

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TADEJ VRABEC

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV FINANČNE KRIZE NA FINANČNO INTEGRACIJO
DENARNIH TRGOV IN TRGOV DRŽAVNIH OBVEZNIC
EVROOBMOČJA**

Ljubljana, september 2011

TADEJ VRABEC

IZJAVA

Študent Tadej Vrabec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Igorja Mastena, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 7.9.2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNA INTEGRACIJA	1
1.1 Definicija finančne integracije	1
1.2 Prednosti in pomen finančne integracije	2
1.3 Merjenje finančne integracije	3
2 DENARNI TRGI EVROOBMOČJA.....	5
2.1 Pomen integracije denarnega trga	6
2.2 Cenovna merila integracije denarnega trga	6
2.2.1 Začetki evra in obdobje pred krizo.....	7
2.2.2 Obdobje gospodarske krize	7
2.3 Količinska merila integracije denarnega trga	11
3 TRGI DRŽAVNIH OBVEZNIC EVROOBMOČJA	12
3.1 Prednosti integracije trga državnih obveznic	12
3.2 Cenovna merila integracije trga državnih obveznic	12
3.2.1 Začetki evra in obdobje pred krizo.....	13
3.2.2 Indikatorji integracije v obdobju gospodarske krize	17
3.3 Količinska merila integracije trga državnih obveznic	19
4 POMANJKLJIVOSTI SEDANJE UREDITVE IN PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE.....	21
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	26

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Meddržavni standardni odkloni povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu za posamezne zapadlosti</i>	<i>7</i>
<i>Slika 2: Meddržavni standardni odkloni povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu za posamezne zapadlosti po letu 1999</i>	<i>9</i>
<i>Slika 3: Standardni odkloni za EURIBOR</i>	<i>10</i>
<i>Slika 4: Meddržavni standardni odkloni povprečnih medbančnih obrestnih mer na trgu povratnih odkupov.....</i>	<i>10</i>
<i>Slika 5: Geografska razčlenitev za nezavarovan in zavarovan denarni trg</i>	<i>11</i>
<i>Slika 6: Razlike v donosih 10-letnih državnih obveznic v primerjavi z nemškimi pred in po uvedbi evra (v odstotnih točkah).....</i>	<i>14</i>
<i>Slika 7: Meddržavni standardni odkloni donosov državnih obveznic z različno dospelostjo.....</i>	<i>15</i>
<i>Slika 8: Gibanje beta koeficientov za 10-letne državne obveznice pred in po uvedbi evra</i>	<i>16</i>
<i>Slika 9: Povprečna oddaljenost regresijske konstante/bete za 10-letne državne obveznice od vrednosti, ki veljajo v primeru popolne integracije</i>	<i>16</i>
<i>Slika 10: Donosi 10-letnih državnih obveznic v času krize</i>	<i>17</i>
<i>Slika 11: Razlika v donosih 10-letnih državnih obveznic nekaterih držav v primerjavi z nemškimi</i>	<i>18</i>
<i>Slika 12: Gibanje regresijske konstante in beta koeficienta za donose 10-letnih državnih obveznic, popravljeno za kreditni tveganje</i>	<i>19</i>
<i>Slika 13: Stopnja čezmejnega lastništva dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v evrskih državah</i>	<i>20</i>
<i>Slika 14: Delež čezmejnega lastništva dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij.....</i>	<i>20</i>

UVOD

Povezovanje evropskih držav na političnem, gospodarskem in finančnem področju je bilo v zadnjih desetletjih deležno velike pozornosti ter truda. Po vzpostavitvi enotnega trga leta 1992 je prišel čas za logično nadaljevanje povezovanja še na finančnem področju. Z razmišljanjem o tem, kakšna naj bi bila ureditev skupne valute in kateri procesi morajo uvedbo spremljati, se je vedno bolj poudarjal pomen hkratne finančne integracije območja. Zavedanje pomembnosti tega procesa je moč opaziti tudi v zapisu poslanstva Eurosistema, ki je objavljen na spletni strani Evropske centralne banke (ECB), saj je v prvem odstavku med drugim zapisano: »Poglavitni cilj vseh, ki sodelujemo v Eurosistemu, je ohranjati cenovno stabilnost v skupno korist vseh nas. Delujemo tudi kot vodilna finančna ustanova, pri čemer si prizadevamo varovati finančno stabilnost ter krepiti evropsko finančno integracijo.«

Pred uvedbo evra leta 1999 je obstoj različnih valut držav članic predstavljal pomembno oviro na poti k večji enotnosti in oblikovanju skupnega ter povezanega finančnega trga. Obstoj valutnega tveganja je pomenil, da so se investitorji večinoma zadrževali znotraj državnih okvirov in do prave integracije tudi zaradi ostalih določil in pravnih razlik ni moglo priti. S prehodom na evro in prenosom pristojnosti vodenja denarne politike na skupno centralno banko je bil storjen velik korak naprej v možnosti za napredek v stopnji finančne integracije. Kljub morebitni doseženi visoki stopnji integracije, predstavlja finančna integracija še vedno proces, kateremu je potrebno stalno posvečati pozornost, saj ni izključeno, da se ne more stopnja integracije s časom znižati. Predvsem finančne krize lahko na tem področju povzročijo velike pretrese.

Namen diplomskega dela je s pomočjo cenovnih in količinskih meril finančne integracije oceniti stanje integracije na denarnih trgih in trgih državnih obveznic Evroobmočja pred izbruhom trenutne finančne in gospodarske krize in proučiti, kakšen vpliv je imela kriza na integracijo teh trgov. Finančna integracija je namreč pomembna za uspešno delovanje denarne unije, saj povečuje razvitost finančnega sistema, preko katerega se izvaja skupna denarna politika. Znižanje stopnje integracije bi tako lahko pomenilo slabšo učinkovitost prenosa denarne politike in s tem ogrozilo finančno stabilnost.

Uvodu diplomskega dela sledi osrednji vsebinski del, ki je razdeljen na štiri poglavja. V prvem poglavju podam teoretični opis finančne integracije z opisom nekaterih prednosti, ki jih ta prinaša, ter predstavim merila, ki se uporabljajo pri analiziranju stopnje integracije. V drugem poglavju analiziram stopnjo finančne integracije denarnih trgov Evroobmočja pred krizo in v njej. Ne podoben način v tretjem poglavju proučim razvoj finančne integracije še na trgu državnih obveznic Evroobmočja. V četrtem poglavju pa izpostavim nekatere neustreznosti sedanje ureditve Evroobmočja in podam nekaj predlogov oziroma rešitev za izboljšavo. Sledi še sklep, v katerem na kratko povzamem glavne ugotovitve diplomskega dela.

1 FINANČNA INTEGRACIJA

1.1 Definicija finančne integracije

Definicija integriranega finančnega trga, ki jo podajajo Baele, Ferrando, Hördahl, Krylova in Monnet (2004, str 6–7), je sledeča:

Finančni trg za nek finančni instrument in/ali storitev je popolnoma integriran, kadar za vse udeležence z enakimi bistvenimi lastnostmi na tem trgu

- veljajo ista pravila ob uporabi finančnih instrumentov in/ali storitev,
- imajo enakovreden dostop do omenjenih finančnih instrumentov in/ali storitev,
- so enakovredno obravnavani, ko so aktivni na trgu.

Zgoraj navedena definicija vsebuje tri pomembne značilnosti.

Prvič, ne vključuje nujno poenotenja finančnih struktur med območji, kjer integracija poteka. Velikokrat razvijejo posamezne regije različne finančne strukture že preden proces integracije steče. Prav nič nenavadno ni, če se tudi po tem, ko so regije že integrirane, te razlike ohranijo. Težko je trditi, da bo finančna integracija vodila tudi h konvergenci finančnih struktur.

Drugič, definicija poudarja, da finančna integracija ne pomeni nujno odstranitev nasprotij, ki ovirajo optimalno razporeditev kapitala. Bistvo finančne integracije je, kako ta nasprotja vplivajo na različna območja. Tudi če nasprotja obstajajo, je z vidika finančne integracije pomembno le, da imajo ta nasprotja enakomeren (simetričen) vpliv na obravnavana območja.

Tretjič, popolna finančna integracija zahteva, da imajo tako investitorji, ki povprašujejo po možnostih investiranja, kot tudi podjetja, ki jih ponujajo, do njih enakovreden dostop, ne glede na to, od kod prihajajo. Pomembno je, da tudi po vstopu akterjev ne prihaja do diskriminacije ne podlagi tega, iz katerih območij ti akterji prihajajo. Če neka struktura sistematično diskriminira tuje investicijske priložnosti zaradi npr. nacionalnih zakonskih omejitev, potem to območje ni finančno integrirano. Ko pa neka regija ne daje prednosti domačim investitorjem pred tujimi, vendar vključuje določene omejitve za tuja podjetja, govorimo le o delni finančni integraciji.

Zgornja definicija je tesno povezana z zakonom ene cene (angl. *the law of one price*), ki ga številne študije (npr. Adam, Jappelli, Menichini, Padula & Pagano, 2002) uporabljajo za definiranje finančne integracije. Zakon ene cene pravi, da morajo imeti sredstva, ki proizvajajo enak denarni tok in so enako tvegana, enako ceno ne glede na to, kje se z njimi trguje. Če zakon ene cene ne drži, obstaja možnost arbitraže. V primeru, da ni diskriminacije pri investiranju kapitala, lahko vsak investitor izkoristi arbitražo, ki s tem preneha obstajati, in ponovno se vzpostavi zakon ene cene.

Čeprav ostaja zakon ene cene osnova za razvijanje kvantitativnih meril finančne integracije, ne vključuje pomembnega vidika finančne integracije, saj nam ne pove, ali je ponudba možnosti investiranja diskriminatorna ali ne. Zakon ene cene lahko preverimo le za instrumente, ki so objavljeni. Če se neko sredstvo nahaja v regiji, v drugi regiji pa ga zaradi diskriminatornih pravil ni, potem kljub temu, da zakon ene cene ni kršen, ne moremo govoriti o finančno integriranem območju (Baele et al., 2004, str. 7).

1.2 Prednosti in pomen finančne integracije

Med avtorji študij s področja finančne integracije prevladuje prepričanje, da v celoti gledano koristi le-te prevladajo nad stroški. Baele et al. (2004, str. 7–10) omenjajo tri splošno priznane

prednosti, ki jih prinaša finančna integracija: delitev tveganja, izboljšana razporeditev kapitala in gospodarska rast. Spodaj so te prednosti podrobneje opisane.

Pomemben element finančne integracije bi morale biti dodatne možnosti za delitev tveganja in za enakomernejšo medčasovno razporeditev potrošnje. Povečanje števila finančnih instrumentov in medregijskega lastništva sredstev naj bi prineslo dodatne možnosti za razpršitev portfelja in porazdelitev tveganja med posameznimi regijami. Teoretični modeli delitve tveganja poudarjajo, da kadar agenti v nekem območju popolnoma porazdeljujejo tveganje, se njihova poraba giblje podobno kot poraba agentov v drugih regijah tega območja in ne glede na šoke v posameznih regijah (Baele et al., 2004, str. 7).

De Grauwe (2009, str. 255–258) izpostavlja pomen integracije finančnih trgov za uspešno delovanje Ekonomske in monetarne unije (EMU). Integracija namreč lahko služi kot zavarovalni mehanizem in omogoča lažje prilagoditve asimetričnim šokom, saj zagotavlja različne kanale delitve tveganja. Ti kanali v primeru integracije omogočajo prebivalcem držav, ki jih je prizadel negativen šok, da utrpijo manjšo škodo in tako ohranijo svoj dohodek na relativno visokem nivoju (v primerjavi s proizvodnjo). Nasprotno se zaradi delitve tveganja prebivalcem držav v konjunkturi dohodek poveča manj, kot se poveča njihov proizvod.

Tesno povezana z boljšo razporeditvijo kapitala je tudi dodatna gospodarska rast. Način, kako se višja rast doseže, je predvsem boljša finančna razvitost. Finančna integracija povečuje pretok sredstev za investiranje v nekaterih regijah vsakič, ko je omogočen lažji dostop do možnosti investiranja v teh regijah. Pogoj je, da so te regije bolj produktivne od tujih (Baele et al., 2004, str. 8). Izboljšan proces razporeditve finančnih virov, ki so na razpolago za investiranje, naj bi imel pozitiven vpliv na ravnovesno raven bruto domačega proizvoda in potencialno na njegovo rast preko višjih investicij v človeški in fizični kapital ter v raziskave in razvoj (London Economics, 2002, str. 5).

Kose, Prasad, Rogoff in Wei (2006) poudarjajo, da pozitivni učinki finančne integracije na gospodarsko rast velikokrat niso očitni in potrebno je določeno časovno obdobje, da se pokažejo. Vedno več dokazov potrjuje, da finančna integracija služi kot pomemben katalizator za številne posredne koristi, ki jih omenjeni avtorji imenujejo posredne koristi, saj običajno ne predstavljajo primarne motivacije državam za pričetek procesa finančne integracije. Te posredne koristi lahko vključujejo razvoj domačega finančnega sektorja, izboljšave pri organizaciji in delovanju institucij ter oblikovanje boljših makroekonomskih politik. Omenjene koristi se nato izrazijo v večji gospodarski rasti države, navadno preko izboljšane alokacijske učinkovitosti.

1.3 Merjenje finančne integracije

Z ustanovitvijo EMU ter nato še dodatno z uvedbo evra je postalo vedno bolj pomembno vprašanje finančne integracije tega območja. Tako za centralne banke kot tudi za regulatorje je za uspešno delovanje v tej smeri zagotovo pomembno spremljanje napredka pri sami integraciji. Analize preteklega napredka in aktualnega stanja podajajo pomembne informacije, ki so nato uporabljene pri ukrepih in projektih, oblikovanih s strani institucij, ki lahko s svojim delovanjem pomembno pripomorejo k večji integraciji. Za namen spremljanja in raziskovanja evropske

finančne integracije so bile že kmalu po uvedbi evra oblikovane raziskovalne skupine¹ in opravljene številne študije.

V študijah se za merjenje stopnje finančne integracije največkrat pojavljajo tri skupine meril: merila, vezana na cene, na novice in na količine.

Prvi dve skupini meril sta tesno povezani s samo definicijo finančne integracije in zakonom ene cene. Cenovna merila (angl. *price-based measures*) merijo razlike v cenah oziroma donosih sredstev, ki so posledica njihovega geografskega izvora. To predstavlja neposredno preveritev zakona ene cene, ki drži v primeru popolne integracije. Če imajo sredstva ustrezno podobne lastnosti, lahko kot primerjavo uporabimo direktno cene ali donose (Baele et al., 2004, str. 11). Trga, ki zaradi denarnih tokov in značilnosti tveganja omogočata precej enostavno ugotavljanje skladnosti z zakonom ene cene, sta denarni trg in trg državnih obveznic. Z naraščajočo integracijo naj bi se donosi vedno bolj izenačevali, seveda če v obzir vzamemo kreditna in likvidnostna tveganja (Baltzer, Cappiello, De Santis & Manganelli, 2008, str. 7).

Na drugi strani donosi podjetniških obveznic, obrestne mere za kredite nebančnemu sektorju in gibanja vrednosti delnic niso neposredno primerljivi, saj so zanje značilni različni denarni tokovi in izredno raznoliki vzroki tveganj (Baltzer et al., 2008, str. 7). V takih primerih, ko neposredna direktna primerjava ni mogoča, moramo upoštevati razlike v sistematičnih vzrokih tveganj in ostale pomembne lastnosti. Upoštevanje te razlike lahko oblikujemo več meril. Presečna razpršitev razlik med obrestnimi merami in donosi lahko na primer pove, kakšno stopnjo integracije dosegajo posamezni deli trga. Podobno lahko uporabimo podatek o beta konvergenci kot indikator hitrosti, s katero poteka integracija trgov. Dodatno nam merjenje stopnje variacije cen oziroma donosov med državami v primerjavi z variacijo znotraj posameznih držav lahko služi kot uporaben indikator stopnje integracije posameznih trgov (Baele et al., 2004, str. 11).

Na novice vezana merila (angl. *news-based measures*) so nekoliko redkeje uporabljena, saj jih ne moremo uporabiti za vse trge (npr. za denarni trg in trg podjetniških obveznic), pa tudi njihov izračun je nekoliko težji in manj enoznačen. Če so trgi integrirani, potem lahko vpliv lokalnih šokov učinkovito znižamo z diverzifikacijo in tako na cene večinoma vplivajo le skupni dejavniki. Ta merila tako proučujejo, koliko so donosi nacionalni sredstev povezani z donosi reprezentativnih sredstev nekega območja. Ceteris paribus, večji kot je del cenovne variacije sredstev pojasnjene s skupnimi dejavniki, večja je stopnja integracije. Pri izvedbi teh meril je pomembna tudi izbira reprezentativnega sredstva. V primeru trga 10-letnih državnih obveznic se navadno za primerjavo uporabljajo nemške obveznice (Baltzer et al., 2008, str. 8).

Tretja, obsežnejša skupina meril integracije, je vezana na količino (angl. *quantity-based measures*). Količinsko osnovane kazalnike lahko oblikujemo na podlagi podatkov o čezmejnem lastništvu sredstev oziroma na podlagi obsega finančnih tokov med območji (Baltzer et al., 2008, str. 10). Večja stopnja finančne integracije naj bi pomenila, da investitorji držijo v svojih

¹ Evropska centralna banka (ECB) in Center za finančne študije (CFS) sta v aprilu 2002 oblikovala skupno raziskovalno mrežo za spodbujanje raziskovanja na področju kapitalskih trgov in finančne integracije v Evropi. Glavni namen te mreže je koordinacija in spodbujanje vrhunskih in za oblikovanje politik pomembnih raziskav, ki pomembno vplivajo na naše razumevanje trenutne in prihodnje strukture in integracije finančnega sistema (www.eu-financial-system.org).

portfeljih vse večji delež vrednostnih papirjev in investicij iz drugih držav tega območja. Večanje deleža tujih finančnih instrumentov je posledica dejstva, da naj bi že po definiciji finančna integracija omogočala investitorjem lažji dostop do njih. Ukrepi, ki odpravljajo ovire pri čezmejnem poslovanju in olajšujejo prenos informacij in samih sredstev med posameznimi regijami, imajo pri tem odločilen vpliv.

Vsa omenjena merila imajo seveda določene pomanjkljivosti, vendar razmere na trgih v zadnjih letih še posebej otežuje ocenjevanje cenovnih meril integracije, saj se lahko pripeti, da ta merila ne ločujejo ustrezno med spremembami, ki so posledica kreditnega stanja izdajatelja nekega vrednostnega papirja, in med spremembami zaradi same finančne integracije. Zato je potrebno merila integracije v teh vihravih časih še posebej pazljivo oblikovati in razlagati (ECB, 2011, str. 12).

2 DENARNI TRGI EVROOBMOČJA

Denarni trg je navadno definiran kot trg kratkoročnih finančnih instrumentov z dospelostjo do enega leta. Znotraj denarnega trga obstaja več segmentov, za ugotavljanje stopnje integracije pa se največkrat uporabljajo podatki za nezavarovan segment denarnega trga in za trg povratnih odkupov (repo trg).

Nezavarovan depozitni trg (angl. *unsecured deposit market*) predstavlja trg, kjer si kreditne institucije izmenjujejo kratkoročno likvidnost brez kakršnega koli jamstva. Pri tem gre za nezavarovane transakcije, preko katerih banke uravnavajo svojo likvidnost oziroma upravljajo s svojo kratkoročno naložbeno politiko (Bole & Ferjančič, 2003, str. 2). Količina obsega trgovanja glede na ročnost je znotraj tega trga neenakomerna, največkrat pa gre za transakcije z najkrajšimi ročnostmi (večinoma preko noči oziroma z ročnostjo do 30 dni). Z uvedbo evra leta 1999 sta bila vpeljana tudi dva nova indeksa, in sicer EONIA in EURIBOR. EONIA (*euro overnight index average*) je referenčna obrestna mera za posojila čez noč in je izračunana s strani ECB na osnovi ponderiranega povprečja vseh transakcij nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu. EURIBOR (*euro interbank offered rate*) pa je referenčna obrestna mera na dane depozite s standardizirano ročnostjo od enega tedna pa do enega leta. Za posamezne ročnosti tako predstavlja obrestno mero, po kateri so na voljo evrski medbančni depoziti, in je izračunan dnevno kot povprečje ponujenih obrestnih mer predstaviškega odbora bank (Baele et al., 2004, str. 23–24).

Trg povratnih odkupov ali repo trg (angl. *repo market*) je trg, na katerem finančni agentje izmenjujejo vrednostne papirje za likvidnost z istočasnim dogovorom o povratnem odkupu teh papirjev na dogovorjen datum v prihodnosti in po dogovorjeni ceni, ki je seveda nekoliko višja od prvotne (Baele et al., 2004, str. 24). S tem investitor (posojilodajalec) s presežki denarja kupi vrednostni papir od njegovega imetnika (posojilojemalca), ki si na ta način zagotovi cenejši najem finančnih sredstev za svoje poslovanje. Sprva v Evroobmočju ni bilo enotne referenčne obrestne mere, ki bi veljala za to področje, leta 2002 pa je bil prvič objavljen indeks EUREPO, ki predstavlja referenčno vrednost za zavarovane transakcije na evrskem denarnem trgu.

2.1 Pomen integracije denarnega trga

Merjenje stopnje integracije denarnih trgov evrskega območja je pomembno iz več razlogov. Prvič, ta trg je osrednjega pomena za učinkovito implementacijo skupne denarne politike območja, saj predstavlja prvo stopnjo transmisijskega mehanizma za vodenje denarne politike. Denarni trg je pogosto uporabljen s strani Evrosistema za zagotavljanje likvidnosti na trgu. Primer tega so transakcije povratnih odkupov, ki so eden glavnih instrumentov operacij refinanciranja. Visoka stopnja integracije denarnih trgov je zato bistvenega pomena za zagotavljanje učinkovitega toka likvidnosti med trgi in preko državnih meja, tako da je potrebna likvidnost razporejena enakomerno znotraj denarnih trgov. Kako pomemben je učinkovit pretok likvidnosti se je posebej izkazalo po propadu banke Lehman Brothers, ko so banke zaradi negotovosti na trgu začele kopičiti sredstva za likvidnost. Posojanje je takrat skoraj ugasnilo, zahteve glede poroštev so se povišale, prav tako pa tudi obrestne mere.

Poleg tega omogoča višja stopnja integracije na tem področju tudi učinkovitejšo alokacijo sredstev in učinkovitejše določanje cen kratkoročnega dolga znotraj Evroobmočja (Baele et al., 2004, str. 23).

2.2 Cenovna merila integracije denarnega trga

Za merjenje cenovnih meril integracije denarnega trga uporablja Evropska centralna banka (ECB, 2007, str. S4) v nadaljevanju opisano metodologijo, ki temelji na podatkih Evropske bančne federacije (EBF). EBF objavlja dnevne podatke na nivoju posameznih institucij, ki so združeni v indekse tako za nezavarovan kot tudi za zavarovan medbančni trg. Podatki vključujejo tri indekse (EONIA, EURIBOR in EUREPO), ki so objavljeni za različne ročnosti.

Ti indikatorji predstavljajo netehtane standardne odklone (D_t) povprečnih dnevnih obrestnih mer, ki prevladujejo v vsaki državi članici Evroobmočja. Posredovane obrestne mere so obravnavane kot nacionalne obrestne mere države c , če se banka, ki posreduje to obrestno mero, nahaja v tej državi. Pomanjkljivost pri tem je, da država oziroma lokacija nasprotne strani, ki je v to transakcijo vključena, ni znana, zato se lahko pripeti, da se obrestna mera nanaša na transakcijo z banko, ki ni znotraj te države c .

Število držav Evroobmočja (n_t v spodnji formuli) označuje število držav, ki so sprejele evro v navedenem obdobju:

$$D_t = \sqrt{\frac{1}{n_t} \sum_c (r_{c,t} - r_t)^2} \quad (1)$$

kjer $r_{c,t}$ predstavlja netehtano povprečje obrestne mere $r_{i,t}^c$ posredovane s strani posamezne m_c banke v času t v dani državi c :

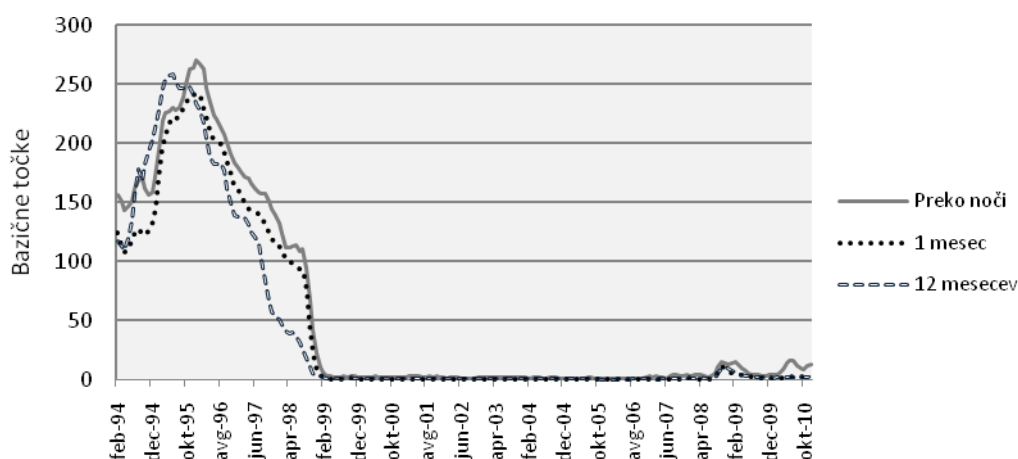
$$r_{c,t} = \frac{1}{m_c} \sum_i r_{i,t}^c \quad (2)$$

Povprečje Evroobmočja r_t je izračunano kot netehtano povprečje nacionalnih povprečij obrestnih mer $r_{c,t}$. Podatki so izravnani z izračunom 61-dnevnih drsečih sredin standardnih odklonov, preoblikovanih v mesečne podatke.

2.2.1 Začetki evra in obdobje pred krizo

Spodnja Slika 1 prikazuje prečni prerez meddržavnih standardnih odklonov povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu za države Evroobmočja. Vidimo, da je tako za zapadlost preko noči (EONIA) kot tudi za enomesečno in enoletno zapadlost (EURIBOR) po uvedbi evra vrednost močno padla. Še sredi devetdesetih let so dosegli standardni odkloni vrednosti preko 250 bazičnih točk, z letom 1996 pa se je pričel strm upad. V začetku leta 1999 se je vrednost spustila na vsega nekaj bazičnih točk in se obdržala na približno istem nivoju tudi naslednjih nekaj let. Izjemno nizke vrednosti standardnih odklonov nakazujejo na visoko integriran nezavarovan denarni trg.

Slika 1: Meddržavni standardni odkloni povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu za posamezne zapadlosti



Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

Podobno kot za nezavarovan trg velja tudi za trg povratnih odkupov. Ker se indeks EUREPO izračunava šele od leta 2002, podatki o tem, kako je napredovala integracija na tem trgu pred uvedbo evra in takoj po njej, niso na voljo. Vseeno lahko s Slike 4 na strani 10, ki prikazuje meddržavne standardne odklone za enomesečne in enoletne repo obrestne mere v Evroobmočju, razberemo, da so znašale vrednosti standardnih odklonov pred krizo le približno eno bazično točko in so s tem nakazovale na visoko stopnjo integracije.

2.2.2 Obdobje gospodarske krize

Prav evrski denarni trg, ki je v letih po uvedbi evra veljal za najbolj integriranega, je kriza najbolj prizadela. Prvi znaki nestabilnosti na tem trgu so se začeli pojavljati že v drugi polovici leta 2007. Pretresi na globalnih finančnih trgih so prinesli likvidnostne težave predvsem na kratkoročnih denarnih trgih. Obrestne mere za posojila čez noč so doživele strmo povišanje. To

se je odrazilo v povečani volatilnosti obrestnih mer med bankami, ki so zajete v EONIA vzorec (ECB, 2008, str. 11).

Tudi v nadaljevanju krize je bilo dogajanje na denarnem trgu predvsem posledica večjih pretresov oziroma različnih stopenj v krizi. Po manjšem popravku v sredini leta 2008 je poglobitev krize in s tem izreden skok obrestnih mer prinesla jesen tega leta, ko je prišlo do bankrota banke Lehman Brothers. Zaradi vedno večjih skrbi o kreditni sposobnosti ostalih udeležencev in negotovost o njihovih likvidnostnih stanjih so si banke med sabo posojale le še sredstva z najkrajšo ročnostjo ali pa so na zavarovanem trgu povišale svoje zahteve glede poroštev. Na nezavarovanem trgu je likvidnost sredstev z ročnostjo nad enim tednom usahnila, sredstev z daljšo ročnostjo pa skorajda ni bilo več na voljo. Večina nezavarovanega medbančnega posojanja je tako zavzelo posojanje čez noč, vendar je bila tudi tu likvidnost nizka (ECB, 2009, str. 14).

Dejstvo, da so bila tudi medbančna posojila z zelo kratko ročnostjo obravnavana kot tvegana, lahko razloži povišano razpršitev obrestnih mer na denarnem trgu. V primeru asimetričnih informacij, ko na primer vlada visoka negotovost o številu tveganih izposojevalcev na medbančnem trgu, pride do povišanja obrestnih mer in zato se netvegani posojilojemalci, ki tako visokih obrestnih mer niso pripravljeni plačevati, odločijo izstopiti s trga. S tem se tveganje na trgu le še poveča in številne banke prenehajo s posojanjem ostalim bankam, kar dodatno zniža likvidnost in poveča volatilnost na medbančnem trgu (ECB, 2009, str. 14).

V letu 2009 so se razmere na denarnem trgu nekoliko umirile, predvsem zaradi postopnega učinka različnih ukrepov. Največ je k izboljšanju položaja na denarnem trgu prispeval ukrep ECB, ki je za zagotavljanje likvidnosti ponudila neomejene vsote s fiksno obrestno mero in ročnostjo do enega leta.

Po znižanju obrestnih mer na raven z začetka krize je leto 2010 prineslo ponovno poslabšanje. Glavni dejavnik je bilo poslabšanje fiskalnih razmer v nekaterih evrskih državah in pojavile so se napetosti kot posledica višjih ocen kreditnih tveganj nekaterih držav in finančnih institucij ter nevarnosti okuženosti trga. To pa je poleg pretresov na trgu državnih obveznic prineslo tudi velike razlike v standardnih odklonih obrestnih mer na denarnem trgu (ECB, 2011, str. 11,14).

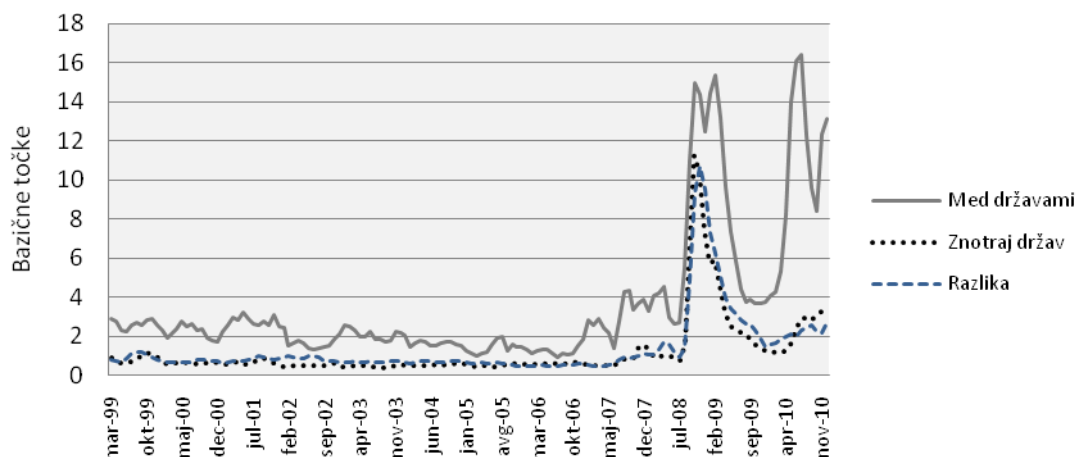
Slika 2 prikazuje gibanje meddržavnih standardnih odklonov povprečnih obrestnih mer na evrskem nezavarovanem medbančnem trgu. Standardni odkloni obrestnih mer indeksa EONIA jasno prikazujejo napetosti na denarnem trgu. Pred krizo je vrednost znašala celo manj kot eno bazično točko, nato pa je z 4 bazičnih točk konec leta 2007 poskočila na vrednost skoraj 15 bazičnih točk v jeseni 2008. Z izrednimi ukrepi je centralnim institucijam uspelo vrednost znižati skoraj na raven pred krizo. Z izbruhom dolžniške krize nekaterih držav v letu 2010 je vrednost standardnih odklonov za depozite čez noč ponovno skokovito narasla in poleti 2010 presegla vrednost 16 bazičnih točk.

Podobno gibanje, a nekoliko manj izrazito kot na trgu posojil čez noč, je vidno tudi pri meddržavnih standardnih odklonih za enomesečne in enoletne EURIBOR obrestne mere. Upad likvidnosti na trgu te ročnosti in ocenjena višja tveganja igralcev na trgu sta pomenila strm porast standardnih odklonov po propadu investicijske banke Lehman Brothers. Za razliko od trga

posojil preko noči je bilo pri daljših ročnostih znižanje hitrejše. Po umiritvi leta 2009 je v letu 2010 sledila ponovna rast standardnih odklonov, ki pa ni tako očitna kot pri posojilih čez noč.

Pomemben je obenem podatek, da so za tak porast leta 2010 in sedanje visoke vrednosti standardnih odklonov EONIA obrestnih mer krive predvsem evrske države z javnofinančnimi težavami. Če pri podatkih izločimo nekatere najbolj problematične države, se vrednosti znižajo na skoraj zanemarljivo raven (ECB, 2011, str. 15).

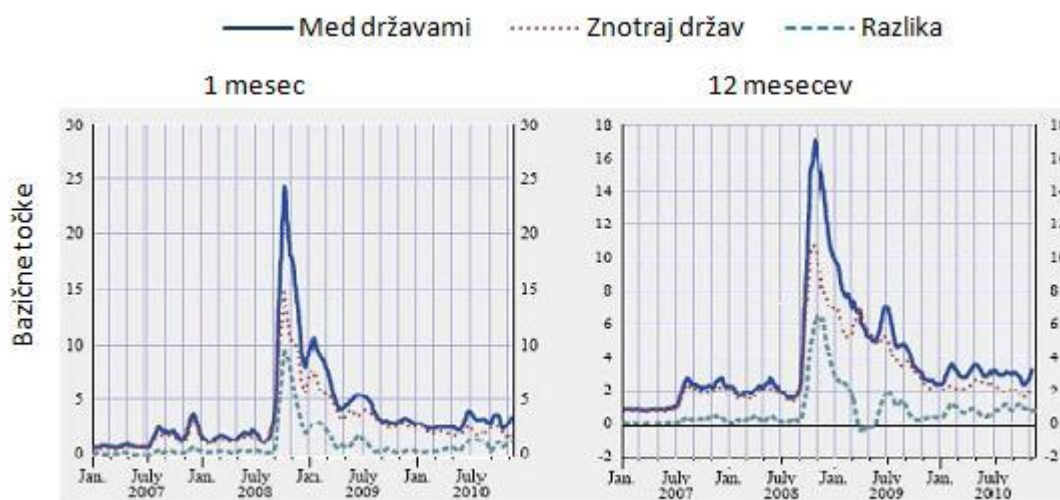
Slika 2: Meddržavni standardni odkloni povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu za posamezne zapadlosti po letu 1999



Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

Za oceno, koliko je k porasti v razpršitvi obrestnih mer na denarnem trgu prispevalo splošno stanje na trgu in koliko je k temu prispevala razčlenjenost znotraj nacionalnih meja, moramo primerjati standardne odklone obrestnih mer znotraj držav z meddržavnimi. Slika 3 prikazuje primerjavo celotnih standardnih odklonov EURIBOR obrestnih mer na skupnem denarnem trgu Evroobmočja s povprečjem standardnih odklonov znotraj posameznih držav. Kot vidimo je bila razlika največja jeseni 2008, ko je bila svetovna finančna kriza na vrhuncu. Negotovosti na trgu so povzročile veliko meddržavno razčlenjenost, saj so bili standardni odkloni (kljub vsesplošnemu porastu) znotraj držav precej manjši kot med državami. Razlike so se leta 2009 začele zmanjševati, vseeno pa še vedno ostajajo na višji ravni kot pred krizo (ECB, 2011, str. 15).

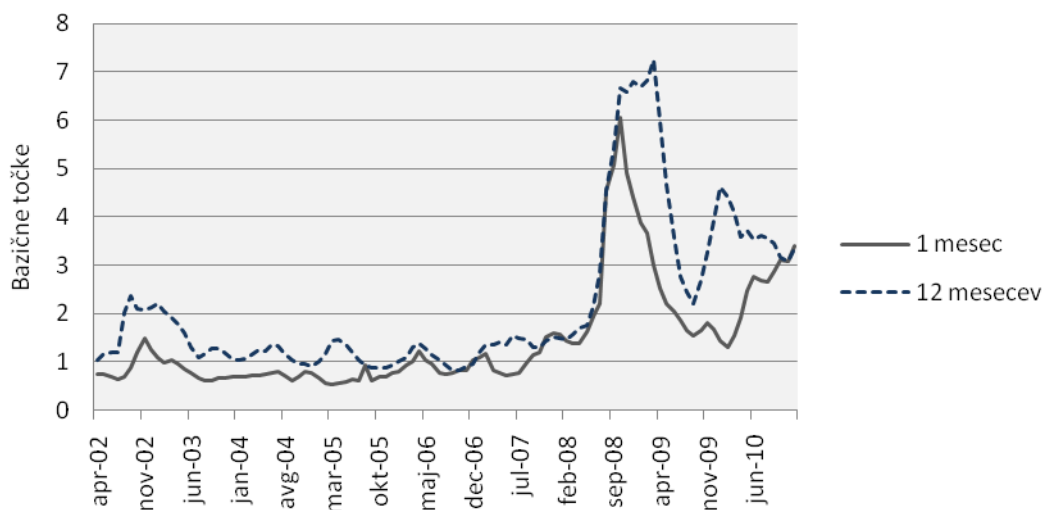
Slika 3: Standardni odkloni za EURIBOR



Vir: ECB, *Financial integration in Europe*, 2011, str. 16.

Slika 4 prikazuje še gibanje meddržavnih standardnih odklonov za obrestne mere na trgu povratnih odkupov evrskih držav, kjer pa skoki niso bili tako intenzivni. Po prvotnem porastu za več bazičnih točk se je njihova vrednost sredi leta 2009 vrnila skoraj na raven izpred krize, vendar fiskalne težave nekaterih držav in dolžniška kriza nista prizanesla niti temu trgu. Kot zavarovanje se namreč na repo trgih uporabljajo tudi državne obveznice. Napovedi javnofinančnega stanja za nekatere države so bile v tem času precej spremenjene na slabše, kar je pomenilo porast tveganja nekaterih državnih obveznic in s tem porast obrestnih mer na repo trgu.

Slika 4: Meddržavni standardni odkloni povprečnih medbančnih obrestnih mer na trgu povratnih odkupov



Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

Kot je razvidno s Slike 1 na strani 7, so vrednosti v času krize kljub povišanju še vedno na zelo nizki ravni v primerjavi z obdobjem pred uvedbo evra in stopnja integracije na podlagi teh kazalcev še vedno ostaja na precej višji ravni. Vseeno pa primerjava cenovnih meril integracije

denarnega trga v letih pred krizo in med njo razkriva, da je finančna kriza močno vplivala na ta trg in pomeni korak nazaj v prizadevanju k višji stopnji integracije.

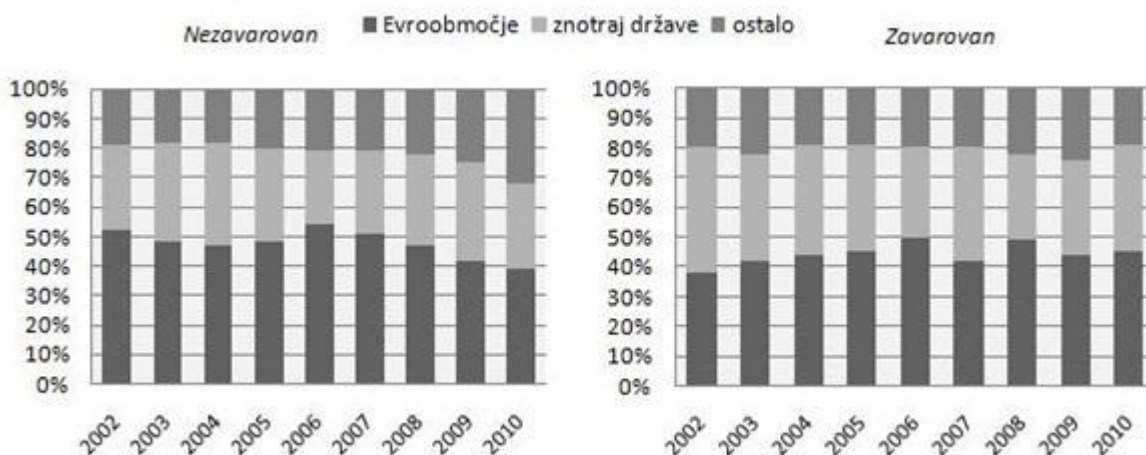
2.3 Količinska merila integracije denarnega trga

V nasprotju s cenovnimi merili integracije količinska ne podajajo slike o tako visoki stopnji integracije denarnega trga Evroobmočja. Leta 2001 je delež kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev izdanih s strani rezidentov evrskih držav, ki so pristali v lasti rezidentov drugih držav tega območja, znašal le 7 odstotkov in se do leta 2005 zvišal na vsega 12 odstotkov.

Slika 5 prikazuje geografsko razčlenitev nasprotnih strani pri transakcijah za nezavarovan denarni trg ter geografsko razčlenitev poroštev na zavarovanem repo trgu. Pri nezavarovanem trgu je bilo leta 2006 približno 55 odstotkov udeležencev v transakcijah iz ostalih držav Evroobmočja, iz iste države pa le slabih 25 odstotkov. Po letu 2006 je začelo razmerje padati v korist domačih udeležencev. Pomembno je k spremembi razmerij vplival tudi sam padec obsega transakcij na tem trgu. Padajoči trend je bil na nezavarovanem trgu predvsem posledica zmanjšane obsega izposojanja od in posojanja domačim udeležencem in udeležencem iz drugih evrskih držav z instrumenti s kratko ročnostjo, saj se je obseg v letih krize vztrajno zniževal. Vendar pa ta odmik od domače izpostavljenosti ni pomenil večjega zanašanja na udeležence iz drugih držav Evroobmočja. Znižanje teh dveh deležev je namreč prišlo zaradi večje izpostavljenosti izven evrskega območja (ECB, 2011, str. 17). Leta 2010 je ta delež znašal že skoraj tretjino.

Nekoliko manj enoznačno dogajanje je bilo na repo trgih. Tudi tukaj je na spremembe v razmerjih pomembno vplival padec obsega transakcij. V primerjavi z letom 2008 se je do leta 2010 relativno povečalo poslovanje znotraj državnih meja, saj je delež domačih udeležencev v transakcijah opazno narasel. Delež udeležencev iz drugih evrskih držav je nekoliko padel, delež ostalih pa za razliko od nezavarovanega trga ostal približno enak.

Slika 5: Geografska razčlenitev za nezavarovan in zavarovan denarni trg



Vir: ECB, Euro Money Market Survey 2010, str. 9, 14.

3 TRGI DRŽAVNIH OBVEZNIC EVROOBMOČJA

Trg državnih obveznic je za države z evrom velikega pomena, saj izdajanje obveznic predstavlja za države izredno pomemben vir financiranja. Državne obveznice običajno služijo tudi kot osnova za določanje cen ostalim instrumentom in se pogosto uporabljajo za poroštvo pri različnih finančnih transakcijah (Baele et al., 2004, str. 34).

3.1 Prednosti integracije trga državnih obveznic

Baele et al. (2004, str. 34) naštevajo številne možne prednosti, ki jih prinaša večja integracija trga državnih obveznic. Prvič, države lahko s podpiranjem integracije pomembno znižajo stroške financiranja svojega dolga. Če je trg državnih obveznic integriran, lahko investitorji lažje geografsko diverzificirajo svoje naložbe in tako zmanjšajo izpostavljenost izključno lokalnim ekonomskim tveganjem. Manjše tveganje pomeni, da obenem za svoje naložbe ne zahtevajo tako visokega donosa, kar za države pomeni nižja obrestna plačila. Podobno lahko z zagotavljanjem večje likvidnosti obveznic države znižajo zahtevani donos in s tem zmanjšajo stroške zadolževanja.²

Drugič, z nadaljnjo integracijo bi lahko povečali transparentnost in uvedli bolj homogeno cenitev obveznic. Posledica tega bi bila, da bi državne obveznice podobnih dospelosti postale bližnji substituti, kar bi omogočilo udeležencem na trgu dostop do širšega obsega instrumentov za poroštva, za kar se večinoma uporabljajo prav državne obveznice.

Prav tako se kot prednost večje integracije trga državnih obveznic omenja možnost boljšega prenosa denarne politike. Povečanje likvidnosti in učinkovitosti ter splošno poenotenje trga državnih obveznic v državah Evroobmočja bi lahko vodilo k bolj simetričnim vplivom skupne denarne politike.

3.2 Cenovna merila integracije trga državnih obveznic

Navadno se kot najboljše mere integracije upošteva tiste, ki temeljijo na zakonu ene cene. Pri obveznicah se osredotočamo na njihov donos. Če predpostavljamo, da je stopnja sistematičnega tveganja identična med državami, potem bi moral v popolnoma integriranih trgih biti tudi pribitek za tveganje med temi državami identičen in s tem bi morali biti donosi državnih obveznic z isto dospelostjo prav tako izenačeni. V idealnem primeru bi za merjenje stopnje integracije nekega trga državnih obveznic izračunali razliko med lokalnim donosom in donosom, ki bi veljal na popolnoma integriranem trgu. Ker donos na popolnoma integriranem trgu ni neposredno na voljo, je med ekonomisti praksa, da se za najboljši približek za 10-letno dospelost uporablja donos nemških državnih obveznic. Več študij je potrdilo, da je trg 10-letnih nemških državnih obveznic zelo dobro integriran s svetovnimi kapitalskimi trgi in zaradi visoke stopnje likvidnosti zelo privlačen za mednarodne investitorje. Donos nemških obveznic se zato uporablja kot dober približek tistega, ki bi veljal pri popolnoma integriranem trgu (Baele et al., 2004, str. 37–38). V nadaljevanju se večina indikatorjev nanaša na trg 10-letnih državnih obveznic, kjer se

² Adjaouté in Danthine (2003, str. 18) sta ocenila, da bi z nadaljnjo integracijo trga državnih obveznic po podatkih za konec leta 2000, takratne države Evroobmočja lahko privarčevale tudi do 5 milijard evrov.

primerja donose napram nemškim državnim obveznicam, za državne obveznice krajših dospelosti (npr. 2- in 5-letne) pa se za t. i. *benchmark* uporablja donose francoskih državnih obveznic.

Državne obveznice različnih držav imajo seveda različne donose. Običajno razlike v donosih obveznic posameznih držav odražajo tri vrste tveganj (Manganelli & Wolswijk, 2007, str. 11):

- Tveganje deviznega tečaja (angl. *exchange rate risk*) se nanaša na tveganje za investitorje zaradi neugodnega gibanja deviznega tečaja (ki je lahko povezano z razlikami v inflaciji, kredibilnostjo denarne politike ali tudi z vzdržnostjo fiskalnega stanja).
- Likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*) je tveganje prodaje manj likvidnih sredstev v slabših razmerah na trgu (višji transakcijski stroški, večji vpliv cene) v primerjavi z bolj likvidnimi sredstvi.
- Kreditno tveganje ali tveganje nepoplačila dolga (angl. *credit or default risk*) pa se nanaša na nezmožnost poplačila dolga s strani izdajatelja obveznice, ki ni sposoben plačati obresti in/ali odplačati glavnice, kar je v glavnem posledica slabih fiskalnih razmer.

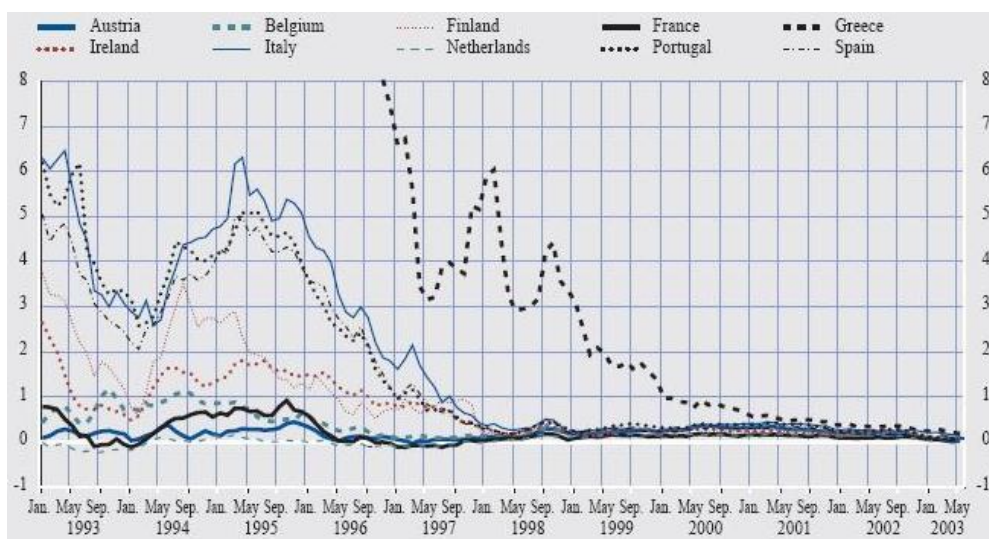
Dodatno lahko k večjim razlikam med donosi prispevajo tudi drugi tehnični dejavniki. Sem spadajo npr. razlike v davčnih ureditvah in različni postopki izdaje, kliringa ter poravnav (Manganelli & Wolswijk, 2007, str. 11).

3.2.1 Začetki evra in obdobje pred krizo

Kot kaže Slika 6 se je proces zbliževanja donosov državnih obveznic pričel v zadnjih letih pred uvedbo evra. Za države pristopnice so se razlike zmanjšale na nizko raven že v začetku leta 1998. Le za Grčijo se je proces zniževanja razlike donosa v primerjavi z nemškimi obveznicami pričel kasneje, saj je bila v Evroobmočje sprejeta naknadno. Sama konvergenca je bila v največji meri posledica podobno močne konvergence v samih temeljih. Največ je k zbliževanju pripomogla večja stabilnost deviznih tečajev. Z bližanjem dneva vpeljave evra se je namreč zmanjševala (in nato odpravila) verjetnost, da bo država izvedla devalvacijo svoje valute (Baele et al., 2004, str. 38). Lep primer je razlika med obrestno mero italijanske in nemške 10-letne obveznice. Marca 1996 je bila razlika med njunima donosoma 444 bazičnih točk. To razliko lahko razložimo kot premijo, ki jo je morala Italija plačati za tveganje, da bo lira devalvirana, in za tveganje bankrota države. Če pa preračunamo razliko v isto valuto (v tem primeru v nemško marko), bi bila razlika le 81 bazičnih točk, kar predstavlja premijo za tveganje nezmožnosti poplačila obveznic s strani Italije. Razlika 363 bazičnih točk predstavlja torej tveganje devalvacije italijanske lire (De Grauwe, 2009, str. 240).

Poleg stabilnosti deviznih tečajev je k vedno manjšim razlikam pripomoglo tudi poenotenje ekonomskih in denarnih politik, kar je prineslo konvergenco inflacijskih pričakovanj v državah pred uvedbo evra. Dodatno naj bi omejitve fiskalnih politik, ki so bile sprejete v Paktu stabilnosti in rasti, pomagale ohraniti kreditna tveganja držav na nižji ravni (Baele et al., 2004, str. 38).

Slika 6: Razlike v donosih 10-letnih državnih obveznic v primerjavi z nemškimi pred in po uvedbi evra (v odstotnih točkah)



Vir: L. Baele et al., *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, 2004, str. 37.

Zgornja slika prikazuje, da je do največjih razlik prišlo pri državah s slabšim ugledom oziroma s slabšo bonitetno oceno. Donosi so se najbolj znižali Grčiji, Italiji, Španiji, Portugalski in Irski. Pri Avstriji, Franciji in Nizozemski je bilo znižanje precej manjše, vseeno pa so se donosi dodatno približali in uskladili z nemškimi. Kljub temu da imajo omenjene tri države enako bonitetno oceno kot Nemčija³, pa so morale te države tudi po prevzemu skupne valute plačevati nekoliko več, predvsem zaradi slabše likvidnosti njihovih obveznic.

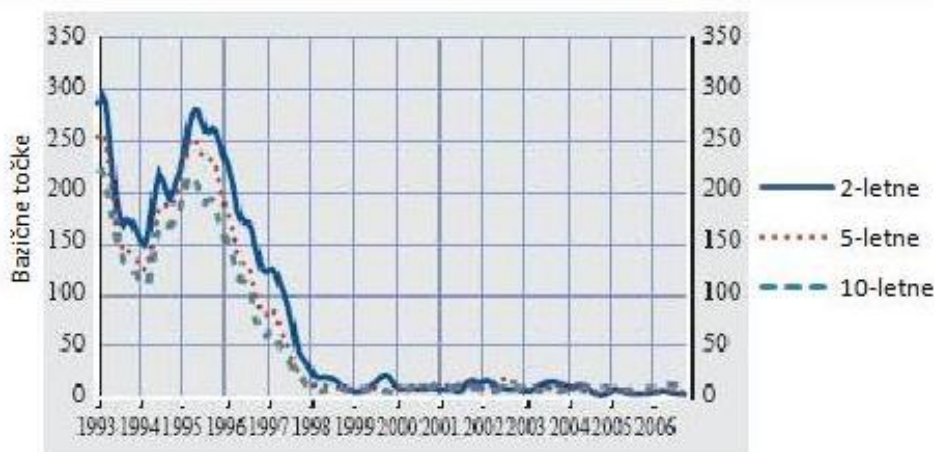
Preprosto merilo integracije na trgu državnih obveznic je osnovano na standardnem odklonu razlik v donosih v primerjavi z *benchmark* obveznicami. Standardni odklon je izračunan na osnovi dnevniških podatkov razlik v donosih obveznic v primerjavi z donosi nemških za 10-letno dospelost in francoskih za krajše dospelosti. Standardni odklon (S_t) je izračunan po naslednji formuli:

$$S_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_c (y_{c,t} - y_{b,t})^2} \quad (3)$$

kjer $y_{c,t}$ predstavlja donos na državno obveznico države c z ustrežno ročnostjo na dan t in $y_{b,t}$, ki predstavlja donos državne obveznice, ki jo vzamemo za osnovo. V naslednjem koraku se podatke še izravna z izračunom 60-dnevniških drsečih sredin standardnih odklonov, preoblikovanih v mesečne podatke (ECB, 2005, str. 24).

³ Pri vseh treh največjih svetovnih bonitetnih agencijah imajo Nemčija, Avstrija, Francija in Nizozemska najvišjo bonitetno oceno AAA oziroma Aaa.

Slika 7: Meddržavni standardni odkloni donosov državnih obveznic z različno dospelostjo



Vir: ECB, *Financial integration in Europe*, 2007, str. 13.

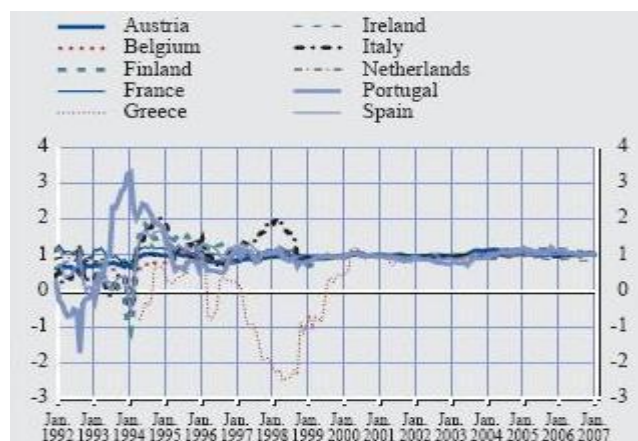
S Slike 7 lahko razberemo razvoj standardnih odklonov za državne obveznice treh dospelosti pred letom 1999 in nato v prvih letih skupne monetarne unije. Viden je očiten upad indikatorja v drugi polovici devetdesetih let in konstantno nizka vrednost po letu 2000, kar je nakazovalo na visoko stopnjo integracije trga državnih obveznic.

Pri ocenjevanju integracije na podlagi omenjenega indikatorja je potrebno upoštevati dejstvo, da gibanja v razlikah zaznavanja kreditnega tveganja na trgu (ki lahko vplivajo na razpršitev donosov) ne signalizirajo spremembe v stopnji integracije. To pomanjkljivost deloma odpravlja indikator t. i. beta konvergence, ki je osnovan na ekonomskem načelu, da bolj kot je trg integriran, bolj vpliv s strani lokalnih dejavnikov zamenja vpliv skupnih dejavnikov (ECB, 2006, str. 9). Donosi obveznic naj bi torej reagirali izključno na splošne novice, kar pa se odraža v spremembi donosa *benchmark* obveznice. Da bi ločili vplive splošnih od lokalnih novic, ocenimo naslednjo regresijo:

$$\Delta R_{c,t} = \alpha_{c,t} + \beta_{c,t} \Delta R_{ger,t} + \varepsilon_{c,t} \quad (4)$$

kjer α označuje od države in časa odvisno regresijsko konstanto, β je od države in časa odvisna beta glede na donos nemške *benchmark* obveznice, ΔR je sprememba v donosu obveznice in ε predstavlja šok za posamezno državo. Ob tem zapisu regresije bi v primeru popolne integracije imela α vrednost nič, β pa vrednost ena (ECB, 2011, str. 6).

Slika 8: Gibanje beta koeficientov za 10-letne državne obveznice pred in po uvedbi evra

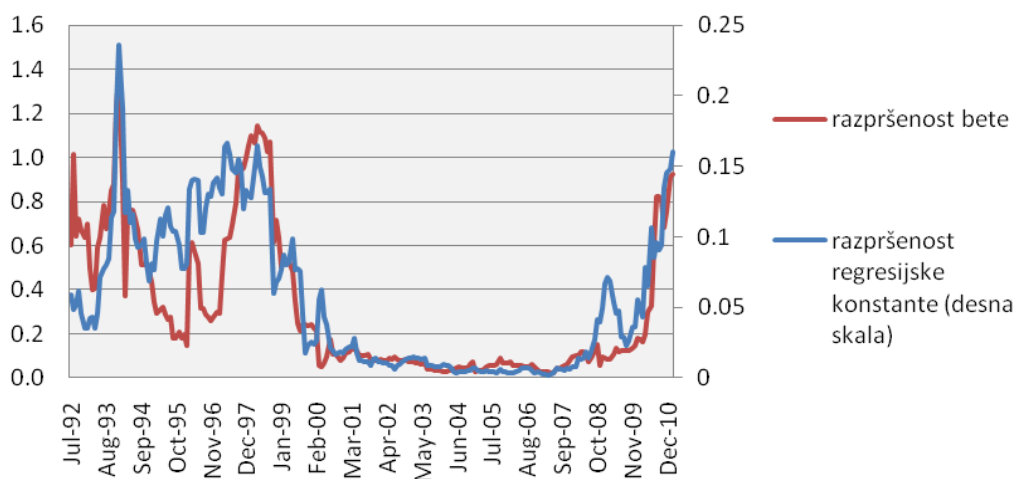


Vir: ECB, *Financial integration in Europe*, 2007, str. 13.

Slika 8 prikazuje gibanje beta koeficientov v odnosu do nemških 10-letnih obveznic. Pred prevzemom skupne valute je opazno njihovo veliko nihanje. To pomeni, da je bil, preden so države prevzele evro, velik del donosov odvisen od lokalnih razmer in novic in gibanje ni bilo usklajeno. Medtem ko je za vse ostale države poenotenje prišlo že leta 1999, je Grčija dosegla skoraj popolno korelacijo šele s prevzemom evra leta 2001. Tudi v kasnejših letih so se donosi gibalni usklajeno z nemškimi, kar nakazuje na zmanjšanje vpliva lokalnih novic in reagiranje skoraj izključno le na splošne novice. Beta koeficient nakazuje na velik napredek v finančni integraciji v prvih letih po uvedbi skupne valute.

Tudi naslednji indikator stopnje integracije je izpeljan s pomočjo regresije 4. Iz regresij posameznih držav izračunamo netehtana povprečja $\alpha_{c,t}$ in $\beta_{c,t}$ vrednosti. Nato izmerimo razlike glede na vrednosti, ki veljajo v primeru popolne integracije trga (nič za α in ena za β). Ta analiza je osnovana na mesečnih povprečjih donosov državnih obveznic (ECB, 2011, str. 7). Vrednosti so prikazane na Sliki 9.

Slika 9: Povprečna oddaljenost regresijske konstante/bete za 10-letne državne obveznice od vrednosti, ki veljajo v primeru popolne integracije



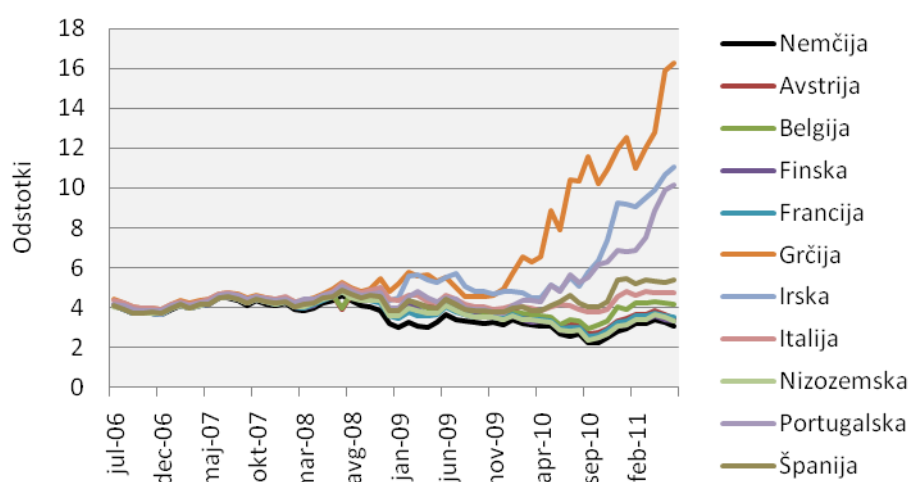
Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

Tudi ta indikator kaže na velik napredek v stopnji integracije ob začetku skupne valute. Še sredi leta 1998 je bila razlika v beti skoraj 1,2, z vstopom Grčije leta 2001 pa je spustila na vrednosti blizu 0 in se tudi v naslednjih letih ohranila na nivoju, ki nakazuje visoko stopnjo integracije.

3.2.2 Indikatorji integracije v obdobju gospodarske krize

Vsi indikatorji, ki so bili predstavljeni v prejšnjem poglavju, so namigovali na zelo visoko stopnjo integracije na evropskih trgih državnih obveznic. Razlike v donosih so se do vstopa držav v Evroobmočje opazno znižale in ohranjale podobno raven tudi v naslednjih letih. Donosi so obenem postali vedno manj odvisni od lokalnih dejavnikov in so se za vse države gibal zelo usklajeno. Razlike so se zaradi likvidnostnega in kreditnega tveganja sicer še vedno pojavljale, a so bile relativno majhne. Že sredi leta 2007 so se začeli donosi državnih obveznic nekaterih držav oddaljevati od nemških, kasnejši gospodarski in finančni pretresi pa so dogajanje še dodatno popestrili. V nadaljevanju je predstavljen pregled in gibanje že prikazanih cenovnih indikatorjev finančne integracije trga državnih obveznic v času finančne krize in s tem ocena vpliva krize na stopnjo finančne integracije tega trga.

Slika 10: Donosi 10-letnih državnih obveznic v času krize



Vir: Financial Times, Research data archive, 2011.

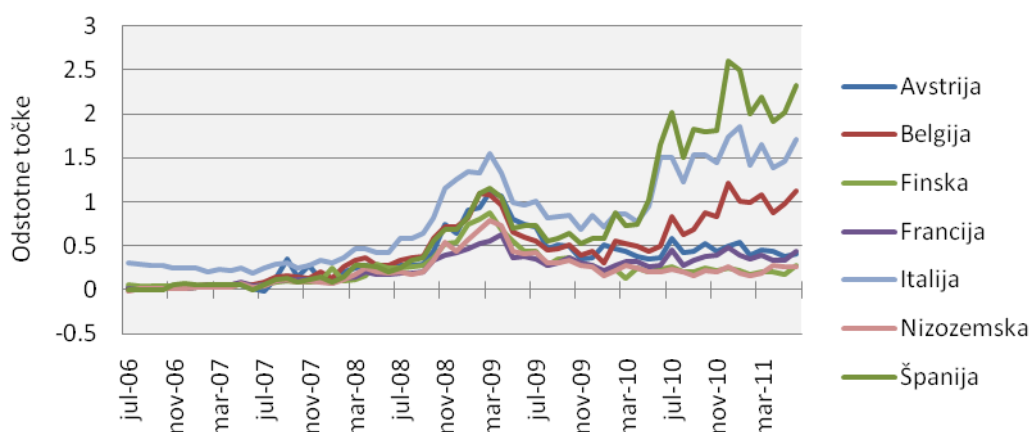
Eden od poglavitnih vzrokov finančne krize je bila pretirana zadolženost podjetij in potrošnikov. Ko je udarila kriza, so prezadolžena podjetja zašla v težave in številna niso bila sposobna odplačati dolga. Kot posledica tega so se investitorji vedno bolj začeli zatekati k državnemu dolgu, ki v očeh investorjev velja za bolj varnega. Prišlo je do tako imenovanega bega k netveganim naložbam (angl. *flight to safety*), ki je koristil predvsem državam z odlično bonitetno oceno in visokim ugledom (Nemčija, Francija). To je za njih pomenilo, da so lahko izdajale obveznice po nižji obrestni meri. Potrditev lahko vidimo na Sliki 10, ki prikazuje gibanje donosov 10-letnih državnih obveznic nekaterih držav. Prav nasprotno pa se je zgodilo z državami s slabšo bonitetno oceno in težavnejšim javnofinančnim položajem (tu izstopata predvsem Grčija in Irska) (De Grauwe, 2009, str. 242).

Zgoraj opisano dogajanje bi lahko uvrstili v prvo fazo dogajanja na trgu državnih obveznic v času krize. Poročilo Finančna integracija v Evropi (ECB, 2011, str. 18–19) namreč razdeljuje dosedanje dogajanje na trgu državnih obveznic od začetka krize v tri faze. V prvi fazi se je kot že omenjeno začel pojavljati vedno večji razkorak med donosi obveznic posameznih držav. Značilnost te faze je, da je bil vpliv krize na obveznice posameznih držav zelo različen in posledično je to pripeljalo do velikega razkoraka med donosi obveznic posameznih držav.

V drugi fazi, ki je potekala od marca 2009 do zadnjega četrtertletja 2009, so se donosi obveznic večine držav spet bolj približali, vseeno pa so za nekatere države ostali precej nad nivojem iz obdobja pred nastopom krize.

Tretjo fazo (leto 2010) pa je zopet zaznamovalo naraščanje razlik v donosih obveznic drugih držav v primerjavi z nemškimi. Tu gre predvsem za obveznice držav, ki imajo očitne fiskalne težave in katerih podatki o proračunskem primanjkljaju in javnem dolgu pri investitorjih zbujajo strah. Za države, ki pa imajo podobna razmerja med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom (BDP) ter podobne proračunske primanjkljaje kot Nemčija, so razlike v donosih precej nižje kot med vrhuncem krize.

Slika 11: Razlika v donosih 10-letnih državnih obveznic nekaterih držav v primerjavi z nemškimi



Vir: *Financial Time, Research data archive, 2011.*

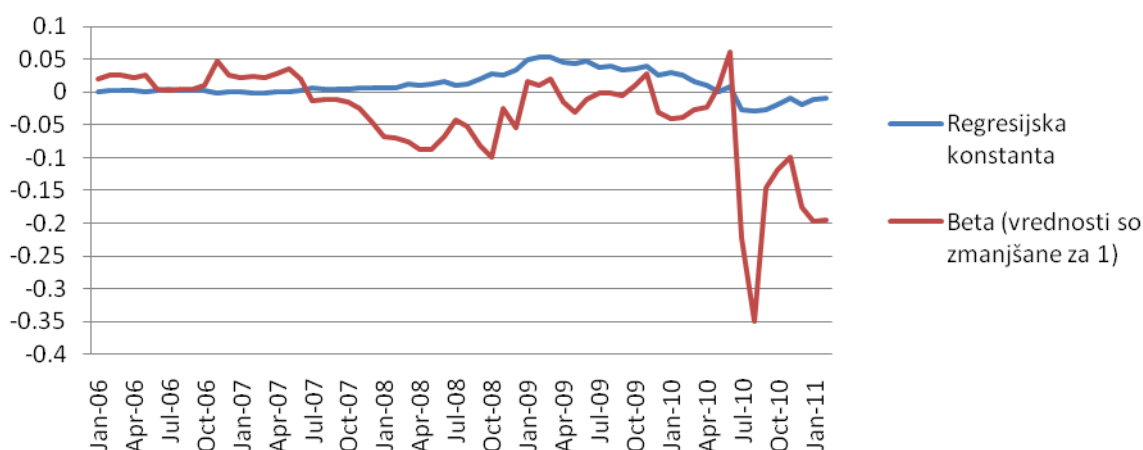
Beta koeficient se je v obdobju pred krizo gibal blizu vrednosti ena in s tem nakazoval na visoko stopnjo integracije. Slika 9 na strani 16 prikazuje, da se je ta indikator po nekaj letih majhnih razlik leta 2008 začel oddaljevati od ciljne vrednosti, ki velja v primeru popolne integracije, in tako jasno nakazoval na težave pri integraciji trga državnih obveznic. Situacija se je še dodatno poslabšala v letu 2010, ko so je beta pričela opazno oddaljevati od ciljne vrednosti predvsem zaradi donosov grških, irskih, italijanskih, portugalskih in španskih obveznic (ECB, 2011, str. 20).

Vzrok za to, da so ti kazalci pred krizo prikazovali tako visoko stopnjo konvergence, gre iskati predvsem v dejstvu, da so investitorji obravnavali različne evrske države kot da imajo skoraj enako kreditno tveganje. Zato je potrebno biti pri primerjanju razlik v donosih v času krize še posebej pozoren, da ne bi zaradi zavajajočih kazalcev napačno ocenili stopnje integracije. Razlike v donosih državnih obveznic namreč lahko pomenijo le spremenjene ocene kreditnih

tveganj držav in kot take namigujejo na učinkovito delovanje trga, ne pa na pomanjkanje integracije (ECB, 2011, str. 20).

Da odpravimo vpliv dolžniškega tveganja na gibanja cen obveznic, lahko regresijo 4 preoblikujemo tako, da vanjo vključimo kreditno oceno, tako da koeficienti predstavljajo povprečne reakcije na spremembe donosa nemških obveznic po upoštevanju dejavnikov kreditnega tveganja. S tem dobimo v primeru odstopanj od vrednosti, ki veljajo v primeru popolne integracije, potrditev, da razlike v donosih niso posledica zgolj različnega kreditnega tveganja (ECB, 2011, str. S7). Tako prirejena koeficienta predstavlja Slika 12. V primeru, da noben drug dejavnik razen kreditnega tveganja ne vpliva na spremembe v donosih, bi morale biti vrednosti enake nič (pri beta koeficientu so vrednosti zmanjšane za ena). Slika prikazuje, da se tudi ob upoštevanju različnih tveganj držav razlike še vedno pojavljajo, kar je najverjetneje posledica pritiska zaradi slabše likvidnosti obveznic ostalih držav. Vseeno se je odklon regresijske konstante v letu 2010 opazno zmanjšal, kar dodatno potrjuje, da je za odklone donosov državnih obveznic v letu 2010 v največji meri krivo prav kreditno tveganje. Slika tako opominja, da razlike v donosih niso nujno posledica pomanjkanja integracije (ECB, 2011, str. 20).

Slika 12: Gibanje regresijske konstante in beta koeficienta za donose 10-letnih državnih obveznic, popravljeni za kreditni tveganje



Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

3.3 Količinska merila integracije trga državnih obveznic

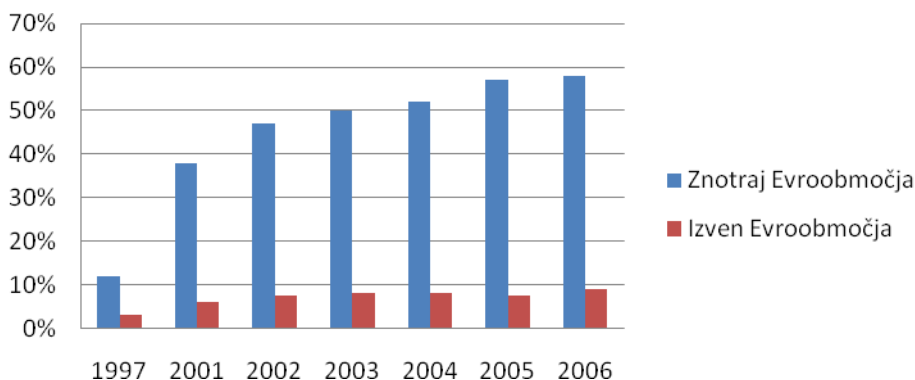
Poleg cenovnih meril uporabljamo tudi količinska, ki nam s pomočjo deležev lastništev obveznic drugih držav evrskega območja povedo še dodatno sliko o stopnji integracije.

O napredku pri stopnji integracije, ki jo je prinesla uvedba evra, priča Slika 13, ki prikazuje razvoj lastništva dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev izdanih znotraj Evroobmočja⁴. Leta 1997 so le nekaj več kot 10 odstotkov izdanih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev kupili investitorji iz drugih držav bodočih članic z evrom. Leta 2001 je ta delež znašal že skoraj

⁴ Podatki ne vključujejo samo državnih obveznic, ampak tudi obveznice podjetij in ostale dolžniške vrednostne papirje. Pri tem so na strani lastništva izključene centralne banke.

40 odstotkov. Na visoko stopnjo integracije kaže podatek iz leta 2006, ko je skoraj 60 odstotkov izdanih papirjev končalo v rokah investitorjev iz ostalih držav Evroobmočja. Za primerjavo je dodan tudi podatek o deležu izdanih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih kupili tujci, ki prihajajo iz držav zunaj Evroobmočja. Delež teh se namreč skoraj ni spreminjal (ECB, 2007, str. 14).

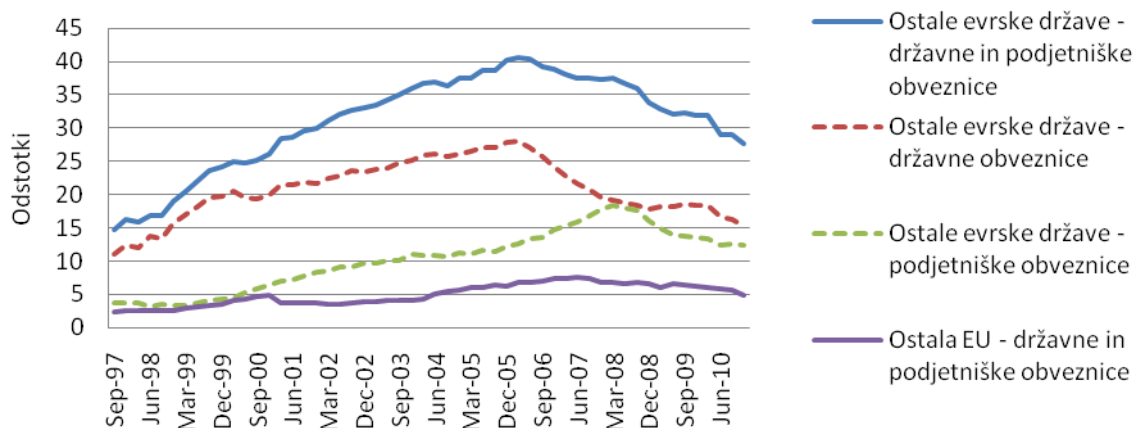
Slika 13: Stopnja čezmejnega lastništva dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v evrskih državah



Vir: ECB, *Financial integration in Europe*, 2008, str. S11.

Tudi Slika 14, ki prikazuje lastništvo dolgoročnih dolžniških vrednostni papirjev, izdanih s strani držav in nefinančnih korporacij znotraj Evroobmočja s strani investitorjev iz drugih držav tega območja, kaže na pozitiven trend in nadaljnjo geografsko diverzifikacijo v obdobju pred uvedbo evra in v prvih letih po uvedbi skupne valute. Že v letu 2006, torej pred samim izbruhom krize, se je trend pričel obračati. Delež evrskega čezmejnega lastništva državnih obveznic je začel padati. Sprememba trenda je predvsem posledica zamenjevanja državnih obveznic z obveznicami korporacij v portfeljih denarnih finančni institucij, ki so pričele diverzificirati svoje investicije z iskanjem višjih donosov na trgu naložb s fiksnimi donosi. Z izbruhom krize se je trend ponovno obrnil v korist državnih obveznic (ECB, 2009, str. 19).

Slika 14: Delež čezmejnega lastništva dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij



Vir: ECB, *Financial integration indicators*, 2011.

Količinski kazalci v zadnjih letih kažejo na zmanjševanje integracije na obvezniških trgih. Še sredi leta 2006 je bil delež čezmejnega lastništva dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij v Evroobmočju preko 40 odstotkov. V naslednjih letih se je delež vztrajno zniževal in ob koncu leta 2010 znašal le še nekaj več kot 27 odstotkov. Delež čezmejnega lastništva državnih obveznic je z 28 odstotkov marca 2006 padel na vsega 15 odstotkov konec leta 2010. Delež korporacijskih obveznic je upadel z 18 odstotkov (marec 2008) na 12 odstotkov konec leta 2010.

Integracija obvezniških trgov je v veliki meri odvisna od same integracije infrastrukture, ki skrbi za učinkovito delovanje teh trgov in tako napredek na področju sistemov, ki za to skrbijo, pomembno pripomore k nadaljnji integraciji. V zadnjih letih je bilo danih več pobud s strani dobaviteljev za doseg večje tehnične integracije na področju klirinških in poravnalnih procesov (angl. *clearing and settlement processes*). Najpomembnejša med njimi je panevropska platforma TARGET2-Securities (T2S), ki naj bi bila uvedena z letom 2014 (ECB, 2011, str. 22).

4 POMANJKLJIVOSTI SEDANJE UREDITVE IN PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE

Obdobje pred krizo je bilo za evrsko denarno področje obdobje uspehov. Kljub skeptičnosti o novi valuti, zavedanju, da območje kot tako ne ustreza kriterijem optimalnega denarnega področja, in poudarjanju nekaterih, da je to le projekt, ki pomeni korak naprej k oblikovanju politične unije, je bila večina komentarjev v prvih letih po uvedbi pozitivna. Tudi proučevanje finančne integracije je potrjevalo velik napredek, ki ga je uvedba evra prinesla na tem področju. Predvsem cenovna merila integracije so kazala na veliko poenotenje gibanja donosov, obenem pa se je tudi količinsko gledano obseg medsebojnega sodelovanja počasi, a vztrajno povečeval. S prihodom krize je prišlo do opomina, da finančna integracija (ter denarna unija nasploh) ni enkraten projekt, ampak predstavlja proces, ki zahteva neprestano podporo in prilagajanje razmeram na trgu.

V letih pred krizo so ob splošnem zaznavanju nizkega tveganja in v želji po še višjih donosih, investitorji v finančnih institucijah v svojih bilancah kopičili vedno več tveganih naložb. Obenem se je dolg gospodinjstev in bank vztrajno povečeval. Kljub temu, da se dolg evrskih držav kot odstotek BDP v teh letih ni povečeval, so bile države nato zaradi kopičenja privatnega dolga prisiljene dovoliti, da jim je dolg narasel. To se je zgodilo preko dveh kanalov. Prvi je ta, da so države dejansko prevzele privatni (večinoma bančni) dolg, drugi pa kot posledica delovanja avtomatskih stabilizatorjev, saj so se kot posledica recesije znižali državni prihodki. To je pomenilo skokovito rast državnega dolga in izbruhnila je dolžniška kriza (De Grauwe, 2010, str. 3) Predvsem to slabšanje javnofinančnih razmer v nekaterih državah predstavlja resno grožnjo finančni integraciji in kot nakazujejo kazalci integracije, predstavljeni v prejšnjih poglavjih, so predvsem denarni trgi in trgi državnih obveznic utrpeli največji udarec. Sama javnofinančna kriza ne predstavlja nevarnosti le za finančno integracijo območja, temveč tudi za sam obstoj Evroobmočja.

Prav ta kriza je razkrila ranljivost sedanje ureditve Evroobmočja, ki je posledica dejstva, da medtem ko je denarna politika v rokah ECB in s tem popolnoma centralizirana, je večina ostalih

orodij ekonomske politike ostala v pristojnosti vlad posameznih držav. Drugače rečeno, ranljivost Evroobmočja izvira iz tega, da denarna unija ne deluje v okviru zadostno močne politične unije (Alcidi, De Grauwe, Gros & Oh, 2010, str. 28). Evroobmočje je namreč skupina neodvisnih držav in ne nacionalna država z zvezno vlado in finančnim ministrstvom. To pomeni, da pravica upravljanja s proračunom ostaja v rokah parlamentov držav članic, ki seveda sprejemajo odločitve v skladu z nacionalnimi interesi (Kopf, 2011, str. 9). S sprejemanjem različnih nacionalnih ekonomskih politik države tako pripomorejo k povečevanju ekonomskih razlik, ki na neki stopnji postanejo nevzdržne.

Oblikovalci evra so se te problematike zavedali že ob oblikovanju ideje o skupni valuti. Kot ukrep so države leta 1997 sprejele Pakt stabilnosti in rasti, ki naj bi s pravili na področju proračunskih politik in z določitvijo sankcij v primeru njihove kršitve skrbel, da države ne bi skrenile z vzdržne poti. Državam se je sicer uspelo vnaprej dogovoriti o pravilih in ukrepih, a prav zaradi dejstva, da imajo države proračunske zadeve v svojih domenah, je izvajanje ukrepov in terjanje plačila kazni praktično nemogoče (Kopf, 2011, str. 9). Dokler ostajajo proračunske politike v rokah nacionalnih vlad in parlamentov, nosijo te vlade in parlamenti tudi politično odgovornost glede odločitev o porabi in obdavčevanju in s tem tveganje kaznovanja s strani volivcev. Poskus pakta, da bi opolnomočil posameznike in institucije, ki te politične odgovornosti za svoja dejanja ne nosijo, je več kot spodletel (De Grauwe, 2010, str. 4–5). Primeri nekaznovanega kršenja pravil segajo vse od Grčije, ki je konstanto poročala neresnične podatke o svojem proračunskem primanjkljaju, pa do Nemčije in Francije, ki sta kljub kršitvi 3-odstotnega praga primanjkljaja, ostali nekaznovani. Čeprav sama kriza ni posledica slabega delovanja pakta, se je v krizi ponovno potrdila njegova neustreznost in pokazala potreba po reformi oziroma iskanju drugačne rešitve. Predvsem bi bilo potrebno poiskati rešitev, ki bi bila bolj fleksibilna in bi vključevala močnejšo povezavo z nacionalnimi fiskalnih pravili.

Glavno težavo za Evroobmočje je kriza prinesla predvsem v obliki velikih javnofinančnih težav držav na obrobju, ki so v krizo vstopile v slabši kondiciji in s precej nižjo konkurenčnostjo kot nekatere druge članice. Z izbruhom bančne krize in begom investorjev k varnejšim in bolj likvidnim državnim obveznicam (predvsem tu izstopajo nemške), se je za države kot so Grčija, Irska, Portugalska in Španija pričela nagla rast zahtevanih donosov njihovih državnih obveznic. To kaznovanje s strani finančnih trgov je pomenilo še dodatno zmanjšanje sposobnosti teh držav, da bi učinkovito reševale lastne težave in s spodbudami oživile ekonomske aktivnosti. Prišlo je do začaranega kroga in brez zunanje pomoči bi bil bankrot Grčije, kot najbolj problematične, neizbežen.

Ena od idej, ki se omenja kot rešitev za večjo enotnost stroškov zadolževanja držav, vključuje vzpostavitev skupnega trga za evrske državne obveznice oziroma oblikovanje t. i. evroobveznic. S tem bi se trenutno razdrobljen trg za javni dolg evrskih držav združil. Obveznice z enakimi kuponi in dospelostjo bi bile tako enake in popolnoma zamenljive na sekundarnih trgih, neodvisno od države izdajateljice (Alcidi et al., 2010, str. 16). Prednost takšne skupne izdaje je, da bi države, ki morajo sedaj plačevati visoke obresti na svoje obveznice, imele enostavnejši in predvsem cenejši (tudi na račun večje likvidnosti) dostop do potrebnih sredstev. Če pogledamo formulo (4), bi pri taki rešitvi sicer vrednost bete znašala ena in vrednost standardnega odklona

bete nič, vendar bi bila konstanta višja. Fiskalno šibkejša država bi sicer pridobila, vendar bi bile obenem fiskalno močnejša država zaradi tega na slabšem. Takšna rešitev torej ni Pareto optimalna in ekonomsko gledano ne predstavlja učinkovitega ukrepa.

Različni avtorji idej o skupnih evroobveznicah podajajo svoje različice o tem, kako bi lahko bile te obveznice oblikovane. De Grauwe in Moesen (2009, str. 134) predlagata, da bi bile te obveznice izdane na primer s strani Evropske investicijske banke (EIB) ali kar neposredno s strani vlad držav članic. Delež vsake izmed evrskih držav bi bil oblikovan na podlagi lastniškega deleža v EIB, obrestno mero pa bi predstavljalo tehtano povprečje donosov na obvezniških trgih posameznih držav v času izdaje. Uteži bi bile prav tako oblikovane na podlagi lastniških deležev v EIB in tudi sredstva, zbrana s prodajo, bi bila razdeljena posameznim državam na podlagi teh uteži. Posebnost, ki jo avtorja omenjata, je, da bi vsaka država plačevala takšno obrestno mero na svoj delež, kot je bila uporabljena pri izračunu povprečne obrestne mere. To pomeni, da bi Grčija plačevala za svoj dolg še vedno višjo obrestno mero kot Nemčija, bi pa s tem odpravili strah držav z boljšimi bonitetami, da bi izdaja skupnih obveznic povzročila problem 'free-ridinga'. Tako bi boljše države še vedno ohranile svoje nizke obrestne mere, slabše pa bi enostavnejše prihajale do sredstev.

Ko so se nekatere države znašle tik pred bankrotom, je bila pred politiki zahtevna izbira. Ali se držati določil in pogodb, ki prepovedujejo reševanje držav, ali pa bi bilo bolje pustiti, da država bankrotira? Pojavilo se je tudi vprašanje morebitnega izstopa katere izmed držav iz Evroobmočja in možnost preoblikovanja unije kot jo poznamo danes. Z izstopom bi si države v težavah lahko ponovno zagotovile denarno neodvisnost in si kljub začetnim šokom s pomočjo za državo primernejše denarne politike na dolgi rok izboljšale ekonomski položaj. Ob tem je kot možna rešitev tudi oblikovanje ožje evrske skupine, katero bi sestavljale konkurenčne in fiskalno zdrave članice, s čimer bi si EMU okrepila ugled kot močna in precej bolj homogena denarna unija.

Take rešitve bi seveda pomenile velik korak nazaj v smislu finančne integracije območja. Izstop države iz EMU in ponovna uvedba lastne valute bi pomenila povratek valutnega tveganja, ki je pred uvedbo evra predstavljalo pomembno oviro procesu integracije. Dodatno bi vodenje različnih ekonomskih politik ter ostale spremembe in razlike, ki bi jih prinesel morebiten izstop države oziroma razdelitev Evroobmočja na več delov, pomenile izničenje napredka zadnjih petnajstih let na področju finančne integracije območja.

Vse prevečkrat, še posebej pa v zadnjem času, se do finančne integracije evrskega območja zavzema napačno stališče. Problem je v tem, da države na finančno integracijo ne gledajo kot na proces, ki jim sam po sebi prinaša koristi, saj med drugim pripomore k razvoju finančnega sektorja, izboljšuje alokacijsko učinkovitost in pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Nasprotno se ob vsem tem višja stopnja finančne integracije ter močnejše sodelovanje držav omenja kot nujnost za ohranitev nadaljnjega obstoja EMU, katero so fiskalne težave nekaterih članic in velike razlike v zahtevanih donosih državnih obveznic skoraj spravile na kolena.

Za nadaljevanje procesa finančne integracije je nujna uspešna reforma pravil in same ureditve, ki bi omogočala večjo usklajenost in zagotavljala pogoje za napredek. V prvi vrsti je s procesom finančne integracije potrebno nadaljevati zato, ker prinaša državam prinaša koristi in ne ker je to

pogoj za ohranitev EMU. Pri tem ne smemo pozabiti na učinkovit sistem regulacije, saj lahko večja integriranost ob odsotnosti regulacije povzroči okuženost celotnega sistema, dodatno poveča volatilnost trgov ter s tem povzroči več škode kot koristi.

SKLEP

V diplomskem delu sem se ukvarjal s proučevanjem razvoja finančne integracije denarnega trga in trga državnih obveznic v evrskem območju. Zaradi omogočanja učinkovitejše delitve tveganja, izboljšanja razporeditve kapitala, lažje prilagoditve držav na asimetrične šoke in ostalih prednosti je postala visoka stopnja finančne integracije Evroobmočja zaželen cilj. Oblikovanje raziskovalnih skupin, redno objavljane podatkov cenovnih in količinskih meril integracije ter letno izdajanje poročil s strani Evropske centralne banke potrjuje zavedanje pomena tega procesa.

Prvi trg, za katerega sem analiziral razvoj stopnje integracije, je bil denarni trg. Pridobil sem podatke za nezavarovan depozitni trg in trg povratnih odkupov. Pri cenovnih merilih integracije so se standardni odkloni povprečnih obrestnih mer na nezavarovanem medbančnem trgu ob uvedbi evra spustili na zelo nizko raven in z ohranjanjem nizkih vrednosti nakazovali visoko stopnjo integracije. Čeprav se za trg povratnih odkupov indeks izračunava šele od leta 2002, so tudi za ta trg vrednosti govorile v prid visoki stopnji integracije. Za razliko od cenovnih meril pa količinska niso potrjevala večje spremembe pri napredku v integraciji.

Pri proučevanju finančne integracije me je zanimalo predvsem to, kako je na finančno integracijo Evroobmočja vplivala zadnja finančna kriza. Težave, ki so se začele pojavljati že leta 2007, so na denarni trg pomembno vplivale. Razmah bančne krize jeseni 2008 je povzročil strmo povišanje standardnih odklonov povprečnih obrestnih mer tako na nezavarovanem medbančnem trgu kot na trgu povratnih odkupov. Obenem je prišlo do povečane meddržavne razčlenjenosti, saj so bili standardni odkloni med državami precej višji kot znotraj njih. Z ukrepi centralne banke so se razmere na denarnem trgu v letu 2009 nato nekoliko umirile, izbruh evrske javnofinančne krize leta 2010 pa je indikatorje finančne integracije ponovno oddaljil od vrednosti, ki so veljale pred krizo. Pri količinskih merilih integracije je najpomembnejšo vlogo odigral padec obsega transakcij. Podatki za nezavarovani trg pa kažejo na večjo izpostavljenost izven evrskega območja.

Stopnjo finančne integracije sem proučeval še za trg državnih obveznic, saj bi si države Evroobmočja z višji stopnjo integracije tega trga lahko znižale stroške financiranja svojega dolga. Za primerjavo donosov sem kot temeljno vrednosti za 10-letne obveznice uporabljal donose nemških državnih obveznic, za krajše dospelosti pa donose francoskih državnih obveznic. Z uvedbo evra so se predvsem zaradi odprave tveganja deviznega tečaja donosi obveznic napram nemškim občutno znižali. Napredek v integraciji so potrjevali meddržavni standardni odkloni donosov, ki so se pred krizo ohranjali na zelo nizki ravni. Indikator t. i. beta konvergence, ki odpravlja razlike v zaznavanju kreditnih tveganj držav, se je prav tako približal vrednosti ena, ki nakazuje visoko stopnjo integracije. Količinska merila integracije so na tem trgu potrjevala napredek, delež izdanih državnih obveznic, ki so jih kupili investitorji iz drugih držav članic, je namreč narasel z desetih odstotkov pred uvedbo evra na skoraj šestdeset odstotkov leta 2006.

Večletno obdobje usklajenih gibanj donosov in majhne razlike v primerjavi z donosi nemških obveznic se je s prihodom krize končalo. Zaradi pretresov na trgu so se donosi držav začeli oddaljevati. Državam z odlično bonitetno oceno so se zaradi bega investorjev k netveganim naložbam donosi znižali, slabšim pa precej povečali. Po umiritvi razmer v letu 2009 so se razmere z izbruhom javnofinančne krize leta 2010 ponovno močno poslabšale. Zahtevani donosi obveznic držav kot so Grčija, Irska in Portugalska so se povzpeli nad 10 odstotkov in za nekatere države celo presegli vrednosti izpred obdobja evra. Vsi kazalci cenovnih meril integracije potrjujejo odklon od vrednosti, ki veljajo v primeru visoke stopnje integracije in kažejo na to, da so javnofinančne težave nekaterih držav glavni vzrok teh sprememb. Upad čezmejnega lastništva državnih obveznic evrskih držav in s tem nižjo integracijo potrjujejo tudi količinski indikatorji integracije. Delež čezmejnega lastništva državnih obveznic je namreč iz 28 odstotkov marca 2006 padel na vsega 15 odstotkov konec leta 2010.

Trenutna kriza predstavlja pomemben test za Evroobmočje. Razkrila je številne pomanjkljivosti v sedanjí ureditvi in poudarila potrebo po sprejetju nekaterih sprememb in iskanju novih, boljših rešitev, ki bodo zagotavljale pogoje za uspešno delovanje v prihodnosti. Poudaril sem dejstvo, da pravica upravljanja s proračunom ostaja v rokah parlamentov držav članic, ki velikokrat sprejemajo odločitve v skladu z nacionalnimi interesi, in potrebo po reformi Pakta stabilnosti in rasti, ki se je izkazal kot neustrezen. Kot rešitev za večjo enotnost stroškov zadolževanja držav omenjam možno vzpostavitev skupnega trga za evrske državne obveznice oziroma oblikovanje t. i. evroobveznic. Rešitve nastale krize, ki vključujejo izstope držav članic iz EMU in morebitna razdelitev območja ne več delov, bi v smislu finančne integracije pomenile velik korak nazaj.

Pomembno je, da pride do reforme organiziranosti in pravil znotraj EMU ter da se zagotovi boljši sistem regulacije. Obenem je potrebno spremeniti pogled na dojemanje finančne integracije. Proces finančne integracije je namreč za države pomemben, ker kot tak državam prinaša koristi in ne zato, ker je nujen pogoj za zagotovitev nadaljnega obstoja Evroobmočja.

LITERATURA IN VIRI

1. Abad, P., Chuliá, H., & Gómez-Puig, M. (2009). *EMU and European government bond market integration*. ECB Working paper No. 1079. Frankfurt: ECB.
2. Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., & Pagano, M. (2002). *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*. Salerno: Centre for Studies in Economics and Finance, Univerity of Salerno.
3. Adjauté, K., & Danthine, J. P. (2003). *European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment*. Research paper No. 84. Genève: International Center for Financial Asset Management and Engineering.
4. Alcidi, C., De Grauwe, P., Gros, D., & Oh, Y. (2010). *The Future of the Eurozone and Gold*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
5. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). *Measuring Financial Integration in the Euro Area*. ECB Occasional paper No. 14. Frankfurt: ECB.
6. Baltzer, M., Cappiello, L., De Santis, R. A., & Manganelli, S. (2008). *Measuring financial integration in new EU Member States*. ECB Occasional paper No. 81. Frankfurt: ECB.
7. Bole, R., & Ferjančič, C. (2003, 13. februar). Informacija o denarnem trgu. Najdeno 21. maja 2011 na spletnem naslovu www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=1699
8. De Grauwe, P. (2009). *Economics of Monetary Union* (8th ed.). Oxford: Oxford University Press.
9. De Grauwe, P. (2010). *The Financial Crisis and the Future of the Eurozone*. Bruges European Economic Policy Briefings No. 21. Bruges: College of Europe.
10. De Grauwe, P. & Moesen, W. (2009). Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond. *Intereconomics*, 44(3), 132-135.
11. Evropska centralna banka (2005). *Indicators of financial integration in the euro area*. Frankfurt: ECB.
12. Evropska centralna banka (2006). *Indicators of financial integration in the euro area*. Frankfurt: ECB.
13. Evropska centralna banka (2007). *Financial integration in Europe*. Frankfurt: ECB.
14. Evropska centralna banka (2008). *Financial integration in Europe*. Frankfurt: ECB.
15. Evropska centralna banka (2009). *Financial integration in Europe*. Frankfurt: ECB.
16. Evropska centralna banka (2010). *Financial integration in Europe*. Frankfurt: ECB.
17. Evropska centralna banka (2010). *Euro Money Market Survey*. Frankfurt: ECB.
18. Evropska centralna banka (2011). *Financial integration in Europe*. Frankfurt: ECB.

19. Evropska centralna banka (2011, 11. maj). Financial integration indicators. Najdeno 20. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>
20. *Financial Times – Research data archive*. Najdeno 5. junija 2011 na spletnem naslovu <http://markets.ft.com/RESEARCH/Markets/Data-Archive>
21. Gros, D. (2010). *Is financial failure an option in the EU?* Brussels: Centre for European Policy Studies.
22. Gros, D. (2011). *Financial Stability: 'Collective responsibility' will not work*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
23. Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., & Pagano, M. (2004). *Financial Market Integration and Economic Growth in the EU. Working paper No. 118*. Salerno: Centro Studi in Economia e Finanza.
24. Grossman, E., & Leblond, P. (2011). European Financial Integration: Finally the Great Leap Forward? *Journal of Common Market Studies*, 49(2), 413-435.
25. Klepsch, K. (2011, 15. april). Yield Spreads on EMU Government Bonds – During the Financial and the Euro Crisis. Najdeno 16. maja 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1810704
26. Kopf, C. (2011). *Restoring financial stability in the euro area. CEPS Policy Brief No. 237*. Brussels: Centre for European Policy Studies.
27. Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S-J. (2006). *Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Working paper 06/189*. Washington: International Monetary Fund.
28. Kösters, W. (2009). Common Euro Bonds – No Appropriate Instrument. *Intereconomics*, 44(3), 135-138.
29. London Economics (2002). *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*. London: London Economics.
30. Manganelli, S., & Wolswijk, G. (2007). *Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market? ECB Working paper No. 745*. Frankfurt: ECB.
31. Mayer, T. (2009). The Case for a European Monetary Fund. *Intereconomics*, 44(3), 138-141.
32. Pagano, M. (b.l.). Measuring financial integration. Najdeno 14. aprila 2011 na spletnem naslovu http://www.eu-financial-system.org/fileadmin/content/Dokumente_Events/launching_workshop/Pagano.pdf