

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO
UPRAVLJANJE LIKVIDNOSTI PRI
ENOTNEM RAČUNU DRŽAVNE
ZAKLADNICE

LJUBLJANA, SEPTEMBER 2002

PRIMOŽ DOLENC

IZJAVA

Študent Primož Dolenc izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Lovrenca Pfajfarja in somentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5. septembra 2002

Podpis: _____

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

PRIMOŽ DOLENC

UPRAVLJANJE LIKVIDNOSTI PRI ENOTNEM RAČUNU DRŽAVNE ZAKLADNICE

Izvleček

Z vzpostavitvijo sistema enotnega zakladniškega računa postaja vloga Državne zakladnice v Sloveniji še večja, kot je bila takrat, ko je Državna zakladnica upravljala samo likvidnost državnega proračuna. Vključitev državnega proračuna in proračunskih uporabnikov v sistem enotnega upravljanja likvidnosti bo Državni zakladnici po eni strani zagotovil direkten nadzor na vsemi denarnimi tokovi ožjega javnega sektorja, po drugi strani pa bo zagotovil racionalnejše upravljanje likvidnosti subjektov ožjega javnega sektorja.

Jedro tega dela je proces vzpostavljanja upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice. V delu proučimo, kakšna je primerna organizacijska oblika Državne zakladnice, ki omogoča učinkovito upravljanje likvidnosti tako velikega sistema. Nadalje analiziramo, kakšen je potencialni obseg sredstev v upravljanju Državne zakladnice in pretehtamo možnosti za plasiranje presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.

Pri oblikovanju obrestne politike Državne zakladnice v zadnjem delu izhajamo iz predpostavk in omejitev, ki smo jih opredelili v prvih treh poglavjih dela, ter izhodišč četrtega poglavja. Oblikujemo teoretični model obrestovanja v okviru sistema enotnega zakladniškega računa in na koncu podamo še primer upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice.

Ključne besede: upravljanje likvidnosti, državni proračun, banke, denarni trg, obrestna politika.

LIQUIDITY MANAGEMENT AT THE TREASURY'S SINGLE ACCOUNT

Abstract

With the implementation of the treasury's single account the role of The State Treasury in Slovenia becomes even larger than previously, when The State Treasury was only responsible for liquidity management of the state budget. The incorporation of the state budget and other budget users in the system of joint liquidity management will enable The State Treasury to monitor all financial flows of public funds; on the other hand it will assure more rational liquidity management of public money.

The core of this work is the implementation process of liquidity management at the treasury's single account. We discuss about the optimal organization structure of The State Treasury, which could enable an efficient liquidity management taken into consideration the size of the new system. Furthermore we analyze the potential dimension of funds that will be included in joint liquidity management, and discuss the available alternatives for placing the excess liquidity of the single treasury account.

In the last part we suggest the proper interest rate policy of The State Treasury in the new system taken into account presumptions and constraints, which were discussed in first three parts of this work, and findings of the fourth part. The theoretical model of the treasury's interest rate policy is determined. Before the conclusion we present one practical example of the treasury's liquidity management.

Key words: liquidity management, state budget, banks, money market, interest rate policy.

KAZALO

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | UVOD..... | 1 |
| 1.1 | OPREDELITEV PODROČJA IN OPIS PROBLEMA | 1 |
| 1.2 | NAMEN, CILJI IN OSNOVNE TRDITVE | 4 |
| 1.3 | PREDPOSTAVKE IN OMEJITVE RAZISKAVE | 5 |
| 1.4 | KRATEK OPIS GLAVNIH POGlavIJ NALOGE | 6 |
| 2 | DRŽAVNA ZAKLADNICA DO REFORME FINANČNEGA UPRAVLJANJA | 7 |
| 2.1 | UPRAVLJANJE Z LIKVIDNOSTNIMI PRESEŽKI PRORAČUNA | 9 |
| 2.1.1 | <i>Deponiranje denarnih sredstev pri Banki Slovenije</i> | <i>9</i> |
| 2.1.2 | <i>Deponiranje denarnih sredstev pri poslovnih bankah</i> | <i>11</i> |
| 2.1.3 | <i>Dajanje likvidnostnih posojil pravnim osebam javnega sektorja</i> | <i>13</i> |
| 2.2 | FINANCIRANJE LIKVIDNOSTNIH PRIMANJKLJAJEV DRŽAVNEGA PRORAČUNA | 14 |
| 2.2.1 | <i>Razlikovanje med likvidnostnim in kratkoročnim zadolževanjem.....</i> | <i>15</i> |
| 2.2.2 | <i>Kratkoročno zadolževanje države</i> | <i>17</i> |
| 2.2.2.1 | <i>Kratkoročno zadolževanje z izdajanjem zakladnih menic</i> | <i>18</i> |
| 2.2.2.2 | <i>Zadolževanje pri pravnih osebah javnega sektorja</i> | <i>20</i> |
| 2.2.2.3 | <i>Najemanje kratkoročnih in likvidnostnih posojil pri poslovnih bankah</i> | <i>22</i> |
| 2.2.2.4 | <i>Zadolževanje pri Banki Slovenije</i> | <i>23</i> |
| 2.3 | PROBLEMATIKA OBSTOJEČEGA NAČINA UPRAVLJANJA LIKVIDNOSTI DRŽAVNEGA PRORAČUNA | 23 |
| 2.3.1 | <i>Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi z Banko Slovenije.....</i> | <i>24</i> |
| 2.3.2 | <i>Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi s poslovnimi bankami</i> | <i>25</i> |
| 2.3.3 | <i>Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi s pravnimi osebami javnega sektorja</i> | <i>28</i> |
| 2.3.4 | <i>Prednosti in slabosti zakladnih menic.....</i> | <i>29</i> |
| 3 | ANALIZA SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA | 32 |
| 3.1 | POSREDNE IN NEPOSREDNE FINANCE | 32 |
| 3.2 | STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA | 34 |
| 3.3 | MEDBANČNI DENARNI TRG | 37 |
| 3.3.1 | <i>Splošno o medbančnem denarnem trgu</i> | <i>37</i> |
| 3.3.2 | <i>Medbančni denarni trg pri nas</i> | <i>38</i> |
| 3.3.3 | <i>Slovenske medbančne obrestne mere – SMOM</i> | <i>43</i> |
| 3.4 | VLOGA DRŽAVNE ZAKLADNICE NA DENARNEM TRGU PRI NAS | 44 |
| 3.4.1 | <i>Uvajanje kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev</i> | <i>45</i> |
| 3.4.2 | <i>Sodelovanje države in centralne banke.....</i> | <i>48</i> |
| 3.4.3 | <i>Vzdrževanje sekundarnega trga zakladnih menic</i> | <i>49</i> |
| 3.5 | REFERENČNE IN DRUGE OBRESTNE MERE..... | 51 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 4 | DRŽAVNA ZAKLADNICA V OKVIRU SISTEMA ENOTNEGA ZAKLADNIŠKEGA RAČUNA..... | 53 |
| 4.1 | ORGANIZIRANOST DRŽAVNE ZAKLADNICE TER NJENE FUNKCIJE IN CILJI | 54 |
| 4.1.1 | <i>Državna zakladnica v okviru ministrstva za finance</i> | <i>56</i> |
| 4.1.2 | <i>Državna zakladnica v okviru centralne banke</i> | <i>60</i> |
| 4.1.3 | <i>Državna zakladnica kot agencija ali banka</i> | <i>61</i> |
| 4.1.4 | <i>Kako naj bi bila organizirana Državna zakladnica pri nas?</i> | <i>62</i> |
| 4.2 | PREDVIDEN OBSEG SREDSTEV V UPRAVLJANJU | 63 |
| 4.3 | UPRAVLJANJE S SREDSTVI V SISTEMU ENOTNEGA ZAKLADNIŠKEGA RAČUNA..... | 65 |
| 4.3.1 | <i>Konsolidiranje sredstev v okviru sistema enotnega zakladniškega računa.....</i> | <i>67</i> |
| 4.3.2 | <i>Naložbe presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.....</i> | <i>68</i> |
| 4.3.2.1 | <i>Plasiranje presežkov v Banko Slovenije.....</i> | <i>68</i> |
| 4.3.2.2 | <i>Plasiranje presežkov v poslovne banke</i> | <i>70</i> |
| 5 | PREDLOG OBRESTNE POLITIKE DRŽAVNE ZAKLADNICE..... | 72 |
| 5.1 | MODEL OBRESTOVANJA VLOG IN POSOJIL V OKVIRU SISTEMA ENOTNEGA ZAKLADNIŠKEGA RAČUNA..... | 72 |
| 5.1.1 | <i>Osnovne predpostavke modela</i> | <i>72</i> |
| 5.1.2 | <i>Izhodišče modela</i> | <i>74</i> |
| 5.1.3 | <i>Obrestne mere poslovnih bank in medbančni trg.....</i> | <i>74</i> |
| 5.1.4 | <i>Obrestovanje v sistemu enotnega zakladniškega računa ob popolni usklajenosti virov in naložb</i> | <i>77</i> |
| 5.1.5 | <i>Obrestovanje v sistemu enotnega zakladniškega računa ob nepopolni usklajenosti virov in naložb</i> | <i>79</i> |
| 5.1.6 | <i>Praktičnost take obrestne politike in možne rešitve</i> | <i>81</i> |
| 5.2 | PRIMER SPREJEMANJA VLOG IN DAJANJA POSOJIL ZNOTRAJ SISTEMA ENOTNEGA ZAKLADNIŠKEGA RAČUNA TER DEPONIRANJA PRESEŽNE LIKVIDNOSTI | 83 |
| 5.2.1 | <i>Predpostavke</i> | <i>84</i> |
| 5.2.2 | <i>Vloge suficitnih subjektov.....</i> | <i>84</i> |
| 5.2.3 | <i>Povpraševanje deficitnih subjektov po posojilih</i> | <i>85</i> |
| 5.2.4 | <i>Presežna likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa</i> | <i>86</i> |
| 5.2.5 | <i>Obrestovanje.....</i> | <i>86</i> |
| 6 | ZAKLJUČEK..... | 88 |
| 7 | LITERATURA | 90 |
| 8 | VIRI..... | 93 |
| 9 | PRILOGE | |

KAZALO TABEL

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Primer strukture vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa | 85 |
| Tabela 2: Primer povpraševanja po posojilih v sistemu enotnega zakladniškega računa | 85 |
| Tabela 3: Konsolidiran vpogled v sistem enotnega zakladniškega računa (EZR)..... | 86 |
| Tabela 4: Medbančne obrestne mere in obrestne mere, ki jih ponujajo banke za depozite Državne zakladnice | 87 |
| Tabela 5: Obrestovanje vlog in posojil znotraj sistema enotnega zakladniškega računa | 87 |

KAZALO SLIK

| | |
|---|----|
| Slika 1: Denarni tokovi državnega proračuna v letu 2001 brez likvidnostnega zadolževanja in plasiranja likvidnostnih presežkov (v mrd SIT)..... | 8 |
| Slika 2: Stanje deponiranih presežkov državnega proračuna pri Banki Slovenije v letu 2001 na osnovi pogodbe o skupnem delovanju na denarnem trgu (v mrd SIT)..... | 10 |
| Slika 3: Gibanje obrestnih mer za depozite državnega proračuna pri poslovnih bankah v letu 2001 (v %) | 12 |
| Slika 4: Kumulativno stanje in struktura deponiranih presežkov državnega proračuna pri poslovnih bankah v letu 2001 (v mrd SIT) | 13 |
| Slika 5: Trije nameni kratkoročne zadolžitve države | 15 |
| Slika 6: Tri kategorije kratkoročne zadolžitve državnega proračuna v letu 2001 (v mrd SIT)..... | 17 |
| Slika 7: Struktura kratkoročne zadolžitve državnega proračuna v letu 2001 po instrumentih zadolžitve | 18 |
| Slika 8: Krivulja donosnosti državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu v letih 2000 in 2001 (v %)..... | 30 |
| Slika 9: Gibanje obrestne mere enomesečnih zakladnih menic v letu 2001 (v %) | 31 |
| Slika 10: Shema finančnega sistema | 32 |
| Slika 11: Struktura lastništva državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev na dan 31.12.2001 | 34 |
| Slika 12: Premoženjska bilanca Banke Slovenije na dan 28.02.2002 (v mrd SIT)..... | 36 |

| | |
|--|----|
| Slika 13: Dnevna in povprečna mesečna stanja medbančnih posojil (v mrd SIT) | 40 |
| Slika 14: Gibanje prometa in obrestnih mer na medbančnem trgu..... | 41 |
| Slika 15: Gibanje obrestne mere medbančnega trga, 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije in temeljne obrestne mere (v %) | 42 |
| Slika 16: Gibanje slovenskih medbančnih obrestnih mer različnih ročnosti v prvi polovici leta 2002 (v %) | 44 |
| Slika 17: Obrestne mere eno-, tri-, šest in dvanajstmesečnih zakladnih menic ob izdaji (v %). | 47 |
| Slika 18: Stanje nezapadlih zakladnih menic (v %)...... | 48 |
| Slika 19: Nakupne in prodajne kotacije uradnih vzdrževalcev trga zakladnih menic na dan 30.04.2002 (v %)..... | 50 |
| Slika 20: Na podlagi dnevnih kotacij preračunano gibanje kotacij za standardne ročnosti (v %) | 51 |
| Slika 21: Dekadna stanja na računih pravnih oseb ožjega javnega sektorja v letu 2001 (v mrd SIT) | 64 |
| Slika 22: Predvidena struktura sredstev, s katerim bo upravljala Državna zakladnica v sistemu enotnega zakladniškega računa (v mrd SIT)..... | 65 |
| Slika 23: Bilanca Državne zakladnice v okviru sistema enotnega zakladniškega računa (EZR) | 67 |

1 UVOD

1.1 Opredelitev področja in opis problema

Cilj vsake države je oziroma naj bi bil učinkovito in varno upravljanje z javnim, to je davkoplačevalskim premoženjem. Tako tudi naš Zakon o javnih financah kot krovni zakon delovanja javnih financ določa, da je potrebno pri upravljanju z javnimi finančnimi sredstvi ravnati v skladu z načeli varnosti, likvidnosti in donosnosti.

V tem delu bomo proučili upravljanje z denarnimi sredstvi države in ožjega javnega sektorja¹ oziroma upravljanje likvidnosti ožjega javnega sektorja, pri čemer bo bistveni poudarek temeljil na reformi finančnega upravljanja, katere končni rezultat bo vzpostavitev popolne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa. Černjač (2002, str. 55) meni, da bo sistem enotnega zakladniškega računa zagotovil racionalnost, učinkovitost in preglednost javno-finančnega poslovanja. V tem delu bomo poskušali opredeliti ustrezno politiko države pri upravljanju z likvidnostnimi sredstvi, da bi dosegli omenjene cilje.

Pri nas je upravljanje s finančnim premoženjem države v pristojnosti Državne zakladnice, ki je organizirana v okviru Ministrstva za finance. Državna zakladnica zasleduje dva strateška cilja, in sicer doseganje optimalne likvidnosti proračuna, kar pomeni zagotavljanje likvidnosti proračuna ob maksimalni možni varnosti in temu primerni donosnosti naložb presežnih sredstev proračunskih uporabnikov in zagotavljanju minimalnih stroškov za pokrivanje trenutnih obveznosti državnega proračuna, in kvalitetno upravljanje z dolgovi in terjatvami države, kar predstavlja opravljanje teh dejavnosti predvsem preko poslovanja z vrednostnimi papirji na finančnih trgih doma in v tujini. V tem delu se bomo omejili predvsem na doseganje prvega strateškega cilja v luči vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa.

Do vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa je bilo zaradi razmer notranjega in zunanjega okolja Državne zakladnice zagotavljanje likvidnosti proračuna in upravljanje z državnim denarjem in dolgovi pogosto oteženo. Pravne osebe javnega sektorja, to so neposredni in posredni proračunski uporabniki, so imeli namreč pri Agenciji za plačilni promet odprtih nad 13.000 računov. Samo neposredni proračunski

¹ Pri tem mislimo na upravljanje s sredstvi državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov državnega proračuna.

uporabniki so imeli nad 5.300 računov, ki so se vključevali v Banko Slovenije kot vpogledni depoziti. Računi posrednih proračunskih uporabnikov (skladi, občine, zavodi in agencije) so se praviloma vključevali kot vpogledni depoziti v poslovne banke (Mavec, 2001, str. 1).

Povprečno dnevno stanje na računih države, ki so se vključevali v Banko Slovenije, je bilo 3 milijarde tolarjev, s katerimi Državna zakladnica bodisi zaradi velike razdrobljenosti računov (sodišča, upravne enote) bodisi veljavnih predpisov (vplačilni računi) ni mogla upravljati. V upravljanju Državne zakladnice je bilo šest računov v okviru računa proračuna vključno z računom stalne rezerve, katerih prosta sredstva so v skladu z zakonom in navodili ministra za finance naložena pri poslovnih bankah kot nočni depoziti, depoziti na odpoklic ter vezani depoziti, in pri Banki Slovenije kot vezani depoziti oziroma depoziti na odpoklic iz naslova enomesečnih zakladnih menic. Prav tako so tudi drugi državni organi in organizacije nalagali svoja prosta sredstva v depozite v poslovne banke z različno ročnostjo (Last, Kirbiš, 2001, str. 3).

Upravljanje z javnimi sredstvi ni bilo centralizirano in zato ni bilo učinkovito. Analize so pokazale, da so v letu 2001 samo posredni proračunski uporabniki dnevno razpolagali s povprečnim stanjem na računih (sredstva na vpogled) v višini 16 milijard SIT, ki so bili slabo obrestovani. Če bi k temu prišteli še sredstva nekaterih neposrednih uporabnikov državnega in občinskih proračunov, ki so imeli svoje račune, sredstva javnih skladov in skladov socialnega zavarovanja, je bilo teh sredstev skoraj 30 milijard SIT. Vsaj 80% teh sredstev je bilo stabilnih. Poleg tega so pravne osebe javnega sektorja razpolagale še z devetdesetimi milijardami SIT vezanih depozitov. Po drugi strani pa so se istočasno nekateri subjekti ožjega javnega sektorja za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev zadolževale na denarnem trgu – večinoma pri bankah. Tako je javni sektor dejansko plačeval za finančno posredništvo bank, ki ob primerni organiziranosti upravljanja z likvidnostjo javnega sektorja ne bi bilo potrebno oziroma bi bil potreben obseg finančnega posredništva bank manjši.

Nizka povprečna stanja na posameznih računih pravnih oseb javnega sektorja, s katerimi se ob taki razdrobljenosti ni dalo učinkovito upravljati, so v agregatu pripeljala do nelogičnih razmer in paradoksov.

Mavec (2001, str. 2) ugotavlja, da je Državna zakladnica v danih okoliščinah in obstoječih razmerah sicer dosegla svoj optimum, še vedno pa je bilo načrtovanje porabe proračunskih sredstev in priliva proračunskih prejemkov premalo kakovostno. To pomeni, da brez sistemskih sprememb ne bi bilo mogoče izboljšati upravljanja z likvidnostjo državnega proračuna in pravnih oseb javnega sektorja.

Diamond et al. (1998, str. 1) opozarja, da je bil v nadaljevanju bistven korak vzpostavitev enotnega zakladniškega računa, ki bi izboljšal pregled države nad svojimi

denarnimi sredstvi, omogočal optimalno porabo sredstev in minimiziral stroške zadolževanja.

Vzpostavitev sistema enotnega zakladniškega računa bo postopna in bo do popolne funkcionalnosti potekala preko nekaj faz:

1. Vključitev državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov v sistem enotnega zakladniškega računa, ki je odprt pri Banki Slovenije. Ta faza se je izvedla 30.06.2002 in ima dve vsebinski značilnosti:
 - v sistem enotnega upravljanja likvidnosti so vključeni samo državni proračun, Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje,
 - ostali posredni proračunski uporabniki imajo v okviru enotnega zakladniškega računa odprte svoje podračune (tako kot državni proračun, Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje), vendar pa še vedno sami upravljajo s svojo likvidnostjo – to je, dajejo depozite in se zadolžujejo.
2. Vključitev ostalih posrednih proračunskih uporabnikov v sistem enotnega upravljanja v okviru sistema enotnega zakladniškega računa. Ta faza bo vzpostavljena po določenem prehodnem obdobju in zagotovitvi dovolj kvalitetnih informacij, ki so potrebne za učinkovito upravljanje likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice. Pri tem bo Državna zakladnica delovala 'navzven' samo tako, da bo plasirala presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa.
3. Vzpostavitev vseh funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa. Državna zakladnica se bo na finančnem trgu tudi zadolževala za potrebe uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa.

Sistem enotnega zakladniškega računa pomeni centralizacijo denarnih tokov proračunskih uporabnikov v okviru enega računa, s tem da se ohrani njihova popolna poslovna samostojnost v okviru postavljenih pravil. Že druga faza vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa bo omogočala naslednje:

- racionalnejšo porabo javnega denarja,
- učinkovitejše upravljanje z javnim denarjem,
- znižanje stroškov zadolževanja države in posledično znižanje zadolženosti države,
- večjo preglednost javne porabe,
- boljšo kontrolo javne porabe ter
- ohranitev samostojnosti proračunskih uporabnikov in povečanje njihove odgovornosti za sprejete poslovne odločitve.

Černjač (2002, str. 54) predvsem poudarja, da organiziranje zakladniške funkcije in ureditev upravljanja likvidnosti pri enotnem zakladniškem računu po načelih bančnega poslovanja prinaša poleg drugih prednosti tudi dva merljiva pozitivna učinka, in sicer:

1. znižanje potrebne ravni zadolžitve širše države² in posledično sorazmerno znižanje stroškov zadolževanja ter
2. dodatne prihodke od aktivnega upravljanja z denarnimi presežki oziroma nižje stroške zaradi možnosti zadolževanja v okviru javnega sektorja, tako za javne finance kot celoto, kakor tudi za posamezne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

V tem delu želimo opredeliti ustrezno politiko države pri upravljanju z likvidnostnimi sredstvi pri prehodu iz obstoječega sistema v sistem enotnega zakladniškega računa. Gre za problematiko centralizacije denarja in upravljanje z njim ob hkratnem doseganju zastavljenih ciljev vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Med temi je najpomembnejši učinkovito upravljanje s sredstvi ožjega javnega sektorja, kar pomeni zniževanje stroškov zadolževanja in doseganje ustreznih prihodkov od upravljanja z likvidnostnimi presežki.

Ustrezna politika države glede upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice mora biti postavljena v luči doseganja omenjenih ciljev za ožji javni sektor kot celoto, zato bo v tem delu tako izpeljana tudi obrestna politika Državne zakladnice v sistemu enotnega zakladniškega računa.

Kot je že bilo omenjeno, je Državna zakladnica v danih okoliščinah in obstoječih razmerah dosegla svoj optimum. Bistveno je, da Državna zakladnica v sodelovanju s tržnimi udeleženci še vedno deluje v smeri razvoja denarnega trga, saj je razvit finančni sistem in v okviru tega razvit denarni trg, ključni dejavnik za doseganje omenjenih strateških ciljev države na področju upravljanja z likvidnostjo širšega javnega sektorja.

V skladu z opredeljenimi cilji bomo v najprej proučili sedanje razmere na področju upravljanja likvidnosti proračuna in predstavili okolje, v katerem deluje Državna zakladnica. Jedro tega dela je vzpostavljanje novega sistema, vendar se tu ne bomo posvečali problematiki in splošni značilnosti novega sistema, ampak bomo sistem enotnega zakladniškega računa proučili izključno s stališča upravljanja likvidnosti ožjega javnega sektorja, pri čemer bo bistveni poudarek na opredelitvi obrestne politike Državne zakladnice v okviru sistema enotnega zakladniškega računa.

² Država je dejansko zadolžena več, kot bi bilo potrebno, in sicer v višini (neaktivnih) presežnih sredstev na računih proračunskih uporabnikov.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

Pri upravljanju likvidnosti državnega proračuna je Državna zakladnica dosedanjem delovanju dosegla viden napredek. Razmere in okolje v katerih je delovala na začetku, so se doslej bistveno spremenile, pri čemer je imela pomembno vlogo tudi Državna zakladnica sama. Stanje razvitosti denarnega trga, na katerem deluje Državna zakladnica, je doseglo bistveno višjo raven, čeprav je do takšne razvitosti, kot je značilna za razvite tržne sisteme, še vedno dolga pot. Tudi instrumenti Državne zakladnice za upravljanje likvidnosti so se v tem času spreminjali, vendar pa cilj Državne zakladnice, da tako kot v drugih državah začne upravljati z likvidnostjo z začasnimi transakcijami z vrednostnimi papirji (repo posli) še ni bil dosežen.

Analiza bo temeljila na drugi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Kot smo že omenili, je cilj te faze po centralizaciji računov oblikovanje osnovnih principov upravljanja likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa. V tej fazi je tudi predvideno, da bo Državna zakladnica upravljala likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa samo tako, da bo konsolidirala likvidnostne presežke in primanjkljaje proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, morebitno presežno likvidnost pa bo plasirala na denarnem trgu. Ta faza še ne predvideva možnosti zadolževanja Državne zakladnice na denarnem trgu. Zato bo bistveni poudarek tega dela prav na konsolidaciji sredstev v okviru enotnega zakladniškega računa, plasiranju presežne likvidnosti in obrestni politiki Državne zakladnice.

Proučevanje opredeljene problematike tega dela bo delno temeljilo na obstoječih značilnostih okolja, katerem deluje Državna zakladnica, in značilnostih dosedanjega upravljanja likvidnosti državnega proračuna oziroma sistema enotnega zakladniškega računa v prvi fazi vzpostavitve le-tega. Glede na to, da vsaj do uvedbe popolne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa bistvenih sprememb v politiki upravljanja likvidnosti ožjega javnega sektorja ne bo, saj se bo morala Državna zakladnica s postopnim uvajanjem sprememb izogniti možnim šokom na denarnem trgu, ki bi jih v nasprotnem primeru lahko povzročila, bo analiza obstoječih razmer lahko dobra osnova za proučitev možnega upravljanja likvidnosti in oblikovanje predloga obrestne politike v okviru enotnega zakladniškega računa.

Bistvena omejitev raziskave je v tem, da ne obstajajo in zaradi zakonskih omejitev tudi niso možne natančnejše analize obstoječe politike pravnih oseb javnega sektorja na področju upravljanja z njihovo likvidnostjo in natančnejše analize obsega njihovih sredstev in tekočih likvidnostnih potreb. Tako v naprej na primer ne bo mogoče definirati ustreznih stopenj likvidnostnih rezerv, ki naj bi jih oblikovala Državna zakladnica, ko bo sprejemala različne vloge, stopenj pokritosti znotraj posameznih

likvidnostnih razredov in podobno. Taka analiza bo mogoča šele nekaj let po dejanski vzpostavitvi sistema enotnega zakladniškega računa. Do takrat pa bo morala biti politika Državne zakladnice pri upravljanju likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa bistveno bolj konzervativna in previdna.

1.4 Kratak opis glavnih poglavij naloge

Uvodu sledi predstavitev obstoječega sistema upravljanja likvidnosti proračuna. Po splošni opredelitvi vloge Državne zakladnice se bolj natančno posvetimo upravljanju z likvidnostnimi presežki proračuna in predstavimo obstoječe instrumente Državne zakladnice. Sledi opredelitev likvidnostnega zadolževanja Državne zakladnice in razmejitev med likvidnostnim in kratkoročnim zadolževanjem, nato pa predstavimo obstoječe instrumente zadolževanja države na denarnem trgu. V zadnjem delu drugega poglavja predstavimo še problematiko obstoječega načina upravljanja likvidnosti in predlagamo določene spremembe obstoječega sistema.

V tretjem poglavju analiziramo slovenski denarni trg in razvoj tega trga do danes. Najprej predstavimo koncept posrednih in neposrednih financ ter strukturnega položaja denarnega trga, sledi opredelitev medbančnega trga in analiza razmer na tem trgu pri nas. V orisu vloge Državne zakladnice na denarnem trgu v Sloveniji predstavimo razvoj trga državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, sodelovanje Državne zakladnice z Banko Slovenije in opišemo vlogo in pomen organiziranega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic. Na koncu izpostavimo še problematiko referenčnih in drugih obrestnih mer ter predlagamo, katere obrestne mere naj bi Državna zakladnica predvsem upoštevala pri oblikovanju obrestne politike v sistemu enotnega zakladniškega računa.

Četrty del je posvečen različnim pogledom na možne organizacijske oblike Državne zakladnice v sistemu enotnega zakladniškega sistema. Sledi analiza potencialnih sredstev, s katerimi bo upravljala Državna zakladnica; kot smo že omenili, bo ta analiza lahko samo zelo splošna in ne zelo natančna. V zadnjem delu tega poglavja bomo predstavili možne načine plasiranja presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.

Pred zaključkom se bomo posvetili še oblikovanju predloga obrestne politike Državne zakladnice v sistemu enotnega zakladniškega računa. Najprej bomo izpeljali teoretični model, potem pa predstavili primer praktične uporabe tega modela.

2 DRŽAVNA ZAKLADNICA DO REFORME FINANČNEGA UPRAVLJANJA

Državna zakladnica je v večini držav agencija države, ki zbira državne prihodke in opravlja plačila za državo. V nekaterih državah ima status samostojnega ministrstva, v drugih je del ministrstva za finance, ponekod njeno vlogo opravlja kar centralna banka.

Najpomembnejše funkcije državne zakladnice so štiri. Državna zakladnica:

1. je glavna državna blagajna, kar pomeni, da opravlja plačila za državo,
2. planira in napoveduje prihodke in odhodke proračuna,
3. zagotavlja stalno likvidnost proračuna in
4. upravlja z javnim dolgom.

Pri nas je po obstoječi ureditvi Državna zakladnica del Ministrstva za finance. Organizirana je v dveh organizacijskih enotah, in sicer:

1. Sektor za upravljanje z likvidnostjo proračuna in
2. Sektor za upravljanje z javnim dolgom.

Državna zakladnica ima dva strateška cilja. Prvi cilj je doseganje optimalne likvidnosti proračuna, kar pomeni zagotavljanje likvidnosti proračuna ob maksimalni možni varnosti in temu primerni donosnosti naložb presežnih sredstev proračuna in zagotavljanju minimalnih stroškov za pokrivanje trenutnih obveznosti proračuna. Drugi cilj je kvalitetno upravljanje z dolgovi in terjatvami države, kar predstavlja upravljanje teh dejavnosti predvsem preko poslovanja z vrednostnimi papirji na finančnih trgih doma in v tujini.

Sektor za upravljanje z likvidnostjo proračuna skuša zasledovati predvsem prvi strateški cilj in je odgovoren za upravljanje likvidnosti, delno pa deluje tudi na področju upravljanja z javnim dolgom. V okviru upravljanja likvidnosti pripravlja likvidnostne plane, spremlja in analizira denarne tokove, pripravlja predloge za likvidnostno zadolževanje, se likvidnostno zadolžuje ter spremlja in analizira razmere na denarnem trgu. V okviru upravljanja z javnim dolgom na denarnem trgu izdaja državne kratkoročne vrednostne papirje. Sektor za upravljanje z likvidnostjo proračuna je organiziran v dveh oddelkih, in sicer oddelku likvidnosti in oddelku trga denarja.

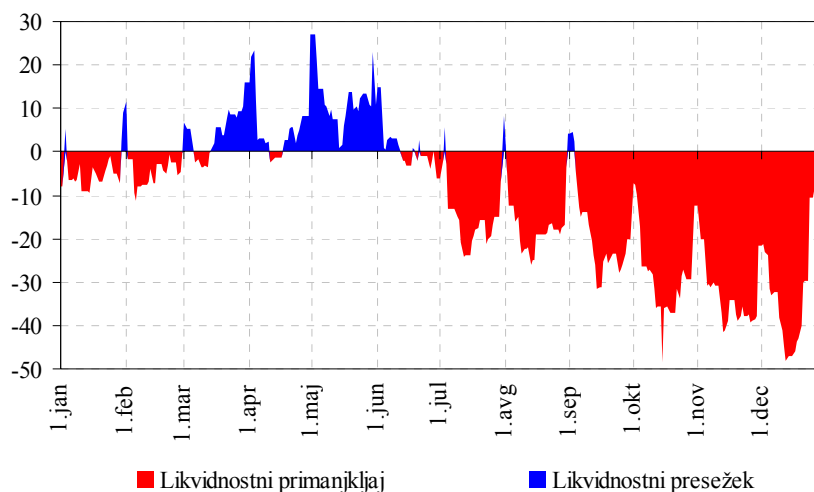
Sektor za upravljanje z javnim dolgom je organiziran v štirih oddelkih (oddelek za upravljanje z javnim dolgom, oddelek za državna jamstva, oddelek za finančno statistiko in analize ter oddelek za podporo poslovanja), ki skrbijo za uresničevanje drugega strateškega cilja Državne zakladnice.

Upravljanje likvidnosti je tipično kratkoročno usmerjeno. Pri tem gre za dnevno spremljanje denarnih tokov proračuna ter zagotavljanje likvidnosti proračuna, v kolikor izkazuje proračun likvidnostni primanjkljaj, oziroma plasiranje likvidnostnih presežkov proračuna, v kolikor izkazuje državni proračun likvidnostni presežek. Prav dnevna narava dela zahteva dobro sodelovanje med obema oddelkoma sektorja za upravljanje proračuna. Ko oddelek likvidnosti na podlagi planov proračunskih uporabnikov in sklepov Likvidnostne komisije Ministrstva za finance pripravi denarne tokove proračuna (običajno za tekoči mesec in vsaj še dva prihodnja meseca), oddelek trga denarja skuša zagotoviti optimalno upravljanje z likvidnostnimi presežki in likvidnostno zadolževanje.

Slika 1 kaže osnovni denarni tok, ki ga pripravi oddelek likvidnosti (primer za leto 2001). Prihodki in odhodki državnega proračuna so časovno zelo neusklajeni. Poraba proračunskih sredstev se namreč vrši vse dneve v mesecu, glavšina proračunskih prihodkov pa se vplačuje le nekajkrat na mesec.³ Tako oblikovan osnovni denarni tok je podlaga za izdelavo strategije upravljanja z likvidnostnimi presežki oziroma financiranja likvidnostnih primanjkljajev.

Velika nihanja v denarnih tokovih povzročajo stroške financiranja likvidnostnih primanjkljajev in oportunitetne stroške plasiranja likvidnostnih presežkov. Nekatere ukrepe za zmanjšanje likvidnostne neusklajenosti proračunskih prihodkov in odhodkov sta predlagala Kopač (1995, str. 68) in Voje (2001, str. 84-86).

Slika 1: Denarni tokovi državnega proračuna v letu 2001 brez likvidnostnega zadolževanja in plasiranja likvidnostnih presežkov (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

³ Državni proračun dobi sredstva iz naslova davka na dodano vrednost, ki je glavni proračunski vir, samo enkrat mesečno (na koncu meseca).

V nadaljevanju bomo na kratko predstavili obstoječe instrumente, ki jih ima Državna zakladnica na voljo za plasiranje likvidnostnih presežkov proračuna in za likvidnostno zadolževanje.

2.1 Upravljanje z likvidnostnimi presežki proračuna

Upravljanje z likvidnostnimi presežki proračuna opredeljuje Zakon o javnih financah v 68. in 110. členu. Zakon je pri upravljanju z likvidnostnimi presežki proračuna zelo restriktiven, saj določa, da se lahko prosta denarna sredstva nalagajo samo v Banko Slovenije in banke ob upoštevanju načela varnosti, likvidnosti in donosnosti naložbe. O obliki naložbe in načinu izbire banke odloča minister, pristojen za finance. Minister, pristojen za finance, lahko daje tudi likvidnostna posojila pravnim osebam javnega sektorja, vključenim v sistem enotnega zakladniškega računa države, in sicer pod pogoji, ki jih določi zakon in po drugih pravilih, ki jih v skladu z zakonom določi minister, pristojen za finance.

Ustrezno določilom Zakona o javnih financah Državna zakladnica uporablja naslednje osnovne oblike plasiranja prostih denarnih sredstev proračuna:

1. deponiranje sredstev pri Banki Slovenije,
2. deponiranje sredstev pri poslovnih bankah in
3. dajanje likvidnostnih posojil pravnim osebam javnega sektorja.

2.1.1 Deponiranje denarnih sredstev pri Banki Slovenije

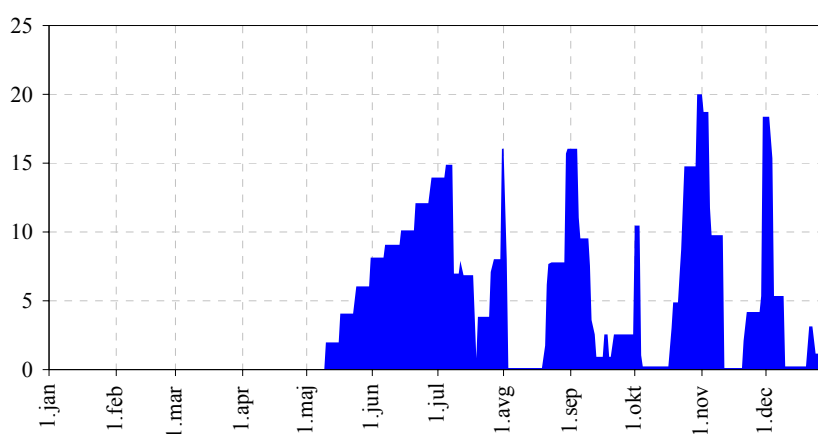
Deponiranje sredstev proračuna pri Banki Slovenije je omogočal že stari Zakon o Banki Slovenije, ki je v 60. členu določal, da »se sredstva državnega proračuna vodijo pri Banki Slovenije in so sestavni del njene pasive.« Leta 1995 je Ministrstvo za finance z Banko Slovenije sklenilo pogodbo o sodelovanju, ki je opredelila načine in obrestovanje plasiranih sredstev. Tako je lahko Državna zakladnica vezala tekoča presežna sredstva proračuna pri Banki Slovenije v obliki vezane vloge z najmanj dvodnevni rokom vezave, pri čemer so obrestne mere glede na ročnost vezave praviloma določene v višini obrestovanja pasivnih instrumentov, ki jih pri vodenju denarne politike uporablja centralna banka (depozit čez noč in blagajniški zapisi Banke Slovenije v domačem denarju).

Prednost tovrstnega deponiranja sredstev so predvsem, da depoziti pri Banki Slovenije niso tvegani, da ima Državna zakladnica kadarkoli možnost plasiranja sredstev in da v

tem primeru ne more priti do morebitne diskriminacije poslovnih bank. Med slabostmi omenimo predvsem dvodnevno najavo deponiranja in relativno nižje obrestne mere. Ker so slabosti večinoma presegale prednosti deponiranja pri centralni banki, je Državna zakladnica le redko koristila možnost tovrstnega plasiranja oziroma ga je koristila samo ob izrednih likvidnostnih presežkih proračuna,⁴ ki jih ni v celoti usmerila v poslovne banke.

Aprila 2001 je Ministrstvo za finance z Banko Slovenije sklenilo tudi pogodbo o skupnem delovanju na denarnem trgu. Državna zakladnica je v okviru te pogodbe maja 2001 začela z rednimi izdajami enomesečnih zakladnih menic, Banka Slovenije pa ji je omogočila, da lahko, v kolikor kupnine od izdanih enomesečnih zakladnih menic ne potrebuje za likvidnost državnega proračuna, ta sredstva začasno veže v Banko Slovenije pod pogoji, ki Državni zakladnici zagotavljajo nevtralni dohodkovni učinek. Državna zakladnica na ta način pridobila zaenkrat najbolj fleksibilen instrument tako plasiranja likvidnostnih presežkov proračuna, kakor tudi likvidnostnega zadolževanja. Podrobneje bomo namen izdajanja teh državnih vrednostnih papirjev pojasnili v podpoglavju 2.2.2.1.

Slika 2: Stanje deponiranih presežkov državnega proračuna pri Banki Slovenije v letu 2001 na osnovi pogodbe o skupnem delovanju na denarnem trgu (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

⁴ Ob nadpovprečnih prilivih na račune državnega proračuna.

2.1.2 Deponiranje denarnih sredstev pri poslovnih bankah

V skladu z načelom varnosti, likvidnosti in donosnosti naložbe je minister za finance po propadu Komerzialne banke Triglav sprejel nova navodila za depozite države pri poslovnih bankah⁵ in na podlagi izbranih kriterijev⁶ določilo dve skupini bank, kamor lahko Državna zakladnica plasira likvidnostne presežke proračuna. V prvo skupino bank je lahko Državna zakladnica plasirala sredstva v obliki depozitov na odpoklic in vezanih depozitov, v drugo skupino pa samo v obliki depozitov na odpoklic, pa še to samo ob dnevih, ko se je plačevala glavčina prometnega davka.⁷

Posebnost deponiranja sredstev proračuna je bila, da je Ministrstvo za finance samo določalo obrestne mere za deponirane presežke pri poslovnih bankah. V skladu s prizadevanjem Banke Slovenije za zniževanje aktivnih obrestnih mer, je skušalo Ministrstvo za finance z določanjem obrestnih mer za svoje depozite vplivati na znižanje pasivnih obrestnih mer bank in posledično tudi aktivnih obrestnih mer, do česar je postopoma tudi prišlo.

Kljub dejstvu, da so se obrestne mere in marže bank v zadnjih nekaj letih bistveno znižale, Ministrstvo za finance obrestne mere za svoje depozite pri poslovnih bankah še vedno določa samo. Te obrestne mere⁸ so od leta 1998 vezane na obrestne mere zakladnih menic, katerih obrestne mere pa se določajo tržno (na avkcijah). Tako od marca 2001 glede na ročnost depozita velja:

- za vezane depozite do 5 dni je obrestna mera enaka 45% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za vezane depozite nad 5 do 30 dni je obrestna mera enaka 65% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za vezane depozite nad 30 do 90 dni je obrestna mera enaka 85% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za vezane depozite nad 90 do 180 dni je obrestna mera enaka nominalni obrestni meri, doseženi na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic; in

⁵ Navodila za deponiranje prostih denarnih sredstev na računih proračuna, rezerv in proračunskih uporabnikov pri poslovnih bankah.

⁶ To bili predvsem velikost bilančne vsote poslovne banke, poslovno sodelovanje z Državno zakladnico, terjatve poslovne banke do Republike Slovenije, neto dolžništvo na medbančnem trgu ter znesek prometnega davka, ki se je vplačeval prek posamezne poslovne banke.

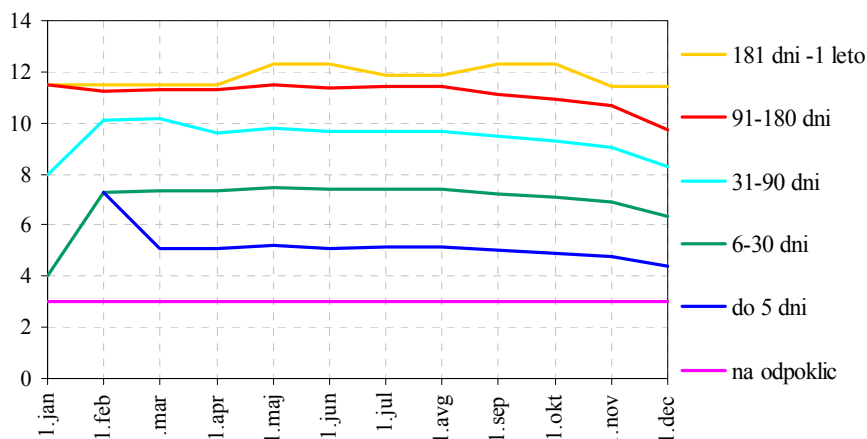
⁷ To načelo se je ob uveljavitvi Zakona o davku na dodano vrednost ohranilo.

⁸ Razen obrestnih mer za depozite na odpoklic.

- za vezane depozite nad 180 dni do enega leta je obrestna mera enaka nominalni obrestni meri, doseženi na zadnji avkciji šestmesečnih zakladnih menic.

Slika 3 prikazuje gibanje obrestnih mer za depozite proračuna pri poslovnih bankah.

Slika 3: Gibanje obrestnih mer za depozite državnega proračuna pri poslovnih bankah v letu 2001 (v %)

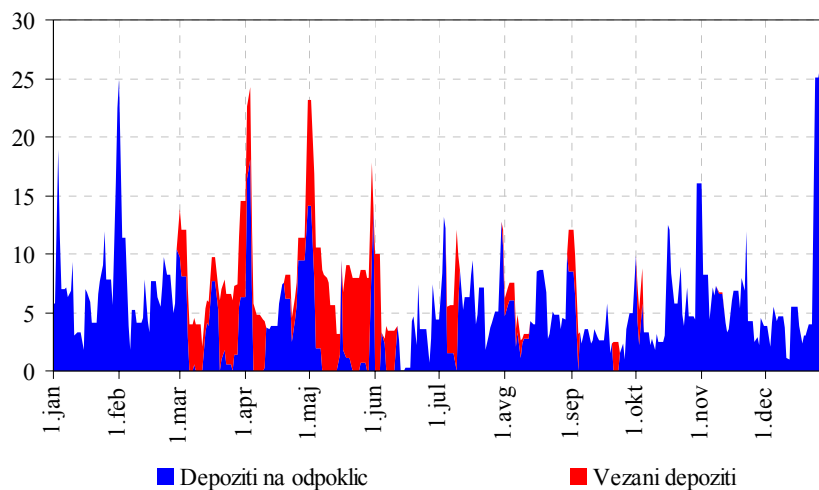


Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic in lastni izračuni.

Glede na že omenjene značilnosti likvidnosti državnega proračuna je Državna zakladnica večinoma plasirala likvidnostne presežke v obliki depozitov na odpoklic.⁹ Pri tem gre za nočno vključevanje sredstev v sedem izbranih bank prve skupine vsak večer po obdelavi vseh prilivov in odlivov na računih proračuna, in sicer avtomatsko po ključu, ki ga določi Državna zakladnica. Ta sredstva se v banke vežejo z možnostjo odpoklica vsaj en delovni dan prej. Ostalih depozitov pri bankah je relativno malo in so se pojavljali ob večjih in trajnejših likvidnostnih presežkih proračuna (Slika 4).

⁹ Ti depoziti predstavljajo za Državno zakladnico skoraj isti instrument kot vloga na vpogled; razlika je samo v enodnevni najavi razvezave. V tem je tudi razlog, da Državna zakladnica vlog na vpogled, ki bi bile skoraj neobrestovane, sploh nima.

Slika 4: Kumulativno stanje in struktura deponiranih presežkov državnega proračuna pri poslovnih bankah v letu 2001 (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

Mendez, Lots in Richard (2000, str. 12) izpostavljajo problem pretežnega deponiranja v poslovne banke kot depozit na odpoklic in predlagajo, da Državna zakladnica skuša večji delež teh depozitov spremeniti v vezane depozite. Praktičnost depozitov na odpoklic, majhna razlika v obrestnih merah, predvsem pa negotovost glede višine prilivov na račune proračuna so vzrok, da Državna zakladnica vezanih depozitov ni pogosteje uporabljala.

2.1.3 Dajanje likvidnostnih posojil pravnim osebam javnega sektorja

V skladu z Zakonom o javnih financah in navodilom, ki ga je sprejel minister za finance,¹⁰ lahko Državna zakladnica, v kolikor razpolaga z likvidnostnimi presežki, daje tudi likvidnostna posojila pravnim osebam javnega sektorja. Do leta 2001 je možnost najemanja likvidnostnega posojila izkoristil samo Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, ki je z Ministrstvom za finance sklenil pogodbo o medsebojnem uravnavanju likvidnosti. V začetku leta 2002 je podobno pogodbo z Ministrstvom za finance sklenil tudi Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije. Po novem lahko Državna zakladnica daje posojila samo Zavodu za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavodu za pokojninsko in invalidsko zavarovanje ter posrednim proračunskim uporabnikom, vključenim v sistem enotnega zakladniškega računa (Zakon o

¹⁰ Navodilo o pogojih ter načinu likvidnostnega zadolževanja Zavoda za zdravstveno zavarovanje in Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje ter javnih skladov in agencij, katerih ustanovitelj je država, iz sredstev državnega proračuna.

spremembah in dopolnitvah zakona o javnih financah (Ur. l. RS št. 30/2002)). V prvi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa Državna zakladnica – kot že rečeno – upravlja samo likvidnost državnega proračuna, Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje in Zavoda za zdravstveno zavarovanje Slovenije, tako da še ne daje posojil drugim posrednim proračunskim uporabnikom, vključenim v sistem enotnega zakladniškega računa.

Obrestna politika Državne zakladnice pri tovrstnem načinu plasiranja likvidnostnih presežkov je, da naj bi takšni posli Državni zakladnici omogočili doseganje enake obrestne mere, kot če bi presežna sredstva vezala v poslovne banke. Zato je bilo v omenjenih pogodbah določeno, da so obrestne mere za najeta likvidnostna posojila iz sredstev državnega proračuna glede na ročnost enaka obrestnim meram, po katerih Državna zakladnica deponira likvidnostne presežke v poslovne banke.

2.2 Financiranje likvidnostnih primanjkljajev državnega proračuna

Zadolževanje države opredeljuje Zakon o javnih financah v prvem odstavku 81. člena, ki določa, da se lahko država zadolžuje doma in v tujini v obsegu, ki ga določa zakon.¹¹ Država se lahko zadolžuje s črpanjem posojil in izdajo vrednostnih papirjev.

V zvezi z upravljanjem likvidnosti proračuna je pomemben tretji odstavek istega člena, ki določa, da se lahko država likvidnostno zadolžuje, če se zaradi neenakomernega pritekanja prejemkov izvrševanje proračuna ne more uravnovesiti, vendar največ do višine 5% zadnjega sprejetega proračuna. Likvidnostno zadolževanje je opredeljeno v 3. členu Zakona o javnih financah kot črpanje kratkoročnega posojila oziroma izdaja kratkoročnega vrednostnega papirja za financiranje začasnega primanjkljaja denarnih sredstev, ki je posledica neusklajenega gibanja prejemkov in izdatkov proračuna.

Mendez, Lots in Richard (2000, str. 13) ugotavljajo, da ni jasno, na kateri del zadolžitve se nanaša omejitev – ali na celotno kratkoročno zadolžitev ali samo na likvidnostno –, saj pojmi niso natančno definirani. To nejasnost skušamo pojasniti v naslednjem podpoglavju.

¹¹ Obseg zadolžitve v posameznem letu upredeljujeta proračun in zakon o izvrševanju proračuna za posamezno leto, strukturo zadolžitve pa določa program financiranja za posamezno leto.

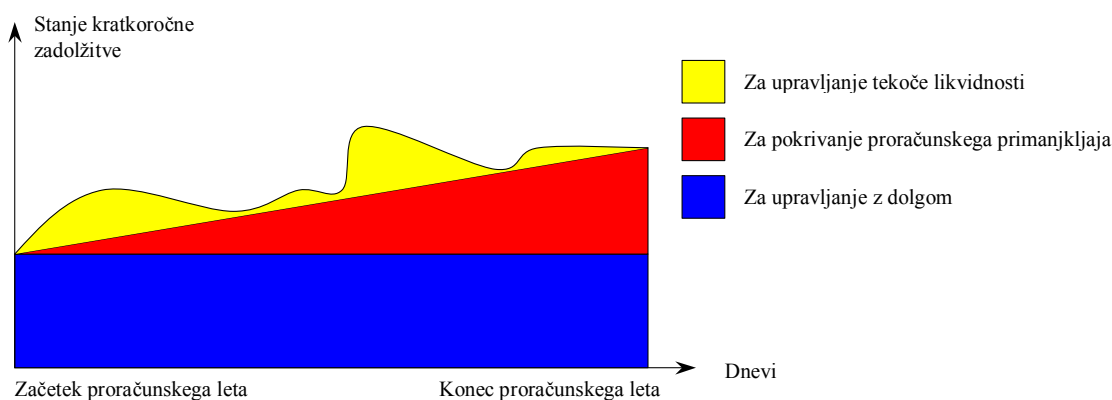
2.2.1 Razlikovanje med likvidnostnim in kratkoročnim zadolževanjem

Omenjena člena Zakona o javnih financah, zlasti še v povezavi z 90. členom tega zakona, sta v praksi nejasna in vnašata velik dvom (glej tudi Oplotnik, 2001, str. 19), predvsem zato, ker sta tako likvidnostno zadolževanje, kakor tudi celotno zadolževanje države do konca proračunskega leta omejena. Dnevno stanje likvidnostne zadolžitve proračuna je omejeno na 5% zadnjega sprejetega proračuna, izvede pa se z obstoječimi instrumenti kratkoročnega zadolževanja države. Za pokrivanje likvidnostnega primanjkljaja proračuna je potrebno vsak dan poznati mejo, do katere se država lahko likvidnostno zadolži. Pri razmejitvi likvidnostnega zadolževanja v celotnem kratkoročnem dolgu države je možna naslednja razlaga.

Država se kratkoročno zadolžuje za tri namene, in sicer za (Slika 5):

1. upravljanje z dolgom države,
2. delno pokrivanje tekočega deficita in
3. uravnavanje tekoče likvidnosti proračuna.

Slika 5: Trije nameni kratkoročne zadolžitve države



Najlažje je definirati tisti del kratkoročne zadolžitve države, ki je namenjen upravljanju z dolgom države. V tekočem letu gre pri tem za tisti del kratkoročnega dolga, ki se prenaša iz predhodnega leta in je nastal bodisi zaradi proračunskega primanjkljaja v predhodnem letu, ki je bil delno financiran s kratkoročnimi instrumenti zadolževanja, ali pa je nadomestil del dolgoročnega dolga. Pri tem delu gre za kratkoročno zadolžitvev (zadolžitvev z dolžniškimi instrumenti z ročnostjo do enega leta), ki pa ima zaradi stalnega obnavljanja že naravo dolgoročnega dolga in bi ga lahko nadomestili tudi z dolgoročnim dolgom.

Drugi namen kratkoročnega zadolževanja v tekočem letu je pokrivanje dela proračunskega primanjkljaja tekočega leta.¹² Tekoči proračunski primanjkljaj, do katerega bo prišlo do zadnjega dne v proračunskem letu, se pokriva tako s kratkoročnim, kakor tudi z dolgoročnim zadolževanjem. Dinamika pokrivanja proračunskega primanjkljaja je odvisna od nastanka le-tega in od razmer na finančnem trgu. Dejstvo je, da se niti država na finančnem trgu ne more zadolževati naenkrat, saj bi to povzročalo šoke na finančnem trgu in prevelike stroške zadolževanja. Tako se Državna zakladnica za pokrivanje dela proračunskega deficita kratkoročno zadolžuje postopoma, da ne povzroča pretresov na denarnem trgu.

Oba dela kratkoročne zadolžitve bi nastala ne glede na tekočo likvidnostno situacijo proračuna, saj je dinamika zadolževanja opredeljena v začetku proračunskega leta. V kolikor proračun zaradi te zadolžitve izkazuje likvidnostne presežke, Državna zakladnica le-te plasira na denarnem trgu. Kljub morebitnim kratkotrajnim likvidnostnim presežkom proračuna so učinki takšnega postopnega zadolževanja še vedno pozitivni, ker s postopnim kratkoročnim zadolževanjem na finančnem trgu Državna zakladnica s svojo relativno veliko močjo oziroma 'tržnim deležem' ne povzroča likvidnostnih težav in se s tem izogne nadpovprečnim stroškom zadolževanja in tudi izrivanju privatnega sektorja.¹³

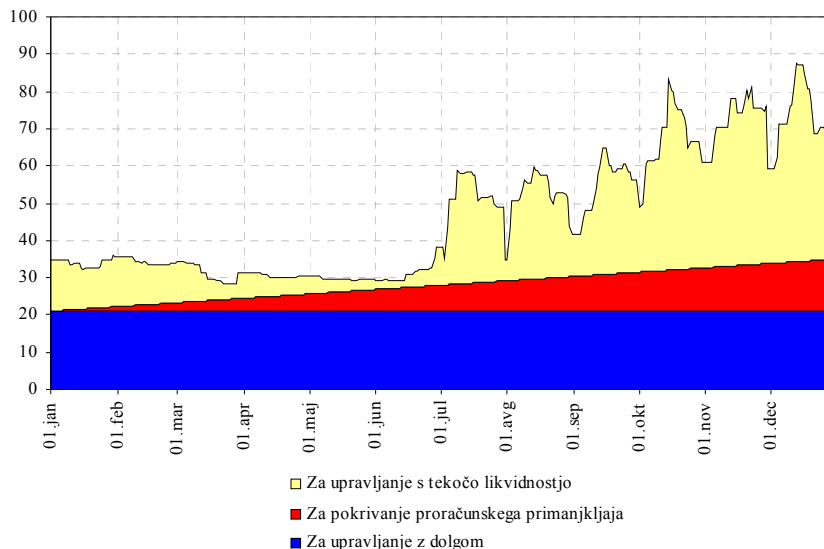
Na podlagi te razlage lahko definiramo pojem likvidnostnega zadolževanja v okviru kratkoročne zadolžitve. To je tisti del kratkoročne zadolžitve, ki je namenjen uravnavanju dnevne likvidnosti proračuna in je izključno posledica neusklajenega gibanja prilivov in odlivov proračuna. Če bi proračunski deficit nastajal enakomerno in če bi se zadolževanje za odplačilo dolga idealno pokrilo z zapadlostjo državnega dolga, likvidnostno zadolževanje (zadolževanje nad trikotnikom – Slika 5) sploh ne bi bilo potrebno. Vendar pa je takšna usklajenost bolj izjema kot pravilo, zato se pojavljajo občasna neskladja. V kolikor tekoči proračunski odhodki preveč presežejo proračunske odhodke, tega primanjkljaja ni več mogoče pokriti z drugim delom kratkoročne zadolžitve, ki je namenjen pokrivanju proračunskega primanjkljaja, ampak je potrebna dodatna likvidnostna zadolžitev. V obratnem primeru pa je potrebno zaradi preseganja proračunskih prihodkov nad odhodki poseči po instrumentih za plasiranje presežnih denarnih sredstev.

¹² Kolikšen je ta del, je odvisno od ocene ustrezne strukture državnega dolga po ročnosti.

¹³ Podobno načelo se uporablja tudi pri dolgoročnem zadolževanju, saj se država za odplačilo visoke glavnice zapadlega dolgoročnega dolga postopno zadolžuje – delno pred dejansko zapadlostjo in likvidnostni presežek plasira, delno pa po dejanski zapadlosti in nastali likvidnostni primanjkljaj pokrije z ustrezno likvidnostno zadolžitvijo.

Slika 6 prikazuje stanje kratkoročne zadolžitve Državnega proračuna v letu 2001 v skladu z navedeno delitvijo kratkoročnega dolga države.

Slika 6: Tri kategorije kratkoročne zadolžitve državnega proračuna v letu 2001 (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

Ugotovimo lahko, da je bil v letu 2001 državni proračun likvidnostno zelo slabo usklajen, zato je bilo celo leto potrebno likvidnostno zadolževanje. Dejansko se je državni proračun, kakor je bil določen od sprejetju, izvršil šele v zadnjih dneh leta, prej pa so bili odhodki državnega proračuna konstantno večji od prihodkov.

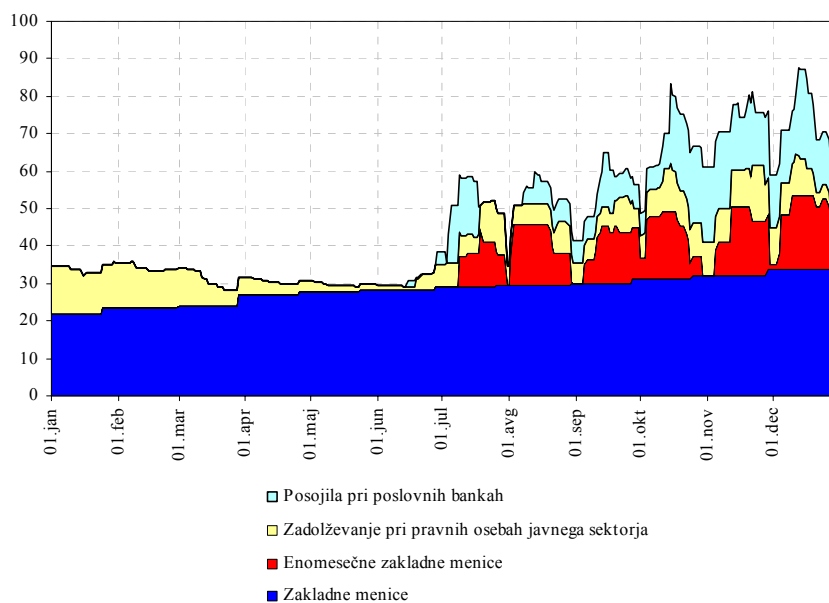
2.2.2 Kratkoročno zadolževanje države

Državna zakladnica se torej tudi za financiranje likvidnostnih primanjkljajev proračuna zadolžuje z instrumenti kratkoročnega zadolževanja. Trenutno se Državna zakladnica kratkoročno zadolžuje:

1. z izdajanjem državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev – zakladnih menic,
2. z zadolževanjem pri pravnih osebah javnega sektorja,
3. s črpanjem kratkoročnih in likvidnostnih posojil pri poslovnih bankah,
4. v omejenem obsegu pa se lahko zadolži tudi pri Banki Slovenije.

Slika 7 prikazuje strukturo kratkoročne zadolžitve državnega proračuna v letu 2001. Ugotovimo lahko, da Državna zakladnica izdaj zakladnih menic ni prilagajala likvidnostnim potrebam proračuna, ampak je likvidnostne primanjkljaje pokrivala s preostalimi oblikami kratkoročnega zadolževanja.

Slika 7: Struktura kratkoročne zadolžitve državnega proračuna v letu 2001 po instrumentih zadolžitve



Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic in interni podatki Ministrstva za finance.

2.2.2.1 Kratkoročno zadolževanje z izdajanjem zakladnih menic

Do leta 1996 je imela Slovenija uravnotežen proračun oziroma proračunski presežek, zato večjih potreb po financiranju likvidnostnih primanjkljajev ni bilo, kakor tudi ne možnosti za razvoj državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev. Razmere so se v letu 1997 spremenile, ko se je pojavil prvi proračunski primanjkljaj in je prišlo do prvih večjih potreb po likvidnostnem financiranju proračuna. Državna zakladnica je začela z rednimi mesečnimi izdajami zakladnih menic v letu 1998, pri tem pa ni zasledovala samo 'tekočih' ciljev, to je financiranje likvidnostnih primanjkljajev in deficita ter upravljanje z dolgom, ampak si je kot strateški cilj postavila tudi prispevati svoj delež k razvoju denarnega trga (Dolenc, Grum, 2001, str. 110).

Saje (1998, str. 1) meni, da bi višja stopnja razvoja denarnega trga poleg neposredne koristi za državo v obliki cenejšega in fleksibilnejšega zadolževanja omogočila ustvarjanje pogojev za oblikovanje preglednejše obrestne politike, učinkovitejše uravnavanje likvidnosti ter ponudila potencialnim investitorjem možnost netveganih kratkoročnih naložb.

Glede na to, da se je država do leta 2001 osredotočala predvsem na razvoj primarnega trga zakladnih menic, zakladne menice zaradi svoje relativne nelikvidnosti in institucionalnih ovir¹⁴ še niso postale najprimernejši instrument za uravnavanje likvidnosti ekonomskih subjektov (poslovnih bank, institucionalnih investitorjev, podjetij in države), tako kot v okolju razvitega denarnega trga.

Do končne stopnje razvoja primarnega in sekundarnega trga državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev torej Državna zakladnica z zakladnimi menicami ne bo mogla učinkovito upravljati likvidnosti državnega proračuna. Kot je razvidno iz primerjave osnovnega denarnega toka proračuna v letu 2001 (Slika 1) in strukture kratkoročne zadolžitve v tem letu (Slika 7), lahko ugotovimo, da je Državna zakladnica zakladne menice¹⁵ uporabljala predvsem za prva dva namena kratkoročnega zadolževanja (glej podpoglavje 2.2.1), manjše oziroma praktično nikakršne pa so bile možnosti za prilagajanje izključno likvidnostnim potrebam državnega proračuna. Državna zakladnica pri politiki izdajanja zakladnih menic že od začetka rednih izdaj (v maju 1998) sledi načelu čim manjšega poseganja oziroma čim bolj stabilnega delovanja na denarnem trgu, poleg tega pa frekvenca avkcij (enkrat mesečno) ne omogoča prilagajanje dejanskim likvidnostnim potrebam proračuna. Tako se emisije izdanih zakladnih menic bolj kot dnevni likvidnosti proračuna prilagajajo potrebam postopnega financiranja tekočega proračunskega primanjkljaja in upravljanja z dolgom.

Kot smo že omenili v podpoglavju 2.1.1, je Ministrstvo za finance aprila 2001 z Banko Slovenije sklenilo tudi pogodbo o skupnem delovanju na denarnem trgu. Del dogovora je bil, da Ministrstvo za finance začne izdajati nov instrument – enomesečne zakladne menice – in tako poveča kapaciteto državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, Banka Slovenije pa je Državni zakladnici omogočila, da sredstva izdanih enomesečnih zakladnih menic deponira v Banko Slovenije pod pogoji, ki Državni zakladnici zagotavljajo nevtralen dohodkovni učinek. Državna zakladnica te vrednostne papirje izdaja enkrat tedensko¹⁶ in ohranja stabilno velikost emisij.¹⁷ Kapaciteta državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev se je na ta način bistveno povečala, hkrati pa ta

¹⁴ Visoki stroški trgovanja, ki so bili predvsem posledica visokih provizij Centralno klirinške depotne hiše in Ljubljanske borze, in neobstoj standardnih pravil začasni nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev.

¹⁵ Razen enomesečnih zakladnih menic.

¹⁶ Za primerjavo: trimesečne zakladne menice izdaja vsak mesec, šestmesečne in dvanajstmesečne pa izmenoma vsak drugi mesec.

¹⁷ Skupna količina nezapadnih enomesečnih zakladnih menic obsega približno 10% primarnega denarja (20 milijard SIT).

instrument dohodkovno ne obremenjuje državnega proračuna, v kolikor Državna zakladnica ne potrebuje sredstev za financiranje likvidnostnih primanjkljajev. Znesek črpanih sredstev iz naslova enomesečnih zakladnih menic, s katerimi je Državna zakladnica financirala likvidnostne primanjkljaje proračuna, je prikazan tudi v sliki (Slika 7).

2.2.2.2 Zadolževanje pri pravnih osebah javnega sektorja

Zakon o javnih financah v 70. členu določa, da lahko minister, pristojen za finance, zahteva, da mu posredni proračunski uporabniki državnega proračuna pred deponiranjem prostih denarnih sredstev pri bankah ali pred investiranjem teh sredstev v vrednostne papirje ta sredstva ponudijo, če je to potrebno zaradi zagotavljanja likvidnostnih sredstev na računih, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. Do vzpostavitve enotnega zakladniškega sistema je pri tem šlo seveda samo za zagotavljanje likvidnosti računov državnega proračuna.

Pri tem gre za osnovno načelo, ki bo v celoti zagotovljeno ob vzpostavitvi druge faze sistema enotnega zakladniškega sistema, da naj bi se sredstva javnega sektorja pred poseganjem na denarni trg¹⁸ konsolidirala v okviru javnega sektorja. Tako so na primer nelogične razmere, ko je Državna zakladnica za potrebe državnega proračuna likvidnostno zadolžena pri poslovnih bankah po aktivnih obrestnih merah, hkrati pa imajo nekateri posredni proračunski uporabniki visoko stanje kratkoročno vezanih depozitov ali celo vlog na vpogled pri poslovnih bankah, ki pa so obrestovane po pasivnih obrestnih merah.¹⁹

V okviru obstoječega sistema²⁰ se lahko Državna zakladnica pri pravnih osebah javnega zadolžuje z izdajo zadolžnic ali na podlagi pogodbe o medsebojnem uravnavanju likvidnosti.

Pogodbo o medsebojnem uravnavanju likvidnosti ima Državna zakladnica sklenjeno samo z Zavodom za pokojninsko in invalidsko zavarovanje in Zavodom za zdravstveno zavarovanje Slovenije. Na podlagi te pogodbe lahko Državna zakladnica posoja denarna

¹⁸ Bodisi z zadolževanjem ali deponiranjem.

¹⁹ Podobno naj bi veljalo tudi v primeru, ko ima državni proračun likvidnostne presežke (glej podpoglavje 2.1.3).

²⁰ Do vzpostavitve druge faze sistema enotnega zakladniškega računa.

sredstva tem skladom (kar je bilo opisano v podpoglavju 2.1.3) ali pa od njih najema likvidnostna posojila.

Večinoma se Državna zakladnica pri pravnih osebah javnega sektorja zadolžuje z izdajo/prodajo zadolžnice tem subjektom. V kolikor Državna zakladnica na podlagi denarnih tokov oceni, da bo državni proračun izkazoval likvidnostni primanjkljaj, v skladu z zakonom in navodilom ministra, pristojnega za finance,²¹ v uradnem listu objavi, da morajo pravne osebe javnega sektorja, v kolikor razpolagajo s prostimi denarnimi sredstvi, le-te ponuditi Državni zakladnici v obliki ponudbe za nakup zadolžnic. Zadolžnica je materializiran, neserijski vrednostni papir, ki se izda in izroči pravni osebi javnega sektorja ob konkretni zadolžitvi. Na zadolžnici so navedeni znesek zadolžitve, pogoji zadolžitve (obrestna mera) ter datum zadolžitve in zapadlosti.

Slika 7 kaže tudi stanje zadolžitve države pri pravnih osebah javnega sektorja v letu 2001. V skladu z omenjenim načelom konsolidiranja javnih likvidnostnih sredstev je Državna zakladnica skušala pred zadolževanjem pri poslovnih bankah najprej pokriti likvidnostne primanjkljaje z likvidnostnimi presežki pravnih oseb javnega sektorja.

Podobno kot pri posojanju pravnim osebam javnega sektorja na podlagi likvidnostnih presežkov državnega proračuna, tudi pri zadolževanju pri teh osebah Državna zakladnica zasleduje načelo, da naj bi se na podlagi teh instrumentov zadolževala čim ceneje, hkrati pa naj bi pravne osebe javnega sektorja v obliki tovrstnega plasiranja likvidnostnih presežkov dobile vsaj toliko, kolikor bi lahko iztržile pri poslovnih bankah. Zato so obrestne mere zadolževanja pri pravnih osebah javnega sektorja vezane na državne kratkoročne vrednostne papirje,²² katerih obrestne mere se večinoma gibljejo med pasivnimi in aktivnimi obrestnimi merami poslovnih bank. Tako od marca 2001 glede na ročnost zadolžitve pri pravnih osebah javnega sektorja velja:

- za zadolžitve do 5 dni je obrestna mera enaka 45% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za zadolžitve nad 5 do 30 dni je obrestna mera enaka 65% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za zadolžitve nad 30 do 90 dni je obrestna mera enaka 90% nominalne obrestne mere, dosežene na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic;
- za zadolžitve nad 90 do 180 dni je obrestna mera enaka nominalni obrestni meri, doseženi na zadnji avkciji trimesečnih zakladnih menic; in

²¹ Navodilo o pogojih ter načinu ponudbe prostih denarnih sredstev oziroma prostega namenskega premoženja Ministrstvu za finance.

²² Podobno kot pri plasiranju likvidnostnih presežkov državnega proračuna v poslovne banke (podpoglavje 2.1.2).

- za zadolžitev nad 180 dni do enega leta je obrestna mera enaka nominalni obrestni meri, doseženi na zadnji šestmesečnih zakladnih menic.

2.2.2.3 Najemanje kratkoročnih in likvidnostnih posojil pri poslovnih bankah

Osnova za črpanje kratkoročnih posojil pri poslovnih bankah je okvirna pogodba o kratkoročnem kreditiranju, ki jo je Ministrstvo za finance sklenilo z večino slovenskih poslovnih bank. Pogodba podrobneje definira postopke za najem kratkoročnega posojila pri poslovnih bankah. Državna zakladnica v primeru likvidnostnih potreb, ki jih mora pokrivati z najemom kratkoročnih posojil pri poslovnih bankah, na pogodbene banke naslovi povpraševanje po kratkoročnem posojilu in banke pozove, da ji pošljejo ponudbe za posojilo. Državna zakladnica potem izbere najboljše ponudbe do zapolnitve potrebne kvote zadolžitve.

Praviloma predstavlja ta instrument zadnjo možnost zadolžitve, saj tak način zadolžitve države večinoma najdražji (v primerjavi z na primer izdajo zakladnih menic ali zadolžitvijo pri pravnih osebah javnega sektorja), pa tudi postopek najemanja posojil je relativno dolgotrajen. Uporablja se takrat, ko Državna zakladnica izkoristi vse cenejše vire zadolžitve, v praksi torej takrat, kadar državni proračun daljše obdobje izkazuje večji likvidnostni primanjkljaj.

Poleg najemanja kratkoročnih posojil ima Državna zakladnica pri poslovnih bankah iz prve skupine (glej podpoglavje 2.1.2) tudi možnost najema likvidnostnega kredita za pet dni. S pogodbo²³ so se namreč banke zavezale, da bodo Državni zakladnici največ dvakrat v mesecu, v kolikor bo Državna zakladnica povpraševala po sredstvih, odobrile likvidnostno posojilo v višini trikratnika povprečnega stanja depozitov na odpoklic v predhodnih tridesetih dneh po obrestni meri, ki ne bo presegala obrestne mere, po kateri so obrestovani depoziti na odpoklic, za več kot 3 odstotne točke. Tako lahko Državna zakladnica relativno hitro in poceni pride do izrazito kratkoročnih sredstev za financiranje likvidnosti proračuna.

Slika 7 na strani 18 prikazuje tudi gibanje zadolžitve države pri poslovnih bankah.

²³ Pogodba o poslovnem sodelovanju med Ministrstvom za finance in poslovnimi bankami.

2.2.2.4 Zadolževanje pri Banki Slovenije

Stari Zakon o Banki Slovenije je v 61. členu določal, da lahko Banka Slovenije odobri Republiki Sloveniji samo kratkoročne kredite za premostitev časovne neusklajenosti med prilivi in odlivi sredstev državnega proračuna, pri čemer je skrajni rok za vračilo kreditov najpozneje do konca tekočega proračunskega leta.

Takšna dikcija zakona ni bila v skladu s smernicami Evropske unije, ki nacionalnim centralnim bankam ne dovoljujejo odobravanja posojil državi. Zato novi Zakon o Banki Slovenije skladno s smernicami Evropske unije v 24. členu določa, da Banka Slovenije ne sme odobravati okvirnih in drugih kreditov organom Republike Slovenije. Ne glede na to pa lahko odobri premostitvene kredite javnemu sektorju znotraj enega dneva brez možnosti obnavljanja (25. člen).

Čeprav ima država teoretično še možnost kratkoročnega zadolževanja pri centralni banki, pa te možnosti ne koristi.²⁴ Do odprtja enotnega računa Državne zakladnice pri Banki Slovenije se je uporabljala samo možnost črpanja okvirnega posojila čez dan na podlagi Sklepa o načinu izvajanja poslov za Republiko ter pogodbe o poslovnem sodelovanju med Banko Slovenije in Republiko Slovenijo in sicer tako, da pooblaščen organizacija za plačilni promet v teku dneva izvršuje plačilne naloge v breme računa za izvrševanje proračuna Republike Slovenije. Zdaj, ko ima Državna zakladnica račun pri centralni banki, so ji prav tako odobrena meddnevna negativna stanja na računu do določene višine. Višino okvirnega posojila mesečno določi s sklepom guverner Banke Slovenije na podlagi dnevni podatkov o stanju sredstev skupnega računa proračuna pri Banki Slovenije in podatkov o deponiranih sredstvih v poslovne banke.

2.3 Problematika obstoječega načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna

Doslej smo predstavili obstoječe načine in instrumente upravljanja z likvidnostnimi presežki proračuna in financiranja likvidnostnih primanjkljajev. V tem podpoglavju bomo podrobneje izpostavili problematiko obstoječega načina in predlagali možne rešitve predvsem v luči vzpostavljanja celotne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa. Takrat bo Državna zakladnica upravljala z bistveno večjimi sredstvi, zato bodo morale biti obstoječe slabosti odpravljene.

²⁴ V vsem času od osamosvojitve se je na ta način zadolžila samo enkrat za čez noč.

Pri analizi se bomo osredotočili na obe strani (plasiranje likvidnostnih presežkov in zadolževanje) in sicer glede nasprotno stranko pri poslu, razen seveda pri zakladnih menicah.

2.3.1 Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi z Banko Slovenije

Bistvena prednost depozita pri centralni banki je, da se Državna zakladnica ne izpostavlja kreditnemu tveganju oziroma da ni potrebno zagotoviti ustreznega zavarovanja depozitov. Tudi enega izmed trenutnih problemov deponiranja pri poslovnih bankah, to je možna pristranskost pri izbiri bank,²⁵ pri tem načinu deponiranja ni. Glede najemanja premostitvenih posojil smo že poudarili, da se Državna zakladnica – z izjemo koriščenja okvirnega posojila čez dan –, pri centralni banki že zdaj ne zadolžuje, s sprejemom novega Zakona o Banki Slovenije in približevanjem Evropski uniji pa ta možnost tako ali tako ne bo več aktualna. Tako ostajata bistveni prednosti sodelovanja s centralno banko na tem področju predvsem prvi dve – ni kreditnega tveganja in ni diskriminacije poslovnih bank.

Slabosti plasiranja likvidnostnih presežkov pri Banki Slovenije so predvsem nefleksibilnost, saj mora Državna zakladnica vezavo depozita pri Banki Slovenije napovedati najmanj dva delovna dneva pred vezavo, določen pa je tudi najkrajši rok vezave (dva dni). Poleg tega obrestne mere²⁶ vsaj do znižanja splošne ravni obrestnih mer v začetku leta 2002 niso bile primerljive obrestnim meram, ki jih je lahko Državna zakladnica dosegla pri poslovnih bankah.

Zelo praktična je možnost koriščenja okvirnega posojila čez dan, saj lahko na ta način Državna zakladnica lažje uravnava svojo meddnevno likvidnost in lahko izvršuje plačila tudi, če na računu še nima kritja (Oplotnik, 2001, str. 29).

Diamond et al. (1998, str. 38-40) predlaga, da bi imela država vse likvidnostne presežke ali vsaj njihov pretežni del vezane pri centralni banki. Pri tem izpostavlja problem obrestovanja teh depozitov. Meni, da bi morale biti obrestne mere, ki bi jih za depozit

²⁵ O tem v naslednjem poglavju.

²⁶ Le-te so vezane na obrestne mere blagajniških zapisov Banke Slovenije primerljive ročnosti.

Državne zakladnice priznavala centralna banka, tržno primerljive in vezane na neko ustrezno obrestno mero denarnega trga.²⁷

Tak način plasiranja presežnih sredstev državnega proračuna bi nedvomno pripomogel k normaliziranju strukturnega položaja denarnega trga v Sloveniji. Presežna likvidnost bančnega sektorja, ki jo kot slovenski problem izpostavlja Ribnikar (1999a, str. 47-49, in 2002, str. 1-6), bi se z večanjem vlog države pri Banki Slovenije zmanjšala. Morda bi celo dosegli bolj normalne razmere, ko je značilnost strukturnega položaja denarnega trga primanjkljaj. Problem pa je seveda velika variabilnost likvidnostnih presežkov države in tako težje vodenje denarne politike. V tej luči je problematika slovenskega denarnega trga predstavljena v podpoglavju 3.2, na tem mestu opozorimo zgolj na paradoks, ki je značilen pri nas in ga izpostavlja tudi Diamond et al. (1998, str. 43). Gre za dejstvo, da ima država pri bankah vezane depozite, hkrati pa mora centralna banka izdajati blagajniške zapise za absorpcijo presežne likvidnosti bančnega sektorja.

V trenutnih razmerah, ko mora Državna zakladnica predvsem zagotavljati potrebno likvidnost proračuna, je ta problematika manj aktualna. Bo pa postala veliko bolj aktualna ob vzpostavitvi druge faze sistema enotnega zakladniškega računa in popolni centralizaciji sredstev ožjega javnega sektorja. Zato bomo to možnost ponovno pretehtali v podpoglavju 4.3.2.

2.3.2 Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi s poslovnimi bankami

Diamond et al. (1998, str. 42-43) omenja predvsem tri probleme obstoječega plasiranja likvidnostnih presežkov v poslovne banke, in sicer:

1. depoziti niso zavarovani,
2. možnost diskriminacije poslovnih bank in
3. potencialen konflikt s centralno banko.²⁸

Tem opozorilom Oplotnik (2001, str. 29) dodaja še problem administrativno določenih obrestnih mer, ki smo ga že omenili.

Nezavarovanost depozitov pri poslovnih bankah je relativno velik problem, ki pa ga je potrebno gledati širše, tudi v povezavi s sedanjim načinom plasiranja v sedem največjih

²⁷ O problematiki referenčne in drugih obrestnih mer pri nas v podpoglavju 3.5.

²⁸ Na ta paradoks smo opozorili v prejšnjem podpoglavju.

bank. Obstoječi način izbire največjih bank je bil uveden zaradi zmanjšanja tveganja propada banke, v kateri bi imela Državna zakladnica depozit.²⁹ Ker ustreznih načinov zavarovanja ni bilo, je bilo potrebno uporabiti kriterije za izbor potencialno najvarnejših bank. Tako je nastala skupina sedmih bank, v katere je doslej Državna zakladnica deponirala pretežni del likvidnostnih presežkov proračuna. Diskriminacijo poslovnih bank bi se Državni zakladnici težko očitalo, saj je bil izbor bank narejen samo enkrat, pa tudi delež depozitov, ki se vključuje v posamezne banke, se skoraj ne spreminja. Ta problem seveda izpostavlja tiste banke, ki niso deležne depozitov države.

Mendez, Lots in Richard (2000, str. 13) predlagajo uporabo instrumentov zavarovanega plasiranja likvidnostnih presežkov – zastava vrednostnih papirjev ali plasiranje likvidnostnih presežkov proračuna z začasnim odkupom državnih vrednostnih papirjev. Predvsem zadnje bi omogočilo, da bi bile lahko vse banke deležne likvidnostnih presežkov proračuna, hkrati pa se Državna zakladnica ne bi izpostavljala kreditnemu tveganju. Poleg tega bi bila to dodatna spodbuda za banke, da bi kupovale državne kratkoročne vrednostne papirje na primarnem trgu, prišlo pa bi tudi do hitrejšega razvoja denarnega trga, ker bi bile banke v tak način poslovanja prisiljene.

Doslej objektivnih možnosti za razvoj reodkupnih sporazumov (REPO) ni bilo. Vzroke za to smo omenili že v podpoglavju 2.2.2.1. V zadnjih letih, predvsem pa leta 2001, je prišlo do bistvenih sprememb na področju poravnave in preknjižbe vrednostnih papirjev,³⁰ znižanja stroškov trgovanja in izborom uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic («market makerjev»). V letu 2002 se je začel projekt vpeljave enotne oziroma splošne pogodbe za reodkupne sporazume z državnimi kratkoročnimi vrednostnimi papirji. Tako bodo z vzpostavitvijo druge faze sistema enotnega zakladniškega računa že zagotovljeni bistveni pogoji za ustrežnejši način plasiranja presežnih likvidnih sredstev javnega sektorja.

Problematiko administrativno določenih obrestnih mer lahko razložimo v povezavi s prejšnjima dvema opozoriloma. Razlogov za takšno obrestno politiko Državne zakladnice je bilo od vsega začetka več. Sprva je Državna zakladnica sledila ukrepom centralne banke za zniževanje ravni obrestnih mer v državi. Umetno vzdrževanje nizkih obrestnih mer za depozite javnega sektorja³¹ je bankam omogočilo znižanje aktivnih obrestnih mer z vsemi pozitivnimi učinki na gospodarstvo. Kasneje, ko je ta potreba

²⁹ Ta logika je bila uvedena po propadu Triglav banke.

³⁰ Omogočena je bila poravnava proti plačilu («*delivery-versus-paymet*») v realnem času (T+0).

³¹ Tako depozitov državnega proračuna, kakor tudi depozitov drugih oseb javnega sektorja – njim je Državna zakladnica določala najvišje obrestne mere, po katerih so lahko plasirali presežna sredstva v banke.

postala vedno manj aktualna, je Državna zakladnica zaradi načina plasiranja likvidnostnih presežkov proračuna v sedem poslovnih bank brez pogajanj o obrestnih merah te obrestne mere vezala na obrestne mere zakladnih menic, ki pa so določene tržno. Tak, čeprav bolj tržen način, je še vedno administrativen in ne odraža razmer na denarnem trgu oziroma ponudbe in povpraševanja po depozitih.

Oplotnik (2001, str. 29) ugotavlja, da obstoječa oblika deponiranja prostih denarnih sredstev pri poslovnih bankah prinaša Državni zakladnici pravzaprav več slabosti kot dobrih strani. S tem se ne moremo popolnoma strinjati, predvsem kar zadeva likvidnostne presežke proračuna najkrajše ročnosti. Če primerjamo obrestne mere, ki jih Državna zakladnica dobi za depozite na odpoklic,³² z obrestnimi merami, ki bi jih priznala centralna banka, v kolikor bi se sredstva po večernem obračunu prenesla na račun pri centralni banki,³³ ugotovimo, da so pogoji pri poslovnih bankah bistveno boljše. Pri tem pa seveda ponovno naletimo na problematiko administrativno določenih obrestnih mer Državne zakladnice.

V prihodnje bo potrebno torej politiko deponiranja likvidnostnih presežkov proračuna ali presežne likvidnosti enotnega zakladniškega računa prilagoditi tako, da bodo omenjene slabosti v čim večji meri odpravljene. Tako bo potrebno obrestne mere depozitov države prepustiti tržni konkurenci. Obrestne mere bodo morale biti rezultat ponudbe in povpraševanja in se bodo morale odzivati na hitre spremembe razmer na denarnem trgu. Problematika obrestovanja je s stališča sistema enotnega zakladniškega računa predstavljena v poglavju 5. Poleg tega pa bo potrebno vzpostaviti tak sistem, ki za Državno zakladnico ne bo tvegan in bo vsem bankam omogočal, da lahko pridobijo depozite Državne zakladnice. O tem več v podpoglavju 4.3.2.

V povezavi z zadolževanjem pri poslovnih bankah omenimo predvsem dolgotrajnost postopka zadolžitve z najemom kratkoročnega kredita. Državna zakladnica po najavi potrebe po zadolžitvi od bank prejme ponudbe, le-te oceni in izbere najugodnejše (najcenejše)³⁴ do zapolnitve kvote potrebne zadolžitve. Tak način zadolževanja države je ne samo dolgotrajen, ampak v povprečju tudi najdražji, zato ga Državna zakladnica koristi v izjemnih primerih.

³² Le-te lahko glede na veliko fleksibilnost praktično primerjamo z vlogo na vpogled.

³³ Ta obrestna mera bi znašala največ 1%.

³⁴ Ponudbe z najnižjo efektivno obrestno mero.

Zadolževanje z najemom likvidnostnega posojila³⁵ je bolj fleksibilno, pa tudi obrestne mere so, ker so vezane na obrestne mere državnih depozitov najkrajše ročnosti, relativno ugodne. Zato je tak način zadolževanja Državne zakladnice pri poslovnih bankah pogostejši.

Ob zagotovitvi pogojev začasne transakcije z vrednostnimi papirji se bo lahko Državna zakladnica tudi zadolžila na denarnem trgu z začasno prodajo vrednostnih papirjev. Postopek najemanja posojil bo hitrejši, fleksibilnejši in bolj transparenten. V ta namen bo morala Državna zakladnica oblikovati tudi svoj portfelj lastnih vrednostnih papirjev, s katerimi bo po potrebi posegala na denarni trg.

2.3.3 Problematika načina upravljanja likvidnosti državnega proračuna v povezavi s pravnimi osebami javnega sektorja

Pri odnosih s pravnimi osebami javnega sektorja je smiselno ločevati med dvema pravnima osebama javnega sektorja, ki imata z Državno zakladnico sklenjeno pogodbo o medsebojnem uravnavanju likvidnosti,³⁶ in ostalimi pravnimi osebami javnega sektorja, pri katerih se Državna zakladnica zadolžuje z zadolžnicami.

Pogodba o medsebojnem uravnavanju likvidnosti omogoča Državni zakladnici zelo fleksibilno zadolževanje in plasiranje presežne likvidnosti. Tudi postopki najemanja oziroma dajanja posojil so zelo enostavni, saj se posli sklepajo po telefonu s kasnejšo potrditvijo s konfirmacijo. Na ta način se lahko Državna zakladnica zadolži na dejanski dan potrebe po likvidnostnih sredstvih oziroma dá posojilo, ko ima presežno likvidnost. Ker ta način zaradi prilagodljivosti omogoča tudi zelo kratkoročno zadolževanje,³⁷ so pogoji zadolžitve v povprečju najugodnejši v primerjavi z drugimi instrumenti. Fleksibilnost in nizka cena zadolžitve sta bistveni prednosti takega načina uravnavanja likvidnosti, pri čemer večjih omejitev oziroma slabosti ni.³⁸

³⁵ Gre za posojilo z ročnostjo do 5 dni, s katerim se Državna zakladnica lahko zadolži pri sedmih poslovnih bankah, kamor se vključujejo depoziti Državne zakladnice.

³⁶ To sta Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

³⁷ Nekaj dni.

³⁸ Razen, če oba zavoda nimata likvidnostnih presežkov – v tem primeru zadolžitev seveda ni možna.

Zadolževanje pri ostalih pravnih osebah javnega sektorja poteka z izdajo zadolžnic. Prednost tovrstne zadolžitve so predvsem nižje obrestne mere kot pri zadolžitvi pri poslovnih bankah, bistvena slabost pa je dolgotrajen postopek zadolžitve.³⁹ Oplotnik (2001, str. 29) omenja še dve slabosti takega načina zadolževanja, in sicer:

1. Državna zakladnica se mora zelo prilagajati likvidnosti teh subjektov,⁴⁰ zato so pogoste prezgodnje zadolžitve in kasnejša vračila od optimalnih; in
2. ocenjevanje možne zadolžitve pri teh subjektih je zelo težko.

Rešitve omenjene problematike ni smiselno iskati v obstoječem sistemu, saj bodo razmere v drugi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa popolnoma drugačne. Takrat bo namreč Državna zakladnica upravljala s sredstvi državnega proračuna in vseh posrednih proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, kar bo omogočalo lažje in bolj učinkovito prelivanje likvidnostnih sredstev v okviru javnega sektorja.

2.3.4 Prednosti in slabosti zakladnih menic

V tem podpoglavju bomo izpostavili predvsem tiste dileme pri zadolževanju z zakladnimi menicami, ki se nanašajo na upravljanje likvidnosti proračuna, medtem ko bomo vlogo zakladnih menic na denarnem trgu skušali oceniti v podpoglavju 3.4.

Kot smo že omenili, Državna zakladnica izdaja zakladne menice⁴¹ enkrat mesečno, sekundarni trg z njimi še ni razvit v zadostni meri in začasni posli z zakladnimi menicami se večinoma še ne uporabljajo. Glede na tako dinamiko izdajanja in daljšo ročnost zakladnih menic, kot običajno trajajo likvidnostni primanjkljaji proračuna, Državna zakladnica trenutno ne more prilagajati velikosti izdaj zakladnih menic likvidnostnim potrebam proračuna – to prikazuje tudi Slika 7 na strani 18. Glede na institucionalne omejitve – visoki stroški trgovanja, neobstoj sekundarnega trga zakladnih menic – Državna zakladnica doslej na osnovi zakladnih menic torej ni mogla aktivneje upravljati likvidnosti državnega proračuna.

³⁹ Zakladnica mora potrebo po zadolžitvi objaviti v uradnem listu do zadnjega v tekočem mesecu, če se želi zadolževati z zadolžnicami v naslednjem mesecu – možna je sicer tudi zadolžitev brez najave, vendar samo ob izrednih razmerah.

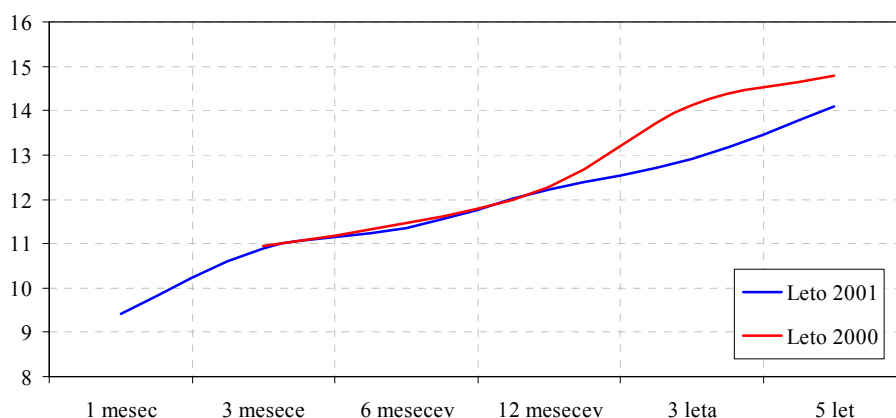
⁴⁰ Tako datum črpanja, kakor tudi datum vračila.

⁴¹ Tukaj bomo izraz zakladne menice uporabljali za tri-, šest- in dvanajstmesečne zakladne menice – brez navajanja ročnosti –, pri enomesečnih zakladnih menicah pa bomo – zaradi nekaterih posebnosti in možnosti razlikovanja – navajali polno ime.

Oplotnik (2001, str. 30) meni, da so zakladne menice oziroma njihov avkcijski način prodaje s stališča pokrivanja likvidnostnih primanjkljajev tog instrument, vendar je namen tovrstnega izdajanja vrednostnih papirjev usmerjen v prihodnost. Državna zakladnica je bila v začetku zavestno pripravljena del svojih likvidnostnih primanjkljajev financirati z dražjimi (predvsem zaradi neustrezne ročnosti) viri, da bi v perspektivi, ko se bo denarni trg ustrezno razvil, lahko bilo zadolževanje z zakladnimi menicami cenejše, upravljanje likvidnosti z uporabo zakladnih menic na sekundarnem trgu (v kombinaciji z rednimi izdajami na primarnem trgu) pa fleksibilnejše.

Do ustrezne stopnje razvoja denarnega trga, kar bomo obravnavali v poglavju 3, lahko Državna zakladnica zakladne menice uporablja predvsem za upravljanje z dolgom in financiranje dela tekočega proračunskega primanjkljaja. Ne glede na omenjene omejitve zakladnih menic v povezavi z likvidnostnim zadolževanjem, lahko rečemo, da so zakladne menice že zdaj zelo primeren instrument za prva dva namena kratkoročnega zadolževanja. Ob primernem deležu kratkoročnega dolga v celotnem državnem dolgu,⁴² ki še ne predstavlja tveganja nezmožnosti refinanciranja dolga, je namreč strošek tega dolga ob normalni krivulji donosnosti primerljivo nižji od dolgoročnega. Slika 8 prikazuje krivulji donosnosti državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu v letih 2000 in 2001.

Slika 8: Krivulja donosnosti državnih vrednostnih papirjev na primarnem trgu v letih 2000 in 2001 (v %)⁴³



Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic in Rezultati avkcij obveznic.

Za lažje prilagajanje likvidnostnim potrebam proračuna Mendez, Lots in Richard (2000, str. 14) predlagajo, da bi Državna zakladnica izdaje zakladnih menic najkrajše ročnosti

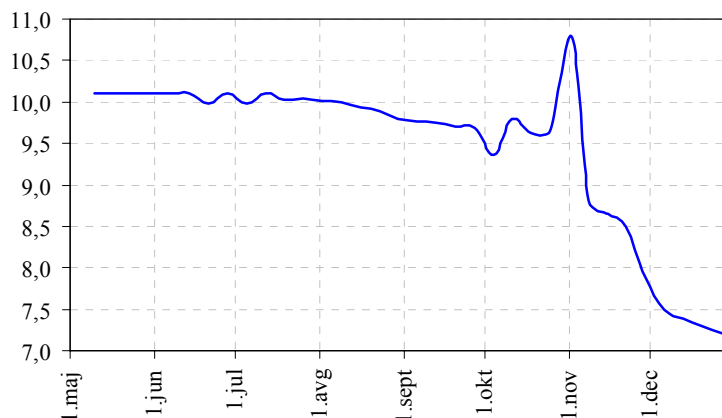
⁴² Ta v državah Evropske unije znaša v povprečju 7%.

⁴³ Nominalne obrestne mere obveznic so izračunane na podlagi veljavne temeljne obrestne mere v mesecu izdaje.

prilagajala likvidnostnim potrebam, preostale pa namenila za upravljanje z dolgom in financiranje dela tekočega proračunskega primanjkljaja.

Že prikazane značilnosti likvidnostnih primanjkljajev proračuna so take, da bi se Državna zakladnica z izdajami trimesečnih zakladnih menic enkrat mesečno zelo težko zadolževala za obdobje likvidnostnega primanjkljaja, ampak bi se morala zadolževati prej in za daljše obdobje od potrebnega, kar pa ni najbolj učinkovito in poceni. Vzporedno z aktivnostmi na področju razvoja denarnega trga se je Državna zakladnica z Banko Slovenije dogovorila tudi za povečanje emisij zakladnih menic⁴⁴ v obliki novega instrumenta – enomesečnih zakladnih menic –, vendar z drugačno logiko kot pri ostalih zakladnih menicah, kar smo že omenili v podpoglavju 2.2.2.1. S stališča upravljanja likvidnosti državnega proračuna je največja prednost takega dogovora z Banko Slovenije dejstvo, da Državni zakladnici omogoča zelo fleksibilno in poceni zadolževanje iz sredstev enomesečnih zakladnih menic, hkrati pa s konstantnimi emisijami ne povzroča šokov na denarnem trgu, saj lahko Državna zakladnica kupnino izdanih enomesečnih zakladnih menic pod nevtralnimi pogoji plasira v centralno banko, v kolikor likvidnostnih sredstev ne potrebuje. Tako ima Državna zakladnica od leta 2001 kljub omenjenim omejitvam zakladnih menic do ustreznega nivoja razvitosti denarnega trga možnost fleksibilno in enostavno uravnati likvidnost proračuna s sredstvi enomesečnih zakladnih menic. Slika 9 kaže stroške zadolževanja z enomesečnimi zakladnimi menicami.

Slika 9: Gibanje obrestne mere enomesečnih zakladnih menic v letu 2001 (v %)



Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic.

⁴⁴ Da je stanje izdanih zakladnih menic za ustrezen razvoj denarnega trga prenizko, med drugimi omenjajo Mendez, Lots in Richard (2000, str. 20-22), Diamond (1998, str. 50-51) pa opozarja na to, da mora biti stanje izdanih zakladnih menic dovolj veliko, da je mogoče razvitičasne transakcije (REPO posle) z zakladnimi menicami. Nekaterere rešitve v zvezi z majhnimi količinami izdanih zakladnih menic sta predlagala Dolenc in Grum (2001, str. 112-117).

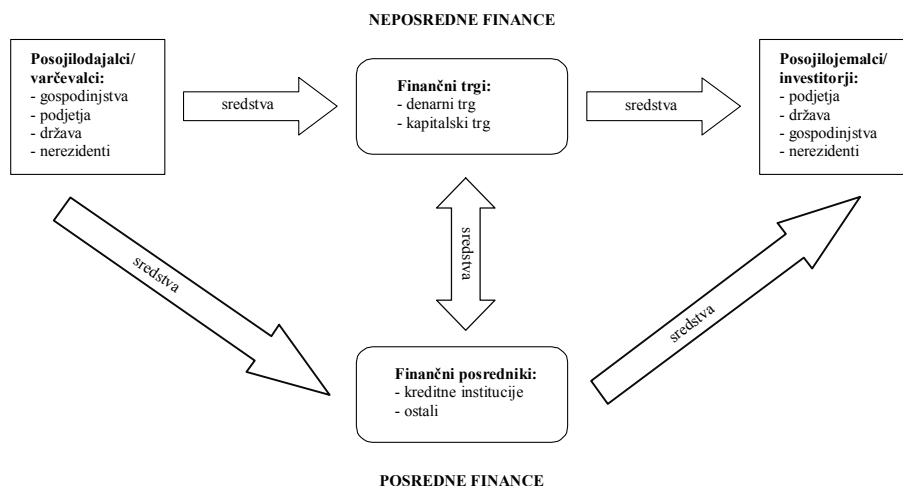
3 ANALIZA SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA

Da bi lahko v nadaljevanju ustrezno analizirali in opredelili politiko Državne zakladnice pri upravljanju likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa, in definirali ustrezno obrestno politiko, je potrebno najprej spoznati značilnosti slovenskega denarnega trga in njegovo specifičnost. Zato bomo v tem poglavju najprej predstavili koncept neposrednih in posrednih financ, analizirali strukturni položaj denarnega trga pri nas in položaj naše centralne banke, nato bomo predstavili slovenski medbančni denarni trg ter vlogo Državne zakladnice in njeno delovanje na denarnem trgu, na koncu pa se bomo dotaknili še problematike referenčne in drugih obrestnih mer.

3.1 Posredne in neposredne finance

Kvaliteta 'storitev' finančnega sistema vpliva na celotno ekonomijo. Osnovna funkcija finančnega sistema je posredovanje med gospodarskimi subjekti s finančnimi presežki in gospodarskimi subjekti s finančnimi primanjkljaji, kar omogoča učinkovito alokacijo finančnih sredstev (Bain, 1981, str. 2). Slika 10 kaže osnovno shemo finančnega sistema.

Slika 10: Shema finančnega sistema



Vir: Mishkin, Eakins, str. 16

Posojilodajalci oziroma varčevalci so gospodarski subjekti s finančnimi presežki. Vsega ustvarjenega dohodka na porabijo za nakup blaga in storitev, zato ostanek dohodka ohranijo v finančni obliki (finančna aktiva oziroma premoženje). Po moči je med temi subjekti največ gospodinjstev. Po drugi strani pa v gospodarstvu obstajajo tudi subjekti s finančnimi primanjkljaji (posojiljemalci oziroma investitorji) – to so predvsem

podjetja in država, lahko pa tudi tujina –, ki za investicije ali nakup blaga in storitev porabijo več, kot imajo dohodka in se morajo zadolževati (finančna pasiva oziroma dolgovi). Finančni sistem posreduje med tema dvema vrstama ekonomskih subjektov.

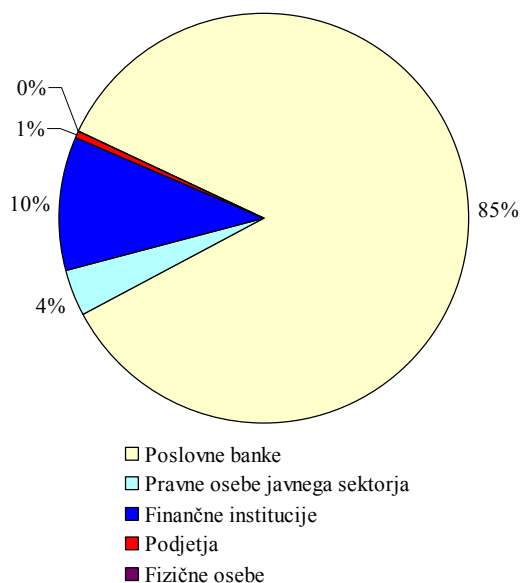
Glede na tok sredstev med posojilodajalcem in posojilojemalcem ločimo:

- *Neposredne finance*. Tok med posojilodajalcem in posojilojemalcem je neposreden; med njima ni finančnih posrednikov. Alokacija finančnih sredstev poteka preko finančnih trgov.
- *Posredne finance*. Tok med posojilodajalcem in posojilojemalcem je posreden, preko finančnih posrednikov.

Praviloma v vsaki ekonomiji obstajata oba načina, vendar je pomen enega in drugega načina alokacije finančnih sredstev različen v različnih državah. Mishkin in Eakins (1998, str. 26) ločita med nemško-japonskim sistemom, kjer se finančna sredstva alocirajo pretežno preko posrednih financ, in anglo-saksonskim sistemom, kjer imajo finančni trgi večji pomen.

Za Slovenijo je značilno, da je pomen neposrednih financ zelo majhen, še posebej na denarnem trgu kot kratkoročnem segmentu finančnega trga. Bohnec (2001, str. 131) meni, da je obnašanje udeležencev na širšem denarnem trgu v Sloveniji tradicionalno. Prebivalstvo kot sektor, ki razpolaga z največjim deležem neto finančnega premoženja, si kratkoročno likvidnost zagotavlja v obliki domače in tuje gotovine in v obliki bančnih vlog. Podjetja kot sektor, ki se neto financira, je vezan predvsem na banke in bančna posojila. Institucionalni investitorji se pojavljajo kot investitorji v kratkoročne (državne) vrednostne papirje, vendar ne z namenom aktivnega upravljanja likvidnosti, ampak z namenom ostati lastnik do dospelja. Tako ni presenetljivo, da so v največjem deležu investitorji v državne kratkoročne vrednostne papirje banke (Slika 11). Presenetljiv je edino delež fizičnih oseb, ki je manjši od ene desetine odstotka.

Slika 11: Struktura lastništva državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev na dan 31.12.2001



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

Kritike, da je pri nas delež neposrednih financ, vsaj kar se tiče kratkoročnega segmenta finančnega trga, premajhen in da bi bilo za razvoj denarnega trga bistveno doseči širok trg državnih vrednostnih papirjev, so sicer utemeljene, vendar je preobrat v smeri neposrednih financ težko doseči. Mishkin (1995, str. 205-209) je kot eno izmed osmih 'ugank' izpostavil tudi dejstvo, da so v ZDA posredne finance – čeprav je splošno mnenje, da je delež neposrednih financ prevladujoč – mnogo pomembnejše od neposrednih in da so banke in institucionalni investitorji najpomembnejši izvor kapitala. Deficitni sektorji gospodarstva se sicer večinoma financirajo na finančnem trgu, kjer pa imajo direktni posojilodajalci oziroma suficitni sektorji gospodarstva majhen tržni delež.

3.2 Strukturni položaj denarnega trga

Pri analizi denarnega trga in vloge centralne banke na tem trgu je zelo pomembno poznavanje koncepta strukturnega položaja denarnega trga. S pomočjo analize strukturnega položaja denarnega trga lahko namreč lažje razumemo delovanje centralne banke na denarnem trgu in položaj bančnega sistema v odnosu do monetarne oblasti. Razmere pri nas so (tudi) na tem področju specifične.

Ribnikar (1999, str. 46) pravi, da strukturni položaj denarnega trga pove, ali mora centralna banka s svojo politiko odzemanj ali dodajati likvidnost denarnemu trgu. V

kolikor mora dodajati likvidnost, precej lažje obvladuje razmere na denarnem trgu in preko posojilnih instrumentov lažje vpliva na obrestne mere denarnega trga. Značilnost strukturnega položaja denarnega trga evrosistema je primanjkljaj. Tako Evropska centralna banka s svojimi posegi na denarnem trgu preko instrumentov refinanciranja («main refinancing operations») dodaja likvidnost in določa ceno denarja.

Značilnost strukturnega položaja denarnega trga pri nas je – za razliko od evrosistema – presežek, kar pomeni, da je likvidnosti v bančnem okolju preveč. Presežek je zaradi tega, ker ima Banka Slovenije med aktivni skoraj v celoti tuje aktive, to je devize (Ribnikar, 1999a, str. 47). Banka Slovenije mora zato s svojimi pasivnimi instrumenti odvzeti likvidnost z denarnega trga; to opravlja z izdajo blagajniških zapisov. V takih razmerah je centralna banka v slabšem položaju, saj je njena vloga bolj pasivna. Centralna banka namreč ne more prisiliti poslovnih bank, da kupujejo blagajniške zapise, ampak morajo biti le-ti ustrezno obrestovani. Politika obrestnih mer je torej v manjši meri pod vplivom centralne banke.

Pri proučevanju strukturnega položaja denarnega trga so pomembne naslednje avtonomne postavke premoženjske bilance centralne banke (Ribnikar, 1999, str. 47):

1. neto tuja aktiva,
2. gotovina v obtoku,
3. rezerve bank in
4. vloge države.


V normalnem okolju je neto tuja aktiva manjša od vsote ostalih treh postavk. Razlika predstavlja znesek potrebne likvidnosti, ki jo mora zagotoviti centralna banka. Pri tem je iniciator centralna banka. V kolikor (in tako je pri nas) je neto tuja aktiva večja od vsote ostalih treh postavk, je značilnost strukturnega položaja denarnega trga presežek, ki ga mora centralna banka absorbirati s svojimi (pasivnimi) instrumenti. Pri tem so iniciator poslovne banke.

Slika 12 prikazuje saldo avtonomnih postavk Banke Slovenije konec februarja 2002. Presežek strukturnega položaja denarnega trga je znašal 282 milijard SIT. Približno eno tretjino je centralna banka lahko absorbirala z obveznimi rezervami poslovnih bank, za preostali znesek pa je morala izdajati blagajniške zapise v domačem denarju.

Ribnikar (2002, str. 2) tudi ugotavlja, da so konec februarja 2002 blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih skoraj natančno absorbirali tisti del presežka strukturnega položaja denarnega trga, ki ga niso absorbirale rezerve bank. Tako ni bilo skoraj nič prostora za uporabo običajnih instrumentov denarne politike, to je instrumentov, s katerimi se bankam dodaja likvidnost. Takšnih instrumentov denarne politike je bilo namreč samo v vrednosti 75 milijonov SIT, kar je gotovo skoraj nič.

Slika 12: Premoženjska bilanca Banke Slovenije na dan 28.02.2002 (v mrd SIT)

| Aktiva | Pasiva |
|---------------------------|--|
| Neto tuja aktiva (643) | Gotovina, vloge države in drugo (361) |
| | Rezerve bank (92) |
| | Blagajniški zapisi Banke Slovenije (190) |

 Presežek strukturnega položaja denarnega trga (282)

Vir: Bilten Banke Slovenije.

Banka Slovenije del presežka strukturnega položaja denarnega trga absorbira z blagajniškimi zapisi v tujem denarju. Del presežka se absorbira z obveznimi rezervami, preostanek pa predstavlja presežno likvidnost bančnega sistema, ki ga mora Banka Slovenije absorbirati z izdajanjem blagajniških zapisov v domačem denarju. Večji del instrumentov Banke Slovenije tako predstavljajo tisti instrumenti, s katerimi umika presežno likvidnost iz sistema. Zaradi velikega presežka strukturnega položaja denarnega trga je teh instrumentov veliko⁴⁵ in temu ustrezno število pasivnih obrestnih mer centralne banke.

Vloge države pri centralni banki – kot vidimo – zmanjšujejo presežek strukturnega položaja na denarnem trgu in so, v kolikor so relativno stabilne in predvidljive, v primeru presežka strukturnega položaja denarnega trga s strani monetarne oblasti zaželeni. Državna zakladnica bi se lahko, čeprav ni njena dolžnost sodelovati pri vodenju denarne politike, s centralno banko dogovorila za skupno delovanje tudi pri normaliziranju razmer v tem smislu. Tega se bomo dotaknili še v dveh podpoglavjih, in sicer v podpoglavju 3.4, ko bomo predstavili vlogo Državne zakladnice na denarnem trgu pri nas, in podpoglavju 4.3.2, ko bomo predstavili možne oblike plasiranja presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.

⁴⁵ 31.12.2001 je bilo nedospelih 4 vrste blagajniških zapisov v domačem denarju (12-, 60- in dve vrsti 270-dnevnih blagajniških zapisov), 31.12.2000 pa 5 (2-, 12-, 28-, 30- in 270-dnevni blagajniški zapisi).

3.3 Medbančni denarni trg

3.3.1 Splošno o medbančnem denarnem trgu

Medbančni trg uvrščamo v denarni trg v ožjem pomenu, kjer banke in druge finančne institucije trgujejo z dobroimetji pri centralni banki in z vrednostnimi papirji, ki so hitro zamenljivi za denar. Širši pojem je denarni trg v najširšem pomenu, na katerem banke, finančni posredniki in nebančni subjekti trgujejo s kratkoročnimi finančnimi sredstvi. Ožji pojem je denarni trg, na katerem nastopajo centralna banka in poslovne banke in na katerem gre za refinanciranje, ki se izvaja prek instrumentov centralne banke, s čemer centralna banka uravnava količino denarja v obtoku (Plut, 1999, str. 14).

Na medbančnem trgu potekajo izravnave likvidnosti in refinanciranje med bankami. Uravnavanje likvidnosti lahko poteka prek zavarovanih ali nezavarovanih posojil, preko repo poslov z vrednostnimi papirji, lahko pa tudi na podlagi dokončnih transakcij (vrednostnih papirjev ali deviz). Poslovne banke z likvidnostnimi presežki presežna sredstva posojajo poslovnim bankam z likvidnostnimi primanjkljaji. Za to dobijo banke posojilodajalke obresti, ki jih v primeru, da presežnih sredstev ne bi posodile, ne bi dobile.⁴⁶ Banke posojilojemalke se s tem izognejo plačilu precej višjih obresti, ki bi jih morale plačati centralni banki kot posojilodajalcu v skrajni sili. Na medbančnem trgu se torej primarni denar prerazdeljuje zgolj znotraj bančnega sistema; količina primarnega denarja v obtoku se ne spreminja.

Medbančni trg lahko služi tudi kot kanal, prek katerega se ukrepi denarne politike centralne banke prenesejo na posamezne gospodarske celice ali celotni realni sektor, katerih centralnobančni ukrepi neposredno ne dosežajo, zato je razvitost tega trga za celoten finančni sistem pomembna (Plut, 1999, str. 14). Na razvoj medbančnega trga lahko negativno vplivajo (Fry, 1995, str. 136):

- *država*, če uzakoni obdavčenje finančnih transakcij in transakcij z vrednostnimi papirji, kar lahko banke v precejšnji meri odvrča od poslov na medbančnem trgu;
- *centralna banka*, če omogoča bankam enostaven dostop do posojil pri centralni banki, po možnosti po nizki obrestni meri, določa nizke kazni za

⁴⁶ Ta sredstva bi imele na račun pri centralni banki, ki običajno niso obrestovana, ali pa je obrestna mera zelo nizka (pri nas 1%).

neizpolnjevanje obvezne rezerve in omejuje višino obrestnih mer na medbančnem trgu;

- *drugi vzroki*, kot so slabo razvit finančni sistem v celoti, slabo razvit denarni trg, slabo razvit trg vrednostnih papirjev ali deli tega trga, neregulirano poslovanje na medbančnem trgu, ki lahko pomeni večje tveganje, in drugi vzroki.

Delovanje medbančnega denarnega trga lahko ločimo glede na (Plut, 1999, str. 14):

- *odnos med posojilodajalcem in posojilojemalcem*, ki je lahko bilateralen ali multilateralen;
- *prisotnost finančnih posrednikov* – prenos likvidnosti je lahko izveden prek finančnih posrednikov ali neposredno;
- *zavarovanje* – posli so lahko zavarovani ali ne;
- *regulacija* – trgovanje na medbančnem trgu je lahko regulirano ali ne; in
- *instrumente za prenos likvidnosti*, kjer ločimo posojila, repo posle in dokončne transakcije.

3.3.2 Medbančni denarni trg pri nas

Jernejčič (1997, str. 35) je leta 1997 opozoril, da se je domači denarni trg glede na makroekonomske okoliščine v preteklih letih sicer hitro razvijal, vendar je stopnja razvitosti še vedno nizka. K temu naj bi vse preveč prispevale posebnosti naših financ, kot so denarna politika centralne banke, način nastopanja države na denarnem trgu in oblikovanje obrestnih mer.⁴⁷

V zadnjem času so se stvari bistveno spremenile, predvsem kar se tiče načina nastopanja države na denarnem trgu, kar bomo podrobneje obravnavali v naslednjem podpoglavju. Tudi denarna politika se je od leta 1997 bistveno spremenila, poleg tega pa so spremenile oziroma odpravile tudi druge omejitve, ki so dotlej zavirale razvoj medbančnega denarnega trga. To so predvsem pojav državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev (leta 1998), odprava davka na transakcije z vrednostnimi papirji (leta 1999),⁴⁸ cenejša, olajšana in netvegana preknjižba kratkoročnih vrednostnih papirjev (leta

⁴⁷ Takrat ni obstajala t.i. netvegana obrestna mera, na kateri bi temeljila obrestna politika bank.

⁴⁸ Z uvedbo davka na dodano vrednost je bil odpravljen prej veljavni 0,1% prometni davek na vrednost transakcije z vrednotnimi papirji.

2001),⁴⁹ pripravljala pa se tudi enotna pogodba za repo transakcije z vrednostnimi papirji, ki bo definirala osnovna pravila repo poslov (leta 2002).⁵⁰ Te spremembe naj bi omogočile razvoj tudi medbančnega trga po zgledu drugih držav z visoko stopnjo razvitosti medbančnega trga (na primer Velika Britanija, v zadnjem času pa tudi Finska in Portugalska).

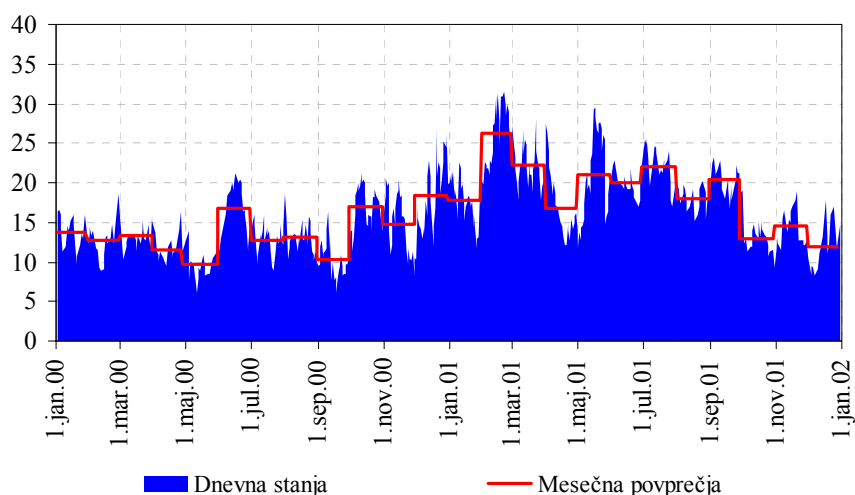
Za slovenski medbančni trg je še vedno značilno, da je dogovorni trg. Odnosi med bankami so bilateralni, likvidnostni presežki se prenašajo neposredno, brez finančnih posrednikov. Podlaga poslov niso kakovostni vrednostni papirji (na primer zakladne menice), ampak gre pri nas za posojilne nezavarovane posle, trgovanje poteka na podlagi zaupanja med bankami. Banke trgujejo zgolj na podlagi nelikvidnih instrumentov, ki so poleg tega tudi tvegani. Posli niso regulirani, vendar obstajajo določena neformalna pravila. Ročnosti poslov so nestandardizirane, pri čemer je največji delež poslov sklenjen z ročnostjo do trideset dni.

Slika 13 prikazuje dnevna in povprečna mesečna stanja medbančnih posojil v letih 2000 in 2001, Slika 14 na strani 41 pa tudi promet in obrestne mere medbančnega trga v istem obdobju.

⁴⁹ Klirinško depotna družba je omogočila poravnavo na dan posla (T+0), poravnavo proti plačilu (»delivery-versus-payment«) in odobrila 85% popust na stroške preknjižbe za kratkoročne vrednostne papirje.

⁵⁰ Podobno kakor t.i. »Global Master Repurchase Agreement«, ki predstavlja nekakšno 'mednarodno' različico nacionalnih okvirnih pogodb o reodkupnih sporazumih (Oplotnik, 2001, str. 70). Okvirna pogodba določa splošna razmerja med pogodbenima strankama ter splošne določbe reodkupnih sporazumov glede izročitve papirjev, njihovega plačila, mehanizme kritja, pravice do zamenjave papirjev, potek in načine obveščanja, ravnanje v primeru kakršne koli neizpolnitve obveznosti in drugo.

Slika 13: Dnevna in povprečna mesečna stanja medbančnih posojil (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Banke Slovenije.

V odvisnosti od likvidnostnih razmer na medbančnem trgu se giblje tudi medbančna obrestna mera, za katero velja, da poraste, kadar je na trgu pomanjkanje likvidnosti, in pada v nasprotnem primeru. Poleg tega velja tudi, da je verjetnost naraščanja večja, kadar je presežna likvidnost koncentrirana pri majhnem številu bank, kot v primeru enakomerne razporejenosti med bankami. Gibanje medbančne obrestne mere zato do določene mere odpravlja pomanjkljivost presežnih bančnih rezerv poslovnih bank kot indikatorja likvidnosti, saj kaže tudi razporeditev rezerv in ne le likvidnostno stanje bančnega sistema kot celote (Košak, 1999, str. 47). Vendar sta Dolenc in Grum (2001, str. 107) ugotovila, da v obdobju od maja 1998 do decembra 2000 ni bilo neposredne in statistično značilne povezave med medbančnimi obrestnimi merami in velikostjo poslov na medbančnem trgu oziroma stanjem medbančnih posojil.

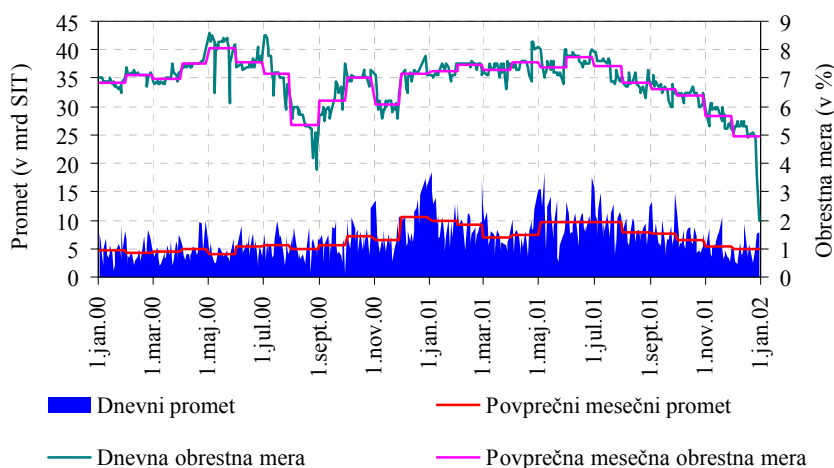
V večini držav z dobro razvitim finančnim sistemom velja, da obstaja določena povezava med obrestno mero medbančnega trga in ključno obrestno mero centralne banke. Tako se v državah Evropske monetarne unije obrestne mere medbančnega trga gibljejo okoli obrestne mere Evropske centralne banke (»main refinancing rate«), pri čemer sta zgornja in spodnja meja obrestni meri za financiranje in deponiranje v skrajni sili (»marginal lending facility« in »deposit facility«).

Pri nas je vpliv centralnobančnih obrestnih mer na medbančni trg vprašljiv. Kranjec in Košak (1996, str. 9-10) v razpravi o transparentnosti denarne politike Banke Slovenije in obrestnih merah denarnega trga trdita, da obrestne mere centralne banke nimajo zelo velikega vpliva na obrestne mere denarnega trga in da med njimi ni posebne povezave. Nasprotno pa Plut (1999, str. 26) dokazuje, da za Slovenijo omenjena trditev o soodvisnosti medbančne obrestne mere s ključnimi centralnobančnimi obrestnimi merami sicer ne velja popolnoma, kljub temu pa je v obdobju od začetka leta 1996 do sredine leta 1999 obstajala obrestna mera centralne banke, ki je bila močno korelirana z

obrestno mero medbančnega trga – to je bila obrestna mera repoja blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju, ki se je izvajal na podlagi neposredne ponudbe Banke Slovenije.

Z gotovostjo lahko trdimo, da tudi v Sloveniji obstaja določen koridor, v katerem se medbančne obrestne mere gibljejo. Zgornja meja je tako obrestna mera likvidnostnega posojila izhod v sili (to je zamudna obrestna mera), spodnjo mejo pa predstavlja obrestna mera, po kateri banke lahko plasirajo presežno likvidnost ob koncu dneva (depozit čez noč) oziroma obrestna mera, po kateri se obrestujejo sredstva na računih pri Banki Slovenije. Razpon teh obrestnih mer je zelo velik,⁵¹ zato so tudi medbančne obrestne mere na dnevni ravni zelo volatilne (Slika 14).

Slika 14: Gibanje prometa in obrestnih mer na medbančnem trgu

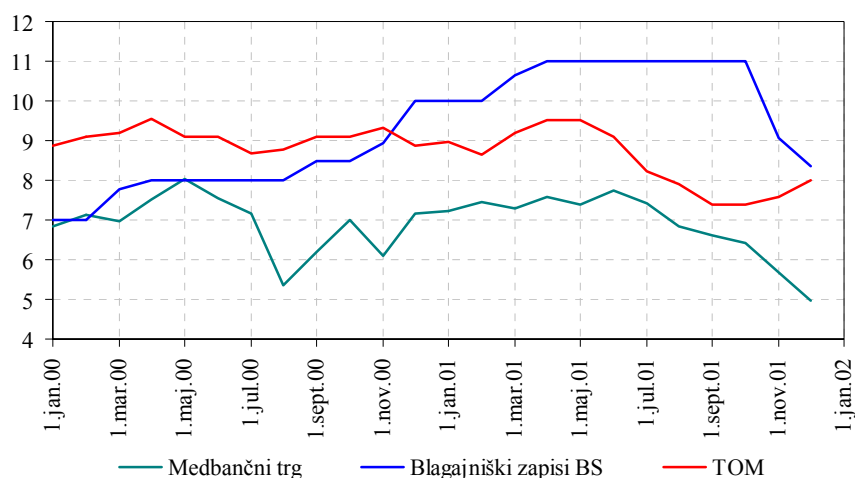


Vir: Bilten Banke Slovenije.

Ne glede na gornje ugotovitve pa nedvomno velja ugotovitev, da pri nas centralna banka zaradi specifičnosti njenega položaja v povezavi z značilnostjo strukturnega položaja denarnega trga lahko bistveno bolj vpliva na pasivne obrestne mere, kot pa na aktivne obrestne mere, saj vsaj v času velikih pritokov tujega denarja in možnosti začasnih prodaj tujega denarja centralni banki, kar je Banka Slovenije uvedla aprila 2000, banke skoraj ne potrebujejo virov likvidnosti od centralne banke. Za primerjavo prikazujemo tudi gibanje povprečnih mesečnih obrestnih mer medbančnega trga, obrestnih mer 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije in temeljne obrestne mere (Slika 15).

⁵¹ Več kot 20 odstotnih točk. Z novo metodologijo izračuna zamudne obrestne mere, ki se izračuna kot temeljna obrestna mera, povečana za 13,5 odstotnih točk, se bo s padanjem inflacije in posledično temeljne obrestne mere ta razpon obrestnih mer zmanjševal, vendar bo razpon še vedno zelo velik.

Slika 15: Gibanje obrestne mere medbančnega trga, 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije in temeljne obrestne mere (v %)



Vir: Bilten Banke Slovenije.

Analiza, ki smo jo izvedli na osnovi mesečnih podatkov v obdobju od maja 1998 do aprila 2001 (Priloga 1), je pokazala, da tudi v tem obdobju promet na medbančnem trgu ne vpliva na obrestne mere medbančnega trga; prav tako ni statistično značilna korelacija med obrestno mero 60-dnevniških blagajniških zapisov in obrestnih mer medbančnega trga. Po drugi strani pa je analiza pokazala, da so se obrestne mere medbančnega trga odzivale na spremembe inflacije (in temeljne obrestne mere); korelacija je v proučevanem obdobju pozitivna, vendar relativno šibka. Izkazalo se je tudi, da je avtokorelacijski koeficient prvega reda⁵² za medbančno obrestno mero pozitiven in razmeroma visok.

V kolikor v analizo vključimo samo obdobje od januarja 2000 do aprila 2002g pa lahko ugotovimo, da se je vpliv obrestnih mer Banke Slovenije na medbančne obrestne mere povečal oziroma postal statistično značilen (Priloga 1). Inflacija ostaja značilni pojasnjevalni dejavnik; njena pojasnjevalna moč se v primerjavi s prejšnjim primerom bistveno poveča. Več kot 70% odstotkov variabilnosti medbančne obrestne mere se lahko pojasni z vplivom inflacije in obrestno mero 60-dnevniških blagajniških zapisov, promet na medbančnem trgu pa ne more dodatno oziroma statistično značilno pojasniti variabilnosti medbančnih obrestnih mer.

⁵² Avtokorelacijski koeficient prvega reda je korelacijski koeficient med proučevano spremenljivko in to spremenljivko, odloženo za eno časovno obdobje (Gujarati, 2002, str. 442).

3.3.3 Slovenske medbančne obrestne mere – SMOM

Medbančno obrestno mero, ki smo jo obravnavali doslej, računa in objavlja Banka Slovenije na osnovi dnevniških podatkov o danih in tedenskih podatkih o prejetih medbančnih posojilih in obrestnih merah. Gre zgolj za povprečno ponderirano obrestno mero medbančnih posojil⁵³ na določen dan. Ta obrestna mera sicer nudi določeno informacijo o razmerah na medbančnem trgu, vendar je njena uporabnost omejena. V svetu obstajajo obrestne mere, ki jih banke na medbančnem trgu ponujajo za standardizirane ročnosti in valute – na primer LIBOR, FIBOR, PIBOR, z uvedbo evra na primer EURIBOR, »prime rate« v ZDA in druge (Ribnikar, 2001, str. 50). Te obrestne mere se lahko uporabljajo tudi kot referenčne obrestne mere.

V Sloveniji take obrestne mere do leta 2002 ni bilo oziroma se ni izračunavala. Razprave o referenčnih obrestnih merah ter vprašanju nominalnih obrestnih mer in nasilni ukinitvi temeljne obrestne mere ali postopnem prehodu,⁵⁴ o čemer več v podpoglavju 3.5, so izpostavile tudi, da pri nas ni obrestnih mer medbančnega trga standardnih ročnosti po zgledu LIBOR-ja, EURIBOR-ja ali drugih podobnih obrestnih mer. To je spodbudilo Združenje bank Slovenije, da je oblikovalo metodologijo izračuna slovenskih medbančnih obrestnih mer in jih z začetkom leta 2002 začelo dnevno objavljati na svojih spletnih straneh.⁵⁵ Slovenske medbančne obrestne mere so po Dogovoru o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer obrestne mere za najeta likvidnostna posojila in najete vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu in se objavljajo za devet standardnih ročnosti.⁵⁶

Praktično uporabnost teh obrestnih mer bo mogoče analizirati po določenem času, ko bo na voljo dovolj dolga časovna vrsta za analize. Že zdaj pa lahko trdimo, da so takšne slovenske medbančne obrestne mere nedvomno dobrodošle ob uvajanju nominalnih obrestnih za kratkoročne instrumente, saj lahko nudijo določeno informacijo o razmerah na denarnem trgu in inflacijskih pričakovanjih. Pred tem namreč, razen obrestnih mer državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev – sicer v omejenem obsegu, o čemer več v naslednjem podpoglavju –, ni bilo na voljo konkretnije osnove za to.

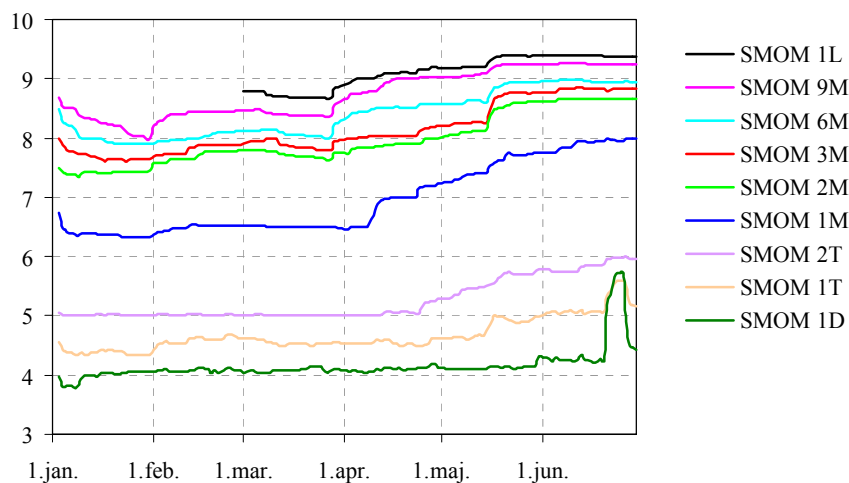
⁵³ Medbančnih posojil nestandardnih ročnosti do enega meseca.

⁵⁴ Glej na primer Cetinski (1998), Jernejčič (1998a), Lah (2000, 2002).

⁵⁵ [Http://www.zbs-giz.si](http://www.zbs-giz.si).

⁵⁶ Standardne ročnosti so naslednje: preko noči, en teden, dva tedna, en mesec, dva meseca, tri mesece, šest mesecev, devet mesecev in eno leto.

Slika 16: Gibanje slovenskih medbančnih obrestnih mer različnih ročnosti v prvi polovici leta 2002 (v %)



Vir: Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv.

Podrobneje je naš pogled na projekt slovenskih medbančnih obrestnih mer predstavljen v prilogi (Priloga 2).

3.4 Vloga Državne zakladnice na denarnem trgu pri nas

Gregorčič (1995, str. 16) meni, lahko država s svojo zakonodajno funkcijo močno vpliva na rast in razvoj finančnih trgov in finančnih institucij. V nadaljevanju našteva področja, kjer lahko država, vključno s centralno banko konkretno vpliva na finančne trge in njihov razvoj.

Na tem mestu se ne bomo ukvarjali s teoretičnimi koncepti vloge države na nacionalnem finančnem trgu, ampak s konkretnimi področji, s katerimi se je ukvarjala in se bo še morala ukvarjati Državna zakladnica in kjer je skušala prispevati svoj delež pri razvoju denarnega trga.

V Sloveniji je vloga Državne zakladnice na denarnem trgu precejšnja in se bo v prihodnosti še povečevala. Že zdaj je, ob vzpostavitvi celotne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa pa bo to še bolj očitno, največji udeleženec na denarnem trgu (poleg Banke Slovenije). Država se namreč dnevno pojavlja na denarnem trgu s svojimi depoziti in zadolževanjem, tako pri uravnavanju likvidnosti državnega proračuna, kakor tudi pri upravljanju z dolgom, kar smo obravnavali v poglavju 2. Omenili smo tudi sodelovanje z Banko Slovenije pri zniževanju pasivnih obrestnih mer, kar je pospešilo zniževanje aktivnih obrestnih mer in tako spodbujalo gospodarsko rast.

3.4.1 Uvajanje kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev

Do leta 1997 Državna zakladnica zaradi proračunskih presežkov praktično ni potrebovala instrumentov kratkoročnega in likvidnostnega zadolževanja. Posledica kasnejših proračunskih primanjkljajev so bili tudi likvidnostni primanjkljaji proračuna in Državna zakladnica je morala izbrati strategijo prihodnjega nastopanja na denarnem trgu. Tako je leta 1998 začela organizirano delovati na področju državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev. Izdajati je začela trimesečne zakladne menice, ob koncu leta 1999 je začela izdajati šestmesečne zakladne menice in leta 2000 še dvanajstmesečne zakladne menice. Oplotnik (2001, str. 40) meni, da se Državna zakladnica pri izdajanju državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev ni ozirala samo po kratkoročnih ciljih, to je pokrivanju likvidnostnih in kratkoročnih primanjkljajev proračuna, temveč je bil med prednostnimi cilji vseskozi dolgoročni interes po razvoju denarnega trga. Po izkušnjah drugih držav, na primer Portugalske, Finske, Španije in drugih držav⁵⁷ so državni kratkoročni vrednostni papirji tisti, na katerih lahko temelji razvoj denarnega trga.

Ob vpeljavi zakladnih menic je bila njihova posebnost, v primerjavi z ostalimi instrumenti denarnega trga to, da so bile obrestovane po nominalni obrestni meri.⁵⁸ Ostali instrumenti, razen nekaterih centralnobančnih instrumentov in obrestnih mer medbančnega trga, so bili namreč vezani na temeljno obrestno mero (TOM).

TOM se je kot revalorizacijska stopnja začel uporabljati v sredini leta 1995, ko se je izkazalo, da dotedanja revalorizacija s stopnjo rasti drobnoprodajnih cen (t.i. veliki R), ki je bila na mesečni ravni ob visoki letni stopnji inflacije seveda zelo variabilna, ni ustrezna. TOM se je tako začel izračunavati kot drseča sredina mesečnih stopenj rasti drobnoprodajnih cen oziroma kasneje rasti cen življenjskih potrebščin. V obdobju, ko je bil TOM uveden, je seveda lahko bistveno prispeval k zmanjševanju variabilnosti obrestnih mer in negotovosti ter posledično k zniževanju ravni obrestnih mer pri nas. Kasneje je ob padanju in umiranju inflacije TOM postal problematičen, saj je bila metodologija izračuna TOM-a taka, da se je visoka pretekla inflacija prenašala v tekoče obdobje in tako onemogočala nadaljnje zniževanje obrestnih mer. Tako so se že v letu 1998, kasneje pa še bolj, pojavljale težnje po splošni uporabi nominalnih obrestnih mer na denarnem trgu, spremenitvi metode izračuna TOM-a, vezavi instrumentov finančnega trga na neko referenčno obrestno mero in drugo.

⁵⁷ Glej na primer Plut (1999) ter Ferjančič in Dolenc (2002).

⁵⁸ Taka posebnost so državni kratkoročni vrednostni papirji in blagajniški zapisi Banke Slovenije ostali do praktično zakonske odprave indeksacije s 1. julijem 2002, saj banke nikakor niso 'mogle' same preiti na nominalne obrestne mere za kratkoročne instrumente.

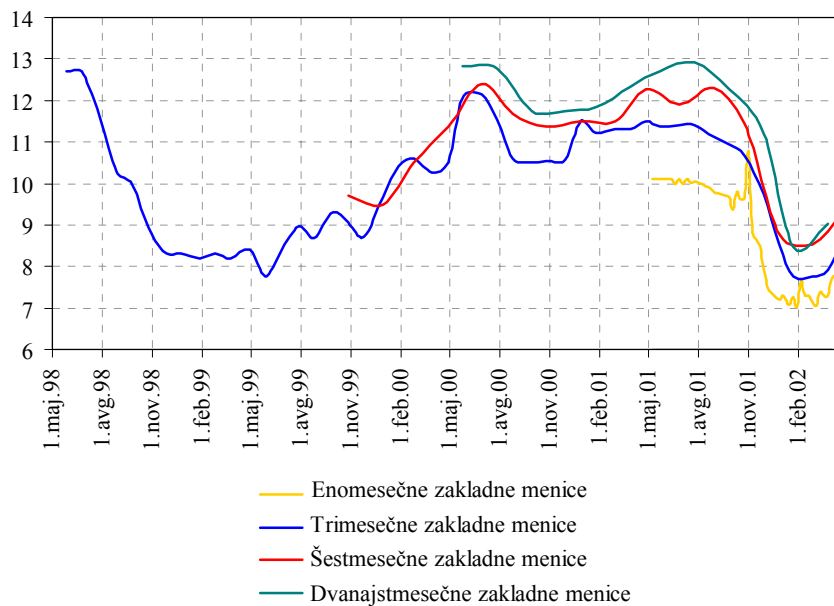
V letu 1998 odločitev Državne zakladnice, da pri zakladnih menicah, kasneje pa tudi pri vseh obrestnih merah države, uporabi nominalne obrestne mere, ni bila težka. Trg je zakladne menice v takšni obliki popolnoma sprejel, vendar so analize, ki sta jih naredila Grum in Dolenc (2001 in 2001a), pokazale, da kupci zakladnih menic vsaj do začetka leta 2001 niso osvojili prave logike nominalnih obrestnih mer. Dosežene realne obrestne mere naložbe so – po Fisherjevi enačbi⁵⁹ – dosežene nominalne obrestne mere, zmanjšane za stopnjo inflacije v aktualnem obdobju. Pri analizi zakladnih menic se je pokazalo, da investitorji pri licitiranju obrestnih mer v primarni izdaji dejansko ne upoštevajo pričakovane inflacije v obdobju trajanja instrumenta (korelacijski koeficienti z ustreznimi prihodnjimi inflacijskimi stopnjami so bili majhni in celo negativni), niti povprečnega TOM-a v obdobju do zapadlosti zakladnih menic.⁶⁰ Izkazalo se je, da je z obrestno mero zakladnih menic najmočnejše koreliran TOM v mesecu avkcije. Ugotovitev avtorja skušata razložiti s težavnim napovedovanjem prihodnjih inflacijskih stopenj ali TOM-ov, kar povzroči, da investitorji raje kot nek neznani faktor upoštevajo znano dejstvo, ne glede na dejansko realizirano realno obrestno mero.⁶¹ V prilogi smo prikazali osnovne zaključke te ekonometrične analize (Priloga 3).

⁵⁹ V pogojih visoke inflacije se realna obrestna mera izračuna po enačbi $r = \frac{1+n}{1+\pi} - 1$, ker so r realna obrestna mera, n nominalna obrestna mera in π inflacija v obdobju trajanja instrumenta.

⁶⁰ Takšna razlaga bi bila celo sprejemljiva, saj bi tako lahko investitorji primerjali donos od naložbe v zakladne menice in banke.

⁶¹ Tudi zaradi takšnega načina preračuna so bile obrestne mere zakladnih menic v obdobju uvajanja davka na dodano vrednost, ko je prišlo do ponovne rasti inflacije (TOM je seveda zaostajal), dejansko celo negativne, vendar pozitivne, če upoštevamo TOM v mesecu avkcije (Grum in Dolenc, 2001, str. 73).

Slika 17: Obrestne mere eno-, tri-, šest in dvanajstmesečnih zakladnih menic ob izdaji (v %).

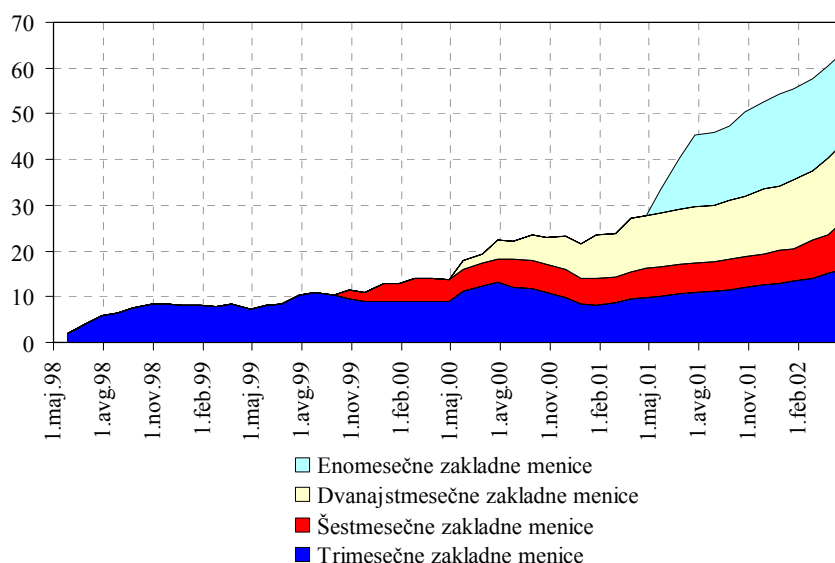


Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic.

Za razvoj denarnega trga je bistvenega pomena ustrezna količina državnih vrednotnih papirjev v obtoku.⁶² Ob začetku izdajanja zakladnih menic zaradi uvajanja teh instrumentov in nekaterih omejitev glede upravljanja z dolgom države, emisije zakladnih menic niso bile velike, vendar so se stabilno povečevale (Slika 18). Ob koncu leta 2001 je tako stanje nezapadlih zakladnih menic v obtoku znašalo 55 milijard SIT, ob koncu leta 2002 pa je predvideno že 90 milijard SIT zakladnih menic v obtoku. To je že obseg, ki omogoča tudi uporabo teh instrumentov za uravnavanje likvidnosti bank in Državne zakladnice na sekundarnem trgu, ob pogoju, da so lastniki večine zakladnih menic banke, kar pa trenutno drži (Slika 11 na strani 34).

⁶² Glej na primer Mendez, Lots, Richard (2000, str. 20), Diamond (1998, str. 50-51), Dolenc in Grum (2001, str. 112-114) ter Bohnec (2001, str. 138-144).

Slika 18: Stanje nezapadlih zakladnih menic (v %).



Vir: Rezultati avkcij zakladnih menic.

V naslednjih letih se obseg zakladnih menic naj ne bi več povečeval, ampak naj bi ostal na ravni 90 do 100 milijard SIT.

3.4.2 Sodelovanje države in centralne banke

Leta 2001, ko se je zaradi predvidenega odpravljanja TOM-a pokazalo, za brez še intenzivnejšega posega države in centralne banke na denarni trg uvedba nominalnih obrestnih mer ne bo mogoča, je Ministrstvo za finance z Banko Slovenije sklenilo Pogodbo o skupnem delovanju na denarnem trgu. Pogodba je bila sklenjena za dve leti (z možnostjo predčasnega odstopa od pogodbe); v tem času naj bi obe instituciji skušali še dejavneje pripomoči k hitrejšemu razvoju denarnega trga. Na podlagi te pogodbe je Državna zakladnica začela izdajati enomesečne zakladne menice, s čimer so bili doseženi naslednji cilji:

1. Državna zakladnica je lahko na podlagi dogovora z Banko Slovenije povečala skupno zadolžitev s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji, saj je sredstva kupnine od izdanih zakladnih menic vezala v Banko Slovenije, kar ni obremenjevalo kvote kratkoročnega dolga, ki je določena v Zakonu o izvrševanju proračuna. Možnost uporabe teh sredstev smo predstavili v podpoglavju 2.1 in 2.2. Hkrati se v

obdobju vezave sredstev pri Banki Slovenije zmanjša presežek strukturnega položaja denarnega trga.⁶³

2. Obrestna mera enomesečnih zakladnih menic je lahko postala indikator razmer na denarnem trgu (t.i. »benchmark«), saj zaradi nespremenjenih velikosti emisij na obrestno mero ne vpliva velikost emisije,⁶⁴ zaradi kratke ročnosti pa ni negotovosti spremembe TOM-a.
3. Pogodba o sodelovanju je postala jasna zaveza Ministrstva za finance in Banke Slovenije za sodelovanje pri razvoju denarnega trga tudi na ostalih področjih: zniževanju stroškov in drugih omejitev za trgovanje, spodbujanju sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami, imenovanju uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic, sodelovanju s poslovnimi bankami pri oblikovanju standardov za začasni nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev in drugo.

3.4.3 Vzdrževanje sekundarnega trga zakladnih menic

Ministrstvo za finance je v sodelovanju z Banko Slovenije ob koncu leta 2001 začelo tudi aktivneje delovati na področju razvoja sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami. V drugi polovici leta 2001 se je namreč z oblikovanjem OTC trga s poravnavo proti plačilu z možnostjo takojšnje poravnave (T+0), spremembo pravil Ljubljanske borze⁶⁵ in cenika Centralne klirinško depotne hiše (KDD)⁶⁶ ter dogovorom med Ministrstvom za finance, Banko Slovenije in petimi zainteresiranimi poslovnimi bankami za vzdrževanje sekundarnega trga državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev nadaljevala prva faza pri razvoju sekundarnega trgovanja z zakladnimi menicami.

Ferjančič in Dolenc (2002, str. 43) menita, da so vzdrževalci trga predvsem pomembni za razvoj trga državnih vrednostnih papirjev. V večini držav so prav vzdrževalci trga

⁶³ Glede na to, da so depoziti države na osnovi te pogodbe dokaj variabilni (Slika 2 na strani 10), to sicer ni bistveni prispevek z odpravljanju nesorazmerij glede strukturnega položaja denarnega trga pri nas.

⁶⁴ Velikost emisije se je pri ostalih zakladnih menicah pokazala kot ključni pojasnjevalni dejavnik v ekonometričnem modelu oblikovanja obrestnih mer – glej Grum in Dolenc (2001 in 2001a) oziroma prilogo (Priloga 3) – zato je bilo potrebno ta faktor vpliva na obrestno mero enomesečnih zakladnih menic izločiti.

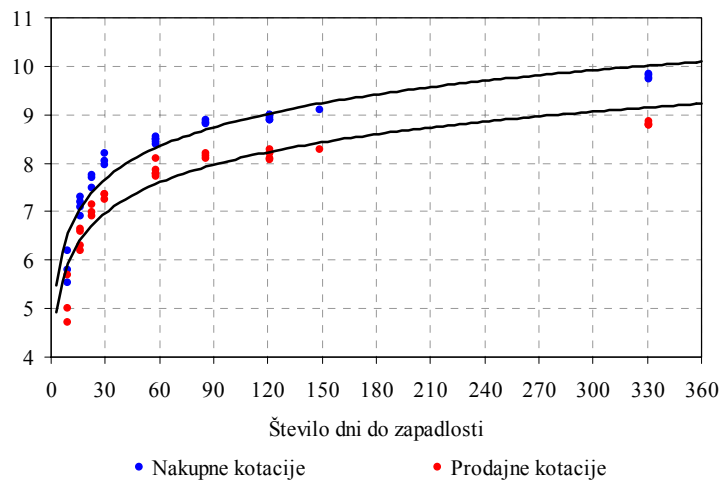
⁶⁵ Grosistične posle z zakladnimi menicami ni potrebno več prijavljati na borzi, kar bistveno zmanjšuje stroške.

⁶⁶ KDD je za grosistične posle z zakladnimi menicami odobril 85% popust za stroške preknjižbe ter določil njihovo spodnjo in zgornjo mejo, ki sta relativno nizki.

vplivali na razvoj trga kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev. Vzdrževalec trga je finančni posrednik, ki ima na zalogi finančne instrumente (vrednostne papirje in druge instrumente denarnega trga), za katere objavlja nakupno in prodajno ceno ter je pripravljen izvršiti nakup oziroma prodajo s temi instrumenti. Vzdrževalec trga skrbi za likvidnost sekundarnega trga.

Uradni vzdrževalci trga zakladnih menic dnevno kotirajo nakupne in prodajne cene oziroma obrestne mere zakladnih menic na spletnih straneh Banke Slovenije.⁶⁷ Tako lahko potencialni kupci ali prodajalci kadar koli kupijo ali prodajo zakladne menice, s čimer je zagotovljena njihova potencialna likvidnost.

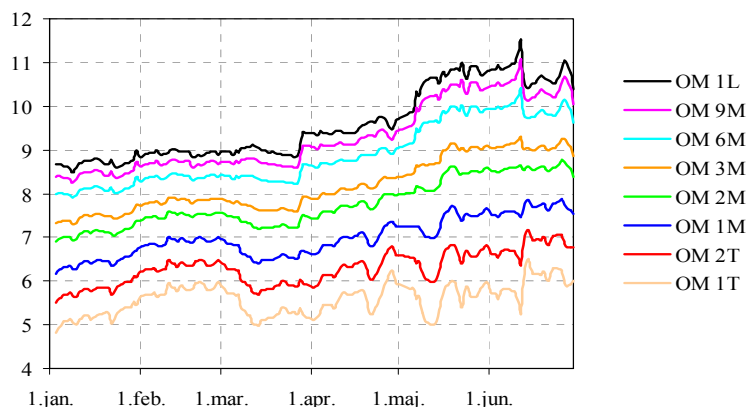
Slika 19: Nakupne in prodajne kotacije uradnih vzdrževalcev trga zakladnih menic na dan 30.04.2002 (v %)



Vir: Kotacije zakladnih menic (30.04.2002).

⁶⁷ [Http://www.bsi.si/html/financni_podatki/menice.html](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/menice.html).

Slika 20: Na podlagi dnevnik kotacij preračunano gibanje kotacij za standardne ročnosti (v %)



Vir: Kotacije zakladnih menic (različni datumi) in lastni izračuni.

3.5 Referenčne in druge obrestne mere

V času, ko je bila temeljna 'obrestna' mera trdno vsidrana v zavest ekonomskih subjektov, se problem referenčnih in »benchmark« obrestnih mer ni omenjal. Osnovni parameter je bila temeljna obrestna mera, ki kot pravi Ribnikar (2001, str. 52), sicer sploh ni niti temeljna, niti osnovna, saj – kot smo že omenili – ne zagotavlja realno obrestno mero nič odstotkov letno.

O orientacijskih obrestnih merah,⁶⁸ kot »benchmark« obrestne mere opredeljuje Ribnikar (2001, str. 51), se je začelo razmišljati ob prvih razpravah o večji uporabi nominalnih obrestnih mer. Ob tem prehodu je bilo potrebno imeti neko ali več nominalnih obrestnih mer, ki bi v razmerah še vedno negotove inflacije služile kot merilo oziroma orientir pri oblikovanju obrestne politike ekonomskih subjektov. Realno bi morale izražati inflacijska pričakovanja in razmere na finančnem trgu. Kot takšen »benchmark« se navadno uporablja krivulja donosnosti državnih vrednostnih papirjev.

Po drugi strani pa referenčne obrestne mere uporabljamo pri instrumentih s spremenljivo nominalno obrestno mero, ki je do njene naslednje spremembe zaradi spremembe višine referenčne obrestne mere trdna. O uporabi referenčne obrestne mere – na primer LIBOR, FIBOR, EURIBOR – se dogovorita dolžnik in upnik sporazumno (Ribnikar, 2001, str. 50).

⁶⁸ Če primerjamo starejše razprave – na primer Cetinski (1998), Jernejčič (1998a) in drugi – in opredelitev referenčne obrestne mere, kot jo je predstavil Ribnikar (2001, str. 50-52), ugotovimo, da se je pod pojmom referenčna obrestna mera razumelo dejansko to, kar Ribnikar imenuje »benchmark« obrestna mera oziroma standard ali merilo.

V naši analizi obrestne politike Državne zakladnice v sistemu enotnega zakladniškega računa bomo seveda potrebovali neko orientacijsko obrestno mero, ki bi kar najbolje kazala razmere na finančnem trgu in predvsem likvidnostne razmere bančnega segmenta. Referenčna obrestna mera ne bo aktualna, saj Državna zakladnica ne bo uporabljala instrumentov s spremenljivimi obrestnimi merami. Vprašanje, ki se postavlja, je seveda, katera obrestna mera bi lahko služila kot orientir pri oblikovanju obrestne politike Državne zakladnice. Možnih rešitev je več.

Prva možnost so deklarirane obrestne mere bank, ki jih Banki Slovenije vsak mesec sporočajo poslovne banke. Banke sporočijo, kakšne bodo okvirno njihove obrestne mere v tekočem mesecu. Te obrestne mere seveda niso uporabne za naš namen, ker se ne spreminjajo v skladu z aktualnimi (to je dnevnimi) razmerami na denarnem trgu.

Druga možnost je uporaba obrestnih mer ob primarni izdaji zakladnih menic. Poleg slabosti, ki smo ga omenili že pri deklariranih obrestnih merah – to je premajhna frekvenca prilagajanja spremembam na finančnem trgu – se tu pojavi še problem vpliva Državne zakladnice na te obrestne mere, saj lahko Državna zakladnica s spreminjanjem velikosti emisij bistveno vpliva na te obrestne mere.

Možna je tudi uporaba obrestnih mer na sekundarnem trgu zakladnih menic. Ta obrestna mera nima nobenih slabosti prej omenjenih obrestnih mer. Informacije o teh obrestnih merah so na voljo dnevno, obrestne mere se dnevno prilagajajo spremembam na denarnem trgu, lahko se izračunajo tudi za različne standardne ročnosti. Vendar pa je največji problem teh obrestnih mer dejstvo, da jih kotira samo pet bank in da ni sprejete neke standardne metodologije za izračun obrestnih mer sekundarnega trga zakladnih menic za standardne ročnosti glede na te kotacije. Problem je tudi v tem, da kotacije še niso podprte z dejanskimi posli na celotnem spektru ročnosti. Zaenkrat se, tako kot na medbančnem trgu, posli sklepajo večinoma z zakladnimi menicami, katerih preostala ročnost do zapadlosti je manj kot 30 dni.

Zadnja in očitno najbolj sprejemljiva je možnost uporabe slovenskih medbančnih obrestnih mer – SMOM. Te obrestne mere so rezultat ponudb širšega bančnega sektorja, obstaja sprejeta metodologija izračuna, te obrestne mere se objavljajo dnevno in za različne standardne ročnosti. Še vedno obstajajo dileme glede dejanskih poslov na medbančnem trgu, glede ročnosti sklenjenih poslov in druge dileme, ki smo jih predstavili v prilogi (Priloga 2). Kljub temu pa se zdi kot najboljša rešitev v trenutnih razmerah uporaba teh obrestnih mer, vendar seveda le kot orientir za ustrezno obrestno politiko Državne zakladnice. S tem, ko bi tako velik udeleženec denarnega trga, kot je Državna zakladnica, začel uporabljati te obrestne mere kot osnovo za oblikovanje svoje obrestne politike, bi tudi prispeval k širši uveljavitvi teh obrestnih mer in morda zmanjšanju slabosti slovenskih medbančnih obrestnih mer, kot se kažejo v tem trenutku.

4 DRŽAVNA ZAKLADNICA V OKVIRU SISTEMA ENOTNEGA ZAKLADNIŠKEGA RAČUNA

Kot smo omenili že v uvodnem poglavju naj bi bil cilj vsake države učinkovito in varno upravljanje z javnim, to je davkoplačevskim premoženjem. Tudi naš Zakon o javnih financah kot krovni zakon delovanja javnih financ zato določa, da je potrebno pri upravljanju z javnimi finančnimi sredstvi ravnati v skladu z načeli varnosti, likvidnosti in donosnosti.

V tem in naslednjem poglavju bomo predstavili osnove reforme finančnega upravljanja, katere končni rezultat je vzpostavitev celotne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa. Bistveni poudarek bo na upravljanju z denarnimi sredstvi države in ožjega javnega sektorja oziroma upravljanje likvidnosti ožjega javnega sektorja. Pri tem ne bomo podrobneje opisovali tehničnih podrobnosti reforme finančnega upravljanja in uvajanja enotnega zakladniškega računa. Prav tako ne bomo obravnavali novega sistema s stališča racionalnosti, učinkovitosti in preglednosti javno-finančnega poslovanja.⁶⁹ V tem delu bomo omejili na upravljanje z likvidnostnimi sredstvi državnega proračuna in ožjega javnega sektorja.

V tem poglavju bomo opredelili možnosti glede organizacijske organiziranosti novega sistema in umestili Državno zakladnico v ta sistem. V okviru tega bomo opredelili funkcije in cilje Državne zakladnice. V nadaljevanju bomo predstavili analizo deponiranja institucionalnega sektorja države in ugotovili potencialni obseg in značilnost sredstev, s katerimi bo v prihodnje upravljala Državna zakladnica. Predlagali bomo osnovni princip delovanja enotnega zakladniškega računa ter odnose med pravnimi osebami javnega sektorja, ki bodo vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, z Državno zakladnico ter odnose med Državno zakladnico in zunanjim okoljem. Glede na to, da je do vzpostavitve celotne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa predvideno samo centralizirano plasiranje presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa, ne pa tudi centralizirano zadolževanje Državne zakladnice na denarnem trgu za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev posameznih pravnih oseb javnega sektorja, ki so vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, bomo glede na ugotovitve iz poglavja 2 predlagali določene spremembe obstoječega načina plasiranja presežne likvidnosti izven sistema enotnega zakladniškega računa.

V poglavju 5 bomo predstavili predlog politike obrestovanja sredstev pravnih oseb javnega sektorja, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. Izpeljali bomo

⁶⁹ O tem so razpravljali že Mavec (2000), Oplotnik (2001), Černjač (2002), Last in Kirbiš (2001), Diamond et al. (1998) ter Mendez, Lots in Richard (2000).

enačbe za določanje višine obrestnih mer za obrestovanje vlog in posojil Državne zakladnice v okviru sistema enotnega zakladniškega računa. Pri tem bomo upoštevali razmere na denarnem trgu, oblikovanje likvidnostne rezerve Državne zakladnice, konsolidiranje likvidnostnih presežkov in primanjkljajev znotraj sistema enotnega zakladniškega računa in drugo. Teoretični model bomo ocenili tudi z vidika praktične uporabe in podali primer obrestovanja sredstev pravnih oseb javnega sektorja, ki bodo vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa.

4.1 Organiziranost Državne zakladnice ter njene funkcije in cilji

V svetu so zakladniške funkcije države različno organizirane, kljub temu pa so tri glavne komponente skupne vsem sodobnim zakladniškim sistemom, in sicer (Mavec, 2000, str.1):

1. upravljanje z državnim denarjem poteka preko enotnega zakladniškega računa,
2. zakladniška glavna knjiga, ki temelji na enotnem računovodskem sistemu, zagotavlja oblikovanje integralnega informacijskega sistema za upravljanje z državnim denarjem,
3. finančno upravljanje povezuje v celoto upravljanje z denarjem države in njenim dolgom z izvrševanjem proračuna tako, da napovedi Državne zakladnice narekujejo dinamiko proračunske porabe.

Kot smo že omenili, je bilo pri nas zaradi razmer notranjega in zunanjega okolja Državne zakladnice do vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa zagotavljanje likvidnosti proračuna in upravljanje z državnim denarjem in dolgovi pogosto oteženo. Pravne osebe javnega sektorja, to so neposredni in posredni proračunski uporabniki, so imeli namreč pri Agenciji za plačilni promet odprtih nad 13.000 računov. Samo neposredni proračunski uporabniki so imeli nad 5.300 računov, ki so se vključevali v Banko Slovenije kot vpogledni depoziti. Računi posrednih proračunskih uporabnikov (skladi, občine, zavodi in agencije) so se praviloma vključevali kot vpogledni depoziti v poslovne banke (Mavec, 2001, str. 1).

30.06.2002 so se računi pravnih oseb javnega sektorja sicer preselili v Banko Slovenije, Agencijo za plačilni promet pa je nadomestila Uprava za javna plačila, ki skrbi za plačila javnega sektorja. Z vidika števila računov posrednih proračunskih uporabnikov se v tem prehodu ni nič bistveno spremenilo. Zato je eden izmed ciljev prve faze vzpostavitve enotnega zakladniškega računa tudi racionalizacija računov, ki jih imajo državni proračun in posredni proračunski uporabniki. To bo omogočilo enostaven pregled nad sredstvi ožjega javnega sektorja ter centralizirano in učinkovito

upravljanje s temi sredstvi. Analiza⁷⁰ je namreč pokazala, da so sredstva na računih posrednih proračunskih uporabnikov zelo razdrobljena, upravljanje s temi sredstvi je neenotno, obrestne mere, ki jih posredni proračunski uporabniki dosegajo za svoje depozite, so zelo različne. Centralizacija v tem smislu pomeni samo centralizacijo denarnih tokov proračunskih uporabnikov na in iz enega računa, s tem da se ohrani popolna poslovna samostojnost v okviru postavljenih pravil.

Za učinkovito upravljanje s sredstvi ožjega javnega sektorja je potrebno vzpostaviti takšno organizacijsko strukturo Državne zakladnice, ki bo omogočala čim boljši pregled in upravljanje s sredstvi uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. Poleg izboljšane upravljanja likvidnosti mora moderni zakladniški sistem zagotoviti tekoče poročanje, ločitev denarnih tokov od informacijskih ter vzpostavitev enotnih standardov finančnega upravljanja in poročanja za ožji javni sektor, ki bo vključen v sistem enotnega zakladniškega računa.

Glede na organizacijsko obliko državne zakladnice po svetu lahko opredelimo najmanj tri oziroma štiri možnosti za organiziranje Državne zakladnice pri nas, in sicer:

1. Državna zakladnica v okviru ministrstva za finance,
2. Državna zakladnica v okviru centralne banke in
3. Državna zakladnica kot agencija ali banka.

Ne glede na organizacijsko obliko Državne zakladnice, bo morala le-ta imeti naslednje notranje organizacijske enote za:

- finančno načrtovanje in upravljanje z denarnimi sredstvi,
- zadolževanje in upravljanje z dolgom,
- izvrševanje proračunske porabe,
- računovodstvo,
- glavno knjigo Državne zakladnice,
- finančno poročanje in analize ter
- sistemski razvoj.

V nadaljevanju si bomo ogledali prednosti in slabosti posamezne organizacijske rešitve in skušali ugotoviti, katera organizacijska oblika bi bila najbolj primerna za Slovenijo.

⁷⁰ Last in Kirbiš (2001).

4.1.1 Državna zakladnica v okviru ministrstva za finance

Borresen in Cosio-Pascal (2002, str. 11) menita, da je pravzaprav logično, da je državna zakladnica organizirana v okviru ministrstva za finance. Upravljanje z likvidnostjo in z dolgom je navadno koordinirano med ministrstvom za finance in centralno banko. Ministrstvo za finance upravlja tako s sredstvi državnega proračuna, kakor tudi s sredstvi proračunskih uporabnikov.

V tem primeru gre za klasično organizacijsko strukturo državne zakladnice, v kateri je državna zakladnica integralni del ministrstva za finance. Tako organizacijsko obliko državne zakladnice imajo na primer Nemčija, Francija, Švica, Japonska in Kanada. Tudi Nizozemska, Belgija, Finska, Nova Zelandija in Avstralija imajo državno zakladnico organizirano v okviru ministrstva za finance, vendar je državna zakladnica posebna enota znotraj ministrstva.⁷¹

Sedanji trendi kažejo na to, da klasična organizacijska struktura v današnjem finančnem okolju kmalu ne bo več primerna in uporabna za optimalno opravljanje nalog državnih zakladnic. Glavna pomanjkljivost klasične organizacijske strukture, v kateri je državna zakladnica integralni del ministrstva za finance, je zlasti v pomanjkanju strokovnjakov na področju upravljanja z likvidnostjo in dolgom, predvsem zaradi omejitev pri plačah javnih uslužbencev. Vedno bolj se kažejo prednosti ustanovitve državne zakladnice kot samostojne organizacijske enote, s strokovno usposobljenim osebjem (in s plačami, primerljivimi plačam v gospodarstvu), z jasno definiranimi cilji in odločitvami, z razvito tržno kulturo, s povezavo z ostalimi udeleženci finančnega trga, z večjo dovzetnostjo za spremembe v okolju in večjo inovativnostjo; skratka z vsem, kar klasični organizacijski strukturi manjka. Na Irskem in Portugalskem, kjer je državna zakladnica organizirana kot samostojna agencija, zaposlene v državni zakladnici uvrščajo v sklop državne administracije, vendar pa ne sodijo med javne uslužbenke, ampak za njihovo zaposlitev veljajo enaki pogoji kot za zaposlene v gospodarstvu. Na ta način sta lahko obe ustanovi v svoje vrste pridobili visoko kvalificirano osebje, ki sicer zaradi tradicionalno nizkih plač delavcev v državni upravi (glede na primerljiva delovna mesta v podjetniškem sektorju), tega mesta gotovo ne bi bili pripravljene sprejeti (Oplotnik, 2001, str. 25).

Poleg omenjenih kadrovske ovir Borresen in Cosio-Pascal (2002, str. 11) izpostavljata tudi proračunske omejitve pri celovitem upravljanju likvidnosti ožjega javnega sektorja. Gre predvsem za dinamiko likvidnostnega zadolževanja, problem omejitev glede

⁷¹ Kot na primer Davčna uprava Republike Slovenije pri nas.

trajanja in zaključka proračunskega leta, problematiko plasiranja presežne likvidnosti in drugo.

Pri nas je bila Državna zakladnica že pred vzpostavitvijo sistema enotnega zakladniškega računa organizirana v okviru Ministrstva za finance; njeno organiziranost in funkcije smo predstavili v poglavju 2. Funkcijo upravljanja likvidnosti je opravljal Sektor za upravljanje z likvidnostjo proračuna.

Tudi v novem sistemu bi bila lahko Državna zakladnica organizirana tako kot prej, le da bi obstoječa Državna zakladnica poleg upravljanja njenih funkcij za državni proračun, opravljala tudi naloge, povezane z enotnim zakladniškim računom. Z novim sistemom bi osnovne funkcije upravljanja likvidnosti proračuna, kot so načrtovanje denarnih tokov, likvidnostno zadolževanje izven sistema enotnega zakladniškega računa, kratkoročno zadolževanje na denarnem trgu za upravljanje z dolgom in pokrivanje tekočega proračunskega primanjkljaja, še vedno opravljala 'stara' Državna zakladnica, ki pa bi dobila nove funkcije, ki bi se nanašale na upravljanje likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.

Takšna organizacijska oblika Državne zakladnice bi imela nekaj prednosti. Prva prednost bi bila nedvomno to, da bi bilo možno takšno Državno zakladnico oblikovati v zelo kratkem času; večje organizacijske spremembe v obstoječi organizacijski obliki Državne zakladnice sploh ne bi bile potrebne. Dejansko bi se samo dopolnil obseg aktivnosti 'stare' Državne zakladnice, ki je delovala samo na ravni državnega proračuna.

Druga prednost bi bila, da bi se z zakladniškimi funkcijami ukvarjala ista skupina strokovnih ljudi, tako da ne bi bilo potrebno na novo iskati strokovne kadre. Seveda bi bilo potrebno zaradi povečanega obsega funkcij Državne zakladnice zaposliti nekaj administrativnega kadra.

Tretja prednost se pojavlja predvsem v začetni fazi uvajanja sistema enotnega zakladniškega računa. Kompleksnost upravljanja likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa se vsaj na začetku ne bi bistveno razlikovala od upravljanja likvidnosti proračuna. Ko pa bi Državna zakladnica začela bolj sofisticirano posegati na denarnem trgu, z na primer izvedenimi finančnimi instrumenti, zadolževanjem tudi za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev celotnega sistema enotnega zakladniškega računa ali celo upravljanjem z dolgom za ožji javni sektor, bi se ta kompleksnost bistveno povečala in takrat bi takšna organizacijska oblika postala bolj ovira kot prednost.

Slabosti takšne organizacijske oblike je dolgoročno bistveno več, kot je njenih prednosti. Prva je nedvomno možen 'konflikt interesov' znotraj Državne zakladnice.

Glede na to, da bi z likvidnostjo državnega proračuna in z likvidnostjo sistema enotnega zakladniškega računa upravljala ista skupina ljudi, bi se lahko pojavile situacije, ko bi le-ti obravnavali državni proračun prednostno v primerjavi s posrednimi proračunskimi uporabniki, ki bi bili vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa. Temu bi se lahko delno izognili z zelo natančnimi pravili delovanja Državne zakladnice v sistemu enotnega zakladniškega računa. Kljub temu pa bi lahko ostale pravne osebe javnega sektorja vedno dvomile v kredibilnost Državne zakladnice, zato bi bilo dolgoročno verjetno najbolje strogo ločiti obe funkciji Državne zakladnice.

Druga slabost izhaja iz dejstva, da tako organizirana Državna zakladnica ne bi bila samostojna pravna oseba. To bi bilo problematično predvsem v primeru oziroma takrat, ko bi se lahko Državna zakladnica zadolževala tudi za potrebe celotnega sistema enotnega zakladniškega računa. Takrat posojilojemalec ne bi bil samo državni proračun, ampak tudi ostale pravne osebe javnega sektorja, zato bi bilo s stališča ločenosti med zadolževanjem državnega proračuna in ostalih posrednih proračunskih uporabnikov, pa tudi s stališča zagotavljanja jamstev bolje, da bi bila funkcija Državne zakladnice ločena od Ministrstva za finance.

Tretja slabost je vezana na učinkovitost delovanja Državne zakladnice in razdelitev učinkov upravljanja likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa. Kot smo že omenili, je v državah, kjer je zakladniška funkcija organizirana izven ministrstva za finance, en izmed razlogov za samostojnost Državne zakladnice tudi možnost ohranjanja strokovnega kadra. V primeru državne uprave so dohodki javnih uslužbencev tudi pri nas omejeni, saj so vezani na javno-finančno financiranje in v manjši meri na učinkovitost njihovega dela, ker je le-to ponavadi težko meriti. V primeru samostojnosti pa bi lahko Državna zakladnica določala dohodke zaposlenih glede na učinke upravljanja, ki bi bili izkazani kot dobiček, pri čemer bi bilo delovanje Državne zakladnice, pa tudi obrestna politika natančno definirano v zakonu ali pravilih. To bi omogočalo Državni zakladnici, da bi ohranila strokovni kader, in sicer tako, da bi glede na uspešnost zagotavljala primerljive plače.

Četrta slabost je prav gotovo pokrivanje stroškov operativnega delovanja Državne zakladnice. Ker bi Državna zakladnica delovala v okviru ministrstva za finance, bi stroške njenega delovanja kril državni proračun. Dobiček od upravljanja likvidnosti bi se moral zato pred razdelitvijo med vse, ki so vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, najprej zmanjšati za te operativne stroške in ta del nakazati v proračun. Ker pa je te stroške pri klasični organizacijski strukturi zelo težko definirati, bi se lahko vedno pojavile špekulacije o 'nepravičnem' financiranju državnega proračuna.

Slabost takšne organiziranosti Državne zakladnice, predvsem v primerjavi z Državno zakladnico kot banko, je tudi, da Državna zakladnica kot del Ministrstva za finance ne bi bila nikoli enakovreden partner poslovnim bankam. Očitna razlika med Državno

zakladnico in poslovno banko v tem primeru bi bila, da bi Državno zakladnico dejansko bremenili dvojni (oportunitetni) stroški obvezne rezerve. Državna zakladnica sicer – kot bomo videli v naslednjem poglavju – ne bi obračunavala obveznih rezerv, tako kot poslovne banke, vendar bi zaradi načina svojega delovanja ohranjala določene likvidnostne rezerve, ki bi imele enako vsebinsko logiko kot obvezne rezerve poslovnih bank. Medtem ko poslovnim bankam za medbančna posojila ni potrebno obračunavati obveznih rezerv, bi jih morale obračunavati za prejete depozite Državne zakladnice, kar bi znižalo njihovo donosnost. Prav tako Državna zakladnica, čeprav bi dejansko lahko delovala kot poslovna banka, ne bi mogla biti udeleženec medbančnega trga, ki je po mnenju Jernejčiča (1998, str. 46) najbolj fleksibilni del denarnega trga, saj je v prvi vrsti namenjen pokrivanju dnevnih primanjkljajev oziroma plasiranju trenutnih presežkov.

V Sloveniji je lahko v prehodnem obdobju, ko sistem enotnega zakladniškega računa še ne bo deloval v vsej svoji funkcionalnosti, za potrebe sistema enotnega zakladniškega računa organiziranje Državne zakladnice v okviru Ministrstva za finance ustrezna in hitra rešitev. Vsekakor pa bi z razvojem funkcij Državne zakladnice vse bolj začele izstopati omenjene slabosti te oblike organiziranosti. Predvsem bi se lahko pojavil ‘politični’ problem v kolikor Državna zakladnica v obdobju zniževanja obrestnih mer, popolni uveljavitvi nominalnih obrestnih mer za kratkoročne instrumente in vse večje konkurence med bankami, zaradi politike upravljanja likvidnosti v sistemu enotnega zakladniškega računa ne bi mogla zagotoviti enakih pogojev, kot so jih imeli posredni proračunski uporabniki pred vključitvijo v sistem enotnega zakladniškega računa. Do tega bi lahko teoretično prišlo pri velikih ‘udeležencih’ sistema enotnega zakladniškega računa,⁷² ki so imeli že pred vključitvijo v sistem relativno dobro urejeno upravljanje likvidnosti ter vzpostavljene dobre odnose s poslovnimi bankami. Zato bi morala Državna zakladnica dejansko vzpostaviti takšno politiko, kjer bi se z uvajanjem sistema enotnega zakladniškega računa zagotovili ne le boljši pogoji za sistem kot celoto, ampak tudi za vsakega udeleženca posebej.

Drug podoben problem bi se lahko pojavil predvsem pri ‘majhnih udeležencih’ sistema enotnega zakladniškega računa zaradi tega, ker le-ti ne bodo imeli samostojnega računa pri poslovnih bankah. Ker Državna zakladnica v prvi fazi še ne bi mogla zagotavljati centraliziranega zadolževanja na denarnem trgu, v kolikor bi imel sistem enotnega zakladniškega računa kot celota v likvidnostni primanjkljaj, bi se morali ti posredni proračunski uporabniki za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev zadolževati sami. Ker pa z vstopom v sistem ne bi ohranjali samostojnih poslovnih odnosov s poslovnimi bankami, ki so jih prej imeli vsaj z eno poslovno banko, bi bili postopki najema

⁷² To so poleg državnega proračuna tudi Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije in drugi večji državni skladi in agencije.

likvidnostnega posojila verjetno daljši, pogoji pa slabši, kar bi lahko poslabšalo njihov položaj v primerjavi s starim sistemom.

Pomembnost obeh izpostavljenih problemov bi bilo potrebno seveda pretehtati, ko bi se oblikovala organizacijska oblika prihodnje Državne zakladnice.

4.1.2 Državna zakladnica v okviru centralne banke

Nekatere države (na primer Danska) so zakladniško funkcijo organizirale v okviru centralne banke. Takšna odločitev je po Borresenu in Cosio-Pascalu (2002, str. 11) morda ustrezna predvsem v primeru, če se država ne zadolžuje na tujem trgu. Vendar je takšna organizacijska oblika državne zakladnice redkost.

Prednost takšne organizacije državne zakladnice je predvsem v večji samostojnosti državne zakladnice in ločenosti od ministrstva za finance, kar smo v prejšnjem podpoglavju izpostavili kot slabost klasične organizacijske oblike. Državna zakladnica v okviru centralne banke deluje navadno kot bolj ali manj samostojna enota, vendar po načelih, določenih v zakonu in pravilih ministrstva za finance. Kljub temu pa lahko v tem primeru državna zakladnica doseže večjo samostojnost pri izdatkih za poslovanje in delitvi dobička od upravljanja likvidnosti. Poleg tega ima v nekaterih državah (predvsem v razvoju) centralna banka boljše tehnične pogoje in znanje za opravljanje zakladniške funkcije, predvsem pa se bolj povezano odvijajo plačila in informacijski tok, ki je pri klasični organizacijski obliki Državne zakladnice ločen.

V tem primeru lahko pride tudi do prikritega ali odkritega kreditiranja ožjega javnega sektorja, kar pa pri nas, po zgledu smernic Evropske unije, seveda ni dovoljeno. Tudi v tem primeru lahko prihaja do določenega 'konflikta interesov', in sicer funkcijo centralne banke kot monetarne oblasti in funkcijo centralne banke kot državne zakladnice, kar lahko onemogoči optimalno upravljanje likvidnosti ožjega javnega sektorja, ker se v veliko primerih pojavlja določen »trade-off« med obema funkcijama centralne banke.⁷³

Glede na to, da prenos opravljanja zakladniške funkcije na centralno banko ne bi prinesel praktično nikakršnih prednosti, saj vzrok ne morejo biti na primer boljši

⁷³ Pri nas bi lahko centralna banka na primer zaradi presežka strukturnega položaja denarnega trga zadrževala sredstva ožjega javnega sektorja pri sebi. V kolikor bi bila ta sredstva obrestovana po tržnih obrestnih merah, kot predlaga Diamond et al. (1998, str. 39), to ne bi bilo problematično.

tehnični pogoji in usposobljenost zaposlenih, bi bilo to funkcijo nesmiselno prenašati na centralno banko. Problematični bi bili tudi morebitni (politični) pritiski na centralno banko za financiranje likvidnostnih primanjkljajev sistema enotnega zakladniškega računa, ki pa jih seveda centralna banka ne bi smela pokrivati.

4.1.3 Državna zakladnica kot agencija ali banka

Alternativna organizacijska oblika državne zakladnice je tudi relativno samostojna državna zakladnica, ki je organizirana zunaj ministrstva za finance ali centralne banke. Trend k taki organizacijski obliki je v razvitih državah opazen predvsem od devetdesetih let dalje, ko je zaradi dinamičnosti zunanjega okolja klasična oblika državne zakladnice začela omejevati učinkovito upravljanje likvidnosti ožjega javnega sektorja. Zelo uspešen primer prehoda na avtonomno državno zakladnico v obliki agencije sta po mnenju Borresena in Cosio-Pascala (2002, str. 12) Irska in Portugalska.

V teh primerih je osnovna funkcija državne zakladnice financiranje proračunskega deficita ob optimalni kombinaciji stroškov in tveganja, medtem ko je upravljanje likvidnosti ožjega javnega sektorja manj pomembno. Zato je pomen državne zakladnice v tem primeru odvisen od potreb po financiranju in se lahko bistveno zmanjša, če se proračunski primanjkljaji zmanjšajo oziroma prevesijo v proračunski presežek. To zmanjšuje potrebo po financiranju in upravljanju z javnim dolgom, medtem ko funkcija upravljanja likvidnosti sicer ostane, vendar se v tem primeru ponavadi spremeni predvsem v funkcijo plasiranja presežne likvidnosti (Borresen in Cosio-Pascal, 2002, str. 12).

Takšna organizacijska oblika zahteva zelo učinkovite in organizirane informacijske tokove med državno zakladnico in ministrstvom za finance. Državna zakladnica sicer deluje po navodilih ministrstva za finance, vendar samostojno. Pretežno se financira s stroškovno učinkovitim upravljanjem z likvidnostjo in javnim dolgom.

Glede na to, da je takšna organizacijska oblika pravzaprav nasprotje klasične državne zakladnice, so tudi prednosti in slabosti ravno nasprotne. V Sloveniji bi bila bistvena slabost oblikovanja državne zakladnice kot agencije (ali celo banke) nedvomno dolgotrajen postopek, ki bi pokazal končne rezultate šele po daljšem času. Poleg tega bi se morda pojavil problem strokovnega kadra, če že ne v Državni zakladnici, pa nedvomno na Ministrstvu za finance, kjer bi verjetno veliko strokovnega kadra odšlo na Državno zakladnico. Na kratek rok se Državna zakladnica verjetno tudi ne bi mogla v celoti sama financirati.

Kot velika prednost je seveda ločitev zakladniške funkcije za ožji javni sektor in Ministrstva za finance, s čimer bi se v večji meri izognili omenjenemu 'konfliktu interesov'. Zakon in pravila Ministrstva za finance bi morali določati zgolj osnovne principe poslovanja Državne zakladnice, državni proračun pa bi bil popolnoma izenačen s posrednimi proračunskimi uporabniki, vključenimi v sistem enotnega zakladniškega računa oziroma skupnega upravljanja likvidnosti.

Ker bi bila Državna zakladnica v tem primeru samostojna pravna oseba, bi se lahko po potrebi tudi v svojem imenu in za svoj račun zadolževala na denarnem trgu,⁷⁴ kar bi omogočalo še kvalitetnejše upravljanje likvidnosti. V primeru, da bi bila Državna zakladnica organizirana kot banka, bi lahko poslovala kot druge poslovne banke na medbančnem trgu in imela tudi centralno banko kot posojilodajalca v skrajni sili. Prepoved financiranja bank, hranilnic in drugih finančnih institucij, ki so v javni lasti, po predlogu novega Zakona o Banki Slovenije namreč ne velja za banke, hranilnice in druge finančne institucije, ki so v javni lasti, v kolikor morajo izpolnjevati enake pogoje kot druge banke, hranilnice in finančne institucije. Prav tako bi se v primeru, če bi bila Državna zakladnica organizirana kot banka, Državna zakladnica izognila dvojnemu obračunavanju obvezne/likvidnostne rezerve, kar bi omogočalo enakopravno sodelovanje na denarnem trgu, s čimer bi za 'udeležence' izenačili pogoje pred in po vzpostavitvi sistema enotnega zakladniškega računa.

Glede na to, da bi zakon in pravila Ministrstva za finance natančno opredelili funkcije Državne zakladnice, bi bilo ugotavljanje njene učinkovitosti relativno enostavno. Lastno financiranje in udeležba pri dobičku bi namreč bila velika spodbuda za učinkovito upravljanje z likvidnostjo in javnim dolgom ter bi omogočalo tudi zagotovitev primerne in visoko motiviranega strokovnega kadra.

4.1.4 Kako naj bi bila organizirana Državna zakladnica pri nas?

Glede na razpravo v prejšnjih treh podpoglavjih je optimalna razvojna pot Državne zakladnice v Sloveniji jasna. V začetnem obdobju uvajanja sistema enotnega zakladniškega računa bi bilo smiselno ohraniti trenutno organiziranost Državne zakladnice in njene funkcije na ravni državnega proračuna nadgraditi za upravljanje likvidnosti pri enotnem zakladniškem računu. Na začetku zakladniške funkcije ne bi bistveno odstopale od funkcij Državne zakladnice, ki jih je le-ta imela ob vzpostavitvi prve faze sistema enotnega zakladniškega računa. Glede na to, da v prvi fazi

⁷⁴ V funkciji upravljanja z javnim dolgom bi bila le organizator zadolževanja za javni sektor.

vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa Državna zakladnica ne bi zagotavljala likvidnostnega zadolževanja zunaj sistema za potrebe pokrivanja skupnih likvidnostnih primanjkljajev sistema enotnega zakladniškega računa, ne bi bilo dileme glede tega, kdo je posojilojemalec in kakšna so zavarovanja.

Ko bi se po določenem času zakladniška funkcija sistema enotnega zakladniškega računa razširila na kompleksnejše operacije, kot so zadolževanje za uravnavanje likvidnosti in upravljanje z javnim dolgom, uporaba kompleksnejših metod upravljanja likvidnosti in drugo, bi tako kot druge države lahko organizirala Državno zakladnico zunaj Ministrstva za finance v obliki agencije ali celo banke. Takrat bi se Državna zakladnica morala v pretežni meri financirati sama in bi zgolj opravljala strokovno storitev za ožji javni sektor, seveda po strogo določenih načelih, ki bi jih predpisal zakon in ustrezna pravila Ministrstva za finance.

4.2 Predviden obseg sredstev v upravljanju

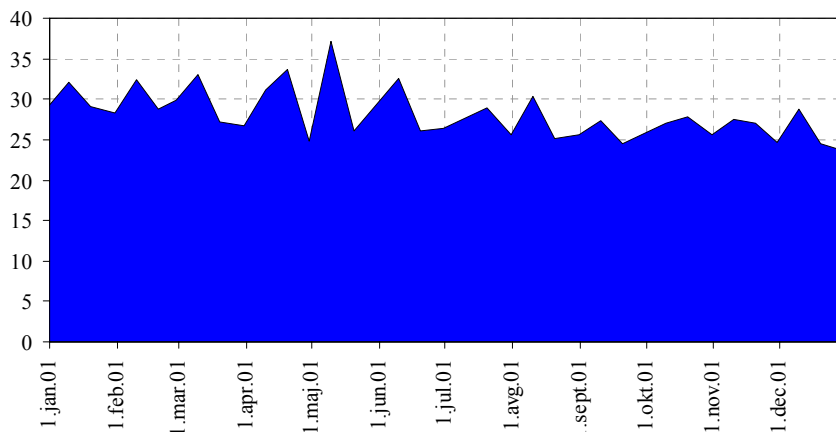
Državna zakladnica bo v sistemu enotnega zakladniškega računa v drugi fazi upravljala z vsemi sredstvi ožjega javnega sektorja. Kot smo že omenili, centralizacija upravljanja s sredstvi pomeni samo centralizacijo denarnih tokov proračunskih uporabnikov na in iz enega računa, s tem da se ohrani popolna poslovna samostojnost v okviru postavljenih pravil. Za posredne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa, se bo bistveno spremenilo samo to, da bodo namesto najave depozita pri poslovni banki sredstva Državni zakladnici sporočili, koliko časa posameznih sredstev ne bodo potrebovali.

Pri zadolževanju pravnih oseb javnega sektorja, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, bo vsaj na začetku Državna zakladnica omejena na sredstva pravnih oseb javnega sektorja, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, ki bodo imeli likvidnostne presežke. V kolikor ustreznih vlog ne bo, pravne osebe javnega sektorja ne bodo mogle dobiti zelenega posojila od Državne zakladnice, ampak se bodo morali sami zadolžiti pri poslovnih bankah.

Za učinkovito upravljanje s sredstvi sistema enotnega zakladniškega računa, predvsem s stališča aktivnega upravljanja likvidnosti, bi bilo potrebno natančno ugotoviti značilnosti teh sredstev, s katerimi razpolagajo posredni proračunski uporabniki, ki so se vključili v sistem enotnega zakladniškega računa. Predvsem bi bila takšna analiza potrebna za sredstva, ki jih posredni proračunski uporabniki ohranjajo na računih, predvsem zato, ker sta Last in Kirbiš (2001) sta v analizi deponiranja institucionalnega sektorja države ugotovila, da je velik del teh sredstev na računih posrednih proračunskih

uporabnikov – če obravnavamo posredne proračunske uporabnike kot celoto – zelo stabilen (Slika 21). Državna zakladnica bi lahko predvsem ta sredstva aktivneje upravljala, saj bi razpolagala z večjo maso sredstev, za katere bi poznala približno dinamiko gibanja.

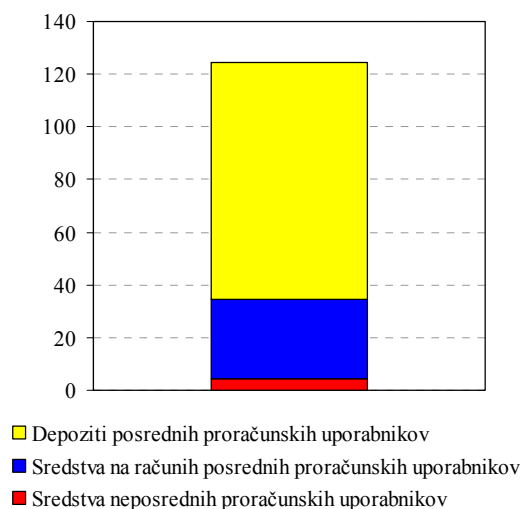
Slika 21: Dekadna stanja na računih pravnih oseb ožjega javnega sektorja v letu 2001 (v mrd SIT)



Vir: Interni podatki Ministrstva za finance.

Poleg sredstev, ki jih posredni proračunski uporabniki ohranjajo na računih, Last in Kirbiš (2001) ocenjujeta, da bodo posredni proračunski uporabniki ob prehodu v drugo fazo vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa v sistem prinesli še okrog 90 milijard SIT sredstev, ki jih imajo trenutno v obliki vezanih depozitov pri bankah. Celoten obseg sredstev, s katerim naj bi Državna zakladnica upravljala Državna zakladnica v drugi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa – brez depozitov državnega proračuna –, bo tako znašal okvirno 125 milijard SIT (Slika 22).

Slika 22: Predvidena struktura sredstev, s katerim bo upravljala Državna zakladnica v sistemu enotnega zakladniškega računa (v mrd SIT)



Vir: Last in Kirbiš (2001).

Zaradi razdrobljenosti računov, velikega števila posrednih proračunskih uporabnikov, decentraliziranega sistema informacij in tudi določenih zakonskih omejitev natančnejše analize značilnosti sredstev, s katerimi so posredni proračunski uporabniki razpolagali pred vzpostavitvijo sistema enotnega zakladniškega računa, še niso možne. Takšne analize bodo mogoče šele po določenem času po vzpostavitvi sistema enotnega zakladniškega računa, ko bo na voljo dovolj informacij o tem, s kakšnimi sredstvi in kakšno višino teh sredstev razpolagajo posredni proračunski uporabniki, kakšna je dinamika porabe sredstev z računov, kakšne vloge dajejo, kakšen delež vlog se v povprečju obnavlja in drugo. Tako kot pri poslovnih bankah bodo zelo pomembne informacije o 'klientih' sistema enotnega zakladniškega računa, saj bodo samo natančne informacije lahko omogočale učinkovito in uspešno upravljanje likvidnosti v sistemu enotnega zakladniškega računa.

4.3 Upravljanje s sredstvi v sistemu enotnega zakladniškega računa

Osnovi cilj vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa je povečanje učinkovitosti upravljanja s sredstvi ožjega javnega sektorja, kar pomeni po eni strani ugodnejše plasiranje prostih denarnih sredstev ob upoštevanju zakonskih načel varnosti in ustrezne likvidnosti in cenejše zadolževanje ožjega javnega sektorja. Nov sistem je smiselno vzpostaviti le, če učinki novega sistema vsaj pokrijejo celotne stroške. O povečanju učinkovitosti najbrž ni dvoma, posebej če analiziramo razmere pred vzpostavitvijo sistema enotnega zakladniškega računa glede denarnih sredstev na računih posrednih proračunskih uporabnikov, ki so praktično neobrestovani (Slika 21).

Glede upravljanja likvidnosti v sistemu enotnega zakladniškega računa Zakon o javnih financah v 68. členu določa, da »s prostimi denarnimi sredstvi na računih, ki so vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, upravlja minister, pristojen za finance. Prosta denarna sredstva se lahko nalagajo v Banko Slovenije in banke ob upoštevanju načela varnosti, likvidnosti in donosnosti naložbe. O obliki naložbe in načinu izbire banke odloča minister, pristojen za finance. Iz prostih denarnih sredstev na računih, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa države, lahko minister, pristojen za finance, od posrednih uporabnikov proračuna in občin, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa države, najema in jim daje likvidnostna posojila pod pogoji, ki jih določi zakon in po drugih pravilih, ki jih v skladu z zakonom določi minister, pristojen za finance. Prihodki od upravljanja s prostimi denarnimi sredstvi in stroški, nastali v zvezi z zagotavljanjem likvidnosti v sistemu enotnega zakladniškega računa države oziroma občin, so sorazmerno glede na udeležbo na teh sredstvih prihodek oziroma odhodek državnega oziroma občinskih proračunov oziroma pravnih oseb, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa.«

S sredstvi v sistemu enotnega zakladniškega računa upravlja minister, pristojen za finance preko Državne zakladnice. Kljub temu, da iz zakona morda ni jasno razvidno – predvsem zaradi neposrečenega izrazoslovja –, je splošno sprejeto stališče tako, da naj bi se s sredstvi suficitnih posrednih proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, najprej zagotovila likvidnostna posojila deficitnih proračunskih uporabnikov, šele presežna likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa pa naj bi se nalagala zunaj sistema. Pri vsem tem bo potrebno seveda upoštevati osnovna bančna načela upravljanja z viri in naložbami, predvsem tako, da se Državna zakladnica ne bo izpostavljala likvidnostnim tveganjem. Do takšnih problemov bi lahko prišlo, če struktura naložb in virov po ročnosti ne bi bila ustrezna. V kolikor ob zapadlosti vloge Državna zakladnica zaradi neustrezne politike upravljanja (to je predvsem neustreznega podaljševanja ročnosti vlog) le-te ne bi uspela vrniti posrednemu proračunskemu uporabniku, ki bi svoja sredstva želel porabiti, bi prišlo do problema, saj se Državna zakladnica vsaj na začetku ne bi mogla zadolževati za pokrivanje likvidnostne neusklajenosti virov in naložb.

Predlog ustrezne politike upravljanja z vlogami v sistemu enotnega zakladniškega računa s stališča ustrezne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa je predstavljen v poglavju 5. V tem podpoglavju bomo obravnavali, kako naj bi se zagotavljala ustrezna konsolidacija sredstev znotraj sistema enotnega zakladniškega računa, in predvsem, kakšna naj bi bila politika Državne zakladnice pri nalaganju presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa izven sistema.

4.3.1 Konsolidiranje sredstev v okviru sistema enotnega zakladniškega računa

Državna zakladnica bo od državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa sprejemala vloge z ročnostjo, krajšo od enega leta, lahko pa bo upravljala tudi s sredstvi na računih državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov v okviru sistema enotnega zakladniškega računa, ki jih le-ti ne bodo porabili ali pa vezali v obliki vloge. To predstavlja pasivno stran sistema enotnega zakladniškega računa (Slika 23).

Slika 23: Bilanca Državne zakladnice v okviru sistema enotnega zakladniškega računa (EZR)

| Aktiva | Pasiva |
|---|--|
| Presežna likvidnost, naložena izven sistema EZR | Vloge posrednih proračunskih uporabnikov v okviru sistema EZR |
| Likvidnostna posojila proračunskim uporabnikom v okviru sistema EZR | Vpogledna sredstva posrednih proračunskih uporabnikov v okviru sistema EZR |

Po drugi bo morala Državna zakladnica zagotoviti ustrezno strukturo naložb tako 'zbranih' sredstev. Najprej se bodo, kot že rečeno, zagotavljala sredstva za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev deficitnih proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. Šele presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa bo Državna zakladnica plasirala izven sistema.

Pri tem je potrebno posebej poudariti, da bo morala Državna zakladnica tako kot poslovne banke upoštevati načela, ki ji bodo zagotavljala nemoteno poslovanje in ustrezno likvidnost in donosnost naložb. Tako na primer ne bo mogla financirati trimesečnih likvidnostnih primanjkljajev proračunskih uporabnikov, če bo imela med pasivi na voljo samo sredstva najkrajše ročnosti, za katere je ugotovila, da je tveganje neobnovitve zelo veliko. Prav tako ne bo mogla teh likvidnostnih primanjkljajev financirati s sredstvi, katerih ročnost bi bila predolga – v tem primeru ne bi mogla zagotoviti ustrezne donosnosti sredstev med pasivi premoženjske bilance. Primer ustreznega poslovanja Državne zakladnice je predstavljen v podpoglavju 5.2.

4.3.2 Naložbe presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa

Glede na to, da Zakon o javnih financah z 68. členom omejuje plasiranje presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa samo na Banko Slovenije in poslovne banke, se način upravljanja s presežnimi sredstvi tudi v drugi in končni fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa⁷⁵ ne bo bistveno razlikoval od sistema, ki ga Državna zakladnica trenutno uporablja oziroma ga je uporabljala do sredine leta 2002, ko je upravljala samo s sredstvi državnega proračuna. Kot smo že omenili v podpoglavju 2.3 pa ima obstoječi način nekaj slabosti oziroma omejitev, ki se bodo v novem sistemu upravljanja likvidnosti ožjega javnega sektorja pokazale kot še bolj problematične. Tako smo na primer omenjali naslednje slabosti obstoječega sistema upravljanja s presežno likvidnostjo:

1. depoziti pri poslovnih bankah niso zavarovani,
2. obstaja možnost diskriminacije poslovnih bank,
3. obstaja potencialen konflikt s centralno banko in
4. administrativno določne obrestne mere.

Državna zakladnica bi se morala najprej odločiti, ali bi v nadaljevanju na področju deponiranja presežne likvidnosti sodelovala samo z Banko Slovenije ali pa bi želela plasirati ta sredstva v poslovne banke. Obe rešitvi imata prednosti in slabosti, vendar pa po našem mnenju nista popolnoma komplementarni.

4.3.2.1 Plasiranje presežkov v Banko Slovenije

Za Državno zakladnico bi bila bistvena prednost tovrstnega plasiranja presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa, da se ne bi izpostavljala kreditnemu tveganju, kateremu se ob nezavarovanju poslov izpostavlja, v kolikor plasira presežno likvidnost v poslovne banke. Tudi morebitnim očitkom o diskriminatornosti poslovnih bank bi se na ta način seveda izognila.

Za tak način plasiranja sredstev Državne zakladnice bi bila zainteresirana tudi Banka Slovenije, predvsem v primeru, da bi bili depoziti države vsaj v večjem deležu relativno stabilni. Tako bi bila namreč v razmerah, v kakršnih je Banka Slovenije trenutno glede strukturnega položaja denarnega trga (Slika 12 na strani 36), potreba centralne banke po absorbiranju presežne likvidnosti bančnega sistema bistveno manjša oziroma bi se presežek strukturnega položaja denarnega trga lahko bistveno prej prevesil v

⁷⁵ Opredelitev teh faz je v podpoglavju 1.1.

primanjkljaj. To bi seveda Banki Slovenije olajšalo vodenje denarne politike. Postala bi iniciator v odnosu s poslovnimi bankami, hkrati pa bi tudi njene obrestne mere bistveno bolj pogojevale razmere na denarnem trgu kot jih trenutno.

Seveda pa bi moralo temeljiti sodelovanje Državne zakladnice in Banke Slovenije na bistveno bolj fleksibilni odnosih, kot to trenutno velja. Dvodnevna najava depozitov je nedvomno velika ovira, hkrati pa bi se bilo potrebno dogovoriti o ustreznem obrestovanju teh sredstev. Državna zakladnica je namreč indiferentna glede načina plasiranja presežne likvidnosti, v kolikor ji Banka Slovenije lahko ponudi primerljive⁷⁶ obrestne mere kot poslovne banke. Po drugi strani je Banka Slovenije indiferentna glede načina absorbiranja presežne likvidnosti bančnega sistema, v kolikor ji oba načina (depoziti Državne zakladnice ali izdajanje blagajniških zapisov) omogočata enako učinkovitost ob primerljivih stroških. Podobnega mnenja je tudi Diamond et al. (1998, str. 38-40), predvsem glede obrestovanja depozitov države pri centralni banki – zagovarja namreč tržno obrestovanje, ker ni nobenega razloga proti temu.

Černjač (2002, str. 39-52) v svojem pogledu na plasiranje presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa možnosti sodelovanja s centralno banko ne omenja. Naše mnenje je, da bi bilo omenjeno sodelovanje nedvomno koristno za obe strani, vendar da bi bilo potrebno, v kolikor bi se odločili za takšen način plasiranja presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa upoštevati omejitve bančnega sistema in zagovarjati načelo postopnosti. Nenaden umik državnega denarja iz poslovnih bank⁷⁷ bi kljub posredovanju Banke Slovenije lahko vodil v likvidnostno krizo, morda celo podobno, v kakršni so se znašle poslovne banke v prvi polovici leta 1999, kar je analiziral Košak (1999, str. 46-61).

Kot bomo ugotovili v naslednjem poglavju, bo morala Državna zakladnica za sredstva med pasivi premoženjske bilance zaradi zmanjševanja likvidnostnega tveganja pri upravljanju s pasivi, oblikovati tudi določene likvidnostne rezerve (podobno kot banke). Pri tem pa menimo, da alternativne možnosti naložbe za Državno zakladnico ni. Ta sredstva, ki jih bo med dnem seveda uporabljala tudi za izvrševanje tekočih plačil, mora Državna zakladnica imeti na računu pri Banki Slovenije. Edini problem pri tem je obrestovanje teh sredstev, ki bi bilo lahko takšno, kot je obrestovanje obveznih rezerv poslovnih bank,⁷⁸ lahko pa bi se Banka Slovenije tudi odločila, da teh sredstev ne bi obrestovala. Če (oziroma ko) bo Državna zakladnica organizirana kot banka, pa bo tako ali tako tudi glede tega podvržena predpisom, ki veljajo za poslovne banke.

⁷⁶ Glede na tveganje in drugo.

⁷⁷ Tega naj bi bilo vsaj 120 milijard tolarjev (Slika 22).

⁷⁸ Zaenkrat je še realno negativno (1%) v primerjavi z evrosistemom.

4.3.2.2 Plasiranje presežkov v poslovne banke

Druga možnost, ki po Zakonu o javnih financah ostane Državni zakladnici pri plasiranju presežne likvidnosti, je plasiranje v poslovne banke. Pri tem pa obstoječi sistem, ki ga Državna zakladnica uporablja v prvi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa – ta izhaja še iz sistema, ki ga je Državna zakladnica uporabljala, ko je upravljala samo s sredstvi državnega proračuna – ni več ustrezen. Vse tri omejitve bodo v nadaljnjih fazah upravljanja likvidnosti pri enotnem računu državne zakladnice zelo velika ovira, v kolikor bo Državna zakladnica vztrajala pri plasiranju presežne likvidnosti v poslovne banke.

Administrativno določene obrestne mere na tej stopnji razvitosti denarnega trga⁷⁹ nedvomno niso več smiselne. To je izpostavil že Oplotnik (2001, str. 28), Černjač (2002, str. 46) pa meni, da bi morala Državna zakladnica obrestno mero v celoti prepustiti trgu, pri čemer bi morala imeti določeno okvirno obrestno mero, ki bi bila odvisna od dogajanja na medbančnem trgu, obrestnih mer Banke Slovenije in drugih relevantnih obrestnih mer. Podobno je tudi naše stališče, zato smo glede na to oblikovali tudi predlog obrestne politike Državne zakladnice (naslednje poglavje).

Nezavarovani depoziti in izbor samo nekaterih bank, v katere plasira Državna zakladnica presežno likvidnost, sta močno povezana dejavnika. Tako na primer Državna zakladnica brez zavarovanja daje depozite samo tistim bankam, za katere meni, da so glede na objektivne kazalce relativno malo tvegane. Z zavarovanjem poslov in posledično tržnemu plasiranju sredstev pa bi se Državna zakladnica izognila tudi občasnim očitkom nekaterih poslovnih bank, ki doslej niso dobivale državnih depozitov, da Državna zakladnica deluje diskriminatorno.

Glede zavarovanja Mendez, Lots in Richard (2000, str. 13) in Oplotnik (2001, str. 100) predlagajo uporabo reodkupnih sporazumov (REPO), tako kot je praksa državnih zakladnic v evropskih državah. Oplotnik (2001, str. 109) je prikazal, kakšne so značilnosti teh poslov in predvidel tudi, kako bi se lahko v ta trg vključevala Državna zakladnica. Vendar pa na osnovi analize slovenskega denarnega trga⁸⁰ ugotavljamo, da doslej objektivnih možnosti za razvoj reodkupnih sporazumov ni bilo, bodo pa nedvomno obstajale, ko se bo začela druga faza vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Tako bi se lahko Državna zakladnica izognila kreditnemu

⁷⁹ Pri tem mislimo predvsem na uporabo nominalnih obrestnih mer za instrumente do enega leta, rečativno transparentnost obrestnih mer denarnega trga – slovenske medbančne obrestne mere, obrestne mere državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev na primarnem in sekundarnem trgu – in drugo.

⁸⁰ Poglavje 3.

tveganju, če bi presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa ponujala bankam v obliki začasnega odkupa svojih vrednostnih papirjev. Možna bi bila tudi zastava vrednostnih papirjev, vendar – kot ugotavlja Oplotnik (2001, str. 76) – se v zadnjem času v tujini razvija predvsem trg reodkupnih sporazumov, uporaba instrumenta zastave vrednostnih papirjev pa je zaradi pravnih in formalnih omejitev vedno manj pogosta.

Černjač (2002, str. 48-51) razpravlja o vrednostnih papirjih, ki bi jih Državna zakladnica lahko uporabila za zavarovanje. Ugotavlja predvsem, da bi bilo najbolj smiselno, da bi Državna zakladnica pri plasiranju sredstev začasno odkupovala državne kratkoročne vrednostne papirje. Pri tem je naš glavni pomislek glede višine zakladnih menic v obtoku, saj pri 90 milijardah tolarjev, kolikor je teh papirjev v obtoku,⁸¹ Državna zakladnica ne bi mogla plasirati celotne presežne likvidnosti tudi ob predpostavki, da bi celoten portfelj zakladnih menic imele poslovne banke, po drugi strani pa bi tak način omejeval širjenje baze investitorjev v zakladne menice.⁸² Nadalje Černjač (2002, str. 49) predlaga možnost začasnega odkupa tudi dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, kar je po našem mnenju najbolj sprejemljiva rešitev, čeprav kot slabost pri tem izpostavlja predvsem ročnost teh papirjev. Vendar pa menimo, da bodo z razvojem kapitalskega trga pri nas državne obveznice postale vedno bolj likvidne, tako da se bo postopno problem likvidnostnega tveganja zmanjševal. Seveda bi bila možna tudi uporaba blagajniških zapisov Banke Slovenije, vendar pa dokler (oziroma če) Državna zakladnica ne bo (bi) delovala kot banka, tudi formalno ne bi mogla (začasno) kupovati ali prodajati teh vrednostnih papirjev.

⁸¹ To se v prihodnjih letih zaradi predvidenega zmanjševanja državnega dolga najverjetneje ne bo bistveno spreminjalo.

⁸² Poslovne banke bi zaradi želje po depozitu Državne zakladnice še bistveno bolj povpraševale po zakladnih menicah, s čimer bi se njihov delež (Slika 11) še povečal, kar bi posredno pomenilo, da bi država na strani (kratkoročnega) zadolževanja postala odvisna samo od bank.

5 PREDLOG OBRESTNE POLITIKE DRŽAVNE ZAKLADNICE

Pri upravljanju likvidnosti sistema enotnega zakladniškega sistema bo potrebno veliko pozornosti posvetiti obrestovanju. Tretji odstavek 68. člena Zakona o javnih financah zgolj splošno definira princip razdelitve prihodkov in odhodkov od upravljanja s prostimi denarnimi sredstvi, dejansko obrestno politiko pa bo potrebno šele določiti. To poglavje ponuja eno izmed možnih rešitev v obliki splošnega modela obrestovanja.

5.1 Model obrestovanja vlog in posojil v okviru sistema enotnega zakladniškega računa

V nadaljevanju bomo uporabljali naslednje izraze, ki jih je potrebno nekoliko natančneje definirati:

- izraz *vloga* bomo uporabljali v primeru, ko Državna zakladnica od državnega proračuna ali posrednega proračunskega uporabnika, ki je vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, prejme njegove likvidnostne presežke;
- izraz *posojilo* se uporablja v primeru, ko Državna zakladnica državnemu proračunu ali posrednemu proračunskemu uporabniku, ki je vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, dá likvidnostno posojilo;
- izraz *depozit* bomo uporabljali v primeru, ko Državna zakladnica v banke plasira presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa;
- izraz *deficitni subjekt* bomo uporabljali za državni proračun in tiste posredne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa, če od Državne zakladnice iz sredstev sistema enotnega zakladniškega računa želijo najeti likvidnostno posojilo; in
- izraz *suficitni subjekt* bomo uporabljali za državni proračun in tiste posredne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa, če svoj likvidnostni presežek vežejo v obliki vloge v sistem enotnega zakladniškega računa.

5.1.1 Osnovne predpostavke modela

V nadaljevanju bomo postopno izpeljali splošno formulo za izračun tako obrestne mere za vloge državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov, kakor tudi obrestne mere za posojila, ki jih najemajo državni proračun in posredni proračunski uporabniki. Pri tem bomo izhajali iz naslednjih osnovnih predpostavk:

1. Državna zakladnica bo v okviru sistema enotnega zakladniškega računa delovala kot posrednik med suficitnimi subjekti, od katerih bo sprejemala vloge, in deficitnimi subjekti, katerim bo odobrila likvidnostna posojila.
2. V svojem imenu in za račun sistema enotnega zakladniškega računa se Državna zakladnica ne bo likvidnostno zadolževala na denarnem trgu, da bi zadostila likvidnostnim potrebam deficitnih subjektov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. V kolikor v sistemu enotnega zakladniškega računa deficitni subjekt ne bo mogel pridobiti ustreznih likvidnostnih virov, se bo sam zadolžil na denarnem trgu.
3. Likvidnostne presežke sistema enotnega zakladniškega računa, ki jih Državna zakladnica ne bo mogla plasirati v okviru sistema enotnega zakladniškega računa (presežna likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa), bo plasirala v poslovne banke v obliki (zavarovanih ali nezavarovanih) depozitov.⁸³
4. Dokler bo Državna zakladnica organizirana kot organizacijska enota Ministrstva za finance, svojih stroškov poslovanja ne bo pokrivala z obrestno maržo. Obrestna politika Državne zakladnice bo oblikovana tako, da prihodki od upravljanja s sredstvi v sistemu enotnega zakladniškega računa, sorazmerno glede na udeležbo razdelili med državni proračun in posredne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa. Tako bodo suficitni subjekti v sistemu enotnega zakladniškega računa dosegli najmanj takšno obrestno mero, kot pri bankah, deficitni subjekti pa se bodo iz sredstev sistema enotnega zakladniškega računa zadolževali po največ tako obrestni meri, kot jo zahtevajo banke.
5. Državna zakladnica bo lahko upravljala s premoženjsko bilanco enotnega zakladniškega računa po podobnem principu kot poslovna banka, kar pomeni, da ročnostna struktura vlog med pasivi premoženjske bilance Državne zakladnice ne bo nujno idealno usklajena z ročnostjo likvidnostnih posojil in depozitov med aktivni premoženjske bilance Državne zakladnice. Zaradi tako nastalega razmika financiranja⁸⁴ bo Državna zakladnica oblikovala tudi določene rezerve (po zgledu obveznih in presežnih rezerv bančnega sektorja).

⁸³ Problematika bančnih depozitov in možne rešitve je izpostavljen v podpoglavjih 2.3 in 4.3.2.

⁸⁴ Izraz uporablja na primer Saunders (2000, str. 300-301).

5.1.2 Izhodišče modela

Na osnovi navedenih predpostavk lahko zapišemo naslednjo splošno formulo obrestovanja vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa:

$$E\ 5.1.2-1 \quad r_{pj} = r_l \cdot d_l + r_{aj} \cdot d_j + r_{pb} \cdot d_{pb},$$

pri čemer so:

r_{pj} ... obrestna mera za vloge v okviru sistema enotnega zakladniškega računa,

r_l ... obrestna mera, po kateri Državna zakladnica plasira likvidnostne rezerve,

d_l ... delež izločenih likvidnostnih rezerv (glede na vloge),

r_{aj} ... obrestna mera za posojila v okviru sistema enotnega zakladniškega računa,

d_j ... delež danih posojil v okviru sistema enotnega zakladniškega računa (glede na vloge),

r_{pb} ... pasivna obrestna mera, po kateri Državna zakladnica v banke deponira presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa,

d_{pb} ... delež vlog, ki jih Državna zakladnica deponira v poslovne banke,

in velja: $d_l + d_j + d_{pb} = 1$

5.1.3 Obrestne mere poslovnih bank in medbančni trg

V naslednjem koraku bomo izpeljali formulo za izračun pričakovane obrestne mere, ki jo poslovne banke svojim strankam priznajo za sprejete depozite. Poslovne banke morajo za sprejete depozite po Sklepu o obveznih rezervah imeti obvezne rezerve na računu pri Banki Slovenije, preostalo pa lahko plasirajo glede na svojo politiko upravljanja z aktivi banke.⁸⁵ Višina obvezne rezerve (izražen v deležu depozita) je vezana na ročnost sprejetih depozitov in je obratno sorazmerna z ročnostjo sprejetega depozita. Za banko izločanje obvezne rezerve pomeni oportunitetni strošek, saj bi lahko v primeru, da ji ne bi bilo treba izločati obvezne rezerve, sredstva plasirala po višji obrestni meri.

Pri izpeljavi pričakovane pasivne obrestne mere banke predpostavljamo, da banka za svoje posredovanje med suficitnimi in deficitnimi celicami obema strankama zaračuna

⁸⁵ Seveda z omejitvami, ki veljajo glede likvidnostne lestvice, vendar to ne vpliva na izpeljavo.

tudi določeno provizijo, ki je izražena v odstotku od sklenjenega posla.⁸⁶ Tako banka suficitni celici (deponentu) prizna naslednji znesek obresti:

$$E\ 5.1.3-1 \quad r_{pb} \cdot q_p = r_o \cdot (q_p - q_a) + r_{ab} \cdot q_a - (m \cdot q_p + m \cdot q_a),$$

pri čemer so:

r_{pb} ... pasivna obrestna mera, ki so jo pripravljene plačati banke za depozit (tudi pasivna obrestna mera, po kateri Državna zakladnica v banke plasira presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa),

q_p ... znesek depozita, ki ga sprejme banka,

r_o ... obrestna mera, po kateri se obrestujejo obvezne rezerve bank,

q_a ... znesek posojila, ki ga odobri banka na osnovi depozita,

r_{ab} ... aktivna obrestna mera za posojilo, ki ga odobri banka na osnovi depozita in

m ... marža oziroma provizija, ki si jo banka 'obračuna' (v odstotku od sklenjenega posla).

Velja naslednja relacija:

$$E\ 5.1.3-2 \quad q_a = (1 - d_o) \cdot q_p,$$

kjer je d_o stopnja obveznih rezerv.

Če združimo enačbi E 5.1.3-1 in E 5.1.3-2, dobimo naslednjo enačbo, ki kaže, kakšno pasivno obrestno mero so banke pripravljene odobriti za depozit ob upoštevanju pravil v zvezi z obvezno rezervo, razmer na trgu posojil⁸⁷ in politike banke glede obrestne marže:

$$E\ 5.1.3-3 \quad r_{pb} = r_o \cdot d_o + r_{ab} \cdot (1 - d_o) - m \cdot (2 - d_o).$$

V zgornji enačbi so tri neznanke, in sicer pasivna in aktivna obrestna mera poslovnih bank in obrestna marža. Predvsem aktivna obrestna mera in obrestna marža sta takšni spremenljivki, katerih vrednosti bi Državna zakladnica relativno težko ugotovila pri oblikovanju obrestne politike sredstev v okviru sistema enotnega zakladniškega računa. Pasivna obrestna mera je lažje določljiva, saj bi lahko Državna zakladnica po ugotovitvi stanja presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa od poslovnih bank dobi informacijo, kakšno obrestno mero so pripravljene odobriti za depozite Državne zakladnice.

⁸⁶ To provizijo zaračuna implicitno (ne eksplicitno) in se delno odraža v razliki med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami – del razlike povzroči tudi obvezna rezerva.

⁸⁷ Če predpostavimo, da je povpraševanja po posojilih dovolj, je indikator razmer na tem trgu obrestna mera posojil.

V model je torej potrebno vključiti indikator splošnih razmer na denarnem trgu, ki je lahko dnevno določljiv. Glede na ugotovitve podpoglavij 3.3 in 3.5 se kot najprimernejša možnost pojavlja vključitev medbančnega trga in slovenske medbančne obrestne mere, ki jo Združenje bank Slovenije dnevno objavlja na svojih spletnih straneh.⁸⁸

Pri nadaljnji izpeljavi modela predpostavljamo, da vključitev medbančnega trga za deficitne in suficitne celice ne predstavlja nikakršne spremembe pogojev deponiranja oziroma zadolževanja (iz prejšnjega podpoglavja). Medbančni trg zgolj omogoča stik banke, ki je sprejela depozit,⁸⁹ in banke, ki bi rada odobrila posojilo,⁹⁰ obrestna mera, ki se oblikuje na tem trgu, pa predstavlja ravnovesje med ponudbo bank s presežno likvidnostjo in povpraševanjem bank s primanjkljajem likvidnosti. To je v Sloveniji tipična situacija, saj so nekatere banke (predvsem večje) stalno neto dolžnice na medbančnem trgu, druge pa stalno neto upnice na medbančnem trgu. Še vedno predpostavljamo, da vsaka banka svojemu komitentu (vendar ne banki na medbančnem trgu) implicitno zaračuna stroške v obliki določenega odstotka od sklenjenega posla.

Banka, ki nastopa v vlogi dajalke posojila in dolžnice na medbančnem trgu, posojilojemalcu zaračuna obrestno mero, ki je vsota obrestne mere, po kateri se je banka zadolžila na medbančnem trgu, in marže:

$$E\ 5.1.3-4 \quad r_{ab} = r_m + m,$$

pri čemer je r_m medbančna obrestna mera.

Banka, ki sprejema depozit in je upnica na medbančnem trgu, deponentu prizna povprečno ponderirano obrestno mero, ki jo iztrži na osnovi depozita,⁹¹ zmanjšano za maržo:

$$E\ 5.1.3-5 \quad r_{pb} = r_o \cdot d_o + r_m \cdot (1 - d_o) - m.$$

Če enačbi E 5.1.3-4 in E 5.1.3-5 združimo, dobimo naslednjo relacijo:

$$E\ 5.1.3-6 \quad r_{ab} = r_o \cdot d_o + r_m \cdot (2 - d_o) - r_{pb},$$

kjer je edina spremenljivka, ki je določena znotraj modela, aktivna obrestna mera za najem posojila pri poslovni banki. Obrestna mera za izločene obvezne rezerve in delež

⁸⁸ [Http://www.zbs-giz.si](http://www.zbs-giz.si).

⁸⁹ Ker na primer ni mogla najti povpraševanja po ustreznem posojilu.

⁹⁰ Ker na primer ni mogla pridobiti ustreznih depozitov.

⁹¹ Ustrezen del izloči kot obvezno rezervo, preostanek pa posodi banki dolžnici na medbančnem trgu.

obvezne rezerve sta parameter, ki ga določa centralna banka, obrestna mera medbančnega trga in obrestna mera, ki jih banka priznava deponentom, pa enostavno določljivi.

5.1.4 Obrestovanje v sistemu enotnega zakladniškega računa ob popolni usklajenosti virov in naložb

Če bi Državna zakladnica zgolj pasivno upravljala z bilanco, bi bile aktive in pasive premoženjske bilance sistema enotnega zakladniškega računa popolnoma usklajene po ročnosti.⁹² V tem primeru v okviru sistema enotnega zakladniškega računa ne bi bilo potrebno oblikovati likvidnostnih rezerv, saj bi usklajenost med odtokom sredstev iz sistema enotnega zakladniškega računa in pritokov sredstev vanj idealna, prav tako pa naj se Državna zakladnica ne bi izpostavljala drugačnim vrstam tveganja, saj bi morali biti depoziti sistema enotnega zakladniškega računa ustrezno zavarovani. V tem podpoglavju bomo izpeljali model obrestne politike Državne zakladnice v tem primeru.

Državna zakladnica bi lahko suficitnim subjektom, vključenim v sistem enotnega zakladniškega računa, za vloge priznavala naslednje obrestne mere:

$$E\ 5.1.4-1 \quad r_{pj} = r_{aj} \cdot d_j + r_{pb} \cdot (1 - d_j),$$

pri čemer so:

r_{pj} ... obrestna mera za vloge v okviru sistema enotnega zakladniškega računa,

r_{aj} ... obrestna mera, ki jo Državna zakladnica zaračuna za posojila,

r_{pb} ... obrestna mera, po kateri Državna zakladnica v banke plasira presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa, in

d_j ... delež sredstev sistema enotnega zakladniškega računa, ki ga Državna zakladnica lahko plasira znotraj sistema.

Obrestna mera, po kateri bi Državna zakladnica plasirala presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa, bo določena na osnovi ponudb poslovnih bank in bi bila rezultat splošnih razmer na denarnem trgu (glej enačbo E 5.1.3-5). Državna zakladnica tudi ne bi mogla vplivati na delež sredstev, ki bi ga lahko plasirala v okviru sistema enotnega zakladniškega računa, ampak bi bilo to odvisno od likvidnostnih razmer deficitnih in suficitnih subjektov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa. Tako sta edini spremenljivki, ki sta lahko določeni znotraj modela, pasivna in aktivna

⁹² V primeru bank Ribnikar (1996, str. 52) govori o banki kot finančnemu posredniku v mehničnem smislu.

obrestna mera za vloge in posojila v okviru sistema enotnega zakladniškega računa. Kakšni naj bosta ti obrestni meri?

Kot je že bilo omenjeno, Zakon o javnih financah v tretjem odstavku 68. členu določa, da so »prihodki od upravljanja s prostimi denarnimi sredstvi in stroški, nastali v zvezi z zagotavljanjem likvidnosti v sistemu enotnega zakladniškega računa države oziroma občin, sorazmerno glede na udeležbo na teh sredstvih prihodek oziroma odhodek državnega oziroma občinskih proračunov oziroma pravnih oseb, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa.« To dejansko pomeni, da morajo tako deficitni, kakor tudi suficitni subjekti, ki so vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, imeti določene koristi od uvedbe sistema enotnega zakladniškega računa. Deficitni subjekti naj bi se tako v okviru sistema enotnega zakladniškega računa zadolževali ceneje kot pri bankah, suficitni subjekti pa naj bi s plasiranjem v sistem enotnega zakladniškega računa iztržili višje obrestne mere kot pri bankah.

Glede na navedeno naj bi bile obrestne mere, ki bi jih Državni zakladnici plačevali deficitni subjekti med pasivnimi obrestnimi merami poslovnih bank (r_{pb}) – spodnja meja – in aktivnimi obrestnimi merami poslovnih bank (enačba E 5.1.3-6) – zgornja meja. Tako bi bil izpolnjen pogoj iz prejšnjega odstavka.

Obrestne mere za vloge v okviru sistema enotnega zakladniškega računa, bi tako bile najmanj (izpeljano iz enačbe E 5.1.4-1)

$$E\ 5.1.4-2 \quad r_{pj} = r_{pb} \cdot d_j + r_{pb} \cdot (1 - d_j) = r_{pb} \cdot (1 - 2d_j)$$

in največ

$$E\ 5.1.4-3 \quad r_{pj} = (r_o \cdot d_o + r_m \cdot (2 - d_o) - r_{pb}) \cdot d_j + r_{pb} \cdot (1 - d_j) = (r_o \cdot d_o + r_m \cdot (2 - d_o)) \cdot d_j + r_{pb} \cdot (1 - 2d_j).$$

Kakšna naj bi bila razdelitev učinkov upravljanja s sredstvi sistema enotnega zakladniškega računa, je seveda strateška in politična odločitev, najprimernejša pa je morda vpeljava takšne politike obrestovanja, kjer bodo tako deficitni, kakor tudi suficitni subjekti v okviru sistema enotnega zakladniškega računa imeli enake koristi od uvedbe sistema enotnega zakladniškega računa. Če upoštevamo to načelo, bi morala Državna zakladnica, v kolikor bi sredstva sistema enotnega zakladniškega računa plasirala znotraj sistema, za posojila zahtevati naslednjo obrestno mero, ki je povprečje zgornje in spodnje možne meje (izpeljano iz enačb E 5.1.3-4 in E 5.1.3-5):

$$E\ 5.1.4-4 \quad r_{aj} = \frac{r_o \cdot d_o + r_m \cdot (2 - d_o)}{2}.$$

Ob taki obrestni meri bi bila obrestna mera za vloge v sistem enotnega zakladniškega računa takšna (izpeljano iz enačb E 5.1.2-1 in E 5.1.4-4):

$$E\ 5.1.4-5 \quad r_{pj} = \frac{r_o \cdot d_o + r_m \cdot (2 - d_o)}{2} \cdot d_j + r_{pb} \cdot (1 - d_j).$$

5.1.5 Obrestovanje v sistemu enotnega zakladniškega računa ob nepopolni usklajenosti virov in naložb

V kolikor Državna zakladnica ne bi zgolj pasivno upravljala z bilanco, ampak bi podobno kot banka, ki ni zgolj finančni posrednik v mehaničnem smislu, skušala v določeni meri podaljševati roke dospelja danih posojil in depozitov glede na osnovna pasiva, bi se seveda izpostavljala določenemu likvidnostnemu tveganju, zato bi morala oblikovati ustrezne likvidnostne rezerve. Te likvidnostne rezerve ne bi imele enake funkcije, kot pri bankah, kjer so, kot pravi Ribnikar (1996, str. 54), potrebne zaradi zagotavljanja varnosti bančnih vlog,⁹³ ampak bi bile zgolj v funkciji varovanja pred nelikvidnostjo sistema enotnega zakladniškega računa.

Glede na to, da se Državna zakladnica do vzpostavitve celotne funkcionalnosti sistema enotnega zakladniškega računa (tretja faza) ne bi mogla zadolževati za zagotavljanje likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa, bi morala biti pri upravljanju s sredstvi zelo pazljiva. Razmik financiranja (»financing gap«), ki ga v primeru banke Saunders (2000, str. 300-301) definira kot razliko med povprečnim stanjem njenih posojil (aktivni) in povprečnim stanjem njenih vlog (pasivi),⁹⁴ ne bi smel biti prevelik. Analitično bi bilo namreč potrebno ugotoviti, kakšna je značilnost virov sistema enotnega zakladniškega računa, oziroma, kakšno 'podaljševanje' je še mogoče, da Državne zakladnice še ne spravlja v nevarnost.

V tem podpoglavju bomo izpeljali model obrestne politike Državne zakladnice v primeru, da bi Državna zakladnica lahko aktivno upravljala z bilanco sistema enotnega zakladniškega računa. Ohranili bomo predpostavko iz prejšnjega podpoglavja o enakih

⁹³ Vsi depoziti, ki jih bo dajala Državna zakladnica iz sredstev sistema enotnega zakladniškega računa, bi morali biti ustrezno zavarovani.

⁹⁴ Če je ta likvidnostni razmik pozitiven, mora banka ta razmik financirati bodisi z zmanjševanjem likvidnih aktiv bodisi z zadolžitvijo (Ribnikar, 1996, str. 53). Državna zakladnica ničesar od tega do tretje faze vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa ne bi mogla narediti. Če bi Državna zakladnica presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa plasirala v obliki začasnih nakupov vrednostnih papirjev, bi pridobila likvidna aktiva, kar bi zmanjševalo likvidnostno tveganje.

koristih za posredne proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa. Na podlagi prejšnjega podpoglavja izpeljano obrestno politiko bomo v tem podpoglavju razširili z uvedbo likvidnostnih rezerv sistema enotnega zakladniškega računa in vpeljavo 'podaljševanja ročnosti vlog'.

Osnovno izhodišče izpeljane obrestne politike je, da lahko Državna zakladnica na podlagi analiz dokaj natančno ugotovi, kakšni so viri sredstev sistema enotnega zakladniškega računa. V tej povezavi v primeru poslovnih bank Saunders (2000, str. 300-301) govori o jedru vlog in posojil, Uyemura in Van Deventer (1992, str. 235-237) pa o likvidnih in nelikvidnih aktivih ter stanovitnih in nestanovitnih pasivih. Dokler ali če takšna analiza ne bo mogoča, Državna zakladnica ne bo mogla aktivneje upravljati z bilanco oziroma naj ne bi tvegala možne nelikvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa.

Na podlagi analiz bi Državna zakladnica lahko ocenila, kakšne 'kvalitete' je določena vloga v okviru sistema enotnega zakladniškega računa oziroma kakšna⁹⁵ posojila lahko daje znotraj sistema in kakšne depozite v poslovne banke (v primeru presežne likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa), če ima med pasivi vlogo določene ročnosti. Oceniti bi morala tudi, kakšno likvidnostno rezervo mora oblikovati za posamezno kategorijo vlog, če bi plasirala sredstva z ročnostjo, ki bi bila daljša od ročnosti vloge. Pri tem seveda velja osnovno načelo, da bi na podlagi vlog krajše ročnosti morala Državna zakladnica večji delež plasirati v naložbe s krajšo ročnostjo in izločati večji delež likvidnostnih rezerv. Tako bi na primer lahko empirično ugotovila, da na osnovi vloge na vpogled lahko daje bodisi depozit na vpogled (brez likvidnostne rezerve) oziroma daje določeno strukturo posojil ali depozitov z ročnostjo do enega tedna, pri čemer pa bi morala zaradi tveganja oblikovati ustrezen delež likvidnostnih rezerv.

Delež vloge, ki bi ga lahko Državna zakladnica plasirala v n -to kategorijo ročnosti, bi bil lahko obrestovan po naslednji formuli (izpeljano iz enačbe E 5.1.4-5 ob upoštevanju relacije E 5.1.4-4):

$$E\ 5.1.5-1 \quad {}_n r_{pj} = {}_n r_{aj} \cdot d_j + {}_n r_{pb} \cdot (1 - d_j) = \frac{{}_n r_o \cdot d_o + {}_n r_m \cdot (2 - d_o)}{2} \cdot d_j + {}_n r_{pb} \cdot (1 - d_j).$$

⁹⁵ Pri tem mislimo na ročnost naložb in kakšen delež vloge lahko plasira v različne kategorije ročnosti naložb.

Celotna vloga v -te ročnosti bi bila tako lahko obrestovana takole:

$$E 5.1.5-2 \quad {}_v r_{pj} = r_l \cdot {}_v d_l + (1 - {}_v d_l) \sum_{n=1}^K {}_v d_n \cdot \left[\frac{{}_o r_n \cdot d_o + {}_n r_m \cdot (2 - {}_n d_o)}{2} \cdot {}_n d_j + {}_n r_{pb} \cdot (1 - {}_n d_j) \right],$$

pri čemer so:

n ... razred ročnosti naložbe Državne zakladnice,

v ... razred ročnosti vloge,

r_l ... obrestna mera, po kateri se obrestujejo likvidnostne rezerve Državne zakladnice,

${}_v d_l$... empirično ugotovljen delež vloge v -te ročnosti, ki ga mora Državna zakladnica izločiti v obliki likvidnostne rezerve,

${}_v d_n$... empirično ugotovljen delež vloge v -te ročnosti, ki ga lahko Državna zakladnica plasira v določeno naložbo n -te ročnosti,

K ... število likvidnostnih razredov, v katere Državna zakladnica uvršča posojila,

in velja: $\sum_{n=1}^K {}_v d_n = 1$.

5.1.6 Praktičnost take obrestne politike in možne rešitve

Poudariti je potrebno, da v prejšnjem podpoglavju izpeljan princip obrestovanja vlog in posojil v sistemu enotnega zakladniškega računa bolj teoretičen in najbolj natančno uveljavlja načelo iz tretjega odstavka 68. člena Zakona o javnih financah o razdelitvi učinkov upravljanja s sredstvi sistema enotnega zakladniškega računa. V tem primeru bi vsak suficitni subjekt, vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, za svoja sredstva dobil natančno toliko, kolikor je Državna zakladnica na osnovi njegove vloge iztržila pri upravljanju s sredstvi enotnega zakladniškega računa. Poleg tega bi vsak deficitni subjekt, vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, za posojilo plačal toliko, kolikor bi Državna zakladnica plačala za vire.

Pri tem pa se postavlja vprašanje smotrnosti in praktičnosti takega principa obrestovanja. Prvi problem je v tem, da je tak princip obrestovanja praktično nemogoče uresničiti, predvsem, ko bo Državna zakladnica upravljala z več sto podračuni sistema enotnega zakladniškega računa in temu ustreznim številom vlog in posojil. Tako bo namreč zelo težko natančno ugotoviti, kako se je vloga 'porabila' v okviru upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice, kakšen delež vloge določene ročnosti je bil naložen v posojila in depozite različnih kategorij ročnosti in s tem obrestovan po različnih obrestnih merah. Politika poslovnih bank temelji na povprečenju agregatov in doseganju ustrezne strukture aktive in pasive premoženjske bilance v določenem obdobju. Razlika med obrestnimi prihodki in odhodki seveda določa dobiček banke oziroma njegov del.

Drugi problem, do katerega bi lahko prišlo pri takem načinu obrestovanja, je problem kvalitete vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa. Deficitni subjekti bi lahko zaradi podaljševanja ročnosti vlog na osnovi vlog krajše ročnosti dosegali relativno visoke obrestne mere in bi preferirali vloge krajše ročnosti, saj bi bili manj motivirani za ustrezno oceno o tem, koliko časa sredstev ne bodo potrebovali.

Tretja je problematika priznavanja obresti na tisti del vloge, ki ga Državna zakladnica izloči v obliki likvidnostnih rezerv. Iz enačbe E 5.1.5-2 namreč sledi, da bi bil obrestovan tudi ta del vloge, seveda po nižji obrestni meri. Likvidnostne rezerve bi bile namenjene varstvu pred tveganjem, ki ga prinaša podaljševanje ročnosti vlog, in bi jih bila lahko Državna zakladnica tudi prisiljena črpati, če bi prišlo do nadpovprečnega dviga vlog. V tem primeru se ponovno postavlja vprašanje praktičnosti in možnosti 'popravljanja' obrestnih mer 'za nazaj' glede na dejanski učinek, ki ga je Državna zakladnica dosegla na osnovi te vloge.

Omenjeni problemi nakazujejo, da bi bilo potrebno na podlagi teoretične izpeljave obrestne politike najti nek kompromis med idealno in v praksi izvedljivo obrestno politiko Državne zakladnice. Še vedno bi bilo potrebno zagotoviti osnovno načelo koristi od vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa, to je konsolidiranje likvidnostnih presežkov in primanjkljajev oseb javnega sektorja, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, ter njihovo cenejše zadolževanje in ugodnejše plasiranje sredstev. Hkrati je potrebno zagotoviti sistem, ki bo Državni zakladnici omogočal učinkovito upravljanje z vlogami, to je kvalitetne in predvidljive vloge. V kolikor bi lahko Državna zakladnica na podlagi analiz tudi podaljševala ročnosti vlog in tako odobrila posojila in depozite daljše ročnosti od ročnosti vlog, bi tako nastalo razliko med prejetimi in plačanimi obrestmi, bodisi po načelu iz tretjega odstavka 68. člena Zakona o javnih financah ustrezno sorazmerno glede na udeležbo v sredstvih sistema enotnega zakladniškega računa razdelila med subjekte, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa, ali pa bi to postal prihodek državnega proračuna oziroma Državne zakladnice – odvisno od organizacijske oblike poslovanja Državne zakladnice. Zadnja možnost bi bila seveda upravičena, saj so bila vsa sredstva, potrebna za vzpostavitev tega sistema zagotovljena iz proračunskih sredstev in z namenom učinkovitejšega upravljanja z javnimi sredstvi.

Glede na razpravo v tem podpoglavju bi bile ustrezne obrestne mere posojil iz sredstev sistema enotnega zakladniškega računa, glede na ročnost posojila (n) naslednje (za različne ročnosti popravljena enačba E 5.1.4-4):

$$E\ 5.1.6-1 \quad {}_n r_{aj} = \frac{r_o \cdot {}_n d_o + {}_n r_m \cdot (2 - {}_n d_o)}{2}.$$

Pozitivni učinek za deficitni subjekt, vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, v smislu nižjih doseženih obrestnih mer bi bil naslednji (izpeljano iz enačb E 5.1.3-6 in E 5.1.6-1):

$$E\ 5.1.6-2 \quad {}_n A_{aj} = {}_n r_{ab} - {}_n r_{aj} = \frac{r_o \cdot {}_n d_o + {}_n r_m \cdot (2 - {}_n d_o)}{2} - {}_n r_{pb}.$$

Podobno lahko izpeljemo ustrezne obrestne mere za vloge različnih ročnosti (v) v sistemu enotnega zakladniškega računa:⁹⁶

$$E\ 5.1.6-3 \quad {}_v r_{pj} = r_l \cdot {}_v d_l + (1 - {}_v d_l) \cdot \left[\frac{r_o \cdot {}_v d_o + {}_v r_m \cdot (2 - {}_v d_o)}{2} \cdot {}_v d_j + {}_v r_{pb} \cdot (1 - {}_v d_j) \right],$$

kjer je:

${}_v d_j$... delež vlog v - te ročnosti, ki jih po izločitvi likvidnostne rezerve Državna zakladnica plasira znotraj sistema enotnega zakladniškega računa.

Pozitivni učinek za suficitni subjekt, vključen v sistem enotnega zakladniškega računa, v smislu višjih doseženih obrestnih mer bi bil naslednji:

$$E\ 5.1.6-4 \quad {}_v A_{pj} = {}_v r_{pj} - {}_v r_{pb} = r_l \cdot {}_v d_l + (1 - {}_v d_l) \cdot \left[\frac{r_o \cdot {}_v d_o + {}_v r_m \cdot (2 - {}_v d_o)}{2} \cdot {}_v d_j + {}_v r_{pb} \cdot (1 - {}_v d_j) \right] - {}_v r_{pb}.$$

5.2 Primer sprejemanja vlog in dajanja posojil znotraj sistema enotnega zakladniškega računa ter deponiranja presežne likvidnosti

Doslej smo problematiko upravljanja s sredstvi sistema enotnega zakladniškega računa obravnavali pretežno s teoretičnega vidika. Zaradi lažjega razumevanja predlaganih teoretičnih konceptov bomo v nadaljevanju prikazali konkreten primer dejanskega upravljanja z vlogami, posojili in depoziti v okviru sistema enotnega zakladniškega računa. Glede na to, da sistem enotnega zakladniškega računa v prvi fazi vzpostavitve še ni dejansko operativen v smislu skupnega upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice in podrobnejše analize vlog suficitnih subjektov še niso bile možne, bomo primer gradili na določenih predpostavkah.

⁹⁶ V kolikor Državna zakladnica ne bi priznavala obresti na tisti del vloge, ki bi ga izločala v obliki likvidnostnih rezerv, bi bila enačba E 5.1.6-3 brez prvega dela ($r_l \cdot {}_v d_l$).

5.2.1 Predpostavke

Glede likvidnostnih rezerv bomo predpostavljali, da Državna zakladnica v obliki likvidnostnih rezerv glede na ročnost izloča enak delež vlog kot so jih poslovne banke po Sklepu o obvezni rezervi bank in hranilnic.⁹⁷ Pri tem bo Državna zakladnica, za razliko od bank, kjer je v veljavi princip povprečenja, višino likvidnostnih rezerv določala dnevno glede na dnevni 'priliv' vlog.

Politika Državne zakladnice glede usklajenosti rokov posojil in depozitov z roki dospelosti vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa bo podobna, kot velja za banke po Sklepu o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora banka zagotavljati. Državna zakladnica bo torej aktiva in pasiva premoženjske bilance sistema enotnega zakladniškega računa v grobem ročnostno usklajevala v dveh razredih: do 30 dni in do 180 dni, pri čemer bo to usklajevanje dnevno. Državna zakladnica bo sprejemala samo kratkoročne vloge ter dajala samo kratkoročna posojila in depozite. Kratek rok je definiran kot eno leto.

Nadalje bomo predpostavljali, da bo Državna zakladnica z upravljanjem likvidnosti sistema enotnega zakladniškega računa ob danih omejitvah skušala doseči maksimalni dohodkovni učinek, kar se predvsem nanaša na deponiranje sredstev v bančno okolje. Poleg tega bo Državna zakladnica najprej konsolidirala likvidnostne potrebe deficitnih subjektov glede na značilnosti vlog in samo presežno likvidnost plasirala v bančno okolje. Če bo povpraševanje po posojilih večje od dejanske možnosti Državne zakladnice, da odobri posojila v takšni višini, se bo celoten obseg možnih posojil proporcionalno razdelil med deficitne subjekte, ki so povpraševali po posojilih.

5.2.2 Vloge suficitnih subjektov

Tabela 1 prikazuje hipotetično stanje novih vlog suficitnih subjektov, ki jih ti najavijo Državni zakladnici. Na podlagi omenjenih predpostavk Državna zakladnica izloči ustrezni del likvidnostnih rezerv in prouči, kakšne naložbe lahko ima sistem enotnega zakladniškega računa na osnovi teh vlog.

⁹⁷ V Sklepu o obveznih rezervah, ki velja od septembra 2002 dalje, kategorije račnosti depozitov in stopnje obveznih rezerv sicer nekoliko drugačne, vendar to ne spremeni vsebinske logike primera.

Tabela 1: Primer strukture vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa

| Subjekt | Zaporedna številka vloge | Vloga suficitnega subjekta | | Politika Državne zakladnice | | | | |
|---------------|--------------------------|----------------------------|---------------|------------------------------|----------------------|---|------------|-------------|
| | | Višina vloge | Ročnost vloge | Stopnja likvidnostne rezerve | Likvidnostna rezerva | Možnost naložbe v posamezni razred ročnosti naložbe | | |
| | | | | | | do 30 dni | do 180 dni | nad 180 dni |
| (v tisoč SIT) | (v dnevih) | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) | | | | | |
| 1 | 1 | 5.000 | 175 | 2% | 100 | 0 | 4.900 | 0 |
| 2 | 2 | 8.000 | 60 | 6% | 480 | 0 | 7.520 | 0 |
| 2 | 3 | 7.500 | 30 | 12% | 900 | 6.600 | 0 | 0 |
| 3 | 4 | 10.000 | 20 | 12% | 1.200 | 8.800 | 0 | 0 |
| 4 | 5 | 9.000 | 210 | 1% | 90 | 0 | 0 | 8.910 |
| 5 | 6 | 13.000 | 40 | 6% | 780 | 0 | 12.220 | 0 |
| 5 | 7 | 4.000 | 90 | 6% | 240 | 0 | 3.760 | 0 |
| Skupaj | | 56.500 | - | - | 3.790 | 15.400 | 28.400 | 8.910 |

Na osnovi danih vlog v skupni višini 56.500 tisoč SIT, katerih povprečna ročnost znaša 80 dni, bi Državna zakladnica ob omenjenih predpostavkah izločila 3.790 tisoč SIT likvidnostnih rezerv (efektivna likvidnostna rezerva je v tem primeru 6,7%), preostanek pa bi lahko plasirala v ustrezno strukturo naložb, kot kaže Tabela 1.

5.2.3 Povpraševanje deficitnih subjektov po posojilih

V prvem delu spodnje tabele (Tabela 2) je prikazano povpraševanje deficitnih subjektov po posojilih. Državna zakladnica na osnovi analize iz prejšnjega podpoglavja ugotovi, kakšne so možnosti za odobritev teh posojil v skladu z njeno politiko. V kolikor povpraševanje v določenem razredu ročnosti preseže možnosti Državne zakladnice, Državna zakladnica odobri proporcionalen delež posojil do zapolnitve možne kvote.

Tabela 2: Primer povpraševanja po posojilih v sistemu enotnega zakladniškega računa

| Subjekt | Zaporedna številka prošnje za posojilo | Določi deficitni subjekt | | Skupaj povpraševanje deficitnih subjektov po posojilih | | | Skupaj odobrena posojila deficitnim subjektom | | |
|---------|--|--------------------------|---------|--|------------|-------------|---|------------|-------------|
| | | Višina posojila | Ročnost | do 30 dni | do 180 dni | nad 180 dni | do 30 dni | do 180 dni | nad 180 dni |
| | | | | | | | | | |
| 1 | 1 | 10.000 | 30 | 10.000 | 0 | 0 | 6.160 | 0 | 0 |
| 1 | 2 | 3.000 | 200 | 0 | 0 | 3.000 | 0 | 0 | 3.000 |
| 2 | 3 | 14.000 | 180 | 0 | 14.000 | 0 | 0 | 14.000 | 0 |
| 3 | 4 | 15.000 | 30 | 15.000 | 0 | 0 | 9.240 | 0 | 0 |
| 4 | 5 | 10.000 | 150 | 0 | 10.000 | 0 | 0 | 10.000 | 0 |
| Skupaj | | 52.000 | - | 25.000 | 24.000 | 3.000 | 15.400 | 24.000 | 3.000 |

V razredu do 30 dni bi bil zaradi presežnega povpraševanja po tovrstnih posojilih odobren samo del povpraševanja po posojilih (približno 60%), v ostalih dveh razredih pa je povpraševanje manjše od možne kvote, zato bi bila posojila odobrena v celoti. Tako bi Državna zakladnica odobrila 42.400 tisoč SIT posojil (od potrebnih 52 tisoč SIT), katerih povprečna ročnost bi znašala 120 dni.

5.2.4 Presežna likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa

Tabela 3 je izpeljana iz prejšnjih dveh tabel in kaže celoten vpogled v vloge in naložbe sistema enotnega zakladniškega računa na določen dan. Glede na vloge in povpraševanja po posojilih bi lahko Državna zakladnica znotraj sistema enotnega zakladniškega računa ustrezno plasirala skoraj tri četrtine možne kapacitete naložb (del bi izločila v likvidnostne rezerve), preostanek pa bi bila presežna likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa, ki bi jo Državna zakladnica ustrezno plasirala zunaj sistema enotnega zakladniškega računa.

Tabela 3: Konsolidiran vpogled v sistem enotnega zakladniškega računa (EZR)

| Razred ročnosti | Vloge | Likvidnostne rezerve | Možnost naložb | Povpraševanje po posojilih | Odobrena posojila | Likvidnostni presežek sistema EZR |
|-----------------|---------------|----------------------|----------------|----------------------------|-------------------|-----------------------------------|
| | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) | (v tisoč SIT) |
| do 30 dni | 17.500 | | 15.400 | 25.000 | 15.400 | 0 |
| do 180 dni | 30.000 | | 28.400 | 24.000 | 24.000 | 4.400 |
| nad 180 dni | 9.000 | | 8.910 | 3.000 | 3.000 | 5.910 |
| Skupaj | 56.500 | 3.790 | 52.710 | 52.000 | 42.400 | 10.310 |

Na podlagi tega primera lahko tudi ugotovimo, da je skupna možnost naložb sistema enotnega zakladniškega računa presegala povpraševanje po posojilih znotraj sistema enotnega zakladniškega računa. Kljub temu vseh posojil ni bilo možno odobriti zaradi neustrezne ročnosti posojil glede na vloge. Očitno je tudi podaljševanje ročnosti vlog, saj znaša povprečna ročnost posojil oziroma depozitov za 40 dni oziroma 50% več, kot je ročnost vlog v sistemu enotnega zakladniškega računa.

5.2.5 Obrestovanje

V zadnjem koraku je potrebno ugotoviti še, kakšne naj bi bile obrestne mere za vloge in posojila pri tem hipotetičnem primeru glede na hipotetične razmere na denarnem trgu. Predpostavimo, da so razmere na denarnem trgu takšne, kot kaže Tabela 4.

Tabela 4: Medbančne obrestne mere in obrestne mere, ki jih ponujajo banke za depozite Državne zakladnice⁹⁸

| Ročnost | Medbančne obrestne mere $v \Gamma_m$ OZ. $n \Gamma_m$ | Pasivne obrestne mere bank $v \Gamma_{pb}$ | Aktivne obrestne mere bank $n \Gamma_{ab}$ |
|---------------|--|---|---|
| do 1. meseca | 6,0% | 4,5% | 6,9% |
| do 2. mesecev | 7,0% | 5,5% | 8,1% |
| do 3. mesecev | 8,5% | 7,0% | 9,6% |
| do 6. mesecev | 10,0% | 9,0% | 10,8% |
| do 1. leta | 12,0% | 11,0% | 12,9% |

Na osnovi tržnih obrestnih mer in strukture vlog in naložb (Tabela 3) Državna zakladnica oblikuje obrestne mere, kot kaže Tabela 5.

Tabela 5: Obrestovanje vlog in posojil znotraj sistema enotnega zakladniškega računa⁹⁹

| Ročnost | Delež $v d_j$ | Obrestne mere za vloge $v \Gamma_{pj}$ | Obrestne mere za posojila $n \Gamma_{sj}$ |
|---------------|------------------|---|--|
| do 1. meseca | 100,0% | 5,0% | 5,7% |
| do 2. mesecev | 84,5% | 6,2% | 6,8% |
| do 3. mesecev | 84,5% | 7,6% | 8,3% |
| do 6. mesecev | 84,5% | 9,6% | 9,9% |
| do 1. leta | 33,7% | 11,2% | 11,9% |

Na osnovi hipotetičnega primera lahko primerjamo obrestne mere, ki bi jih dosegali suficitni subjekti in plačevali deficitni subjekti, če ne bi bili vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa (Tabela 4) in obrestne mere, če bi bili vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa (Tabela 5). Tako suficitni, kakor tudi deficitni subjekti z vključitvijo v sistem enotnega zakladniškega računa dosežejo pozitivni dohodkovni učinek, hkrati pa ima določene pozitivne učinke tudi Državna zakladnica.¹⁰⁰ Seveda se v tem primeru ustrezno zmanjša finančno posredništvo bank in njihova obrestna marža.

⁹⁸ Aktivne obrestne mere za oblikovanje obrestne politike ne potrebujemo in jo Državna zakladnica sploh ne bo poznala. Tukaj je ta obrestna mera preračunana po enačbi E 5.1.3-6 glede na medbančne obrestne mere in ponujene pasivne obrestne mere bank in je namenjena zgolj primerjavi z obrestno mero, ki jo bo potrebno plačati za posojilo iz sredstev sistema enotnega zakladniškega računa.

⁹⁹ Pri tem predpostavljamo, da zakladnica ne prizna obresti za tisti del vloge, ki ga izloči v obliki likvidnostne rezerve.

¹⁰⁰ Na osnovi podaljševanja ročnosti vlog in morebitnih obresti od likvidnostne rezerve.

6 ZAKLJUČEK

Država je zaradi racionalnosti upravljanja likvidnosti državnega proračuna in proračunskih uporabnikov začela s projektom vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Popolna funkcionalnost tega sistema pomeni, da bo Državna zakladnica centralizirano upravljala likvidnost državnega proračuna in vseh proračunskih uporabnikov na ravni države. Državna zakladnica bo zbirala likvidnostne presežke državnega proračuna in proračunskih uporabnikov, vključenih v sistem enotnega zakladniškega računa, zagotavljala likvidnost znotraj sistema za subjekte z likvidnostnimi primanjkljaji in tudi s poseganjem na denarni trg uravnavala likvidnost pri enotnem računu Državne zakladnice. Subjekti, vključeni v sistem enotnega zakladniškega računa, bodo z vključitvijo v sistem ohranili samostojnost v okviru postavljenih pravil. Državna zakladnica bo pravzaprav 'banka' za državni proračun in proračunske uporabnike, vključene v sistem enotnega zakladniškega računa, hkrati pa bo postala poleg Banke Slovenije največji udeleženec denarnega trga.

Vzpostavitev sistema enotnega zakladniškega računa bo postopna. Popolna funkcionalnost sistema enotnega zakladniškega računa je zadnja faza, pri čimer bo Državna zakladnica prešla vsaj dve predhodni fazi. Prva faza se je začela s 30. junijem 2002 z vključitvijo državnega proračuna in posrednih proračunskih uporabnikov v sistem enotnega zakladniškega računa, ki je odprt pri Banki Slovenije. Državna zakladnica v tej fazi centralizirano upravlja samo likvidnost državnega proračuna, Zavoda za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Ostali subjekti, ki so sicer že vključeni v sistem, pa so do vzpostavitve druge faze ohranili samostojno upravljanje likvidnosti.

Druga faza predvideva vključitev ostalih posrednih proračunskih uporabnikov v sistem upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice. Ta faza bo vzpostavljena po določenem prehodnem obdobju in zagotovitvi dovolj kvalitetnih informacij, ki so potrebne za učinkovito upravljanje likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice. Pri tem bo Državna zakladnica delovala izven sistema samo tako, da bo na denarni trg plasirala presežno likvidnost sistema enotnega zakladniškega računa. Zadnja faza predvideva, da bo Državna zakladnica zagotavljala tudi ustrezno likvidnost zunaj sistema z zadolževanjem na denarnem trgu.

V tem delu smo se osredotočili na uravnavanje likvidnosti pri enotnem računu državne zakladnice do tretje faze vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Najprej smo predstavili vlogo Državne zakladnice do reforme finančnega upravljanja. Prikazali smo instrumente, ki jih ima na voljo za upravljanje likvidnosti ter prednosti in slabosti posameznih instrumentov. Ker Državna zakladnica deluje na denarnem trgu, ker je eden največjih udeležencev in lahko tudi bistveno vpliva na razvoj tega trga, smo analizirali

razmere na tem trgu pri nas, pri čemer smo se osredotočili na denarni trg v najširšem pomenu, na katerem banke, finančni posredniki in nebančni subjekti trgujejo s kratkoročnimi finančnimi sredstvi.

Jedro tega dela se nanaša na vzpostavitev sistema enotnega zakladniškega računa. Najprej smo se ukvarjali z možno organizacijsko obliko državne zakladnice, ki bi bila primerna za Slovenijo. Ugotovili smo, da je trenutna organiziranost Državne zakladnice v okviru Ministrstva za finance morda zadovoljiva rešitev, vendar bo takšna organizacijska oblika z razvojem njenih zakladniških funkcij v prihodnje postala ovira. Zato smo se zavzeli za organiziranje Državne zakladnice kot samostojne državne agencije ali celo banke. Kasneje smo v okviru razpoložljivih informacij prikazali, s kakšnimi sredstvi naj bi Državna zakladnica upravljala v drugi fazi vzpostavitve sistema enotnega zakladniškega računa. Ugotovili smo, da naj bi bilo teh sredstev več kot 120 milijard SIT, ki jih bo morala Državna zakladnica ustrezno plasirati. Prvi namen upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice je konsolidiranje sredstev v okviru ožjega javnega sektorja, presežno likvidnost pa bo Državna zakladnica plasirala zunaj sistema. Opredelili smo dve možnosti naložb teh sredstev in predstavili prednosti in omejitve posamezne rešitve.

V zadnjem delu smo definirali, kakšna naj bi bila obrestna politika Državne zakladnice, da bi zadostila zakonskim določilom in – kar je najpomembnejše – prinesla določene pozitivne učinke vsem, udeleženim v sistem enotnega zakladniškega računa. Teoretični model je nadgrajen s primerom upravljanja likvidnosti pri enotnem računu Državne zakladnice in prikazom pozitivnih učinkov za udeležence sistema.

7 LITERATURA

1. Bain Andrew D.: *The Economics of the Financial System*. Oxford: Martin Robertson, 1981. 292 str.
2. Bohnc Darko: *Trg denarja v Sloveniji*. Banke in denarna politika, Portorož, 2001. str. 131-145.
3. Borresen Pål, Cosio-Pascal Enrique: *Role and Organization of a Debt Office*. Geneva: UNCTAD, 2002. 22 str.
4. Cetinski Andrej: *Obrestna mera in indeksacija*. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 9, str. 7-13.
5. Černjač Aleksandra: *Vloga državne zakladnice pri upravljanju s sredstvi ožjega in širšega sektorja države*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 89 str.
6. Dolenc Primož, Grum Andraž: *The Slovenian Path in Money Market Development*. Proceedings of Rijeka Faculty of Economics – Journal of Economic and Business, Rijeka, 19(2001), 1, str. 103-121.
7. Dolenc Primož, Grum Andraž: *Obrestni nominalizem in problem pričakovane inflacije*. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 1-2, str. 10-17.
8. Drenovec Franček: *Deindeksacija v štirih točkah*. Finance, Ljubljana, 2002, 55, str. 4.
9. Ferjančič Cilka, Dolenc Primož: *Sekundarni trg zakladnih menic*. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 43-47.
10. Fry Maxwell J.: *Money, Interest and Banking in Economic Development*. London: The Johns Hopkins University Press, 1995. 568 str.
11. Gregorčič Lucija: *Vloga države na nacionalnem finančnem trgu*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 124 str.
12. Grum Andraž, Dolenc Primož: *Empirično modeliranje donosnosti trimesečnih zakladnih menic*. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 6, str. 26-30 in 50(2001), 7-8, str. 34-37.
13. Grum Andraž, Dolenc Primož: *The Analysis of Factors Determining Interest Rates of Treasury Bills in Slovenia*. Ekonomska istraživanja – Economic Research, Pula, 14(2001a), 2, str. 1-21.
14. Gujarati Damodar N.: *Basic Econometrics*. 4th Edition. Boston: McGraw Hill, 2002. 1002 str.
15. Jernejčič Marko: *Medbančni denarni trg v Sloveniji*. Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 5, str. 35-37.

16. Jernejčič Marko: Ključni dejavniki oblikovanja obrestnih mer pri nas. Ljubljana: Bančni vestnik, 47(1998), 7-8, str. 46-49.
17. Jernejčič Marko: Oblikovanje referenčne obrestne mere na domačem denarnem trgu. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998a), 10, str. 31-33.
18. Jurančič Iztok: SMOM slovenski eurobor? Gospodarski vestnik, Ljubljana: LI(2002), 4, str. 30-31.
19. Kenney John F., Keeping Edward S.: *Mathematics of Statistics*. Princeton: Van Nostrand, 1962, 642 str.
20. Kopač Janez: Upravljanje proračunskih izdatkov. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 133 str.
21. Košak Tomaž: Likvidnostna kriza ali zgolj težave pri izpolnjevanju obvezne rezerve? Prikazi in analize, Ljubljana, 7(1999), 2, str. 46-61.
22. Kranjec Marko, Košak Tomaž: Transparentnost denarne politike Banke Slovenije in obrestne mere denarnega trga. Prikazi in analize, Ljubljana, 5(1997), 2, str. 5-24.
23. Lah Emil: Odprava revalorizacije – argumenti za ali proti. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 10, str. 13-29.
24. Lah Emil: Obrestna politika bank v luči nominalizma. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 13-33.
25. Mishkin Frederic S.: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 4th Edition. New York: Harper Collins Publishers, 1995. 737 str.
26. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G.: *Financial Markets and Institutions*. 2nd Edition. Massachusetts: Addison-Wesley, 1998. 668 str.
27. Oplotnik Tomaž: Upravljanje z likvidnostjo proračuna Republike Slovenije. Magistrsko delo. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2001. 139 str.
28. Plut Alenka: Medbančni denarni trg. Prikazi in analize, Ljubljana, 7(1999), 3, str. 13-40.
29. Ribnikar Ivan: Obvezne rezerve bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 5, str. 54-56.
30. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 5, str. 46-49.
31. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999a), 6, str. 47-49.
32. Ribnikar Ivan: Referenčne in druge obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 3, str. 50-52.
33. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga in denarna politika. Gradivo za seminar Denarna politika in banke. Ljubljana: CISEF, 2002. 6 str.

34. Saje Janez: Uspešna vrnitev zakladnih menic na domači denarni trg. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 7-8, str. 1.
35. Saje Janez: Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Bančni vestnik: Ljubljana, 51(2002), 1-2, str. 44-46
36. Saunders Anthony: Financial Institutions Management. A modern Perspektive. Boston: Irwin, 2000. 742 str.
37. Uyemura Dennis G., Van Deventer Donald R.: Risk Management in Banking. New York: McGraw-Hill, 1992, 353 str.
38. Voje Jerica: Vloga načrtovanja denarnih tokov pri upravljanju z likvidnostjo proračuna Republike Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 97 str.

8 VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije. Različne številke.
2. Diamond Jack et al.: Slovenia: Establishing an Integrated Treasury System. Washington: International Monetary Fund, 1998. 78 str.
3. Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer (Ur. l. RS št. 2/02).
4. Dogovor o spremembah in dopolnitvah dogovora o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer (Ur. l. RS št. 20/02).
5. Interni podatki Banke Slovenije.
6. Interni podatki Ministrstva za finance.
7. Kotacije zakladnih menic. [http://www.bsi.si/html/financni_podatki/menice_dosp.asp]. Ljubljana: Banka Slovenije, različni datumi.
8. Last Duncan, Kirbiš Monika: Analiza deponiranja institucionalnega sektorja države. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2001. 15 str.
9. Mavec Anda: Projekt Enotni zakladniški račun – izboljšanje finančnega upravljanja. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 2001. 13 str.
10. Mendez Martinez, Lots Charles in Richard Bodain: IT Support to the Treasury Financial Management Within the TSA/TGL System. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Phare, 2000. 78 str.
11. Navodila za deponiranje prostih denarnih sredstev na računih proračuna, rezerv in proračunskih uporabnikov. Interno gradivo Ministrstva za finance.
12. Navodilo o pogojih ter načinu likvidnostnega zadolževanja Zavoda za zdravstveno zavarovanje in Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje ter javnih skladov in agencij, katerih ustanovitelj je država, iz sredstev državnega proračuna (Ur. l. RS, št. 17/00).
13. Navodilo o pogojih ter načinu ponudbe prostih denarnih sredstev oziroma prostega namenskega premoženja Ministrstvu za finance (Ur. l. RS št. 81/00).
14. Okvirna pogodba o kratkoročnem kreditiranju. Ljubljana: Ministrstvo za finance in poslovne banke, 1999.
15. Pogodba o medsebojnem uravnavanju likvidnosti. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, 2000.
16. Pogodba o medsebojnem uravnavanju likvidnosti. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije, 2002.
17. Pogodba o poslovnem sodelovanju med Banko Slovenije in Republiko Slovenijo. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Banka Slovenije, 1995.

18. Pogodba o poslovnem sodelovanju. Ljubljana: Ministrstvo za finance in poslovne banke, 1994.
19. Pogodba o skupnem delovanju na denarnem trgu. Ljubljana: Ministrstvo za finance in Banka Slovenije, 2001.
20. Predlog zakona o Banki Slovenije (Poročevalec Državnega zbora RS št. 13/2002).
21. Rezultati avkcij zakladnih menic. [<http://www.sigov.si/mf/slov/menice/rezult.html>] in [http://www.sigov.si/mf/slov/menice/menice_1.htm]. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 05.05.2002.
22. Rezultati avkcij obveznic. [<http://www.sigov.si/mf/slov/obvezn/spor.html#rezultati>]. Ljubljana: Ministrstvo za finance, 05.05.2002.
23. Ribnikar Ivan: Denarna politika in privatizacija bank ter drugih podjetij. Gradivo za seminar. Ljubljana: CISEF, 2002. 9 str.
24. Sklep o načinu izvajanja poslov za Republiko Slovenijo (Ur. l. RS št. 10/92, 41/95 in 75/97).
25. Sklepu o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora banka zagotavljati (Ur. l. RS št. 82/01).
26. Sklep o obveznih rezervah (Ur. l. RS št. 36/02).
27. Sklep o obvezni rezervi bank in hranilnic (Ur. l. RS, št. 80/94 ter spremembe in dopolnitve)
28. Zakon o Banki Slovenije (ZBS) (Ur. l. RS št. 1/91)
29. Zakon o Banki Slovenije (ZBS-1) (Ur. l. RS št. 58/02)
30. Zakon o javnih financah (Ur. l. RS št. 79/99, 124/00, 79/01, 30/02)
31. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o javnih financah (Ur. l. RS št. 30/02)
32. Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv. [<http://www.zbs-giz.si>] Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 01.07.2002

9 PRILOGE

| | |
|---|-----|
| Priloga 1: Vpliv izbranih pojasnjevalnih dejavnikov na medbančne obrestne mere..... | P2 |
| Priloga 2: Projekt slovenskih medbančnih obrestnih mer | P4 |
| Priloga 3: Povzetek ekonometrične analize obrestnih mer in povpraševanja po zakladnih menicah | P13 |

Priloga 1: Vpliv izbranih pojasnjevalnih dejavnikov na medbančne obrestne mere

Na podlagi razprave iz podpoglavja 3.3.2 smo želeli dodatno preveriti vpliv nekaterih dejavnikov na obrestno mero medbančnega trga. Analiza je temeljila na mesečnih podatkih naslednjih spremenljivk v obdobju od maja 1998 do aprila 2002:

- povprečna obrestna mera na medbančnem trgu,
- povprečni promet na medbančnem trgu,
- inflacija,
- temeljna obrestna mera in
- obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov.

Obdobje od maja 1998 do aprila 2002

V obdobju od maja 1998 do aprila 2002 je bila korelacija med obrestno mero na medbančnem trgu zelo šibka, pri povprečnem prometu na medbančnem trgu in obrestni meri 60-dnevnih blagajniških zapisov pa ni bila statistično značilna.

Tabela P 1: Korelacijski koeficienti med povprečno obrestno mero na medbančnem trgu in izbranimi spremenljivkami

| | Povprečna obrestna mera na medbančnem trgu |
|---|--|
| Povprečna obrestna mera na medbančnem trgu v preteklem mesecu | 0,564 |
| Povprečni promet na medbančnem trgu | 0,006* |
| Mesečna stopnja inflacije | 0,324 |
| Temeljna obrestna mera | 0,286 |
| Obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov | 0,142* |

* Ni statistično značilno različen od nič ($P > 0,05$).

Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

Za to obdobje bi lahko oblikovali samó avtoregresijski model, kjer bi medbančno obrestno mero pojasnili z odloženo odvisno spremenljivko (medbančno obrestno mero preteklega meseca), vendar bi tako lahko pojasnili samo 32% variabilnosti medbančne obrestne mere.

Obdobje od januarja 2000 do aprila 2002

V kolikor obdobje proučevanja skržimo na (pod)obdobje od januarja 2000 do aprila 2002 ugotovimo, da postane korelacija med obrestno mero na medbančnem trgu in tudi nekaterimi drugimi spremenljivkami (inflacija, obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov in temeljna obrestna mera) relativno močna; promet na medbančnem trgu pa ponovno ne vpliva značilno na medbančno obrestno mero.

Tabela P 2: Korelacijski koeficienti med povprečno obrestno mero na medbančnem trgu in izbranimi spremenljivkami

| | Povprečna obrestna mera na medbančnem trgu |
|---|--|
| Povprečna obrestna mera na medbančnem trgu v preteklem mesecu | 0,626 |
| Povprečni promet na medbančnem trgu | 0,245* |
| Inflacija | 0,755 |
| Temeljna obrestna mera | 0,724 |
| Obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov | 0,723 |
| * Ni statistično značilno različen od nič ($P > 0,05$). | |

Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

V tem primeru lahko oblikujemo navadno regresijsko funkcijo (in ne avtoregresijsko), kjer kot pojasnjevalni spremenljivki nastopata inflacija in obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov, ki skupaj pojasnita 72 odstotkov variabilnosti medbančnih obrestnih mer (Tabela P 3). Precejšnji delež variabilnosti sicer ostane nepojasnen, vendar tudi drugi avtorji (na primer Košak (1999), Plut (1999), Dolenc in Grum (2001)) niso uspeli določiti drugih pojasnjevalnih spremenljivk, ki bi lahko dodatno pojasnili variabilnost medbančnih obrestnih mer.

Tabela P 3: Regresijska funkcija medbančne obrestne mere

| | | | |
|---|---------------|----------|-----------------|
| $M\hat{O}M = -3,000 + 0,684INFL + 0,384BZBS$ | | | |
| (t^1) : | (-1,85) | (3,00) | (2,62) |
| (p^2) : | (0,09) | (0,01) | (0,02) |
| $R^2 = 0,720$ | $s_e = 0,694$ | $n = 16$ | $D-W^3 = 2,032$ |
| 1 Vrednost t -statistike. | | | |
| 2 Točna stopnja značilnosti t -statistike. | | | |
| 3 <i>Durbin-Watsonov test</i> avtokorelacije. | | | |

Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

Priloga 2: Projekt slovenskih medbančnih obrestnih mer

Uvod

Združenje bank Slovenije je v dogovoru o oblikovanju Slovenskih medbančnih obrestnih mer in njegovo dopolnitvijo kot cilj oblikovanja in izračunavanja slovenskih medbančnih obrestnih mer definiralo dvoje. Slovenske medbančne obrestne mere (SMOM) naj bi služile za informiranje vseh udeležencev domačega denarnega trga o dnevni višini medbančnih obrestnih mer na trgu, po drugi strani pa naj bi v dogovoru opredeljena metodologija omogočala uporabo javno objavljenih medbančnih obrestnih mer kot referenčnih obrestnih mer za domačo valuto.

Po mnenju Sajeta je bil prvi cilj, to je večja preglednost obrestnih mer na medbančnem trgu, s SMOM-om izpolnjen. Za drugi cilj – uveljavitev SMOM kot referenčne obrestne mere – pa so banke izpolnile vse formalne predpostavke (Jurančič, 2002, str. 30). Slovenske medbančne obrestne mere nedvomno pomenijo velik korak pri prehodu na uporabo nominalnih obrestnih mer za instrumente denarnega trga, kar je povezano predvsem z izpolnjevanjem prvega cilja. Uporabo SMOM-a kot referenčne obrestne mere pri instrumentih s spremenljivo obrestno mero pa bo določil trg.

Na tem mestu smo predstavili osnovne kriterije, ki naj bi jih izpolnjeval SMOM, da bi bil lahko dobra osnova za oblikovanje obrestne politike udeležencev finančnega trga (kot informativna obrestna mera), kasneje pa tudi kot potencialni kandidat za referenčno obrestno mero. Na podlagi kvantitativne¹⁰¹ in kvalitativne analize je predstavljeno, v kolikšni meri SMOM te kriterije že izpolnjuje in kje so določene pomanjkljivosti, ki bi jih bilo potrebo še odpraviti, da bi lahko dejansko služil svojemu namenu.

V analizi smo uporabili naslednje kriterije, ki naj bi jih SMOM izpolnjeval:

1. odzivnost na spremembe denarne politike Banke Slovenije,
2. prilagajanje splošni likvidnosti denarnega trga,
3. korektno izražanje inflacijskih pričakovanj,
4. neodvisnost od TOM-a,
5. marginalni vpliv posamezne banke,
6. usklajenost dejanskih poslov in kotacij,
7. korelacija z obrestnimi merami državnih vrednostnih papirjev.

¹⁰¹ Empirična analiza je narejena na osnovi dnevniških podatkov v prvi tretjini leta 2002.

Vpliv denarne politike

Pomen politike centralne banke je v vseh razvitih gospodarstvih zelo velik. Obrestne mere centralne banke dajejo denarnemu trgu signal za oblikovanje obrestnih mer. Tako se v ZDA »prime rate« giblje glede na pričakovanja o obrestni meri FED, ki je odvisna od gospodarskih ciklov. V Evropski uniji pa se EURIBOR prilagaja gibanjem obrestne mere Evropske centralne banke.

Jernejčič je že leta 1998 opozarjal, da v Sloveniji predstavlja največji problem vpliva obrestne mere Banke Slovenije na obrestne mere denarnega trga ravno politika Banke Slovenije, ki že od osamosvojitve dalje kot primarni cilj cilja količino denarja v obtoku in ne obrestne mere. Uravnavanju obrestne mere se je odpovedala tudi zaradi tečajne politike. Zaradi tega so razmerja med obrestnimi merami instrumentov Banke Slovenije in drugimi instrumenti denarnega trga nekonsistentna (Jernejčič, 1998a, str. 32). To dejstvo se v zadnjem času razen na nekaterih segmentih ni bistveno spremenilo, zato je morda ugotavljanje neposredne vzročne odvisnosti medbančnih obrestnih mer od obrestnih mer centralne banke zaenkrat manj pomembno. Zaradi konsistentnosti pa velja to medsebojno povezanost vseeno analizirati.

Pri testiranju odzivnosti slovenskih medbančnih obrestnih mer smo kot indikator sprememb denarne politike uporabili obrestne mere blagajniških zapisov, in sicer veljavne obrestne mere 60-dnevnih blagajniških zapisov in maksimalne obrestne mere 270-dnevnih blagajniških zapisov, katerih obrestno mero banke izklicujejo na avkcijah. V Evropski denarni uniji so obrestne mere vezane na glavno obrestno mero Evropske centralne banke, po kateri si lahko poslovne banke izposojajo likvidnost na podlagi začasnih prodaj vrednostnih papirjev osrednji banki. Pri nas cena repoja ne pride v poštev, saj zaradi presežka strukturnega položaja in drugih razlogov, banke ne posegajo po tem instrumentu, ampak sta za njih precej pomembnejša omenjena instrumenta, v katera banke nalagajo svojo presežno likvidnost.

V tabeli smo prikazali korelacijske koeficiente med obrestnimi merami 60- in 270-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije (BZBS) in SMOM-om za različno ročnost (Tabela P 4).

Tabela P 4: Korelacijski koeficienti med obrestnimi merami centralne banke in SMOM-i

| | 60-dnevni BZBS | 270-dnevni BZBS |
|---------|-------------------|--------------------|
| SMOM 1D | 0,588 | -0,587 |
| SMOM 1T | 0,712 | -0,285 |
| SMOM 2T | -0,127* | -0,088* |
| SMOM 1M | 0,582 | 0,120* |
| SMOM 2M | 0,860 | -0,254 |
| SMOM 3M | 0,708 | 0,185 |
| SMOM 6M | 0,447 | 0,587 |
| SMOM 9M | 0,603 | 0,457 |
| SMOM 1L | 0,867 | 0,729 |

Številke v tabeli so korelacijski koeficienti.
* Ni statistično značilno različen od nič ($P > 0,05$).

Vir: Bilten Banke Slovenije, Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv in lastni izračuni.

Korelacijski koeficienti med obrestno mero 60-dnevnih blagajniških zapisov in SMOM-om za različne ročnosti so pozitivni in statistično značilno različni od nič (razen za dvotedenski SMOM). To pomeni, da se na spremembo obrestnih mer 60-dnevnih blagajniških zapisov SMOM odzove v enaki smeri na celotnem spektru ročnosti. Vpliv 270-dnevnih blagajniških zapisov je glede na korelacijske koeficiente nekoliko drugačen, saj ta instrument vpliva predvsem na SMOM daljše ročnosti (nad šestimi meseci). Vse to kaže na to, da obrestne mere Banke Slovenije vplivajo na SMOM, čeprav je moč povezave pri določenih ročnostih SMOM-a relativno šibka. S tem se že približujemo 'normalnemu' stanju, kjer obrestne mere centralne banke pogojujejo glavne obrestne mere na denarnem trgu.

Likvidnost denarnega trga

SMOM bi moral odražati likvidnostne razmere na denarnem trgu. Tako naj bi se ob nespremenjenih ostalih pogojih znižal, ko bi na trgu vladalo obdobje ugodne likvidnosti in obratno, ko je likvidnost slabša.

Likvidnost slovenskega denarnega trga je izključno kvantitativno zelo težko opredeliti (glej na primer Grum in Dolenc, 2001a). Vpliv likvidnostnih razmer smo skušali proučiti s treh vidikov, in sicer preko kazalca primarne likvidnosti bank, glede na višino enomesečne zakladne vloge, ki jo ima Ministrstvo za finance pri Banki Slovenije, ter preko odločitev bank o investiranju v 270-dnevne blagajniške zapise (BZBS)¹⁰² in enomesečne zakladne menice (EZM). V prvih dveh primerih gre za neposredni kazalec

¹⁰² Ker ponudba količinsko ni odprta pri določeni obrestni meri.

likvidnosti bank, v zadnjem pa so preko povpraševanja bank po teh instrumentih posredno izražene likvidnostne razmere na trgu.

Tabela P 5 prikazuje, kakšna je korelacija med izbranimi kazalci likvidnosti bančnega sistema in posameznimi SMOM-i za različne ročnosti. Ugotavljamo, da lahko od vseh izbranih kazalcev likvidnosti izpostavimo predvsem dva, ki dopolnilno vplivata na višino SMOM-a. Kazalec primarne likvidnosti vpliva predvsem na oblikovanje SMOM-ov z ročnostjo vsaj dveh mesecev. SMOM-i krajše ročnosti so povezani predvsem z višino enomesečne zakladne vloge. Vpliv presežnega povpraševanja po 270-dnevnih blagajniških zapisih je zanimiv predvsem zaradi smeri povezave, ki je (razen pri enoletnem SMOM-u) istosmerna. Presežno povpraševanje po enomesečnih zakladnih menicah ni v značilni korelaciji s SMOM-om. Rezultati analize kažejo na to, da je SMOM bolj občutljiv na dejavnike likvidnosti, ki so povezani s politiko Banke Slovenije oziroma z njenimi instrumenti, kot pa na ostale dejavnike likvidnosti.

Tabela P 5: Korelacijski koeficienti med izbranimi kazalci likvidnosti in SMOM-om

| | Kazalec primarne likvidnosti | Višina enomesečne zakladne vloge | Presežno povpraševanje po 270-dnevnih BZBS | Presežno povpraševanje po EZM |
|---------|------------------------------|----------------------------------|--|-------------------------------|
| SMOM 1D | 0,160* | 0,458 | 0,491 | -0,034* |
| SMOM 1T | 0,253 | 0,372 | 0,662 | 0,231* |
| SMOM 2T | -0,248* | -0,153* | -0,162* | 0,200* |
| SMOM 1M | 0,297 | 0,312 | 0,610 | 0,139* |
| SMOM 2M | 0,449 | 0,438 | 0,758 | 0,182* |
| SMOM 3M | 0,514 | 0,272 | 0,626 | 0,216* |
| SMOM 6M | 0,488 | 0,125 | 0,284 | 0,196* |
| SMOM 9M | 0,448 | 0,110 | 0,400 | 0,198* |
| SMOM 1L | 0,529 | -0,008* | -0,612 | 0,565 |

Številke v tabeli so korelacijski koeficienti.
* Ni statistično značilno različen od nič ($P > 0,05$).

Vir: Bilten Banke Slovenije, Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv, Interni podatki Banke Slovenije in Ministrstva za finance, Rezultati avkcij zakladnih menic in lastni izračuni.

Inflacijska pričakovanja in TOM

Referenčne obrestne mere bi morale korektno izražati inflacijska pričakovanja. Tako bi morale pričakovanjem o povišanju inflacije slediti povišanje teh obrestnih mer in obratno. Ta pričakovanja bi morala biti dovolj kredibilna. Na razvitih finančnih trgih na višino obrestnih mer vpliva pričakovana inflacija, medtem ko v Sloveniji zaradi specifičnosti indeksacije na obrestne mere preko tako imenovane temeljne obrestne mere (TOM-a) še vedno vpliva pretekla inflacija. To naj bi se vsaj na segmentu denarnega trga v drugi polovici leta 2002 postopno spremenilo, saj morajo (oziroma naj

bi) udeleženci zaradi prehoda na nominalne obrestne mere pri oblikovanju obrestnih mer upoštevati pričakovano inflacijo.

SMOM kot korektna informacija razmer na finančnem trgu ali celo referenčna obrestna mera bi moral odražati pričakovanja bank kot boljše informiranih udeležencev finančnega trga o pričakovanem gibanju inflacije. Tako bi moral na primer SMOM za 6-mesečno ročnost izkazovati pričakovanja poslovnih bank o inflaciji v naslednjih šestih mesecih. Problematičnost slovenskih razmer je še vedno dokaj nepredvidljiva inflacija, kar seveda povečuje tveganje napovedovanja inflacije, vendar bi morale biti banke kljub temu sposobne dovolj natančno anticipirati prihodnjo inflacijo¹⁰³ in to korektno – vključno z vračunanim tveganjem napake ocene – odraziti v svojih kotacijah obrestnih mer.

Po drugi strani pa TOM ne bi smel imeti več vpliva na oblikovanje obrestnih mer. Če hočemo, da je referenca resnično prava, potem TOM – ki po veljavni metodologiji predstavlja pretekla dogajanja – ne bi smel pogojevati višine SMOM-a. Referenčne obrestne mere bi morale biti usmerjene v prihodnost. Korelaciji med SMOM-om in TOM-om se (statistično) seveda ne bi mogli izogniti, pomembno pa bi bilo, da med TOM-om in SMOM-om ne bi bilo kavzalne povezanosti.¹⁰⁴ Na žalost zaradi kratkih časovnih vrst analiza kavzalne povezanosti med SMOM-om in TOM-om še ni bila možna, zato je na tem mestu predstavljena samo korelacija med omenjenimi spremenljivkami.

Tabela P 6: Korelacijski koeficienti med inflacijo, TOM-om in SMOM-om

| | Inflacija v tekočem mesecu | Inflacija v preteklem mesecu | TOM v tekočem mesecu |
|---------|----------------------------|------------------------------|----------------------|
| SMOM 1D | -0,625 | 0,550 | 0,352 |
| SMOM 1T | -0,806 | 0,842 | 0,304 |
| SMOM 2T | 0,098* | 0,073* | -0,235* |
| SMOM 1M | -0,694 | 0,605 | 0,399 |

* Ni statistično značilno različen od nič ($P > 0,05$).

Vir: Bilten Banke Slovenije, Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv in lastni izračuni.

Tabela P 6 prikazuje korelacijske koeficiente med SMOM-om z ročnostjo do enega meseca ter tekočo in preteklo inflacijo in TOM-om. Primerjava s SMOM-i za daljše ročnosti zaradi kratkega obdobja analize ni smiselna.

¹⁰³ Nekatere metode za to so zelo enostavne (glej na primer Dolenc in Grum, 2002)

¹⁰⁴ To lahko preverjamo z Grangerjevim koeficientom kavzalnosti.

Ugotavljamo, da je korelacija med SMOM-om ter tekočo in preteklo inflacijo in TOM-om statistično značilna (razen za dvotedenski SMOM), vendar ni posebej močna. Zanimivo je, da je korelacija med SMOM-om in inflacijo v tekočem mesecu negativna. Tak rezultat je verjetno posledica nepravilnega predvidevanja inflacije s strani bank. Zaradi dosedanjega načina oblikovanja obrestne politike, ko ni bilo potrebno predvidevati prihodnosti, banke očitno zaenkrat še ne znajo dobro predvideti inflacijo v prihodnosti. To bo nedvomno potrebno odpraviti, če naj bi SMOM kredibilno odražal pričakovanja na razmerah na finančnem trgu.

Vpliv posamezne banke

Pri nas bi bilo potrebno razviti večjo konkurenčnost na finančnem trgu. Aktivno vlogo bi morali poleg bank odigrati tudi drugi akterji (institucionalni investitorji, večja podjetja). Poleg tega bi se morala povečati tudi konkurenčnost samega bančnega sistema, saj trenutno na ta del trga vpliva le nekaj največjih bank, vse ostale pa se prilagajajo obrestni politiki le-teh. Tako bi morala biti tudi referenčna obrestna mera takšna, da na njo ne bi mogel vplivati en sam udeleženec denarnega trga ali majhna skupina bank.

K Dogovoru o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer je pristopilo deset bank. Osnovo za izračun SMOM predstavljajo kotacije medbančnih obrestnih mer osmih največjih slovenskih bank, preostali dve banki (deveta in deseta po kriteriju bilančne vsote) pa sporočata obrestne mere Združenju bank informativno. Po dve najvišji in najnižji kotaciji se izločita, potem pa se izračuna aritmetična sredina dveh četrtin srednjih kotacij (4 kotacije).

Tako lahko ugotovimo, da na oblikovanje SMOM-a dejansko vpliva zelo majhno število bank v primerjavi s številom bank, ki oblikujejo na primer EURIBOR, je pa število primerljivo z metodologijo za izračun LIBOR-ja, vendar te banke delujejo v bistveno bolj konkurenčnem okolju. Pri nas je seveda število bank omejeno, zato števila bank ne bi mogli bistveno povečati. Lahko bi pa izbrali metodologijo, ki bi upoštevala vse banke, ki so pristopile k dogovoru. V našem primeru bi bila namreč bolj reprezentativna mera srednje vrednosti namesto aritmetične sredine mediana vseh kotacij v dogovor vključenih bank. Mediana kot statistični parameter pomeni tisto (srednjo) vrednost, pri kateri ima polovica opazovanj nižjo vrednost, polovica opazovanj pa višjo vrednost. V nasprotju z uporabljenimi povprečnimi vrednostmi mediana odpravlja problem asimetrične porazdelitve in je manj občutljiva na ekstremne vrednosti (glej na primer Kenney in Keeping, 1962, str. 315). V primeru simetrične porazdelitve kotacij (brez ekstremnih odstopanj na eni ali drugi strani) bi se mediana zelo približala zdaj uporabljeni aritmetični sredini. Tako bi v izračunu vedno sodelovale vse kotacije, hkrati pa bi se precej zmanjšal marginalni vpliv posamezne banke.

Pri drugačni metodi bi se pojavil problem (ne)primerljivosti z metodologijo uveljavljenih referenčnih obrestnih mer, ki ga izpostavlja že Saje (2002, str. 45). Vendar pa se nam zdi čim širša zastopanost bank v začetni fazi vseeno pomembnejši dejavnik.

Kotacije in sklenjeni posli

Obrestne mere, ki se po svetu uporabljajo kot referenčne, prav tako kot pri nas temeljijo na kotacijah posameznih bank. Dejansko sklenjeni posli med bankami zaradi discipline bank bistveno ne odstopajo od objavljenih kotacij. Če naj bi SMOM postala referenčna obrestna mera, bi morale biti kotacije podprte z dovolj velikim številom in obsegom poslov, ki bi bili sklenjeni po obrestnih merah, ki ne bi bistveno odstopale od dejanskih kotacij SMOM-a. V nasprotnem primeru SMOM ne bi mogel biti relevanten kazalec razmer na finančnem trgu.

Po opažanjih nekaterih bančnikov so izkušnje v začetnem obdobju izračunavanja SMOM-a takšne, da se pri nekaterih bankah pogosto zgodi, da se ne držijo niti svojih kotacij obrestnih mer, kaj šele, da bi se posli sklepali v okviru izračunanega SMOM-a.

Tudi Drenovec (2002, str. 4) ugotavlja, da obrestne mere, ki se danes sporočajo v sistem SMOM, niso povsem v stiku s tistimi, po katerih se transakcije dejansko opravljajo. Poleg tega pa je SMOM zadovoljivo podprt z dejanskimi kotacijami samo v najkrajših ročnostih, do enega tedna, pogojno še do 30 dni.

Empirično ni bilo mogoče preveriti, ali se kotacije tudi statistično značilno razlikujejo od dejansko sklenjenih poslov, ker ti podatki niso javno objavljeni. Menimo pa, da bi za kredibilnost SMOM-a bilo bistveno, da bi vsaj v začetni fazi njegovega uvajanja Združenje bank v sodelovanju z Banko Slovenije, ki spremlja dejansko trgovanje, poleg kotacij SMOM-a objavljala zbirne podatke o dejansko sklenjenih poslih na medbančnem trgu za celoten spekter ročnosti. Podobno se na spletnih straneh Banke Slovenije poleg kotacij uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic dnevno objavljajo tudi dejansko sklenjeni posli z zakladnimi menicami.

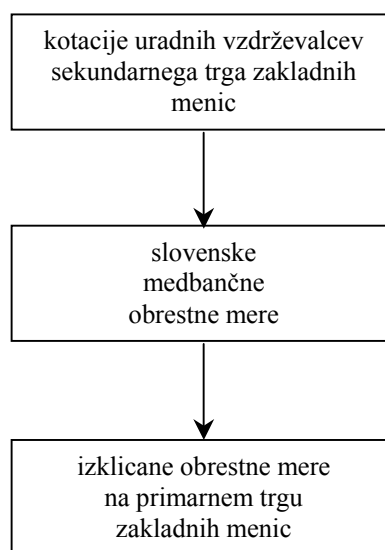
Korelacija z obrestnimi merami zakladnih menic

Obrestne mere, po katerih se zadolžuje država na finančnem trgu, v svetu služijo kot »benchmark« obrestne mere po katerih se lahko ravnaajo drugi udeleženci finančnega trga (Ribnikar, 2001, str. 51). Z analizo smo želeli ugotoviti, kateri instrument na slovenskem denarnem trgu je tisti, ki posreduje primarno informacijo o 'ustrezni' ravni obrestnih mer. Pojavlja se torej vprašanje, ali so obrestne mere zakladnih menic tiste, ki

vplivajo na oblikovanje SMOM-a, ali je SMOM tisti, ki vpliva na obrestne mere zakladnih menic.

Z Grangerjevim testom kavzalnosti¹⁰⁵ smo na podlagi dnevnih podatkov v prvem štirimesečju leta 2002 ugotavljali vzročno povezanost med SMOM-om, obrestnimi merami zakladnih menic, ki jih kotirajo uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic, in rezultati primarne izdaje zakladnih menic. Ugotovili smo, da obstaja močna enosmerna odvisnost med temi obrestnimi merami, in sicer v smeri, ki je prikazana v sliki (Slika P 1). Kotacije zakladnih menic na sekundarnem trgu sporoča izbranih pet vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic. Gre za poslovne banke s skupno več kot polovičnim deležem v bilančni vsoti slovenskega bančnega sektorja. Banke, ki sodelujejo pri projektu razvoja sekundarnega trga zakladnih menic, so dejansko tudi banke, ki oblikujejo obrestno politiko bančnega segmenta v okviru dane politike centralne banke. Tako bi se tudi z drugačno metodologijo izračunavanja SMOM-a in vključitvijo več bank težko izognili vplivu največjih bank (ali celo največje banke) na oblikovanje obrestnih mer, ki imajo potencial postati referenčne.

Slika P 1: Vzročna povezanost SMOM-a in obrestnih mer zakladnih menic



¹⁰⁵ Grangerjev test nam pomaga ugotoviti, kakšna je smer kavzalnosti med dvema proučevanima spremenljivkama (Gujarati, 2003, str. 702).

Tabela P 7: Grangerjev test vzročne odvisnosti

| Hipoteza | Tveganje zavrnitve hipoteze |
|---|-----------------------------|
| Sekundarni trg zakladnih menic vpliva na SMOM | 0,52%* |
| SMOM vpliva na sekundarni trg zakladnih menic | 0,04% |
| SMOM vpliva na primarni trg zakladnih menic | 0,09%* |
| Primarni trg zakladnih menic vpliva na SMOM | 0,01% |
| Primarni trg zakladnih menic vpliva na sekundarni trg zakladnih menic | 0,04% |
| Sekundarni trg zakladnih menic vpliva na primarni trg zakladnih menic | 0,00% |
| * Hipoteze ne moremo zavrniti pri sprejemljivem tveganju. | |

Vir: Bilten Banke Slovenije, Slovenske medbančne obrestne mere – Arhiv, Interni podatki Banke Slovenije in Ministrstva za finance, Rezultati avkcij zakladnih menic in lastni izračuni.

Zaključek

Opredelili smo sedem kriterijev, ki naj bi jih izpolnjevale slovenske medbančne obrestne mere, da bi lahko služile svojemu namenu – to je korektnemu informiranju vseh udeležencev domačega denarnega trga o razmerah na medbančnem trgu in služiti kot obrestna mera, na katero bi se lahko sklicevali pogodbeni partnerji, v kolikor se bodo odločali za uporabo spremenljivih obrestnih mer.

Denarna politika in likvidnostne razmere sta se že v tej fazi pokazala kot dejavnika, ki vplivata na oblikovanje slovenskih medbančnih obrestnih mer. Medsebojna odvisnost med SMOM-om ter obrestnimi merami zakladnih menic na primarnem in sekundarnem trgu je tudi jasno razvidna in izraža posredni vpliv največjih bank na SMOM (preko sekundarnega trga zakladnih menic). V tej povezavi lahko ocenjujemo tudi razpravo o vplivu posamezne banke, kjer smo ugotovili, da bi z drugačno metodologijo dosegli, da bi namesto štirih bank na višino SMOM-a vplivalo večje število slovenskih bank, pri tem pa bi se prav tako izognili ekstremnim vrednostim nekaterih kotacij. Tako bi povečali 'konkurenčnost' SMOM-a in zmanjšali vpliv ene same banke.

Največja problema, ki sta se pokazala v začetni fazi uvajanja, sta nedvomno dejstvo, da se SMOM (še) ne prilagaja inflacijskim razmeram oziroma ne odraža pravih inflacijskih pričakovanj, ter neusklajenost med kotacijami bank in dejanskimi sklenjenimi posli. Prvo je nedvomno posledica dejstva, da bankam doslej (zaradi TOM-a) ni bilo potrebno posvečati večje pozornosti ocenjevanju prihodnje inflacije, pa tudi nepredvidljivosti inflacije, drugo pa odraža disciplino (nekaterih) bank, ki jo bo potrebno v prihodnosti dvigniti na višji nivo.

Priloga 3: Povzetek ekonometrične analize obrestnih mer in povpraševanja po zakladnih menicah

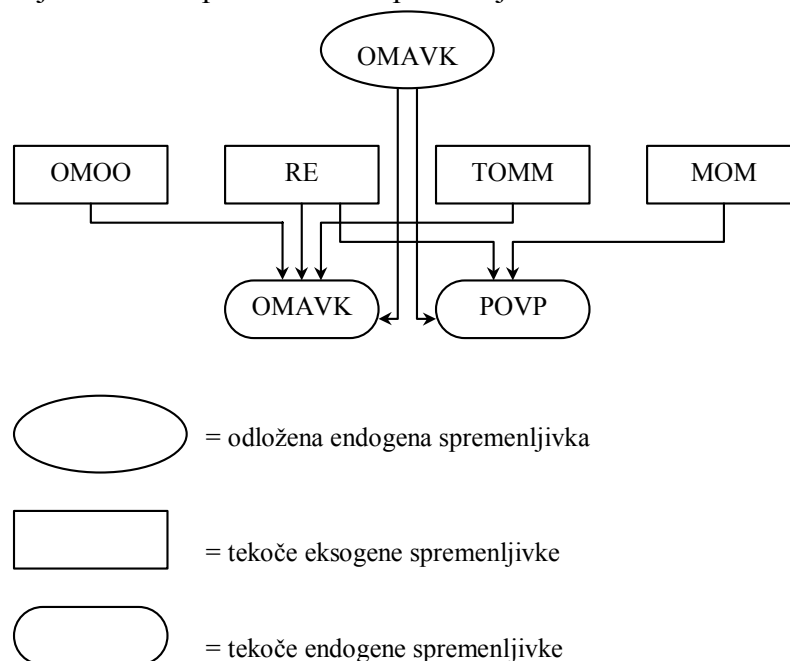
Ekonometrično analizo, s katero sta želela avtorja med drugim ugotoviti, kateri dejavniki vplivajo na oblikovanje obrestnih mer trimesečnih zakladnih menic na primarnem trgu (ob izdaji) in kaj vpliva na povpraševanje po teh vrednostnih papirjih, sta predstavila Grum in Dolenc (2001a). Analiza je bila narejena na podlagi mesečnih podatkov o rezultatih trimesečnih zakladnih menic v obdobju od maja 1998 do decembra 2000. Na tem mestu podajamo samo povzetek tistega dela analize, ki se nanaša na oblikovanje obrestnih mer in povpraševanja po zakladnih menicah. Želimo namreč pokazati, kako deluje oziroma kako je deloval primarni trg zakladnih menic pri nas.

Ekonometrični model

Avtorja sta oblikovanje obrestnih mer in povpraševanja po zakladnih menicah opisala v ekonometričnem modelu, v katerem so bile določene spremenljivke eksogene, torej niso bile pojasnjene znotraj modela, druge spremenljivke pa so bile pojasnjene znotraj modela v obliki regresijske enačbe (endogene spremenljivke).

Slika P 2 prikazuje tisti del ekonometričnega modela, ki se nanaša samo na oblikovanje obrestnih mer in povpraševanja po zakladnih menicah.

Slika P 2: Skrajšana shema povezav med spremenljivkami modela



Vir: Grum in Dolenc, 2001a, str. 15.

Obrestne mere zakladnih menic

Tabela P 8 prikazuje ocenjeno regresijsko funkcijo obrestnih mer zakladnih menic ob izdaji. []

Tabela P 8: Funkcija obrestne mere na avkciji

| | | | | | | |
|--|---------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| $OMAVK = 0,35276 - 0,00025POVP + 0,18897OMOO + 0,00043RE + 3,06302TOMM + 0,57535OMAVK[-1]$ | | | | | | |
| (t^1) : | (0,828) | (-6,585) | (2,776) | (5,334) | (3,063) | (6,505) |
| (p^2) : | (0,415) | (0,000) | (0,006) | (0,000) | (0,000) | (0,000) |
| $R^2 = 0,965$ | $\bar{R}^2 = 0,958$ | $s_e = 0,28071$ | | | | |
| $n = 32$ | $B-G^3 = 5,782$ | $B-P^4 = 8,609$ | | | | |
| ¹ Vrednost t -preizkusa. ² Točna stopnja značilnosti t -preizkusa. ³ <i>Breusch – Godfreyev LM test</i> avtokorelacije. ⁴ <i>Breusch – Paganov test</i> za ugotavljanje prisotnosti heteroskedastičnosti. | | | | | | |

Vir: Grum in Dolenc, 2001a, str. 7

Na obrestno mero zakladnih menic (*OMAVK*) so statistično značilno vplivali povpraševanje po zakladnih menicah (*POVP*), obrestna mera obveznega odkupa (*OMOO*), razpisana emisija zakladnih menic na avkciji (*RE*), temeljna obrestna mera v mesecu avkcije (*TOMM*) in obrestna mera zakladnih menic na pretekli avkciji (*OMAVK[-1]*).

Avtorja ugotavljata, da je vpliv teh spremenljivk logičen in pričakovan, razen pri indeksacijskem faktorju, kjer sta pričakovala, da bo na obrestno mero zakladnih menic vplivala (prihodnja pričakovana) inflacija. Vpliv inflacije na obrestno mero zakladnih menic je bil celo obratno-sorazmeren, korelacijski koeficient pa izredno nizek, vendar statistično značilen. Po drugi strani sta avtorja pričakovala, da bo na obrestno mero zakladnih menic vplivala vsaj povprečna temeljna obrestna mera do zapadlosti zakladnih menic (v treh mesecih po izdaji zakladnih menic), vendar je tudi pri tej spremenljivki korelacijski koeficient bistveno nižji od korelacijskega koeficienta, ki kaže korelacijo med temeljna obrestna mera v mesecu avkcije in obrestno mero zakladnih menic. Tako avtorja zaključita, da je za investitorje tekoča temeljna obrestna mera še vedno tisti osnovni kazalec, ki omogoča investitorjem oblikovanje njihovih ponudb pri licitiranju obrestne mere zakladnih menic. Posledica takega oblikovanja obrestnih mer zakladnih menic pa se je pokazala v tem, da so bila obdobja, ko je bila izklicana obrestna mera zaradi nizke temeljne obrestne mere v mesecu avkcije izredno nizka, zaradi porasta temeljne obrestne mere ali inflacije v obdobju do zapadlosti zakladnih menic pa se je izkazalo, da je bila dosežena realna obrestna mera (pre)nizka ali celo negativna. Seveda so bila tudi obdobja, ko je bila situacija ravno obratna.

Povpraševanje po zakladnih menicah

Tabela P 9 prikazuje ocenjeno regresijsko funkcijo povpraševanja po zakladnih menicah ob izdaji.

Tabela P 9: Funkcija povpraševanja po zakladnih menicah

| | | | | | |
|--|----------------------|-----------------|----------|---------|---------|
| $P\hat{O}VP = 5517.11 + 1.19945RE - 1209.50MOM + 345.619OMAVK[-1] + 1626.69D$ | | | | | |
| (t): | (2,154) | (3,836) | (-3,828) | (5,334) | (1,989) |
| (p): | (0,040) | (0,001) | (0,001) | (0,000) | (0,057) |
| $R^2 = 0,5429$ | $\bar{R}^2 = 0,4752$ | $s_e = 1208,49$ | | | |
| $n = 32$ | $B-G^3 = 5,345$ | $B-P^4 = 7,891$ | | | |
| ¹ Vrednost <i>t</i> -preizkusa. ² Točna stopnja značilnosti <i>t</i> -preizkusa. ³ <i>Breusch – Godfreyev LM test</i> avtokorelacije. ⁴ <i>Breusch – Paganov test</i> za ugotavljanje prisotnosti heteroskedastičnosti. | | | | | |

Vir: Grum in Dolenc, 2001a, str. 11

Avtorja sta ugotovila, da je funkcijo povpraševanja po zakladnih menicah (*POVP*) težje definirati kot funkcijo obrestne mere. Empirično sta ugotovila, da sta na povpraševanje statistično značilno vplivala velikost razpisane emisije (*RE*), medbančna obrestna mera (*MOM*) in obrestna mera zakladnih menic na pretekli avkciji (*OMAVK[-1]*).

Med investitorji v zakladne menice prevladujejo predvsem banke, nekaj je tudi ostalih finančnih institucij. Povpraševanje fizičnih oseb je manjše relativno, glede na velikost razpisane emisije (Slika 11). Povpraševanje s strani finančnih institucij je v veliki meri pogojeno z njihovo likvidnostjo. Zato sta avtorja pri modeliranju povpraševanja večjo pozornost posvetila likvidnosti bančnega sektorja. Preizkušala sta vpliv naslednjih spremenljivk, ki nekako odražajo denarno likvidnost na trgu:

- kazalec primarne in sekundarne likvidnosti,
- stopnjo presežnih rezerv,
- odzive na repo z deviznimi blagajniškimi zapisi in realizirano obrestno mero,
- črpanja lombardnih in likvidnostnih posojil in
- kazalce medbančnega trga (obseg transakcij, velikost medbančnega trga in obrestno mero).

Od vseh naštetih kazalcev likvidnosti denarnega trga je na povpraševanje statistično značilno vplivala samo povprečna mesečna obrestna mera na medbančnem trgu (*MOM*).

V model sta vključila tudi nepravo spremenljivko (*D*), ki je prikazovala, ali se je v mesecu avkcije na denarni trg sprostila večja količina likvidnosti na podlagi zapadlih glavnih in obresti državnih dolgoročnih vrednostnih papirjev. Tako sta ugotovila, da je bilo v mesecih, ko je zapadla vsaj tolikšna količina glavnih in obresti državnih

dolgoročnih vrednostnih papirjev, kolikor je znašala razpisana emisija zakladnih menic, povpraševanje po zakladnih menicah statistično značilno višje. Zanimivo pa podoben kazalec ni bil značilen za zapadlosti blagajniških zapisov Banke Slovenije.

Poleg opisanih pojasnjevalnih spremenljivk pa avtorja ugotavljata, da bi bilo zaradi nizkega regresijskega koeficienta v funkcijo povpraševanja po zakladnih menicah potrebno vključiti dodatne pojasnjevalne spremenljivke, ki pa jih nista uspela identificirati.