovoljeni	Se ne uporablja.

znesek		<p>znesek v času predložitve posojila. Med 1 januarjem 2007 in 31. decembrom 2011;</p> <ul style="list-style-type: none"> - domača uporaba izbira NCB - čezmejna uporaba enotni najmanjši dovoljeni znesek je 500.000 EUR. <p>Od 1. januarja 2012 : enotni najmanjši dovoljeni znesek 500.000 EUR v celotnem euroobmočju.</p>	
Veljavna zakonodaja	Pri kolateriziranih vrednostnih papirjih mora pridobitev osnovnega finančnega premoženja urejati zakonodaja države članice EU.	<p>Zakonodaja, ki ureja posojilno pogodbo in mobilizacijo: zakonodaja države članice euroobmočja.</p> <p>Skupno število zakonodaj, ki se uporabljajo za:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) nasprotno stranko, (ii) upnika, (iii) dolžnika, (iv) garanta (če je predvideno), (v) posojilno pogodbo, <p>pogodbo o mobilizaciji, ne sme biti večja od dveh.</p>	Se ne uporablja.
Čezmejna uporaba	Da.	Da.	Da.

Vir: ECB (2008a, 40)

3.7 Obvezne rezerve

ECB od kreditnih institucij zahteva, da vzdržujejo obvezne rezerve na računih pri nacionalnih centralnih bankah v sklopu sistema obveznih rezerv Eurosistema. Obvezne rezerve, ki jih morajo izpolnjevati kreditne institucije v euroobmočju (obvezniki), se določijo glede na določene pasivne postavke njihove bilance stanja, ki jo poročajo nacionalnim centralnim bankam. Za obveznosti obveznika, iz katerega so izključene obveznosti do drugih obveznikov obveznih rezerv Eurosistema, ECB in nacionalnih centralnih bank Eurosiste-

ma, je določena stopnja obveznih rezerv v višini 2% za obveznosti z ročnostjo do 2 leti, za obveznosti z daljšo ročnostjo pa je določena stopnja 0% (BS 2009).

Sistem obveznih rezerv Eurosistema je poglavitno namenjen izvajanju naslednjih denarnih funkcij:

- stabilizacijo obrestnih mer denarnega trga: določba o povprečenju ima za cilj prispevati k stabilizaciji obrestnih mer denarnega trga s tem, da daje obveznikom spodbude k izravnavi učinkov začasnih nihanj likvidnosti,
- ustvarjanje ali povečanje strukturnega likvidnostnega primanjkljaja: sistem obveznih rezerv Eurosistema prispeva k nastanku ali povečanju strukturnega likvidnostnega primanjkljaja. To lahko izboljša sposobnost Eurosistema, da deluje kot učinkovit ponudnik likvidnosti (EU 2006, 57).

Z namenom slediti cilju stabilizacije obrestnih mer, sistem obveznih rezerv Eurosistema omogoča obveznikom metodo povprečenja, kar pomeni, da se obvezne rezerve izpolnjujejo na podlagi povprečnih stanj ob koncu koledarskega dneva na računih rezerv obveznikov pri nacionalni centralni banki v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki traja približno en mesec. Obvezniki prejemajo nadomestila za rezervna imetja, največ do višine izračunanih obveznih rezerv, po povprečni mejni obrestni meri Eurosistema za operacije glavnega refinanciranja (BS 2009).

Obvezne rezerve se za vsako posamezno institucijo izračunajo tako, da se vsak posamezni znesek pasivne postavke iz osnove za rezerve množi s stopnjo obveznih rezerv za to pasivno postavko, nato pa se seštejejo zmnožki za vse postavke, vključene v osnovo za rezerve. ECB dovoljuje tudi olajšavo v višini 100.000 EUR, ki se odšteje od osnove. S to možnostjo ni potrebno določenim kreditnim institucijam z zelo majhno rezervno osnovo držati obveznih rezerv. Obvezne rezerve so 2% tako dobljene osnove (ECB 2008a, 62).

ECB oblikuje in vodi seznam institucij, za katere velja sistem obveznih rezerv Eurosistema. ECB javno objavlja tudi seznam vseh institucij, ki so izvzete iz tega sistema zaradi drugih razlogov in ne zaradi ukrepov reorganizacije ali zamrznitve sredstev oziroma drugih ukrepov, ki jih je naložila Evropska skupnost ali država članica (ECB 2008a, 60).

Neizpolnjevanje obveznih rezerv nastane, če je povprečje stanj konec koledarskega dneva na računih rezerv institucij v obdobju izpolnjevanja rezerv manjše od njenih izračunanih obveznih rezerv za taisto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv. Če institucija ne izpolnjuje vseh ali dela obveznih rezerv, lahko ECB v skladu z Uredbo Sveta (ES) št. 2531/98 naloži katero koli od naslednjih sankcij:

- plačilo zneska, izračunanega na podlagi obrestne mere, ki je največ 5 odstotnih točk nad obrestno mero mejnega posojila in zneska neizpolnjevanja obveznih rezerv,
- plačilo zneska, izračunanega na podlagi obrestne mere, ki je do dvakrat višja od obrestne mere mejnega posojila in zneska neizpolnjevanja obveznih rezerv,
- zahtevek, da zadevna institucija položi neobrestovane vloge pri ECB ali nacionalni centralni banki, v znesku do višine trikratnega zneska neizpolnjevanja obveznih rezerv. Dospelost depozita ne sme biti daljša od obdobja, v katerem institucija ni izpolnila obveznih rezerv (EU 2006, 61).

Poleg tega lahko v primeru hude kršitve obveznih rezerv Eurosistem začasno izključi nasprotne stranke iz udeležbe v operacijah odprtega trga (ECB 2008a, 64).

4 DENARNA POLITIKA EUROSISTEMA TEKOM SVETOVNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE

4.1 Svetovna finančna in gospodarska kriza

4.1.1 Izvori krize

Za izbruh svetovne finančne in gospodarske krize je več vzrokov, ki so med seboj povezani. Eden izmed glavnih je bil pok hipotekarnega balona v ZDA, ki je kasneje povzročil še pok finančnega balona.

V ZDA in drugod po svetu so v zadnjih 10 letih cene nepremičnin strmo rasle. Glavni razlog strme rasti od leta 2000 pa do 2007 je bilo enormno povečanje povpraševanja po nepremičninah, ki ima dva glavna razloga, ki pa sta oba povezana z bančnimi krediti.

Prvi razlog je bila obilna ponudba poceni denarja in tako so imele banke veliko likvidnih sredstev, ki so jih morale nekam plasirati, plasirale pa so jih v hipotekarne kredite in iz njih izvedene finančne instrumente. Pomembno je bilo tudi dejstvo, da so bile obrestne mere zgodovinsko nizke. Posledično je to pomenilo zgodovinsko nizke anuitete za odplačevanje hipotekarnih kreditov in tako je bil povprečen človek s povprečnimi dohodki, zmožen servisirati ogromen kredit. Ti krediti pa so v večini namenjeni nakupu nepremičnin.

Drugi in seveda glavni razlog za rast nepremičninskega trga pa je prelahko odobravanje predvsem drugorazrednih hipotekarnih kreditov²⁹. Ker cene nepremičnin »vedno rastejo« si banke niso delale velikih skrbi pri oceni posameznika za kreditno sposobnost, saj so menile, da lahko še vedno prodajo nepremičnine na trgu za več denarja. Računale pa so še na prodajo terjatev v obliki izvedenih instrumentov na podlagi hipotekarnih kreditov. Kreditojemalci pa so bili mišljenja, da bodo ob morebitnih težavah nepremičnino prodali na trgu, vrnili hipotekarni kredit in ob tem še zaslužili (Klepec, 2008).

Kasneje, poleti 2007, se je zaradi postopnega nižanja vrednosti nepremičnin (prišlo je do presežka ponudbe nad povpraševanjem), posledično zvišala obrestna mera za te hipotekarne kredite, ki so nato postali tako dragi, da jih posojilojemalci niso bili več zmožni odplačevati. S tem pa te hipotekarne obveznice niso bile servisirane in tudi tranše hipotekarnih zadolžnic niso vračale obljubljenega. Ker se ni natančno vedelo kakšna tveganja vsebujejo ti izvedeni finančni instrumenti na podlagi hipotekarnih posojil, so jih njihovi imetniki (banke, razne finančne institucije, fizične osebe in tudi centralne banke) začeli na veliko prodajati, kar pa jim je dodatno znižalo vrednost, saj so se jih vsi bali kupovati in so postali tako zelo tvegano blago. Tako so banke, ki so prodajale te instrumente kmalu ostale na aktivih z nelikvidnimi hipotekarnimi vrednostnimi papirji, na pasivi pa so morale izplačevati depozite (Štiblar, 2008).

²⁹ Dajanje kreditov tistim strankam, ki nimajo zadostne kreditne sposobnosti za nakup lastne nepremičnine ali pa niso dovolj kreditno sposobni za nakup ravno tiste (tako velike ali drage) nepremičnine, kot so jo kupili.

Tako se je sprožil plaz in povečala se je potreba po likvidnosti, ki pa jo je bilo vedno težje zagotoviti, saj je prišlo so kreditnega krča³⁰. Težava pa ni bila samo pri kreditiranju gospodarstva in posameznikov ampak tudi v samem medbančnem kreditiranju. Banke so začele dvomiti v strukturo posameznih finančnih institucij in si niso bile več pripravljene posojati denarja med seboj, tudi po višjih obrestnih merah ne, ker so se bale, da ga ne bodo dobile nazaj. Tako je zmanjkalo likvidnih sredstev na finančnem trgu in edini ponudniki likvidnih sredstev so ostale centralne banke (Ministrstvo za finance).

4.1.2 Razvoj krize v letu 2008

Obdobje od januarja do februarja 2008

V tem obdobju kljub temu, da so bili nezavarovani trgi še naprej volatilni, na denarnem trgu ni bilo večjih motenj. Obrestne mere na denarnem trgu so ostajale bolj ali manj stabilne.

Obdobje od marca do junija 2008

Sredi marca se je zgodil propad banke Bear Stearns, ene največjih investicijskih bank oziroma družb za trgovanje in posredništvo z vrednostnimi papirji v ZDA, kar pa je pomenilo novo napetost na trgih, zaradi zaskrbljenosti nadaljnjih izgub bank, vse slabšega makroekonomskega okolja in visokih cen nafte. V tem obdobju so se izrazito zvišale obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu, zlasti dolgoročneje, na zavarovanem trgu pa so bile obrestne mere še naprej stabilne. Povečala se je tudi potreba po likvidnosti.

Obdobje od junija do septembra 2008

Na splošno je v tem obdobju prevladovala stabilnost. 7. septembra se je s strani vlade ZDA zgodil prevzem paradržavnih hipotekarnih podjetij Fanni Mea (Federal National Mortgage Association) in Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Nezavarovani trgi so bili v tem obdobju stabilni, na zavarovanih trgih pa se je obrestna mera nekoliko povišala.

Obdobje od septembra 2008 naprej

V septembru so se napetosti zelo zaostrole. V samo nekaj dneh je prišlo do odprodaja banke Meryll Lynch, stečajju banke Lehman Brothers, Morgan Stanley in Goldman Sach pa sta prostovoljno prešli pod nadzor ameriške centralne banke (in s tem je bilo obdobje velikih investicijskih bank na Wall Streetu zaključeno), likvidnostni injekciji, ki jo je vlada ZDA namenila največji ameriški zavarovalnici AIG, ter zasegu banke Washington Mutual (največje hranilnice in posojilnice v ZDA), ki so ga izvedli zvezni regulatorji. Ti dogodki so imeli slabe učinke na gospodarstvo in učinki le tega so se tudi širše prenesli v oktobru na euroobmočje. Prišlo je do velikega padca na delniških trgih in velikega poslabšanja v makroekonomskem okolju.

Napetosti na trgih so se močno zaostrole, premije za kreditno tveganje pa so presegle ravni, ki so bile pred tem dosežene v obdobju pretresov na finančnih trgih. Po propadu banke Lehman Brothers so se močno povišale obrestne mere na nezavarovanem trgu zlasti pri kratkih ročnostih (ECB 2008b, 32–34).

³⁰ Banke so postale zelo previdne pri dajanju kreditov, ali pa so kreditiranje podjetij ali posameznikov povsem ustavila.

Po vseh teh dogodkih v ZDA se je zaradi povezanosti in soodvisnosti trgov, kriza kot virus prenesla še na druge dela sveta. Kriza se je postopoma iz finančne prelevila tudi v gospodarsko, saj so se zaostri trgi, zmanjšala so se naročila, prodaja je začela upadati, vrednosti podjetij so začela padati in ustvarila se je zelo neprijazna klima v makroekonomskem prostoru.

» *Krize ne bo konec, dokler se ne vzpostavi zaupanje. Do tega pa je še daleč. Na finančnih trgih se prodajajo obljube, in če se ne zaupa obljubam, finančni trgi ne delujejo. Zaupanje se zapravi mimogrede, vzpostavi pa se počasi*« (dr. Ribnikar Ivan, Mladina 2008).

4.2 Denarna politika Eurosistema tekom svetovne finančne in gospodarske kriz (kratek pregled)

4.2.1 Ukrepi denarne politike Eurosistema v letu 2008

Refinanciranje v evrih

Eurosistem se je že v drugi polovici leta 2007 odločil za odmik politike nevtralne dodelitve in premik k politiki povečanega dodeljevanja likvidnosti v začetku obdobja obveznih rezerv prek rednih operacij glavnega refinanciranja, da bi omogočil normalnejše delovanje denarnega trga v razmerah velikih negotovosti, ki so nastale po avgustu 2007. Z dodatnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja je poskušal zagotoviti povpraševanje po trimesečni in šestmesečni likvidnosti.

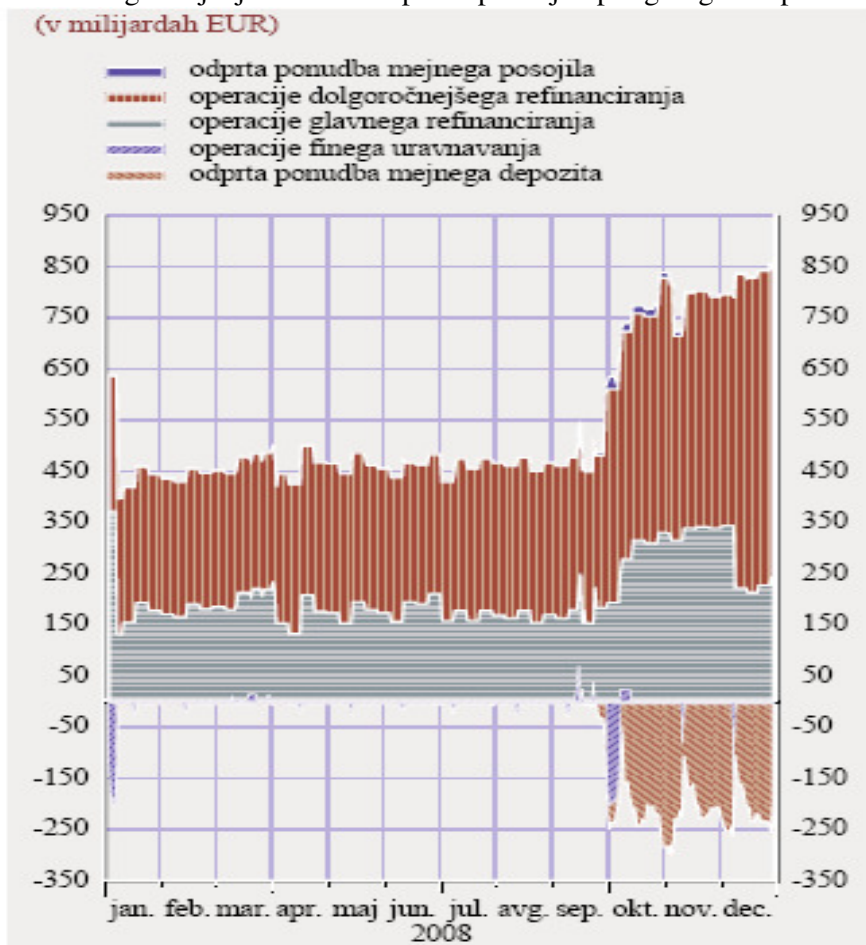
Po stečaju banke Lehman Brothers so se razmere ponovno in drastično zaostri, napetosti pa so prešle v globalno finančno krizo. Eurosistem je zato od 15. oktobra 2008 dalje operacije glavnega – od 30. oktobra pa tudi dolgoročnejšega – refinanciranja izvajala s polno dodelitvijo likvidnosti³¹ po obrestni meri enaki ključni obrestni meri ECB. Ob zapadlosti je obnovil vse dodatne tri in šestmesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, poleg teh pa je uvedel še dodatne enomesečne operacije z ročnostjo enako obdobju obveznih rezerv.

8. oktobra je zožil razmik med obrestno mero mejnega depozita in obrestno mero mejnega posojila z 200 bazičnih točk na 100 bazičnih točk, z namenom zmanjšanja težav bank pri upravljanju z likvidnostjo.

Eurosistem je 15. oktobra začasno do konca leta 2009 razrahljal nekatera merila primernosti finančnega premoženja za zavarovanje operacij, saj se je zaradi povečanega črpanja operacij povečal tudi znesek primerne finančnega premoženja za zavarovanje le teh. Tako so dodatno ob obstoječem premoženju postali primerni (a) vrednostni papirji (z izjemo kolateraliziranih obveznic) in netržno finančno premoženje z bonitetno oceno med BBB+/Baa1 in BBB-/Baa3, (b) dolžniški vrednostni papirji, izdani s strani kreditnih institucij s katerimi se trguje na nekaterih neorganiziranih trgih, ki jih določi ECB, (c) podrejeni dolžniški vrednostni papirji s primernim jamstvom ter (d) določeni dolžniški instrumenti, izdani v euroobmočju, denominirani v ameriških dolarjih, britanskih funtih in japonskih jeni (BS 2008, 65).

³¹ Vse nasprotne stranke so dobile toliko likvidnosti, kot so jo želele po vnaprej znani (fiksni) obrestni meri.

Graf 1: Zagotavljanje likvidnosti prek operacij odprtega trga in uporaba odprtih ponodb.



Vir: ECB (2008 b, 101).

Refinanciranje v tujih valutah

Eurosistem je posledično, zaradi prekinitev v dolarskem financiranju evropskih bank, v navezavi na Term Auction Facility ameriške centralne banke, svojim nasprotnim strankam omogočil izposojanje ameriških dolarjev. V decembru 2007 sta bili izvedeni in v januarju 2008 obnovljeni, prvi dve operaciji obakrat v znesku 10 mrd USD za ročnost 28 dni. Po začasni prekinitvi posojanja dolarjev je Eurosistem 11. marca le tega obnovil, saj so se težave bank s financiranjem na trgu nadaljevale. Sprva je dolarje posojal vsaka dva tedna v znesku po 15 mrd USD, nato pa je ponudbo zaradi stopnjevanja težav in velikega povpraševanja, 2. maja povečal na 25 mrd USD. 30. julija je bila uvedena dodatna ročnost 84 dni, skupni znesek nedospelih operacij pa je ostal nespremenjen pri 50 mrd USD.

K obstoječim ročnostim posojanja v dolarjih je, zaradi izrednega porasta dolarskih obrestnih mer zelo kratke ročnosti in kolapsa trga valutnih zamenjav, Eurosistem dodal še posojanje prek noči. Oktobra 2008 je bila pri dolarskih operacijah uvedena polna dodelitev po fiksni obrestni meri in sicer pri posojilih za 7, 28 in 84 dni, posojanje prek noči pa je bilo prekinjeno. Istočasno je Eurosistem bankam, ki niso imele dovolj finančnega premoženja za zavarovanje dolarskih posojil omogočil sklepanje valutnih zamenjav evrov v dolarje, pri

katerih je bilo posojilo v dolarjih zavarovano z everskim depozitom banke pri Eurosistemu. Zaradi majhnega zanimanja bank je obseg teh operacij ostal omejen.

22. oktobra je Eurosistem na podlagi dogovora s švicarsko centralno banko, na podoben način in zaradi podobnih vzrokov kot pri dolarjih, začel svojim nasprotnim strankam posojati švicarske franke z valutnimi zamenjavami evrov v švicarske franke. Sprva je ponudil po fiksni obrestni meri franke v protivrednosti 20 mrd EUR za 7 dni, kasneje pa je ponudbo še dopolnil za 5 mrd EUR pri ročnosti 84 dni. Povpraševanje po frankih je bilo v povprečju precej nižje kot po dolarjih (prav tam, 66).

4.2.2 Ukrepi denarne politike Eurosistema v letu 2009

V letu 2009 je Eurosistem nadaljeval z večino ukrepov, ki jih je sprejel v letu 2008 v odgovor na okrepljene pretrese na finančnih trgih. Tako so bile operacije refinanciranja v evrih izvedene po fiksni obrestni meri in s polno dodelitvijo, ob razširjenjem seznamu primerne finančnega premoženja za zavarovanje terjatev ter za širši razpon dospelosti, med drugim z dospelostjo enega obdobja za izpolnjevanje obveznih rezerv, treh mesecev in šestih mesecev. Poleg tega je bila 24. junija 2009 izvedena prva enoletna operacija dolgoročnejšega refinanciranja, ki je pritegnila zelo veliko povpraševanje nasprotnih strank in se je zaključila z dodelitvijo 442 mrd EUR. V začetku julija 2009 je Eurosistem izvedel prve nakupe v okviru programa nakupa kritih obveznic.

V zvezi z zagotavljanjem likvidnosti v tujih valutah je Svet ECB sklenil nadaljevati operacije odprtega trga za zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih najmanj do konca septembra 2009. Prav tako je podaljšal zagotavljanje švicarskih frankov nasprotnim strankam prek operacij odprtega trga do konca oktobra 2009 (ECB 2009c, 32).

4.2.3 Uporaba instrumentov denarne politike Eurosistema v letu 2008

4.2.3.1 Operacije glavnega refinanciranja

Do 8. oktobra so se izvajale kot avkcije z variabilno obrestno mero, od 15. oktobra naprej pa kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Število nasprotnih strank se je v letu 2008 povečalo s 1693 na 2099, povečanje je bilo predvsem v oktobru in novembru zaradi pretresov na finančnih trgih. V teh operacijah je v letu 2008 povprečno sodelovalo 433 nasprotnih strank, kar je bilo 31 % več kot leta 2007. Število na nasprotnih strank se je še dodatno povečalo ko se je ECB oktobra preusmerila na avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo in sicer s 354 (variabilna obrestna mera) na 747 (fiksna obrestna mera).

Do 8. oktobra je Eurosistem v operacijah glavnega refinanciranja prek avkcij z variabilno obrestno mero dodelil povprečno 175 mrd EUR³². Ko so bile 15. oktobra uvedene avkcije z fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, so se zneski dodelitve močno povečali, povpre-

³² Dodeljeni znesek se je v tem obdobju precej spreminjal zaradi politike preddobave, zaradi česar so se dodeljeni zneski posameznega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv zmanjševali, in zaradi večje ponudbe likvidnosti v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja.

čno na 291 mrd EUR. Likvidnost zagotovljena v teh operacijah je do konca leta 2008 predstavljala 28% skupnega obsega refinanciranja, kar je bilo precej manj kot v preteklih letih, ko je znašala okrog 65%–75% (ECB 2008b, 105).

4.2.3.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Do sredine oktobra 2008 so se operacije dolgoročnejšega refinanciranja in dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, izvajale v obliki klasičnih avkcij z variabilno obrestno mero (brez izklicne obrestne mere). Znesek dodelitve v teh operacijah je v tem obdobju znašal 50 mrd EUR³³. Dve od šestmesečnih dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja sta bili izvedeni za znesek 25 mrd EUR (2. aprila in 9. julija), ena pa za znesek 50 mrd EUR (8. oktobra). Od 30. oktobra so se tudi te operacije izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Pri vseh teh operacijah se je kot obrestna mera uporabljala obrestna mera operacij glavnega refinanciranja.

Konec leta 2008 je stanje dolgoročnejših operacij (operacij dolgoročnejšega refinanciranja, dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in operacij refinanciranja s posebnim rokom zapadlosti) znašalo 617 mrd EUR, kar je predstavljalo največji delež refinanciranja bančnega sektorja s strani ECB vseh časov, približno 72% vseh operacij odprtega trga.

V letu 2008 je povprečno sodelovalo v operacijah dolgoročnejšega refinanciranja 157 nasprotnih strank, v primerjavi z 145 leta 2007 (prav tam, 106).

4.2.3.3 Operacije finega uravnavanja

V letu 2008 je ECB izvedla 25 operacij finega uravnavanja. Praksa izvajanja teh operacij na koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv se je ohranjala skozi celotno leto tako, da je bilo zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv izvedenih 12 takih operacij. Preostalih 13 je bilo izvedenih kot odziv na prevladujoče likvidnostne razmere in kratkoročne obrestne mere denarnega trga. V razmerah presežne ponudbe likvidnosti sta bili 2. in 3. januarja ko so se napetosti, povezane s koncem leta umirile, izvedeni operaciji finega uravnavanja za umikanje likvidnosti. 20. in 31. marca sta bili zaradi napetosti na denarnem trgu, povezanega s stečajem investicijske banke Bear Stearns, izvedeni operaciji finega uravnavanja za povečanje likvidnosti. ECB je izvedla med 15. septembrom in 9. oktobrom, da bi omilila pritiske na denarnem trgu, devet operacij finega uravnavanja, od tega pet za povečanje likvidnosti in štiri za umikanje likvidnosti (prav tam, 106).

4.2.3.4 Odprte ponudbe

Do 8. oktobra je povprečna dnevna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita znašala 2,5 mrd EUR (2007 pa 0,5 mrd EUR). V obdobju od 9. oktobra pa do konca leta pa kar 208,5 mrd EUR. Povprečna dnevna uporaba odprte ponudbe mejnega posojila je do 8. oktobra

³³ razen v dveh operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, ki sta bili poravnani 21. februarja in 13. marca, v katerih je bilo za vsako dodeljenih 60 mrd EUR.

znašala 0,9 mrd EUR (2007 je bila ta številka 0,2 mrd EUR), od 9. oktobra naprej pa se je zvišala na 6,7 mrd EUR (prav tam, 107).

4.2.3.5 Sistem obveznih rezerv

Obvezne rezerve predstavljajo 2% osnove za obvezne rezerve kreditnih institucij in so v letu 2008 znašale 210,8 mrd EUR (prav tam, 105).

Tabela 6: Izpolnjevanje obveznih rezerv (v mrd EUR)

Obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se izteče	Obvezne rezerve	Tekoči računi kreditnih institucij	Presežne rezerve	Primanjkljaji	Obrestne mere za obvezne rezerve
2007	195,9	196,9	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20. mar	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7. apr	220,8	221,6	0,8	0,0	1,50
12. maj	219,7	220,8	1,1	0,0	1,25
9. jun	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7. jul	218,1	219,2	1,1	0,0	1,00
11. avg	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8. sep	215,9	-	-	-	-

Vir: ECB (2009c, S9)

4.2.4 Finančna stabilnost enakovredni temeljni cilj cenovni stabilnosti?

Po vse teh dogodkih, ki so se zgodili na finančnih trgih so se začeli razni ekonomisti spraševati, kako naprej. Je zdajšnja strategija Eurosistema pravilna ali bi moral slediti še enemu cilju, ki bi bil enakovreden cilju cenovne stabilnosti, to je finančna stabilnost.

Razmišljanje Paul De Grauw in Daniela Grosa se nagiba ravno v to smer. V njunem članku *A New Two – Pillar Strategy for the ECB*, predstavljata možnost, da bi Eurosistem nadgradil trenutno strategijo in uvedel še en enakovreden temeljni cilj – to je finančna stabilnost, katerega bi uravnaval in nadzoroval s pomočjo instrumentov obveznih rezerv in makro-bonitetne analize. V času velike kreditne ponudbe, takšna kot je bila med letom 2003 in 2007, bi se obvezne rezerve povečale in tako bi postala povečana ponudba kreditov dražja in bi se posledično zmanjšala. Pri makro-bonitetni analizi pa bi bilo potrebno analizirati posojila, za slabša bi bila potrebna višja jamstva in tako bi se zmanjšal riziko.

Po mišljenju Jurgena Starka (člana izvršnega odbora ECB), je trenutna strategija uspešna in jo vrednoti kot zelo uspešno.

Osebnostno se strinjam z nadgradnjo obstoječe strategije, saj se s tem nebi ogrozilo ohranjanje cenovne stabilnosti. Res pa je tudi, da Eurosistem že sedaj na nek način zasleduje cilj ohranjanja finančne stabilnosti. Brez te, je namreč težko zasledovati cilj cenovne stabilnos-

ti. To se lepo vidi na primeru Islandije, ki jo je kriza zelo močno prizadela. Danes beleži inflacijo v višini cca 10%, na vrhu krize pa skoraj 20%.

4.3 Usmerjanje kratkoročnih obrestnih mer pred in tekom svetovne finančne in gospodarske krize

Tabela 7: Ključne obrestne mere ECB (stopnja v odstotkih na leto; spremembe v odstotnih točkah)

Velja od	Odpirna ponudba mejnega depozita		Operacije glavnega refinanciranja			Odpirna ponudba mejnega posojila	
			Avkcije z fiksno obrestno mero	Avkcije z variabilno obrestno mero	sprememba		
	stopnja	sprememba	Fiksna mera stopnja	Izklicna mera Stopnja		stopnja	sprememba
2005 6. dec.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8. mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15. jun.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9. avg.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11. okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13. dec.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14. mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13. jun.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9. jul.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8. okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9. okt. ¹⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15. okt. ²⁾	3,25	-	3,75	-	-0,50	4,25	-
12. nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10. dec.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21. jan.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	-
11. mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8. apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13. maj.	0,25	-	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Vir: ECB (2009c, S7).

- 1) Z 9. oktobrom je 2008 je ECB zmanjšal koridor odprtih ponudb z 200 na 100 bazičnih točk okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja. Koridor odprtih ponudb je bil 21. januarja ponovno razširjen na 200 bazičnih točk.

- 2) Na dan 8. oktobra 2008 je ECB objavila, da se bodo tedenske operacije glavnega refinanciranja izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero s polno dodelitvijo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja, začeni z operacijo, poravnano 15. oktobra. S to spremembo je bila razveljavljena prejšnja odločitev (sprejeta na isti dan), da se za 50 bazičnih točk zniža izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja, ki se izvajajo kot avkcije z sprejemljivo obrestno mero.

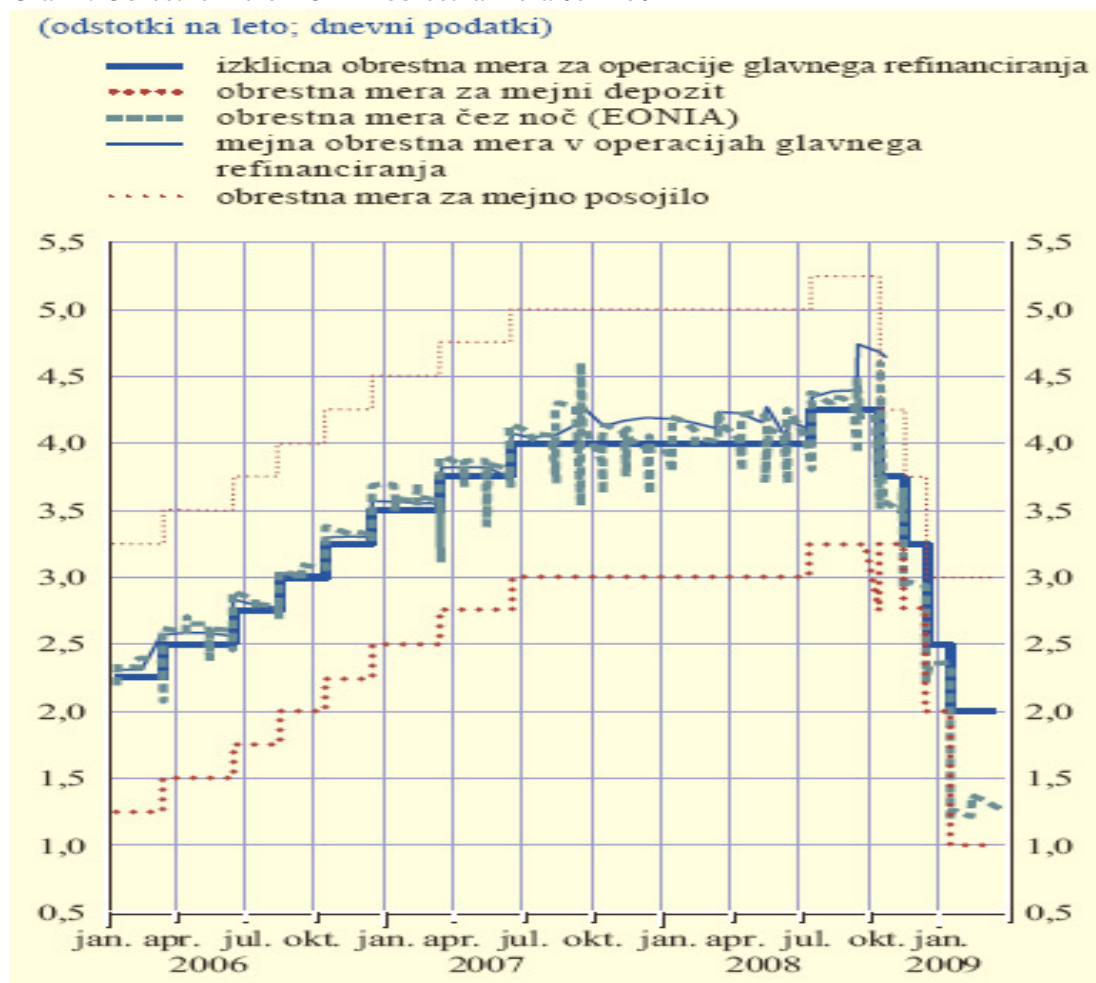
V tabeli 7 je razvidno gibanje glavnih obrestnih mer ECB od leta 2005 pa do 13. maja 2009. V letu 2005 je bila obrestna mera (izklicna mera) za operacije glavnega refinanciranja 2,25%, za odprto ponudbo mejnega depozita 1,25%, za odprto ponudbo mejnega posojila pa 3,25%. Obrestne mere so bile od leta 2005 pa do julija 2008, zaradi vedno večje napetosti na denarnih trgih usmerjene navzgor. Vrh so dosegle 9. julija 2008, ko je znašala obrestna mera (izklicna) za operacije glavnega refinanciranja 4,25%, obrestna mera mejnega depozita je bila 3,25%, mejnega posojila pa 5,25%. Od 8. Oktobra 2008 naprej pa je ECB, kot protiakrep proti finančni krizi, začela glavne obrestne mere postopoma zniževati in usmerjati navzdol.

Usmerjenosti glavnih obrestnih mer ECB je dobro razvidna tudi iz grafa 2. Predvsem zaradi enoletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja 24. junija, ki je bila izvedena kot avkcija s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, se je Eonia po visokih stopnjah volatiliteti v začetku junija močno znižala.

Obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu so se gibale podobno kot na zavarovanem, samo da so bile nekoliko višje. To gibanje je dobro prikazano v grafu 3 in tabeli 8. Potem, ko so dosegle najvišjo stopnjo v III obdobju (oktobru) leta 2008, zaradi hudih razmer na finančnih trgih, so le te začele upadati, zaradi pričakovanega znižanja obrestnih mer ECB in protikriznih ukrepov, ki so jih začele izvajati države.

Iz teh podatkov lahko zaključimo, da so obrestne mere pravi pokazatelj razmer na finančnih trgih. V obdobju ko je bilo na voljo dovolj denarja, ko so bile razmere v makroekonomskem prostoru dobre (npr. razcvet trga nepremičnin), so te bile nizke. V tem obdobju ni bilo težko priti do finančnih sredstev. Potem, ko so razmere postale napete in so se pokazale prve grožnje za finančno krizo so te poskočile, kar je otežilo pridobitev finančnih sredstev, to pa je vodilo do izbruha krize v evroobmočju. Ko so obrestne mere dosegle vrh v juliju 2008, je začela ECB kot protikrizni ukrep le te zniževati, zaradi zagotovitve likvidnih sredstev, ki so bila potrebna. Na obrestne mere na finančnem trgu v euroobmočju, so pomembno vplivali (še vplivajo) tudi protikrizni ukrepi držav članic EU in ukrepi denarne politike eurosistema.

Graf 2: Obrestne mere ECB in obrestna mera čez noč



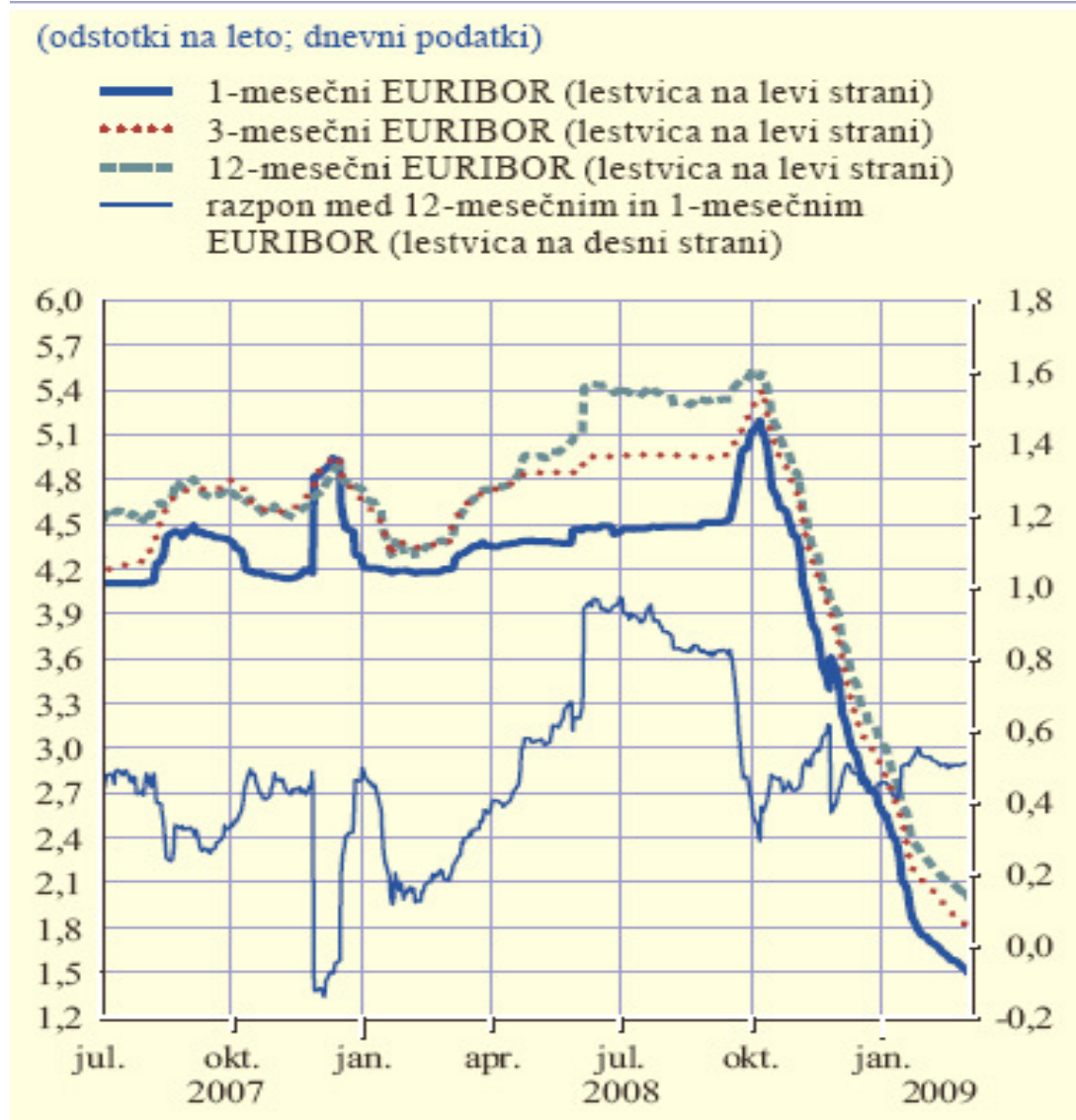
Vir: ECB (2009d, 29).

Tabela 8: Obrestne mere denarnega trga za euroobmočje (odstotki na leto; povprečje za obdobje).

	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83
2008 II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05
2008 III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37
2008 IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22
2009 II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67

Vir: ECB (2009c, S44).

Graf 3: Obrestne mere denarnega trga



Vir: ECB (2009d, 28).

SKLEP

S 1. januarjem 1999 je Eurosistem, na čelu z Evropsko centralno banko (ECB), prevzel odgovornost za izvajanje denarne politike na euroobmočju. Sestavljajo ga ECB in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so sprejele euro (teh je trenutno 16, med njimi je tudi Slovenija). Države so za vstop v euroobmočje morale izpolniti konvergenčne kriterije, ki jih določa Maastrichtska pogodba (nizka stopnja inflacije, nizek javno-finančni primanjkljaj, nizka stopnja obrestnih mer in stabilnost tečaja valute).

Po vstopu države v evroobmočje se je izvajanje denarne politike preneslo, iz nacionalne centralne banke države ki je vstopila, na ECB, ki je odgovorna za izvajanje denarne politike Eurosistema. Odločitve glede izvajanja denarne politike Eurosistema, se sprejemajo centralizirano s strani ECB oz. Sveta ECB, izvajajo pa se decentralizirano s strani nacionalnih centralnih bank držav članic.

Denarna politika Eurosistema je podrejena poglobitnemu cilju ohranjanja stabilnosti cen. Za ohranjanje stabilnosti cen je potrebna tudi stabilnost na finančnih trgih. Ta je bila po izbruhu hipotekarne krize v ZDA, ki se je kasneje prenesla tudi na finančne trge v euroobmočju, dodobra načeta.

Po izbruhu krize na finančnih trgih je tako postala glavna naloga Eurosistema, da z instrumenti denarne politike, čim boljje ukrepa in stabilizira razmere, ki so nastale. Ti ukrepi pa niso smeli (ne smejo) biti v konfliktu s stabilnostjo cen v euroobmočju, ki je osnovni cilj.

Eurosistem je kot odgovor na finančno krizo, skušal zagotoviti zadostno količino likvidnih sredstev, ki so bila (so) potrebna na finančnih trgih. Za zagotovitev teh likvidnih sredstev je uporabil različne ukrepe. Nekaj izmed zelo pomembnih ukrepov je; (i) izvajanje operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja s polno dodelitvijo likvidnosti, po fiksni obrestni meri enaki ključni obrestni meri ECB ter obnavljanje teh akcij, (ii) razširitev seznama primernega finančnega premoženja za zavarovanje operacij, (iii) postopno zniževanje ključnih obrestnih mer, (iv) zagotavljanje oz. posojanje ameriških dolarjev in švicarskih frankov, nasprotnim strankam ter (v) močno povečana ponudba likvidnih sredstev.

Analiza kratkoročnih obrestnih mer ECB in denarnega trga euroobmočja je pokazala, da so te zaradi velike potrebe po likvidnosti naraščale do oktobra 2008. Nato pa se je ECB odločila, da bo zaradi finančne krize začela postopoma zniževati svoje obrestne mere. Posledično so temu trendu sledile tudi obrestne mere na denarnem trgu euroobmočja.

Po vseh teh dogodkih, ki so se in se še vedno dogajajo v makroekonomskem prostoru, so začeli razni ekonomisti, tu mislim predvsem na Paula De Grauja in Daniela Grosa, razmišljati v smeri nadgradnje trenutne strategije Eurosistema in uvedbi še enega poglobitnega cilja - finančna stabilnost, ki bi bil enakovreden cilju stabilnosti cen. V njunem članku *A New Two – Pillar Strategy for the ECB*, ki smo ga na kratko povzeli v podpoglavju 4.2.4., predstavljata zanimivo nadgradnjo trenutne strategije, ki se mi zdi dokaj zanimiva in vredna tehtnega premisleka, predvsem ljudi, ki so odgovorni za izvajanje denarne politike Eurosistema. Upamo lahko samo, da nas bo sedanja kriza kaj izučila in se v prihodnje ne bodo dogajale podobne krize s takšnim obsegom in posledicami za gospodarstvo.

POVZETEK

Vse članice EU, ki so sprejele euro, so prenesle izvajanje denarne politike iz nacionalne centralne banke na Eurosistem. Trenutno je teh držav 16, med njimi je od 1. januarja 2007 tudi Slovenija. Eurosistem, ki ga sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke držav euroobmočja, vodijo organi odločanja ECB. Poglavitni cilj denarne politike Eurosistema je stabilnost cen v euroobmočju. Ena izmed njegovih nalog je tudi skrb za stabilnost finančnega sistema.

Eurosistem za izpolnitev svojih ciljev in nalog, uporablja instrumente denarne politike, ki jih razvrstimo v tri skupine: operacije na odprtem trgu, odprte ponudbe bankam in obvezne rezerve.

Tekom svetovne finančne in gospodarske krize, Eurosistem z uporabo instrumentov denarne politike sledi svojim ciljem in nalogam.

Ključne besede: Eurosistem, Evropska centralna banka, denarna politika, stabilnost cen, finančna in gospodarska kriza, obrestne mere.

ABSTRACT

All EU-members that have adopted the Euro have transferred the implementation of their monetary policy from the national central banks to the Eurosystem. At the moment, there are 16 such countries, amongst them also Slovenia (since 1.1.2007). The Eurosystem, consisting of ECB and national banks of the Eurozone, is led by the decision-making bodies of the ECB. The main goal of the Eurosystem's monetary policy is the price stability in the Eurozone. One of its tasks is also the care for the stability of the financial system.

For the achievement of its goals and tasks, the Eurosystem uses instruments of monetary policy that can be classified in three groups: operations in the contestable market, standing facilities to banks and compulsory reserves.

During the world financial and economic crisis, the Eurosystem follows its goals and tasks, using instruments of monetary policy.

Key words: Eurosystem, European Central Bank, monetary policy, price stability, Financial and Economic Crisis and interest rates.

VIRI IN LITERATURA

1. ECB – Evropska centralna banka. 2004. *The Monetary Policy of the ECB: 2004*.
2. ECB – Evropska centralna banka. 2007. *Letno poročilo 2007*.
3. ECB – Evropska centralna banka. 2008a. *Izvajanje denarne politike v Euroobmočju: november 2008. Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih*.
4. ECB – Evropska centralna banka. 2008b. *Letno poročilo 2008*.
5. ECB – Evropska centralna banka. 2008c. *Mesečni bilten: 10 obletnica ECB*.
6. ECB – Evropska centralna banka. 2009a. *Cenovna stabilnost: Zakaj je zame pomembna?*
7. ECB – Evropska centralna banka. 2009b. *Evropska centralna banka, Eurosistem, Evropski sistem centralnih bank*.
8. ECB – Evropska centralna banka. 2009c. *Mesečni bilten: September 2009*.
9. ECB – Evropska centralna banka. 2009d. *Mesečni bilten: Marec 2009*.
10. ECB – Evropska centralna banka. 2009e. Vpis kapitala. [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.sl.html> [21.10.2009].
11. ECB – Evropska centralna banka. 2009f. Svet ECB. [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html/index.sl.html> [21.10.2009].
12. ECB – Evropska centralna banka. 2009g. Izvršilni odbor. [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/eb/html/index.sl.html> [21.10.2009].
13. ECB – Evropska centralna banka. 2009h. Razširjen svet. [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/genc/html/index.sl.html> [21.10.2009].
14. ECB – Evropska centralna banka. 2009i. Instrumenti denarne politike. [online]. Dostopno na: http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.sl.html [2.11.2009].
15. BS – Banka Slovenije. 2008. *Letno poročilo 2008*.
16. BS – Banka Slovenije. 2009. Izvajanje denarne politike. [online]. Dostopno na: <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=934> [2.11.2009].
17. Uradni list Republike Slovenije. 2006. Sklep o splošnih pravilih izvajanja denarne politike. [online]. Dostopno na: <http://www.uradni-list.si/1/content?id=76966> [4.11.2009].

18. Hanspeter, Scheller, K. 2006. *Evropska centralna banka: zgodovina, vloge in naloge*. Frankfurt: European Central Bank.
19. Jurgen, Stark. 2009. *Financial stability – the role of central banks. A new task? A new strategy? A new tools?* [online]. Dostopno na: http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091117_1.en.html [17.11.2009].
20. EU – Uradni list Evropska unije. Evropska centralna banka. Smernice Evropske centralne banke z dne 31. avgust 2006 o spremembah smernice ECB/2000/7 o instrumentih monetarne politike in postopkih Eurosistema. [online]. Dostopno na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:352:0001:0090:SL:PDF> [11.11.2009].
21. Ministrstvo za finance RS – Vlada Republike Slovenije. Aktivno proti finančni in gospodarski krizi. Vprašanja in odgovori. [online]. Dostopno na: [http://www.vlada.si/si/teme_in_projekti/aktivno_proti_financni_in_gospodarski_krizi/vprasanja_in_odgovori/vprasanje/article///9b96c03734/?tx_evropafaq_pi1\[q\]=768](http://www.vlada.si/si/teme_in_projekti/aktivno_proti_financni_in_gospodarski_krizi/vprasanja_in_odgovori/vprasanje/article///9b96c03734/?tx_evropafaq_pi1[q]=768) [16.11.2009].
22. Štiblar, Franjo. Globalna kriza in Slovenija. [online]. Dostopno na: <http://www.pf.uni-lj.si/media/stiblar.kriza.in.slovenija.pdf> [18.11.2009].
23. Klepec. 2008. [online]. Dostopno na: http://www.mju.gov.si/fileadmin/mju.gov.si/pageuploads/Dobre_prakse/Predstavitev_DP_2008/KLEPEC_Razlaga_DP2008_.pdf [18.11.2009].
24. De Grauwe Paul, Gros Daniel. 2009. *A New Two-Pillar Strategy for the ECB*. [online]. Dostopno na: <http://aei.pitt.edu/11264/01/1866.pdf> [10.11.2009].
25. Ribnikar, Ivan. 2008. Intervju: dr. Ivan Ribnikar. Mladina. 2008.
26. Ribnikar, Ivan. 1999a. Evropski sistem centralnih bank. *Bančni vestnik* 3: 16-18.
27. Ribnikar, Ivan. 1999b. Instrumenti Denarne politike Evropske centralne banke ali Eurosistema. *Bančni vestnik* 9: 12-15.
28. Ribnikar, Ivan. 1999c. *Monetarna ekonomija III: denarna teorija*. Ljubljana. Ekonomska fakulteta.

KAZALO SLIK

Slika 1: Organi odločanja ECB	9
Slika 2: Eurosistem in Evropski sistem centralnih bank.....	11
Slika 3: Običajni časovni okvir za izvajanje operativnih korakov v standardnih avkcijah .	22
Slika 4: Običajni časovni okvir za izvajanje operativnih korakov v hitrih avkcijah.....	22

KAZALO TABEL

Tabela 1: Deleži NCB euroobmočja (od 1. januarja 2009).....	8
Tabela 2: Deleži NCB zunaj euroobmočja (od 1. januar 2009)	9
Tabela 3: Operacije denarne politike Eurosistema	12
Tabela 4: Operativni koraki avkcijskih postopkov	21
Tabela 5: Primerno finančno premoženje za operacije denarne politike Eurosistema	27
Tabela 6: Izpolnjevanje obveznih rezerv	37
Tabela 7: Ključne obrestne mere ECB.....	38
Tabela 8: Obrestne mere denarnega trga za euroobmočje.	40

KAZALO GRAFOV

Graf 1: Zagotavljanje likvidnosti prek operacij odprtega trga in uporaba odprtih ponudb.	34
Graf 2: Obrestne mere ECB in obrestna mera čez noč	40
Graf 3: Obrestne mere denarnega trga	41