

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

OBLIKOVANJE REFERENČNE OBRESTNE MERE V EMU

LJUBLJANA, OKTOBER 2004

JASMINA DIVLJAK

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica diplomskega dela, ki
sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega
dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. NASTANEK EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU).....	2
2.1. PRVA FAZA EMU	2
2.2. DRUGA FAZA EMU	2
2.3. TRETJA FAZA EMU	3
3. NASTANEK ECB	4
3.1. ORGANIZIRANOST IN SESTAVA ECB.....	6
3.1.1. Svet ECB	6
3.1.2. Direktorij	7
3.1.3. Razširjeni svet ECB	7
3.1.4. Izvršilni odbor	8
3.1.5. Upravni odbor	8
3.1.6. Generalni odbor	9
3.2. KAPITAL ECB IN MEDNARODNE DENARNE REZERVE	11
3.3. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB	12
3.3.1. Prvi steber denarne strategije	12
3.3.2. Drugi steber denarne strategije	13
3.4. GLAVNI CILJI ECB	13
3.5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB	14
3.5.1. Operacije ali posli na odprtem trgu	15
3.5.2. Odprta ponudba bankam	16
3.5.3. Obvezne rezerve bank	17
3.6. OBRESTNE MERE ECB	17
3.6.1. Prihodnja pričakovanja	18
3.6.2. Netočnost podatkov	18
3.6.3. Negotovost nekaterih ključnih ekonomskih kazalcev	18
3.7. REFERENČNE OBRESTNE MERE ECB	19
3.8. VPLIV ROČNOSTI NA OBLIKOVANJE OBRESTNIH MER	20
3.8.1. Teorija pričakovanj	21
3.8.2. Teorija o segmentiranosti trga	21
3.8.3. Teorija referenčnega habitata	21
4. UVELJAVLJANJE REFERENČNIH OBRESTNIH MER V SLOVENIJI.....	22
4.1. OBRESTNA POLITIKA	23
4.2. POSEBNOSTI SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA	25
4.3. OBLIKOVANJE OBRESTNIH MER V SLOVENIJI	26
4.3.1. Primerjava obrestnih mer slovenskega trga z obrestnimi merami na razvitih trgih.....	28
4.4. PRIHODNJA PRIČAKOVANJA	31
4.4.1. Smer delovanja slovenskega gospodarstva	32
4.4.2. Tekoči problemi	33
4.4.3. Možne rešitve	33
4.4.4. ZADNJA SPREMINJANJA	34
5. SKLEP	36
LITERATURA	37
VIRI	38

1. UVOD

Danes imamo v Evropi enoten denar. Vse od Karla Velikega pa do danes so številne generacije Evropejcev skušale uresničiti svoje sanje in končno jim je to uspelo s 1. januarjem 1999, ko je nacionalne valute enajstih držav zamenjal enoten denar, evro.

Končni cilj evropskega združevanja je enotna gospodarska in politična unija, v kateri svojo prihodnost vidi tudi Slovenija. Prvi pogoj za uvedbo enotne valute je vstop v Evropsko unijo, ki ga je Slovenija doživela 1. maja 2004. Vodenje celotne denarne politike v evro območju je bilo zaupano novi instituciji, in sicer Evropski centralni banki. To pomeni, da bo po izpolnjevanju še nekaterih pogojev s strani Slovenije, Evropska centralna banka tudi naša centralna banka. Evropska centralna banka vodi denarno politiko že šest let, vendar se je v tem kratkem obdobju morala soočiti s številnimi izrednimi dogodki. Najprej se je pojavila zahtevna naloga v sami uvedbi evra, sprva samo kot knjižnega denarja, tri leta kasneje pa še uvedba bankovcev in kovancev. Konec leta 1999 se je zaradi prehoda v novo tisočletje pojavil strah pred računalniškim zlomom, leto 2000 pomeni konec dotedanjega vzpona borznih indeksov, naslednje leto, 11. septembra 2001 pa se je zgodil teroristični napad na ZDA, kar je še bolj poslabšalo že tako slabo stanje svetovnega gospodarstva in povečalo politična trenja.

Namen diplomske naloge je pregledno prikazati oblikovanje referenčne oziroma osrednje obrestne mere v Ekonomski in monetarni uniji ter oblikovanje in uvedba le teh v Sloveniji. Danes lahko v Ekonomski in monetarni uniji najdemo nešteto obrestnih mer. Praktično ima vsak vrednostni papir svojo eksplicitno ali implicitno obrestno mero. Tudi sama Evropska centralna banka nima samo ene uradne obrestne mere. Obrestna mera za glavne operacije refinanciranja je njena najpomembnejša obrestna mera in se imenuje osrednja obrestna mera. Tej osrednji obrestni meri se skušajo čim bolj približati nove članice Evropske unije, med njimi tudi Slovenija. Kako uspešno bo to približevanje je odvisno od ravnanja posamezne države v dvoletnem pripravljalnem razdobju od vstopa v ERM 2 (Exchange Rate Mechanism), ki pomeni razdobje močno omejene denarne in tečajne politike.

Ali je Ekonomska in monetarna unija res optimalno denarno področje ali ni in ali bo optimalno tudi po širitvi dvanajst na dvaindvajset zelo različnih gospodarstev, ostaja še vedno akademsko vprašanje.

Uvodu sledi drugo poglavje, ki na kratko opiše zgodovino denarne integracije in nastanek Ekonomske in monetarne unije. Tretje poglavje predstavi Evropsko centralno banko, njene organe, strategijo, instrumente in cilje. To poglavje tudi predstavi vse obrestne mere Evropske centralne banke ter pomen njihove ročnosti. Zadnje oziroma četrto poglavje predstavi oblikovanje referenčnih obrestnih mer v Sloveniji, slovensko obrestno politiko in posebnosti slovenskega denarnega trga. To poglavje predstavlja tudi pogled v prihodnost oziroma smer delovanja slovenskega gospodarstva, njegove tekoče probleme in možne rešitve. Zadnjemu poglavju sledi sklep.

2. NASTANEK EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU)

1. junija 1988 je Evropski svet kot cilj potrdil ustanovitev ekonomske unije. V ta namen so oblikovali posebno komisijo, ki so jo sestavljali takratni predsednik Evropske komisije Jacques Delors, guvernerji Evropskih centralnih bank in še nekateri ekonomisti. Rezultat dela komisije je bilo t. i. Delorjevo poročilo, ki je predlagalo ustanovitev ekonomske in denarne unije v treh korakih.

2.1. PRVA FAZA EMU

Na podlagi Delorjevega poročila je bilo določeno, da se prva faza uresničevanja ekonomske in denarne unije začne 1. julija 1990. Z začetkom delovanja prve faze so bile že ukinjene vse omejitve pri gibanju kapitala med državami takrat imenovane Evropske skupnosti. Prav tako se je povečala koordinacija denarnih politik, hkrati s tem pa je bila zagotovljena večja denarna stabilnost. Že v tej fazi so se začele priprave na drugo in tretjo fazo EMU. Pogajanja o nadaljevanju uresničevanja Delorjevega poročila so se končala s pogodbo o Evropski uniji, ki je dobila ime Maastrichtska pogodba. Pogodba je stopila v veljavo 1. novembra 1991 in je vsebovala Maasrichtske konvergenčne kriterije. Ti kriteriji so (Kumar, 2002):

- stabilnost cen na drobno; stopnja inflacije ne sme presegati za več kot 1,5 odstotne točke tehtane povprečne stopnje inflacije treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije,
- stabilnost javnih financ; - proračunski primanjkljaj ne sme presegati 3 % BDP-ja
- javni dolg ne sme presegati 60 % BDP-ja,
- stabilnost dolgoročnih obrestnih mer; dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja dolgoročnih obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki,
- valutna nihanja; države članice morajo najmanj dve leti pred vstopom v EMU spoštovati normalna nihanja v okviru Evropskega monetarnega sistema, to pa je 2,25 % v primerjavi s katerokoli drugo valuto države članice Evropskega monetarnega sistema.

2.2. DRUGA FAZA EMU

Druga faza EMU se začne z ustanovitvijo Evropskega monetarnega inštituta kot predhodnika Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB). Na podlagi Maastrichtske pogodbe o Evropski uniji je bil 1. januarja 1994 ustanovljen Evropski monetarni inštitut (v nadaljevanju EMI). Sedež je bil v Frankfurtu. EMI je predstavljal institucijo prehodnega značaja, katere delo je z začetkom delovanja

tretje faze EMU prevzela ECB. EMI ni imel nobenih pristojnosti pri izvajanju monetarne politike Evropske unije (v nadaljevanju EU) in ni smel opravljati nalog emisijske banke. Vodenje monetarne politike je bilo v oblasti nacionalnih centralnih bank.

Članice EMI so bile nacionalne centralne banke držav članic EU. Guvernerji nacionalnih centralnih bank so sestavljali Svet EMI, ki je lahko sprejemal odločitve in je bil neodvisen, zato ni smel sprejemati navodil od katerekoli institucije EU ali nacionalnih vlad.

Najpomembnejši nalogi EMI sta bili (Razvoj EMU, 2004):

- vzpostavitev večje koordinacije centralnih bank in monetarnih politik držav članic EU s ciljem stabilizacije cen,
- pripraviti vse potrebno za vodenje skupne monetarne politike in uvedbo skupne valute ter nastanek Evropskega sistema centralnih bank.

EMI je decembra 1996 predstavil javnosti podobo evro bankovcev in kovancev, ki so s 1. januarjem 2002 nadomestili nacionalne valute držav članic EMU.

2.3. TRETJA FAZA EMU

Tretji korak v nastanku EMU se je začel 1. januarja 1998 z nastankom ECB. Takrat je enajst držav¹, ki so sodelovale na začetku tretje faze EMU, nepreklicno vezalo devizne tečaje svojih valut. ECB je takrat prevzela vodenje enotne denarne politike v evro območju. Dve leti po tem, natančneje 1. januarja 2001, se je evro območju pridružila še Grčija. Eno leto kasneje, natančno 1. januarja 2002, so bili uvedeni evro bankovci in kovanci, ki so postopoma zamenjali bankovce in kovance držav članic, ki so uvedle evro. Čeprav so valute držav evro območja prenehale obstajati 31. decembra 2001, so bankovci in kovanci nacionalnih valut še nekaj časa ohranili status zakonitega plačilnega sredstva in je bilo mogoče z njimi plačevati do 28. februarja 2002. To obdobje je bilo obdobje tako imenovanega »dvojnega obtoka«, saj je bilo mogoče plačevati tako z bankovci in kovanci valut držav evro območja kot tudi z novimi evro bankovci in kovanci. V nekaterih državah je bilo obdobje »dvojnega obtoka« krajše, odvisno od odločitve posamezne države evro območja glede na njihove nacionalne načrte za zamenjavo domače gotovine.

Od 1. marca 2002 pa je evro edino zakonito plačilno sredstvo v državah evro območja. Uvedba evro bankovcev in kovancev v teh državah je potekala uspešno. Natisnjeno je bilo več kot petnajst milijard evro bankovcev in okoli dvainpetdeset milijard evro kovancev.

¹ Te države so: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija.

14. septembra 2003 se je zgodil švedski referendum o evru, na katerem je švedsko prebivalstvo glasovalo proti uvedbi evra.

1. maja 2004 se je zgodil že znan pristop desetih novih držav² k EU, med njimi je bila tudi naša država.

27. junija 2004 so bili slovenski tolar, estonska krona in litovski litas vključeni v mehanizem deviznih tečajev ERM 2. Za omenjene valute so bili določeni centralni tečaji, ki so začeli veljati 28. junija 2004 (1 EUR = 239,640 SIT). Določena je bila tudi meja nihanja okrog centralnega tečaja, in sicer dopustno nihanje je plus / minus 15 odstotkov. Centralni tečaj med tolarjem in evrom je bil določen s pogajanjem s strani Banke Slovenije, Vlade Republike Slovenije, ECB, ministrov za finance držav Evrosistema in finančnih ministrov ter guvernerjev centralnih bank držav članic, ki že sodelujejo v ERM 2. Pri pogajanjih je sodelovala tudi Evropska Komisija. Vstop v ERM 2 pomeni pripravo in pogoj za prevzem evra, ki ga Banka Slovenije in Vlada RS načrtujeta v začetku leta 2007. Obdobje sodelovanja v ERM 2 ni časovno omejeno. Tako na primer Danska sodeluje znotraj ERM 2 že več let, čeprav kratkoročno ne namerava prevzeti evra. Določeno pa je najkrajše obdobje sodelovanja v ERM 2, in sicer je treba za prevzem evra izpolnjevati kriterij tečajne stabilnosti vsaj dve leti (Uvedba evra, 2004).

3. NASTANEK ECB

ECB je ena najmlajših centralnih bank na svetu. Je centralna banka vseh dvanajstih nacionalnih centralnih bank, ki so v denarnem področju evra. Za ECB lahko rečemo, da je nadnacionalna institucija. Za sedež ECB je bil izbran Frankfurt v Nemčiji.

Maja 1998 so predstavniki držav članic EU v Bruslju sklenili, da bosta ECB in Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) ustanovljena 1. junija 1998. Takrat so se predstavniki držav članic dogovorili tudi o predsedniku ECB in članih izvršnega odbora. ECB in ESCB sta bili ustanovljeni v skladu s 4. členom pogodbe o EU.

Vodenje skupne denarne politike je ECB prevzela šele 1. januarja 1999. ECB vodi denarno politiko decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank. V trenutku, ko je ECB prevzela vodenje skupne denarne politike, so nacionalne centralne banke držav, ki so sprejele evro kot edino valuto, izgubile samostojnost izvajanja denarne politike. Z začetkom delovanja ECB preneha delovati EMI. Hkrati z nastankom ECB nastane tudi ESCB, ki so ga takrat tvorile ECB in nacionalne centralne banke

² Te države so: Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Malta, Madžarska, Poljska, Slovaška, Slovenija.

petnajstih³ držav članic EU. Pomembno je ločiti med ESCB in Evrosistemom. Razlika med enim in drugim ter njuna povezanost je razvidna iz like 1 na strani 5. Evrosistem sestavljajo ECB in dvanajst držav, ki so v denarnem področju evra. Ostalih trinajst držav⁴, ki so članice EU, ampak se niso odrekle nacionalni valuti in samostojni denarni politiki ali še ne izpolnjujejo konvergenčnih kriterijev, ne sodeluje pri odločanju o enotni monetarni politiki evro območja. Tem državam je dovoljeno, da do neke meje vodijo lastno monetarno politiko. Ko bodo vse članice EU uvedle evro kot edino valuto, med ESCB in Evrosistemom ne bo več nobene razlike (Ribnikar, 1999).

Slika 1: Razlika med Evrosistemom in ESCB

Organi odločanja ECB		Sestava	Imenovanje članov	Mandat	Odgovornosti
E v r o s i s t e m E S C B	Svet ECB (ang. Governing Council)	Člani Izvršilnega odbora ECB Guvernerji nacionalnih centralnih bank držav evro območja	Skladno z zakonodajo vsake posamezne države članice	Ne manj kot 5 let	Svet ECB določa monetarno politiko za evro območje
	Izvršilni odbor (ang. Executive Board)	Predsednik ECB Podpredsednik ECB 4 drugi člani	Države članice - z medsebojnim soglasjem	8 let, brez možnosti ponovnega imenovanja	Izvršilni odbor izvaja monetarno politiko v skladu s smernicami in odločitvami, ki jih sprejme Svet ECB
	Razširjeni svet ECB (ang. General Council)	Predsednik ECB Podpredsednik ECB Guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU		Ne manj kot 5 let	Nadzor nad monetarno politiko in politiko deviznega tečaja v državah članicah EU, ki še niso uvedle evra (torej še niso del Evrosistema)

Vir: Banka Slovenije, 2004.

Osnovni cilj Evrosistema je skrb za stabilnost cen. Stabilnost cen pomeni, da letno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin na evro območju ne presega 2 %. Stabilnost cen se ohranja na srednji rok. Svet ECB je oznanil, da si bo pri doseganju stabilnosti cen prizadeval ohraniti stopnjo inflacije blizu 2 % v srednjeročnem obdobju.

³ Od 1. maja leta 2004 je teh držav petindvajset.

⁴ To so: Anglija, Danska, Švedska, Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Malta, Madžarska, Poljska, Slovaška, Slovenija.

Potrebno je poudariti, da je ECB pomemben korak k nastanku EMU. Bistvo povezovanja sedanjih petindvajset držav v EU oziroma v EMU je (Ribnikar, 1999):

- ustvarjanje skupnega trga s prostim gibanjem kapitala, blaga, storitev in delovne sile,
- ustvarjanje monetarne unije, ki pomeni uvedbo skupne valute,
- ustvarjanje enotne centralne banke in denarne politike, ki jo ta vodi,
- skupna politika deviznega tečaja.

ECB ima izključno pravico odobriti izdajanje bankovcev na evro območju izdajajo pa jih lahko ECB in nacionalne centralne banke držav evro območja. Z ECB se je potrebno posvetovati tudi v primeru določanja predpisov EU in nacionalnih predpisov s področja njene pristojnosti.

3.1. ORGANIZIRANOST IN SESTAVA ECB

V svojem načelu popolne neodvisnosti od oblastnih organov, se ECB v največji meri zgleduje po delovanju nemške Bundesbank. Model, ki deluje na način, da poleg glavnega monetarnega centra obstajajo tudi regionalni, ki pomagajo glavnemu, čeprav so odločitve izključno iz glavnega centra, je ECB prevzela od ameriških Federal Reserves.

Sam vrha ECB tvori Svet guvernerjev ECB (Governing Council).

3.1.1. Svet ECB

Svet guvernerjev ECB sestavlja šest članov Izvršnega odbora (Executive board) in dvanajst guvernerjev nacionalnih centralnih bank, torej osemnajst članov. Mandat guvernerjev nacionalnih centralnih bank je obnovljiv in traja najmanj pet let. Za primerjavo: odločevalni organ centralne banke v ZDA ima dvanajst članov, centralne banke Velike Britanije osem in Švicarske centralne banke le tri člane.

Svet ECB (Organiziranost ECB, 2004):

- predstavlja najvišji odločitveni organ ECB,
- oblikuje denarno politiko (določa obrestne mere, višino obveznih rezerv),

- sprejema odločitve in smernice, ki zagotavljajo izpeljevanje nalog, ki so bile zaupane Evrosistemu.

3.1.2. Direktorij

Poleg sveta ECB je direktorij drugi organ, ki je aktiven. Sestavljajo ga predsednik in še štirje člani. Člane direktorija imenuje Evropski svet (European Council), ki se predhodno posvetuje z Evropskim parlamentom in Svetom ECB. Soglasje k imenovanju predsednika morajo dati tudi vlade držav članic EMU.

Naloga direktorija je operativno izvajanje denarne politike ECB v skladu z odločitvami Sveta ECB. Zadolženi so tudi za dajanje potrebnih navodil nacionalnim centralnim bankam. Mandat šestih članov direktorija je od začetka trajal osem let, kar več ne velja za sedanje člane. Z različno dolžino mandator članov prvega direktorija je zagotovljena kontinuiteta v ECB, saj se naenkrat zamenja le en član direktorija.

Oba organa skrbita za pripravo in uveljavljanje denarne politike. Na čelu obeh je predsednik ECB, ki ga lahko nadomešča le podpredsednik.

Odločanje v svetu ECB poteka z navadno večino, kar pomeni, da ima vsak član en glas. V primeru izenačenosti odloča glas predsednika (Organiziranost ECB, 2004).

3.1.3. Razširjeni svet ECB

Tretji organ, ki deluje v okviru ECB, je razširjeni svet ECB (General Council). Razširjeni svet ima predvsem posvetovalno funkcijo. Poleg predsednika in podpredsednika so vanj vključeni še guvernerji centralnih bank vseh držav EU, torej tudi tistih, ki zaradi različnih razlogov še niso v EMU.

Poleg funkcije svetovanja razširjeni svet ECB opravlja še naslednje funkcije (Razširjeni svet ECB, 2004):

- zbiranje statističnih podatkov potrebnih za vodenje denarne politike,
- sodelovanje pri pripravi letnih poročil ECB.

Nacionalne centralne banke so z ECB tesno povezane, saj se preko njih ustvarja denarna politika, vendar so hkrati podrejene, saj morajo natančno upoštevati njene smernice in navodila. Lahko pa izvajajo tudi samostojne funkcije, če le te niso v nasprotju z zastavljenimi cilji enotne denarne politike.

3.1.4. Izvršilni odbor

Izvršilni odbor ECB je sestavljen iz šestih članov, in sicer iz predsednika, podpredsednika ter štirih članov, ki jih predlagajo države članice s skupnim dogovorom na predlog Sveta EU. Njihov mandat traja osem let. Ni ga mogoče več podaljševati. Pomembno je poudariti, da morajo biti vsi člani strokovnjaki s področja bančništva ali denarne politike. Predsednik je odgovoren za uresničevanje monetarne politike ECB in za dajanje potrebnih navodil centralnim bankam držav članic.

Glavne naloge izvršilnega odbora so (Organiziranost ECB, 2004):

- izvrševanje monetarne politike v skladu z odločitvami, ki so določene s strani upravnega odbora ECB,
- dajanje potrebnih napotkov nacionalnim centralnim bankam,
- izvrševanje nalog, ki so bile podane s strani upravnega odbora ECB.

3.1.5. Upravni odbor

Upravni odbor ECB je najvišje telo, ki sprejema odločitve. Sestavljajo ga člani izvršilnega odbora in dvanajst guvernerjev nacionalnih centralnih bank držav članic EMU. Mandat članov upravnega odbora je pet let. Vsakdo od osemnajst članov ima po en glas, sklepa se pa z navadno večino. Glasovanje o razdelitvi dobička poteka nekoliko drugače, in sicer v tem primeru glasujejo samo guvernerji centralnih bank brez šestih članov izvršilnega odbora.

Glavne naloge upravnega odbora so (Organiziranost ECB, 2004):

- sprejetje nujno pomembnih napotkov, ki so potrebni za izvajanje nalog, ki so bile zaupane Evrosistemu (ohranjanje stabilnosti cen v evro območju),
- oblikovanje monetarne politike za evro območje,

- zagotovitev neoviranega izvajanja zgoraj omenjenih navodil.

Tako upravni odbor kot izvršilni odbor vodi predsednik ECB.

3.1.6. Generalni odbor

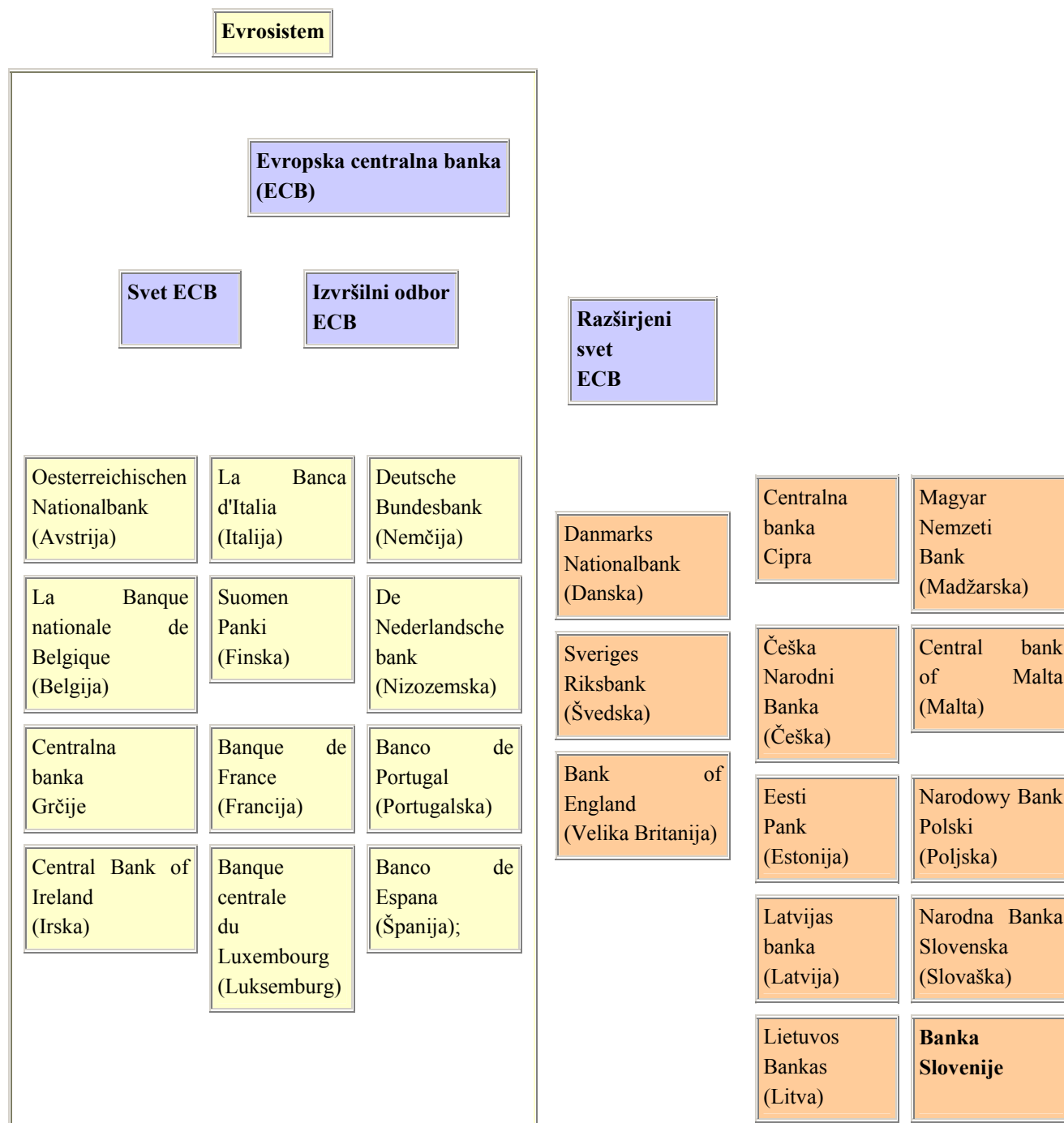
Generalni odbor ECB sestavljata predsednik in podpredsednik ECB ter petindvajset guvernerjev nacionalnih centralnih bank (torej tudi trinajst guvernerjev centralni bank držav, katere še niso članice EMU). To je edino telo, kjer sodelujejo vse države članice EU, torej tudi tiste, ki še niso izpolnile konvergenčnih kriterijev ali pa jih po lastni želji niso sprejele, čeprav te kriterije že izpolnjujejo. Generalni odbor ECB ima samo posvetovalni značaj in ne more sprejemati nobenih obvezujočih odločitev pri oblikovanju in vodenju denarne politike.

Njegove naloge so (Generalni odbor ECB, 2004):

- zbiranje statističnih informacij,
- priprava letnih poročil ECB,
- postavitev potrebnih pravil za standardizacijo računovodstva in poročanje o operacijah, ki jih izvajajo nacionalne centralne banke.

Celotno sistematiziranost in sestavo ECB je možno razbrati iz slike 2 na strani 10, kjer so pregledno prikazani vsi njeni organi v obliki in sestavi, ki velja danes (Organizacija in vodenje ECB, 2004).

Slika 2: Organi odločanja ECB



Vir: Banka Slovenije, 2004.

3.2. KAPITAL ECB IN MEDNARODNE DENARNE REZERVE

ECB je edini izvršilni organ evropskega centralno bančnega sistema. Kapital ECB znaša 5.564.669.247,19 evrov. Lastnice ECB so nacionalne centralne banke. Vsaka nacionalna centralna banka je morala vložiti svoj delež kapitala v skupni kapital ECB. Kolikšen delež je morala posamezna nacionalna banka vložiti, je odvisno od dveh faktorjev (Ribnikar, 1999):

- deleža države v skupnem BDP,
- deleža države v skupnem številu prebivalstva EU.

Oba deleža sta enakovredna, kar pomeni, da se seštejeta in delita z dve. Vsakih pet let se delež posamezne države v kapitalu ECB prilagaja spremembam obeh faktorjev, tako deležu države v skupnem BDP-ju kot deležu države v skupnem številu prebivalstva EU. Določeni so tudi deleži za tiste države, ki še ne sodelujejo v evro območju. Nacionalne centralne banke držav, ki so v evro območju, so vplačale svoj del v celoti, nacionalne centralne banke držav, ki niso v evro območju, so pa vplačale 5 % svojega deleža kot prispevek za operativne stroške ECB, ki so povezani z nalogami za države izven evro območja. Ko se je Grčija januarja 2001 pridružila EMU, je plačala še preostalih 95 %. Največji delež v kapitalu ECB ima Nemčija, in sicer ta znaša 24,49 %, sledi ji Francija z 16,83 %, na samem dnu pa sta Irska z 0,849 % in Luksemburg z 0,149 %. Posamezen delež kapitala v skupnem kapitalu ECB je pomemben zaradi tega, ker so morale vse nacionalne centralne banke skupaj prenesti na ECB del svojih deviznih rezerv v skupni višini štirideset milijard evrov. 15 % vplačil je v obliki zlata, ostalih 85 % pa so vplačila v ameriškem dolarju in japonskem jenu. V zameno za vplačila so nacionalne centralne banke dobile terjatev do ECB v evrih, sorazmerno z njihovim vplačilom (Ribnikar, 1999).

Delež posamezne nacionalne banke v celotnem kapitalu ECB je tudi pomemben kazalec delitve dobička. 80 % dobička ECB se razdeli med nacionalne centralne banke oziroma delničarje glede na delež kapitala nacionalnih centralnih bank v kapitalu ECB, preostalih 20 % dobička pa gre v rezerve ECB. Nacionalne centralne banke so torej poleg kapitala prispevale tudi mednarodne denarne rezerve (v nadaljevanju MDR). Prispevek vsake posamezne države, kot je že omenjeno, pa je odvisen od njenega deleža v skupnem kapitalu ECB. ECB je na začetku imela približno 39,47 milijarde evrov rezerv, na koncu leta 1999 so rezerve znašale 46,8 milijarde evrov, kar je enako kot leta 2001.

Do spreminjanja višine MDR lahko pride zaradi (Mrak, 2002):

- intervencij v zvezi z menjalnimi tečaji,
- vstopa (izstopa) posamezne države,

- obresti, ki jih ECB dobi od mednarodnih rezerv,
- spremembe v tržni vrednosti MDR.

3.3. STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB

ECB vodi denarno politiko usmerjeno, v stabilnost, kar zahteva, da sta priprava in sprejem odločitev usklajena. Strategija, ki jo je izbrala ECB, izpolnjuje načelo učinkovitosti, je jasna in razumljiva, transparentna, kar pomeni, da javnost mora biti seznanjena z njenim delovanjem in odločitvami ter skladna z načelom samostojnosti ECB.

Centralne banke se srečujejo z negotovostjo, in to ne samo kar zadeva prihodnje dogodke, ampak tudi glede dejanskega stanja gospodarstva. To še posebej velja za EMU, ki je v zadnjih nekaj letih doživela velike spremembe. Zaradi teh velikih sprememb in velike negotovosti se je ECB odločila za dva stebra denarne politike (Ribnikar, 1999).

3.3.1. Prvi steber denarne strategije

Dominantno vlogo v prvem stebru denarne politike ima denar. Inflacija je vsaj na dolgi rok monetarni fenomen. Svet guvernerjev ECB je 1. decembra 1999 določil referenčno vrednost za rast denarnega agregata M3, ki znaša 4,5 %. Ta vrednost je postavljena na naslednjih srednjeročno zastavljenih domnevah: letna rast HIPC je pod 2 %, letna rast BDP je med 2 in 2,5 % in letni padec hitrosti kroženja M3 je med - 0,5 in -1 %. Gre za kvantitativno teorijo denarja, kjer je (Monthly Bulletin, julij 2002):

$$M * V = P * Y$$

M: ~ 4,5 % (stopnja rasti denarnega agregata),

V: - 0,5 do -1 % (hitrost kroženja denarnega agregata M3),

P: < 2 % (letna rast ravni cen),

Y: 2 do 2,5 % (letna rast BDP-ja).

Potrebno je poudariti, da gre za referenčno vrednost gibanja denarnega agregata M3 in ne za bližnji cilj denarne politike. Zato rast agregata M3 nad referenčno vrednostjo sproži reakcije ECB ter podrobnejšo analizo, zakaj je prišlo do takega gibanja (Monthly Bulletin, januar, 1999).

Dejstvo je, da je večino časa delovanja ECB rast M3 presegala referenčno vrednost 4,5 %. ECB se je izgovarjala, da je agregat M3 narobe merjen, ker vključuje tudi določene likvidne finančne instrumente s strani nerezidentov, ki bi morali biti izključeni. Tudi če po že narejenih izračunih ECB odšteje potrebne tri četrte odstotne točke od rasti M3, je napačno misliti, da lahko nov izračun poveča zanesljivost prvega stebra. Kljub tej morebitni prilagoditvi je rast M3 še vedno nad referenčno vrednostjo.

ECB je kljub vsemu uspelo ohraniti cenovno stabilnost. Edino opravičilo za obstoj prvega monetarnega stebra denarne politike je v tem, da je lahko zelo dober pri napovedovanju prihodnje inflacije. Torej je najbolje, da se osredotočimo samo na gledanje ravni cen v evro območju.

Če monetarni steber denarne politike ECB ni dober kot kratkoročni pokazatelj (orientir), potem splošno ni dober za vodenje denarne politike s strani ECB. ECB ne more osnovati denarne politike na podlagi kratkoročnih sprememb v povpraševanju po denarju. Zanimivo je dodati, da dejansko ECB uporablja model za simuliranje ekonomije, v katerem količina denarja ne igra nobene vloge (Begg et al., 2002).

3.3.2. Drugi steber denarne strategije

Drugi steber denarne strategije odraža bolj realno stanje gospodarstva. Zajema številne spremenljivke in kazalce realnega stanja, ki lahko vplivajo na splošno raven cen. Te spremenljivke so plače, cene delnic in obveznic, krivulja donosa, menjalni tečaj, indikatorji fiskalne politike, razmere na trgu delovne sile, i.t.d.

Po štirih letih se pojavljajo prve kritike dveh stebrov denarne politike, ki jo uporablja ECB. ECB je takoj dodelila dominantno vlogo denarju in s tem verjetno hotela poudariti kontinuiteto s centralno banko Nemčije. Na začetku se je to zdelo smiselno, vendar sedaj zato ni več nobenega razloga (Monthly Bulletin, junij 2001).

3.4. GLAVNI CILJI ECB

V statutu ECB glavni cilj ECB ni bil kvantitativno opredeljen. Leta 1998 je Svet ECB določil, da stopnja rasti cen, ki se meri z indeksom HICP (Harmonised Index of Consumer Price), na letni ravni

ne sme preseči 2 %. S to odločitvijo je bil glavni cilj ECB kvantitativno opredeljen. Ker je glavni cilj denarne politike torej kvantitativno določen, lahko pričakujemo, da do določene mere usmerja pričakovanja o rasti cen, hkrati pa tudi ocenjuje uspešnost denarne politike. Pomembno je poudariti pomembnost doseganja tega cilja na srednji rok. ECB ne more kontrolirati vseh dejavnikov, ki vplivajo na raven cen na kratek rok, ker odločitve denarne politike vplivajo na gospodarstvo z odlogom. Kakšni bodo ti vplivi ECB ne more predvideti, oziroma jih je zelo težko oceniti, zato mora biti delovanje z denarno politiko usmerjeno srednje in dolgoročno.

ECB torej zanima gibanje rasti cen na letni ravni. Ne more in ne sme se odzivati na mesečne šoke v rasti cen.

Inflacija je na dolgi rok monetarni fenomen in s tega vidika je potrebno razumeti omenjeno usmerjenost denarne politike. V okviru definicije cenovne stabilnosti je ECB dala vedeti, da niti pretirana inflacija niti pretirana deflacija nista dobrodošli za gospodarstvo. Za merjenje inflacije je uveden že omenjeni indeks HICP, ki je harmoniziran preko vseh držav, vključenih v evro območje in meri letne spremembe na ravni cen. ECB priznava, da HICP ni popoln. Ne zajema spremembe kakovosti dobrin in storitev, kakor tudi ne sprememb v potrošniških navadah.

ECB je zavezana demokratičnim institucijam in javnosti, zato je le tem dolžna poročati svoje odločitve. V statutu je natančno določeno, na kakšen način mora ECB komunicirati z javnostjo, ne da bi bila pri tem ogrožena njena stabilnost. Statut pravi, da mora ECB pripravljati četrtna poročila o svojem delovanju, tedenska finančna poročila ter letna poročila, katera je dolžna predložiti Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu ter Evropski Komisiji. ECB je še prostovoljno uvedla mesečna poročila preko tiskovnih konferenc redno poroča o svojih odločitvah, podpira izvajanje raziskovalnih del, ki so povezana z delovanjem Evrosistema ter izdaja brošure (Monthly Bulletin, julij 2002).

3.5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Instrumenti denarne politike in končni cilji denarne politike so povezani s posrednimi spremenljivkami, ki so po eni strani indikatorji, po drugi strani pa bližnji cilji denarne politike. Spremenljivke morajo biti med seboj skladne, da bo vodenje denarne politike učinkovito. Ta »veriga denarne politike«, ki jo sestavljajo instrumenti denarne politike, mora imeti močne člene, saj je veriga močna kot najšibkejši člen (Ribnikar, 1999).

Instrumente za vodenje denarne politike lahko razdelimo v tri skupine (Ribnikar, 1999):

- operacije ali posli na odprtem trgu (open market operations),

- odprta ponudba bankam, da pridejo do denarja centralne banke ali se tega denarja preko nje znebijo (standing facilities),
- neobvezne rezerve bank (minimum reserves).

3.5.1. Operacije ali posli na odprtem trgu

Operacije ali posli na odprtem trgu igrajo pomembno vlogo pri denarni politiki Evrosistema na področjih:

- vodenja obrestnih mer,
- nadziranja likvidnostne situacije na trgu,
- signaliziranja učinkov denarne politike.

V večini primerov gre za operacije, ki jim čez čas sledijo nasprotne. Gre večinoma za začasne transakcije, saj povečanju (zmanjšanju) količine primarnega denarja sledi čez čas zmanjšanje (povečanje) količine primarnega denarja. Pri teh operacijah je pomembno, katera finančna aktiva je tista, ki jo lahko nacionalne centralne banke kupujejo ali prodajajo (underlying assets).

Primerna aktiva je tista aktiva ali premoženje, ki se lahko zastavi za posojilo, ali aktiva in premoženje, ki ga kupujejo centralne banke pri operacijah na odprtem trgu. Aktivo prve vrste (tier one assets) določa ECB in to morajo biti dolžniški vrednostni papirji visoke kreditne bonitete iz dvanajstih držav EMU. Ti vrednostni papirji morajo biti denominirani v evrih. Aktivo druge vrste (tier two assets) določajo nacionalne centralne banke.

Obstajajo štiri vrste operacij na odprtem trgu. Te operacije so (Mrak, 2002):

- glavna refinanciranja,
- dolgoročnejša refinanciranja,
- fino uravnavanje,
- strukturne operacije.

Pri operacijah ali poslih na odprtem trgu ECB začasno kupuje ali prodaja ustrezno finančno aktivo. Centralne banke se ne smejo izpostaviti finančnemu tveganju.

Glavne operacije refinanciranja so najpomembnejši instrument denarne politike ECB. Ti posli se izvajajo vsak torek. Dospelost poslov je dva tedna in izvajajo se decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank. Opravljajo se preko t. i. standardizirane ponudbe oziroma licitacije, pri kateri lahko sodelujejo vse banke. Do 8. junija 2000 so se ti posli opravljali po fiksni obrestni meri, torej licitirala se je količina. Od takrat naprej pa se je ECB odločila preiti na variabilno obrestno mero. V tem primeru ECB določi najnižjo obrestno mero, banke pa licitirajo tako količino kot ceno (obrestno mero).

Dolgoročnejše operacije refinanciranja se izvajajo enkrat na mesec. Njihovo dospetje je prav tako tri mesece in se izvajajo decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank.

Cilj operacij finega uravnavanja je predvsem uravnavanje tržne likvidnosti in zmanjševanje učinkov na obrestne mere v primeru nepričakovanih likvidnostnih sprememb. V te posle gre ECB ad hoc. Gre za posel z eno ali več bankami in ne za licitacijo. Pri teh poslih pridejo v poštev tudi valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog. V primeru promptnega nakupa deviz in njihove terminske prodaje, se povečuje likvidnost bančnega sistema, v primeru, da gre za promptni nakup evrov in njihovo terminsko prodajo pa se likvidnost absorbira (Mrak, 2002).

S strukturnimi operacijami ECB spreminja t.i. strukturni položaj denarnega trga. Operacije se izvajajo v rednih in nerednih terminih, opravljajo se decentralizirano in v poštev pride celotna aktiva.

3.5.2. Odprta ponudba bankam

Pri tem instrumentu je v ospredju pobuda na strani poslovnih bank evro območja, katerim je ECB na razpolago, da pridejo do potrebne likvidnosti ali pa se znebijo odvečne. Gre za dve vrsti instrumentov, in sicer (Ribnikar, 1999):

- možnost obrobnega zadolževanja,
- možnost deponiranja sredstev.

Poslovne banke se zadolžujejo ali pa deponirajo sredstva pri centralni banki čez noč. Obrestna mera, ki jo zaračunavajo centralne banke za zadolževanje, je običajno največja, za deponirana sredstva pa najnižja. Ta vrsta instrumenta ECB zagotavlja učinkovito delovanje medbančnega trga.

3.5.3. Obvezne rezerve bank

Obvezne rezerve bank so eden najstarejših in tudi najbolj uporabljenih instrumentov denarne politike. Te rezerve morajo imeti vse kreditne institucije, in sicer na računih nacionalnih centralnih bank. Obvezne rezerve so predpisane za vse vloge in vrednostne papirje z dospelostjo do dveh let in znašajo 2 %. Banke so dolžne držati obvezne rezerve v povprečju znotraj predpisanega obdobja, ki se računa od 14. tekočega meseca do 23. naslednjega meseca. Ravno to povprečno vzdrževanje predpisane stopnje obveznih rezerv omogoča bankam večjo likvidnost in fleksibilnost ter manjša nihanja v obrestni meri za čez noč (Instrumenti denarne politike ECB, 2004).

Ničelna obvezna rezerva se uporablja za vloge in vrednostne papirje, ki imajo dospelost več kot dve leti (Instrumenti denarne politike ECB, 2004).

3.6. OBRESTNE MERE ECB

Centralne banke so pomembne predvsem neposredno pri določanju kratkoročnih obrestnih mer in posredno pri določanju dolgoročnih obrestnih mer. ECB določa samo kratkoročno obrestno mero, torej tisto, ki se uporablja v primerih, ko ECB daje posojila nacionalnim centralnim bankam ali pa, ko od njih kupuje premoženje. Dolgoročno si želi ECB kot tudi vse centralne banke, da bi se obrestne mere oblikovale tržno. Na njih vpliva posredno s tem, da vpliva na pričakovano inflacijo.

Kredibilnost centralne banke, kar pomeni, da centralna banka uživa zaupanje, da bo ohranila stabilnost, sproži pričakovanja, da bo inflacija nizka in s tem nizke tudi obrestne mere. Številne ekonomske struje so prepričane, da se v današnjem času denarna politika takoj ne odziva na pridobljene nove informacije, ampak s svojimi ukrepi raje počaka na zadostno količino potrebnih podatkov. Posledično temu sledi, da obrestno mero oblikujejo centralne banke in jo glede na pridobljene podatke v majhnih korakih in ne pogosto spreminjajo v več ali manj isti smeri. Najmanjša sprememba uradnih obrestnih mer je petindvajset bazičnih točk, večje spremembe pa so mnogokratnik tega števila. Po teh dejanjih lahko rečemo, da se vračamo k »Brainardovem konzervativnem načelu«, ki pravi, da morajo centralne banke ukrepati postopno in previdno. Po mnenju Sacka in Wielanda pa je tako ravnanje centralne banke optimalno. Oba avtorja za to optimalno ravnanje navedeta tri razloge (Sack, Wieland, 1999):

- prihodnja pričakovanja,
- netočnost podatkov,
- negotovost ključnih ekonomskih kazalcev.

3.6.1. Prihodnja pričakovanja

Udeleženci na finančnih trgih delujejo v skladu s svojimi prihodnjimi pričakovanji in v skladu z delovanjem centralne banke. Na začetku poslovanja lahko pričakujejo zelo majhno spremembo obrestne mere. Tej spremembi kasneje sledijo nadaljnje spremembe, večinoma v isto smer. Zaradi teh pričakovanj ne prihaja do nobenih potreb po velikih spremembah. Številne študije so prišle do ugotovitve, da se BDP in raven cen odzivata na dolgoročno gibanje obrestnih mer. To dolgoročno gibanje pa je odvisno od pričakovanj prihodnjih kratkoročnih obrestnih mer. Zasebni sektor ima takšno politiko centralne banke za kredibilno. Kredibilna politika centralne banke pa ima potemtakem vpliv na agregatno povpraševanje. Za celotno gospodarstvo je najprimerneje, da centralna banka spreminja obrestne mere na takšen način (Monetarna politika, 2004).

3.6.2. Netočnost podatkov

V praksi se največkrat oziroma skoraj vedno dogaja, da so podatki o gibanju inflacije in BDP-ja revidirani za nazaj. To pomeni, da bankirji centralnih bank nimajo vedno točnih podatkov v trenutku svojega odločevanja, kar predvideva večina makroekonomskih modelov. To je tudi eden od razlogov, zakaj je za centralno banko dobro, da ukrepa postopno in takrat, ko so dejansko podatki na voljo. To znižuje potrebo po agresivni spremembi obrestne mere in s tem posledično znižuje nepotrebna velika nihanja rasti BDP-ja (Monetarna politika, 2004).

3.6.3. Negotovost nekaterih ključnih ekonomskih kazalcev

Vodstvo centralne banke se poleg negotovosti makroekonomskih kazalcev sooča tudi s samo negotovostjo ekonomskega okolja, v katerem deluje. Ta negotovost na en način sili centralno banko, da v majhnih korakih ukrepa oziroma spreminja obrestne mere. Sack in Wieland za ukrepanje v majhnih korakih navajata še nekaj vzrokov, in sicer:

- ohranjanje ugleda centralne banke,
- iskanje konsenza med samo centralno banko in nepredvidljivo reakcijo finančnega sistema,
- zdravje finančnega sistema.

Omenjena avtorja opozarjata tudi na morebitne nevarnosti take strategije centralne banke. Spreminjanje obrestne mere lahko postane zelo pogosto in centralna banka lahko v takem primeru postane nestanovitna (Sack, Wieland, 1999).

3.7. REFERENČNE OBRESTNE MERE ECB

Znotraj evro območja obstajajo tri obrestne mere. Osrednja obrestna mera ECB je obrestna mera, ki jo plačujejo banke za sredstva na tedenskih ponudbah. Pri teh ponudbah gre za transakcije, ki jim čez čas sledijo nasprotna transakcije. Razlika med prodajno in nakupno ceno so v bistvu obresti, ki jih centralna banka zahteva od bank. Te obresti določa ECB, saj le ta določa ceno, po kateri bo čez čas kupila finančno premoženje od bank, ki jim ga je pred tem prodala.

Največ sredstev dobivajo banke v evro območju s štirinajstdnevnimi posojili ECB. Do leta 2000 je vsak torek v tednu ECB povedala, koliko posojila je pripravljena ponuditi po na primer 3 % obrestni meri in na podlagi te ponudbe so nacionalne centralne banke povedale svoje povpraševanje, ki je ponavadi vedno presegało ponudbo. Zato je ECB dne 28. junija 2000 spremenila ta sistem licitacije in vzpostavila tri obrestne mere (Ribnikar, 2003):

- »najnižja obrestna mera« je obrestna mera, ki jo ponuja ECB centralnim bankam za štirinajstdnevno posojilo. Nacionalne centralne banke to obrestno mero lahko še vedno licitirajo, ampak samo navzgor. V praksi se le ta zaradi licitacije med nacionalnimi centralnimi bankami dejansko nekoliko zviša,
- eno odstotno točko nad osrednjo obrestno mero je praviloma obrestna mera, ki jo plačujejo centralne banke, ko se zadolžujejo čez noč. V kolikor na koncu dneva centralne banke ugotovijo, da nimajo dovolj rezerv, imajo to možnost, da se zadolžijo čez noč. Naslednji dan, ko začnejo na novo poslovati, pa morajo to posojilo vrniti. V tem primeru gre za t. i. »posojilno obrestno mero«,
- prav tako je praviloma za eno odstotno točko nižja obrestna mera, ki jo dobijo banke, če čez noč naložijo svoje odvečne rezerve pri centralni banki. Ta obrestna mera se imenuje »depozitna obrestna mera«.

V razponu med posojilno obrestno mero in depozitno obrestno mero, niha medbančna obrestna mera za posojila čez noč, ki se imenuje EONIA (Uro Overnight Index Average). EONIA je referenčna obrestna mera za čez noč za evro. Izračunana je kot tehtano povprečje vseh nezavarovanih posojil na medbančnem trgu evro območja, opravljenih s strani 49 najbolj aktivnih bank.

V Evropi se v glavnem kot referenčna obrestna mera uporablja medbančna obrestna mera EURIBOR (European Interbank Offered Rate). Za razliko od Evrope, ZDA ne jemlje kot referenčno obrestno mero medbančno obrestne mere, ampak tisto obrestno mero, ki jo plačujejo bankam najboljši komitenti (Prima Rate).

EURIBOR je evropska medbančna obrestna mera. Obstaja samo za nekatere standardizirane ročnosti, in sicer za ročnost 1, 3, 6 in 12 mesecev ter je prevladujoča referenčna obrestna mera na področju evra. Uporablja se seveda lahko tudi kot orientir (merilo) oziroma standard za trdne obrestne mere.

EURIBOR in EONIA torej kažeta na dogajanje na evropskem medbančnem trgu. Na splošno se uporabljata kot referenci za oblikovanje drugih obrestnih mer. V prvi polovici leta 2003 se je EONIA gibal okrog 2,5 %, po lanskem junijskem znižanju obrestne mere ECB pa se je spustila za približno 0,5 obrestnih točk. Tudi EURIBOR je bil v prvi polovici leta 2003 na nekoliko višji ravni in se je nato zniževal. Proti koncu leta 2003 se je EURIBOR gibal med 2,2 % in 2,5%.

V letu 2003 je bila na depozitnem trgu ročnost transakcij za EURIBOR zelo kratka. 65,2 % vseh poslov se je sklepalo z ročnostjo za čez noč, ročnosti do 30 dni pa so predstavljale 33,5 % delež. Pri pogodbah na obrestno mero EONIA so največji delež poslov predstavljali posli z ročnostmi od šest mesecev do enega leta, v zadnjem letu pa so najbolj zrasli posli z ročnostjo do enega meseca. Pri drugih obrestnih zamenjavah so imele največji delež pogodbe z ročnostjo od pet do deset let (Referenčne obrestne mere ECB, 2004).

Zaradi enotne valute je trg valutnih zamenjav v zadnjih nekaj letih izgubil pomen.

Promet s terminskimi pogodbami v zadnjem času vztrajno narašča. Najpomembnejše so pogodbe na EUIBOR, saj predstavljajo kar dve tretjini celotnega prometa. Promet s pogodbami EURIBOR predstavlja na londonski borzi LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) več kot 90 % celotnega prometa s kratkoročnimi terminskimi pogodbami, medtem ko odpade ostanek na nemško-švicarsko borzo Eurex in pariško borzo Euronext. V letu 2003 je bilo največ terminskih pogodb sklenjenih z ročnostjo od enega do treh mesecev. Za to ročnost pa je bil opazen tudi največji porast sklepanja novih pogodb.

Banke se usmerjajo na kratke ročnosti predvsem zato, ker nezavarovane transakcije za daljše ročnosti prinašajo preveliko tveganje. Poleg premije za tveganja pa ECB zahteva povečanje obveznih rezerv ter denarnih operacij na področju uravnavanja likvidnosti na kratek rok (Ročnost transakcij za EURIBOR, 2004).

3.8. VPLIV ROČNOSTI NA OBLIKOVANJE OBRESTNIH MER

O tem, kako vpliva ročnost na oblikovanje obrestnih mer lahko navedemo tri različne teorije. Te so (Košak, 2003):

- teorija pričakovanj,

- teorija o segmentiranosti trga,
- teorija referenčnega habitata.

3.8.1. Teorija pričakovanj

Zagovorniki te teorije zagovarjajo, da je dolgoročna obrestna mera za posojanje enaka povprečju pričakovanih obrestnih mer. Na primer, če je obrestna mera za posojanje za eno leto 6 % za dve leti pa 8 %, potem je po mnenju zagovornikov teorije pričakovanj komitentna obrestna mera 7 %. Torej nekdo, ki posoja, je pripravljen posojati za dve leti po obrestni meri 7 %. Empirično dejstvo, ki potrjuje to teorijo je, da so dolgoročne obrestne mere višje od kratkoročnih (Košak, 2003).

3.8.2. Teorija o segmentiranosti trga

Zagovorniki te teorije trdijo, da trgi med seboj niso povezani, so torej segmentirani in ravno v segmentiranosti trgov vidijo razlago, zakaj je dolgoročna obrestna mera za posojanje višja od kratkoročne. Zagovorniki te teorije razlagajo, da se krivulji ponudb in povpraševanja na različnih trgih sekata različno ter v tej razliki vidijo vzrok za razliko v obrestnih merah. Empirična ugotovitev, ki spodbija to teorijo je, da ko se obrestne mere zvišujejo ali pa znižujejo, se zvišujejo oziroma znižujejo vse hkrati. Ne zgodi se to, da bi se na enem trgu obrestne mere zvišale, na drugem pa znižale. Torej iz tega sledi, da trgi niso segmentirani, temveč so povezani (Košak, 2003).

3.8.3. Teorija referenčnega habitata

Teoretiki, ki podpirajo teorijo referenčnega habitata, upoštevajo pričakovanja glede bodočih obrestnih mer. Po njihovem mnenju gre posojilodajalec v kratkoročno posojilo v primeru, da ima njegov vrednostni papir kratkoročno in dolgoročno enak donos. Torej, problem vidijo v tem, kako pripraviti posojilodajalca, da posoja dolgoročno. Rešitev problema najdejo v tem, da je pri obrestnih merah potrebno upoštevati pričakovanja, in sicer pričakovanja kratkoročnih obrestnih mer v prihodnosti. Posojilodajalca se pripravi do tega, da gre v dolgoročno naložbo tako, da se mu poda zahtevano premijo za dolgoročno posojanje (Košak, 2003).

4. UVELJAVLJANJE REFERENČNIH OBRESTNIH MER V SLOVENIJI

Poleg nominalne konvergence, ki jo določajo maastrichtski konvergenčni kriteriji, je pomembna tudi realna konvergenca med državami. Ko govorimo o konvergenci med državami, mislimo s tem na približevanje v stopnji razvitosti med državo, ki želi uvesti evro in državami, ki so evro že uvedle. Najpogostejši kazalnik, ki se uporablja pri izkazovanju realne konvergence, je raven bruto domačega proizvoda na prebivalca (BDP p.c.), merjena po kupni moči glede na povprečje v državah EU⁵. Pri tem ni pomembno zgolj kakšno raven tega kazalnika določena država trenutno dosega, temveč je pomembna tudi ocena, koliko let naj bi določena država potrebovala, da bo dosegla omenjeno povprečje ali določeno raven tega povprečja. Med realnimi konvergenčnimi kriteriji prikazujemo le raven BDP-ja glede na povprečje EU in čas, ki bi ga država potrebovala za doseganje 75 % povprečja EU. Rezultati različnih raziskav so opozarjali na to, da ima Slovenija največ težav pri izpolnjevanju inflacijskega kriterija (Mencinger, 2004).

Iz tabele 1 na strani 22, lahko razberemo rezultate študije, izvedene leta 2004, ki nadaljuje podobno študijo izvedeno leta 2000. Tabela prikazuje leta, katera naj bi določene države potrebovale za doseganje 75 % povprečja EU.

Tabela 1⁶: Povprečna leta, ki so potrebna za doseganje 75 % EU

	1996	2000	2004	Leta do 75 % EU 15
Bolgarija	25	24	31	31
Češka	65	60	68	15
Estonija	33	38	48	19
Madžarska	47	52	64	11
Latvija	26	29	36	27
Litva	29	29	35	31
Poljska	36	39	45	33
Romunija	33	27	33	34
Slovaška	46	48	56	20
Slovenija	66	72	85	1

Vir: Banka Slovenije 2004.

⁵ Upošteva se donosnost do dospelja 10 letne državne obveznice, 19. januar 2004 (ni povprečje 12 mesecev).

⁶ Realna konvergenca, izražena v GDP/capita v US \$, % EU 15 za leto 2000 in EU danes za leto 2004.

4.1. OBRESTNA POLITIKA

Obrestne mere se tržno oblikujejo. Kot večina trgov tudi denarni trg ni popoln. Centralna Banka Slovenije (v nadaljevanju Banka Slovenije) lahko na podlagi državne prisile odločilno vpliva na njegovo ponudbo in povpraševanje. Moč Banke Slovenije ni neomejena. Pomembni sta predvsem dve omejitvi:

- finančna odprtost gospodarstva, ki centralni banki otežuje vodenje neodvisne politike obrestnih mer,
- velikost denarnega območja.

Slovenija je majhno in predvsem odprto denarno območje. Objektivno zato ne moremo imeti od zunanjega okolja neodvisne politike obrestnih mer. Odločilno nam jo določa tuja kreditna ponudba. Domačim bankam pa ne preostaja nič drugega, kot da se ji prilagajajo. To prilagajanje lahko poimenujemo »domača politika obrestne mere« (Lah, 2004).

V okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti Banka Slovenije podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost, upoštevajoč načela odprtega gospodarstva in proste konkurence. V državah z učinkovitim in razvitim denarnim sistemom so osrednje mere banke signal za oblikovanje obrestnih mer na denarnem trgu. Pri nas je zaradi postavljanja bližnjega cilja monetarne politike, uravnavanja količine denarja v obtoku⁷, vpliv obrestne mere potisnjen v ozadje. Banka Slovenije je primorana uravnavati obrestne mere in devizni tečaj soodvisno, če želi ohraniti nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku v pogojih sproščenih kapitalskih tokov. Na stabilnost tržnih obrestnih mer ima lahko torej potencialno močan vpliv Banka Slovenije s svojo ključno obrestno mero ter ozkim obrestnim razponom, ki je definiran z aktivno in pasivno obrestno mero centralne banke. Zgornjo mejo razpona predstavlja obrestna mera likvidnostnega posojila za izhod v sili (danes to vlogo prevzema lombardno posojilo), spodnjo mejo pa predstavlja obrestna mera, po kateri lahko banke plasirajo preseženo likvidnost ob koncu dneva (depozit čez noč), oziroma obrestna mera, po kateri se obrestujejo sredstva na računih pri Banki Slovenije (Košak, 2002).

V tabeli 2 na strani 24 je navedeno, koliko znaša obrestna mera za depozite za čez noč v Sloveniji. Podatki so podani s strani Banke Slovenije in izračunani za konec septembra 2004.

⁷ V letu 1997 si je Banka Slovenije kot bližnji cilj denarne politike prvič določila širok denarni agregat M3.

Tabela 2: Obrestna mera za depozite za čez noč (SIONIA)

	Skupaj	
Datum	Obseg transakcij v mio SIT	Obrestna mera
17.09.2004	4.600	3,77
20.09.2004	6.300	3,81
21.09.2004	7.000	3,84

Vir: Banka Slovenije, 2004.

Tabela 3: Povprečna obrestna mera refinanciranja – preračun z EURIBOR

Datum	Obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije	Obrestna mera začasne prodaje deviz Banke Slovenije za 7 dni + EURIBOR 7D	Obrestna mera začasne prodaje deviz Banki Slovenije za 7 dni + EURIBOR 3M
20.09.2004	3,00	3,06	3,12
19.09.2004	3,00	3,06	3,12
18.09.2004	3,00	3,06	3,12
17.09.2004	3,00	3,06	3,12
16.09.2004	3,00	3,07	3,12
15.09.2004	3,00	3,06	3,12
14.09.2004	3,00	3,06	3,12
13.09.2004	3,00	3,06	3,12
12.09.2004	3,00	3,06	3,12
11.09.2004	3,00	3,06	3,12
10.09.2004	3,00	3,06	3,12
09.09.2004	3,00	3,06	3,12
08.09.2004	3,00	3,06	3,12
07.09.2004	3,00	3,06	3,12
06.09.2004	3,00	3,06	3,12
05.09.2004	3,00	3,06	3,12
04.09.2004	3,00	3,06	3,12
03.09.2004	3,00	3,06	3,11
02.09.2004	3,00	3,06	3,11
01.09.2004	3,00	3,07	3,12
31.08.2004	3,00	3,07	3,12
30.08.2004	3,00	3,07	3,12
29.08.2004	3,00	3,07	3,12
28.08.2004	3,00	3,07	3,12
27.08.2004	3,00	3,07	3,12
26.08.2004	3,00	3,07	3,12
25.08.2004	3,00	3,07	3,12
24.08.2004	3,00	3,07	3,12
23.08.2004	3,00	3,07	3,11

Vir: Banka Slovenije, 2004.

Tabela 3 na strani 24 prikazuje obrestno mero refinanciranja pri Banki Slovenije, preračunano z obrestno mero EURIBOR.

Letna obrestna mera refinanciranja pri Banke Slovenije = Letna obrestna mera začasne prodaje deviz Banki Slovenije za 7 dni + Letna obrestna mera ECB za glavni instrument refinanciranja.

Obrestna mera je tesno povezana z inflacijo in deviznim tečajem.

Inflacija se je v prejšnjih letih v večini držav močno povečala, zato se centralne banke postopoma nagibajo k bolj restriktivnim denarnim politikam. Visoke cene surovin vse močnejše vplivajo na cene proizvajalcev, ki v letošnjem letu rastejo skoraj dvakrat hitreje od cen življenjskih potrebščin in se že postopoma prenašajo v inflacijo. Inflacija je v evro območju maja letošnjega leta znašala 2,5 %, v ZDA pa je že presegla 3% (Obrestna mera, inflacija in devizni tečaj, 2004).

V obdobjih visoke inflacije oziroma celo hiperinflacije se uporablja indeksacija oziroma revalorizacija. Revalorizacija v takšnih primerih v ekonomski prostor vnaša občutek varnosti glede ohranjanja realne kupne moči. Slovenija je revalorizacijo uporabljala vse od obdobja razglasitve svoje suverenosti. Danes tudi v razvitih državah, kjer so stopnje inflacije za slovenske razmere zavidljivo majhne, revalorizacija do neke mere še obstaja in je implicitno upoštevana v nominalno izraženih obrestnih merah, ne glede na njeno administrativno ali pa tržno odpravo.

V terminskem načrtu programa vključitve Slovenije v ERM 2, ki sta ga pripravili Vlada Republike Slovenije in Banka Slovenije, so prikazane možne poti uvajanja nominalnih obrestnih mer, odpravljanja temeljne obrestne mere, iskanja domače referenčne obrestne mere in zniževanja inflacije. V letu 2003 so bili procesi zniževanja obrestnih mer za domačo valuto v poslovnih bankah zelo intenzivni. Zaradi vključitve Slovenije v ERM 2 in težnje po vstopu v EMU se morajo domače obrestne mere postopoma približevati ravni obrestnih mer za evro (Obrestna politika bank v času približevanja EMU, 2004).

4.2. POSEBNOSTI SLOVENSKEGA DENARNEGA TRGA

Pri izboru ustrezne obrestne mere kot referenčne obrestne mere se v Sloveniji srečujemo s številnimi pomanjkljivostmi domačega denarnega trga, ki otežujejo obstoj referenčne obrestne mere. Razviti denarni trg omogoča centralni banki učinkovitejši transmisijski mehanizem za vodenje denarne politike, bankam pa daje možnost lažjega uravnavanja likvidnosti na trgu.

Posebnosti našega medbančnega finančnega trga, ki otežujejo oblikovanje »prave«⁸ slovenske medbančne obrestne mere so (Kelemen, 2004):

- presežek v strukturnem položaju denarnega trga,
- majhnost in nelikvidnost trga z vidika trgovanja,
- omejena možnost predvidevanja gibanja denarnih tokov, ki je odvisna predvsem od kapitalskih prilivov iz tujine, katerih ocene so še bolj nepredvidljive, kar bankam v praksi onemogoča planiranje likvidnosti na daljši rok,
- omejeno število finančnih instrumentov, s katerimi poslovne banke trgujejo,
- premalo aktivna vloga Banke Slovenije na področju oblikovanja obrestnih mer,
- visoka marža med obrestnimi merami za depozite in obrestnimi merami za najeta posojila pri Banki Slovenije,
- nerazviti trg medbančnih vezanih depozitov z ročnostjo med enim mesecem in enim letom.

Največja pomanjkljivost slovenskega denarnega trga je v tem, da je trg premalo globok ter širok in posledično tudi manj konkurenčen glede na ostale denarne trge.

4.3. OBLIKOVANJE OBRESTNIH MER V SLOVENIJI

Z letom 1994 je Slovenija uvedla temeljno obrestno mero (v nadaljevanju TOM). Višina obrestne mere se je določala na podlagi pretekle inflacije. Zakon o temeljni obrestni meri je predpisal, da mora Banka Slovenije določiti TOM na višini, s katero ohranja realno vrednost denarja. Kako pa naj bi to Banka Slovenije določala, pa je bilo prepuščeno njeni odločitvi. Velika slabost tega načina se je pokazala v primerih zniževanja inflacije, ko je ta način bil celo v nasprotju z zakonom (Finančni podatki TOM, 1999).

Čeprav je sam sistem oblikovanja TOM-a dokaj dober in je omogočal dobro preglednost in manjšo špekulativnost pri določanju obrestnih mer, so se v Sloveniji že pred leti začeli iskati drugačni načini oblikovanja obrestnih mer. Danes se bistveno bolj kot nominalne obrestne mere uporabljajo obrestne mere vezane na EURIBOR oziroma na med bančne obrestne mere.

⁸ Pri uporabi izraza »prava« mislim na oblikovanje takšne medbančne obrestne mere, ki naj bi jo sprejel trg kot referenco pri izvajanju transakcij.

Razpoložljivi kazalniki razvitih finančnih sistemov nakazujejo, da se uporaba variabilnih obrestnih mer sicer večja, še vedno se pa pri večini finančnih transakcij uporablja nominalna nespremenljiva obrestna mera. Uporaba variabilne obrestne mere prevladuje na grosističnih segmentih finančnega trga ter v nekaterih državah pri dolgoročnih hipotekarnih kreditih (Obrestna politika bank v času približevanja EMU, 2004).

Nekatere domače poslovne banke niso uspele oblikovati enotne domače referenčne obrestne mere in zato se pri nas pojavlja več referenčnih obrestnih mer.

Banke se odločajo za različne modele oblikovanja dolgoročnih nominalnih obrestnih mer, na podlagi katerih je nastal npr. *prima rate* NLB-a ali SIOM SKB banke.

NLB je s 1. novembrom 2002 ponudila komitentom tri nove oblike določanja obrestnih mer za dolgoročna posojila. Poleg širitve na spremenljive obrestne mere za osebna posojila za fizične osebe z ročnostjo do treh let se je NLB odločila, da trgu ponudi še možnost uporabe prvovrstne obrestne mere NLB ter nominalne obrestne mere, katere spremenljivost bo vezana na obrestno mero NLB za kratkoročna posojila z ročnostjo do enega leta. Prvovrstna obrestna mera se bo spreminjala glede na spremembe obrestne mere za 60-dnevne blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih (Kordež, 2004).

V sredini februarja 2003 je SKB banka kot prva banka v Sloveniji dosedanje referenčno obrestno mero TOM nadomestila z novo referenčno obrestno mero, poimenovano SIOM. SIOM je sestavljen iz tri mesečnega EURIBOR-a in cen tolarkega posojila Banke Slovenije poslovnim bankam na podlagi začasno prodanih deviz. SIOM pomeni prehod od vgrajevanja učinka pretekle inflacije k izhodišču, ki je bližje standardom na finančnih trgih EU. SIOM je vezan na monetarno politiko dveh centralnih bank, in sicer na Banko Slovenije in ECB. Dnevno se prilagaja spremembam na finančnih trgih, iz česar sledi, da so nihanja manj prisotna kot v primeru TOM-a. V prihodnosti se bo SIOM približeval stopnji EURIBOR-a ter razmeram v EU in EMU, kar bo zmanjševalo obrestno negotovost bančnih strank. SIOM kot referenčna obrestna mera odslikava denarno politiko v odvisnosti od inflacijskih pričakovanj. To pomeni vezavo na obrestno mero swap⁹. Primernost vezave se kaže v tem, da vsaj del tega instrumenta prikazuje dejanske stroške refinanciranja bank. SIOM lahko pomembno vpliva tudi na učinkovitost denarne politike. Poleg tega da SIOM kot ena od referenčnih obrestnih mer v Sloveniji odraža objektivne kriterije, je pregledna in enostavna za izračun. Pri finančnem posredovanju v bančni sistem predstavlja SIOM metodološko slabost, saj pomeni ceno bančnega vira in ne cene medbančnih naložb, kot je to praksa v večini razvitih držav. Vendar pa po drugi strani omogoča določanje višine pasivnih obrestnih mer brez negativnih pribitkov (Odprava TOM-a, 2003).

Izbira SIOM-a kot referenčne obrestne mere naj bi omogočala tehnično enostaven prehod v evro, saj naj bi po nepovratnem fiksiranju tečaja EUR / SIT (ob prevzemu evra) obrestna mera swap padla na 0 (Finančni podatki TOM, 1999).

⁹ Swap – obrestnamera na deviznih trgih.

Tabela 4 na strani 28 prikazuje, da so vrednosti TOM-a in SIOM-a dokaj podobne, kar daje zaupanje v pogodbe, ki so sklenjene po tej obrestni meri. Nadalje je iz tabele razvidno, da je v Sloveniji trenutno prisoten trend zniževanja nominalnih obrestnih mer.

Tabela 4: Primerjava TOM / SIOM

MESEC	VREDNOST TOM ¹⁰ (v %)	VRDNOST SIOM ¹¹ (v %)
januar	7,30	7,31 – 7,02
februar	8,11	7,02 – 6,53
marec	6,05	6,25 (01/04/2003)
april	6,25	6,53 (29/04/2003)

Vir: Bohnec, 2004.

Poleg referenčne obrestne mere SIOM v Sloveniji poznamo še SITIBOR. Po prenehanju uporabe TOM-a so poslovne banke spremenile dogovor o oblikovanju slovenske medbančne obrestne mere in »uzakonile« novo med bančno obrestno mero SITIBOR. SITIBOR je po definiciji medbančna obrestna mera, ki se dnevno oblikuje na podlagi dnevno kotiranih obrestnih mer za dane vezane tolarske depozite osmih največjih bank (po kriteriju bilančne vsote). Za SITIBOR je značilno, da se odziva na spremembe v likvidnosti denarnega trga (predvsem pri krajših ročnostih). Vendar je ta značilnost v slovenskih razmerah nekoliko posebna, saj banke delujejo v razmerah strukturnega presežka denarnega trga. Metodološko je torej SITIBOR podoben referenčnim obrestnim meram, ki se oblikujejo na razvitih tujih finančnih trgih. Zaradi slabo učinkovitega ter majhnega slovenskega denarnega trga lahko banke bolj neodvisno določajo vrednosti SITIBOR-a, kar znižuje kredibilnost te obrestne mere kot referenčne obrestne mere (Bohnec, 2004).

Izbira SITIBOR-a kot referenčne obrestne mere bi omogočala relativno enostaven prehod v evro oziroma zamenjavo za EURIBOR. To izhaja iz dejstva, da bi se moral s fiksiranjem tečaja EUR / SIT SITIBOR logično izenačiti z EURIBOR-om.

4.3.1. Primerjava obrestnih mer slovenskega trga z obrestnimi merami na razvitih trgih

Na trgih, s katerimi se Slovenija skuša primerjati, je za referenčno obrestno mero običajno v uporabi med bančna obrestna mera.

Za primer, grafično prikazan na sliki 3 na strani 31, navajam obravnavo oblikovanja referenčnih obrestnih mer na treh razvitih trgih, in sicer na trgu EMU, trgu Velike Britanije in trgu ZDA ter na

¹⁰ Spreminja se le enkrat v mesecu.

¹¹ Spreminja se dnevno, podani sta zgolj vrednosti na prvi in zadnji dan v mesecu.

slovenskem medbančnem trgu in na trgu države, letošnje članice EU, s katero se največkrat primerjamo, to je Češka (Chez Nattional Bank, 2003).

Primerjava je omejena na en vidik proučevanja, in sicer na vpliv obrestne politike centralne banke na oblikovanje referenčne obrestne mere. V vseh omenjenih državah je obrestna politika centralnih bank podobna, razen v Sloveniji, kjer je zaradi številnih posebnosti monetarnega okolja v ospredje postavljen vmesni cilj količine denarja v obtoku. Češka, Velika Britanija in EMU imajo enako oblikovane obrestne razpone, in sicer v velikosti dveh odstotnih točk. Zgornjo mejo postavlja obrestna mera za možnost sposojanja čez noč pri centralni banki, medtem ko spodnjo mejo predstavlja obrestna mera deponiranja preseženih sredstev čez noč. V sredini razpona je podana ključna obrestna mera centralne banke, ki je na Češkem in v Veliki Britaniji repo¹² obrestna mera z ročnostjo dveh tednov, v EMU pa obrestna mera, ki se pojavlja v operacijah glavnih refinanciranj, tudi z ročnostjo dveh tednov. Znotraj določenega razpona se gibljejo tržne obrestne mere, kar vodi do njihove manjše spremenljivosti in posledično do stabilizacije. ZDA ima malce drugače zastavljeno politiko obrestnih mer. In sicer, ne določa ključne obrestne mere, ampak postavlja višino ciljne obrestne mere, ki se determinira na fed funds trgu¹³ (Bank of England, 1999).

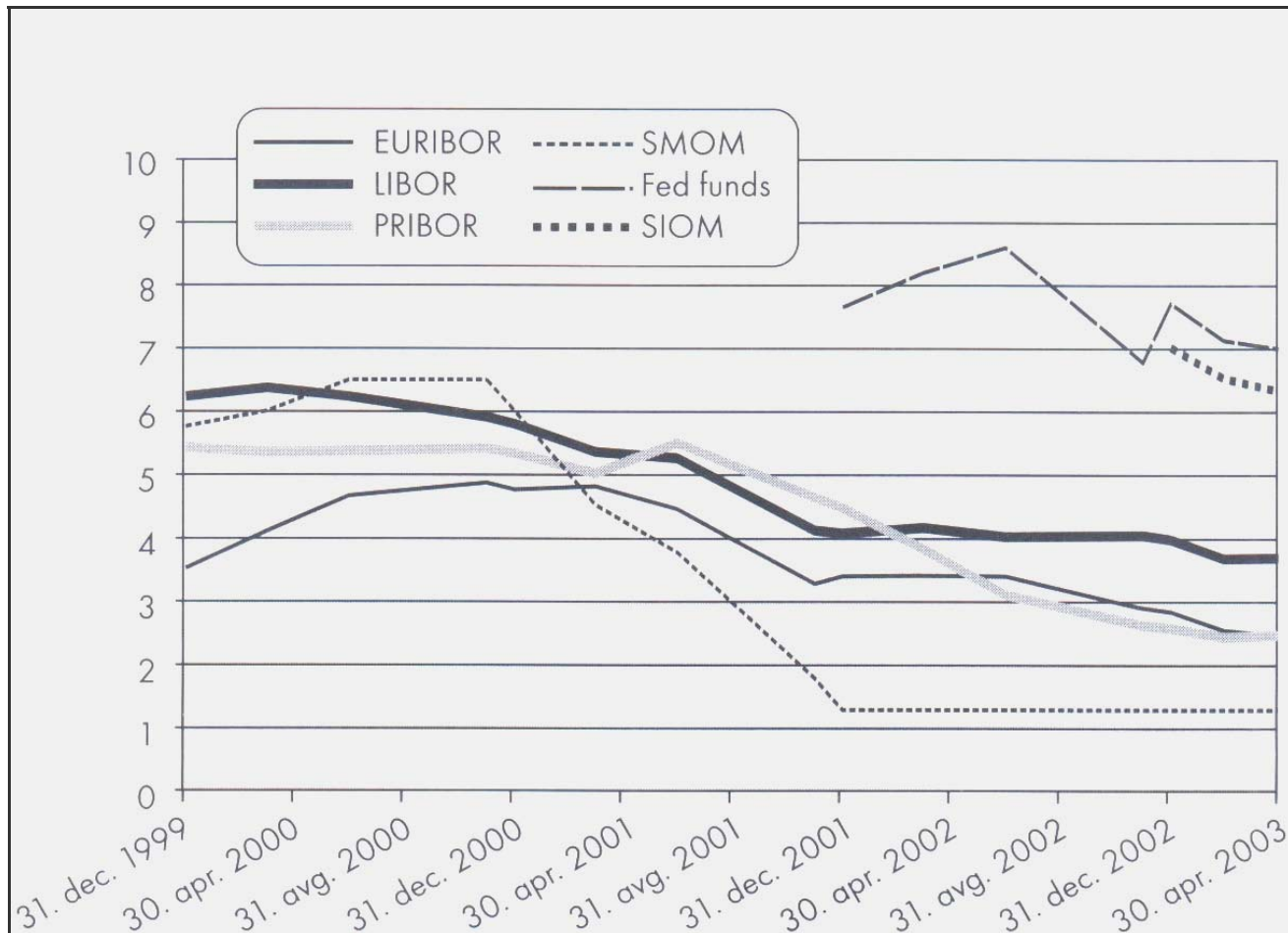
V Sloveniji je obrestni koridor precej širši, saj se giblje okrog šest odstotnih točk, kar vpliva na večjo spremenljivost tržnih obrestnih mer, manjše zaupanje trga v referenco ter manjšo uporabo v finančnih pogodbah. Iz slike 3 s strani 31 lahko razberemo tendenco gibanja posameznih referenčnih obrestnih mer na proučevanih finančnih trgih. Vse obrestne mere se gibljejo dokaj blizu, razen slovenske (tj. SMOM), ki je nekaj odstotnih točk višja zaradi višje stopnje inflacije in višje realne obrestne mere. V tem primeru je potrebno poudariti, da gre za primerjavo nominalnih obrestnih mer, kjer je implicitno vključena komponenta pričakovane inflacije. Glede na to, da je trenutna stopnja inflacije v Sloveniji okrog 2,6 % (CPI – Consumer Price Indeks), v ostalih proučevanih državah pa okrog 2 %, razlika med slovenskima SIOM in SMOM ter ostalimi referenčnimi obrestnimi merami sledi kot logična posledica (Obrestne mere na slovenskem trgu, 2004).

Iz slike 3 s strani 30 lahko sklepamo tudi o tem, da so cene v evropskem finančnem prostoru medbančnega zadolževanja (EURIBOR) in cene primerljivih naložb bistveno bolj izenačene kot pri nas. To pomeni, da se pri direktnih finančnih netvegane stranke lahko zadolžujejo po skoraj enaki ceni kot banka, kar je predvsem posledica konkurenčnih finančnih trgov. V slovenskih razmerah pa prihaja do precejšnjih razlik v cenah zadolževanja bank in podjetij.

¹² Repo – obrestna mera po kateri centralna banka kupuje začasno aktiva, oziroma to je tista obrestnamera po kateri centralna banka daje banknam posojila zavarovana z ustrežno kakovostjo finančnega premoženja.

¹³ Fed fund trg je trg vrednostnih papirjev, ki jih izdaja ameriška centralna banka (FED).

Slika 3: Primerjava slovenskih medbančnih obrestnih mer in tujih referenčnih obrestnih mer



Vir: Bohnec, 2004.

Nadalje lahko iz slike razberemo, da je tudi v svetu prisoten splošni trend zniževanja nominalnih obrestnih mer. Največji padec od decembra 1999 do aprila 2003 je značilen za referenčne obrestne mere na Češkem. Za Češko je celo znan pojav »undershootinga«¹⁴, kar je vplivalo na slabše ekonomske rezultate in delno recesijo gospodarstva, zato takšna strategija za Slovenijo ni priporočljiva. ZDA pa zaradi močne gospodarske recesije znižuje raven obrestnih mer na »zgodovinske nižine« s ciljem ponovnega zagona gospodarstva. Tudi EURIBOR je bil lani precej nizko, ker je tudi ECB poskušala z nižanjem obrestnih mer vplivati na okrevanje gospodarstva določenih držav.

Iz navedenega lahko pričakujemo, da se bo tolarska obrestna mera pogostejše uporabljala pri kratkoročnih posojilih, devizna klavzula pa pri dolgoročnih. Zniževanja obrestnih mer za domačo

¹⁴ Undershooting- izrivanje investicij

valuto v letu 2003 niso bila preveč intenzivna. Dejanska gibanja so šla v smer visoke rasti pri tolarskih depozitih in relativno nizke rasti tolarskega kreditiranja. Na deviznem trgu je položaj ravno nasproten. Opažamo visoko rast deviznega kreditiranja in majhno rast deviznih depozitov. Ti dve dejstvi potrjujeta, da so tolarske obrestne mere višje od obrestnih mer za devizno poslovanje. V prvi četrtini leta 2003 je namreč povprečni strošek tolarskih depozitov podjetij znašal 8,3 %, strošek deviznih depozitov pa 1,2 %, pri čemer je tolar depreciral za približno 4 %. Tako znaša razlika med tolarskimi in deviznimi depoziti 3,1 odstotne točke. Razlika se je ohranjala skozi celo leto 2003, s tem, da se je nekoliko znižala in konec leta ohranila na ravni dveh odstotnih točk (Banka Slovenije, 2004).

Ključni zaključek je, da se referenčne obrestne mere tako domačih kot tujih trgov dolgoročno gibljejo vzporedno.

4.4. PRIHODNJA PRIČAKOVANJA

Možnosti za odpravo slabosti medbančnega trga, ki ovirajo oblikovanje referenčne obrestne mere v Sloveniji, so v prihodnosti odvisne predvsem od sodelovanja in skupnega prizadevanja poslovnih bank, Banke Slovenije in Ministrstva za finance.

Glede vprašanja, kakšne bodo obrestne mere v Sloveniji po vstopu v EMU, skoraj ni nikakršnega dvoma. Če pogledamo današnje stanje, vidimo, da so na primer dolgoročne obrestne mere v vseh državah EMU praktično enake. Gibljejo se v razponu med 4,1 % in 4,3 % in še te razlike so bolj metodološke narave, saj niso povezane ne z velikostjo niti z razvitostjo države. Statistične analize dajejo rezultate, da se je v proučevanem dvainštiridesetletnem obdobju (od 1962 do 2004) EURIBOR vedno prilagajal višini inflacije (Kordež, 2004).

Večje odstopanje obrestnih mer v Sloveniji od obrestnih mer v tujini je lahko zelo nevarno za razne špekulativne namene.

Odstopanje slovenske obrestne mere od tistih v tujini bi za našo državo lahko označili kot kritične razmere, če se po drugi strani ne bi Slovenija vse hitreje približevala zastavljenemu roku za vključitev v EMU. Zaradi vstopa v EMU se bodo morale posebnosti na področju regulativ in zakonodaje vse hitreje odpravljati, z njimi pa tudi posebnosti na področju obrestne politike.

Glede cenovne stabilnosti v Sloveniji je v letošnjem letu bilo narejeno zelo veliko. Povprečna inflacija je leta 2003 znašala 5,7 %, povprečna inflacija za prvih devet mesecev letošnjega leta pa znaša 2,6 %. To pomeni, da se Slovenija v prvih devetih mesecih letošnjega leta zelo približuje izpolnjevanju še enega maastrichtstega konvergenčnega kriterija za vstop v EMU, in sicer kriterij »stabilnosti cen na drobno«, ki zahteva, da stopnja inflacije ne sme presegati za več kot 1,5 odstotne točke tehtane povprečne stopnje inflacije treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije. Rešitev za nadaljnjo

stabilnost inflacije bi bil »stabilizacijski pakt«, ki bi določal, da stroški doma ne smejo prehitevati tistih v razviti Evropi (Obrestna politika bank v času približevanja EMU, 2004).

4.4.1. Smer delovanja slovenskega gospodarstva

Glede na trenutne razmere slovenskega gospodarstva lahko pričakujemo naslednje (Monetarna politika, 2004):

- letošnja inflacija in inflacija v naslednjih letih naj ne bi presegala meje za izpolnitev konvegenčnega kriterija »stabilnosti cen na drobno«,
- preprečitev spodrivanja domačega kreditiranja s strani tujih kreditov s pomočjo realne obrestne mere s pomočjo ročnosti ipd. ,
- prilagoditev domače kreditne obrestne mere tuji kreditni ponudbi,
- nadaljnja uporaba tolarske obrestne mere in obrestne mere z devizno klavzulo pri obrestovanju domačih bančnih vlog,
- zniževanje domačih obrestnih mer s strani Banke Slovenije.

Za večjo konkurenčnost domače obrestne mere je ključnega pomena njeno zniževanje. Država lahko ali zmanjša svoje finančno povpraševanje ali uporabi tudi druge mehanizme, s katerimi lahko vpliva na znižanje domačih obrestnih mer. To je potrebno predvsem zaradi tega, ker nekonkurenčna domača obrestna mera poudarjeno krepi tržne pozicije tujih bank v škodo domačih bank. Slovenija hitro povečuje svojo zunanjo zadolženost, občasno pa krepi devizne rezerve. Zaradi tega ima precejšnje obrestne izgube, ki posredno obremenjujejo njen proračun. Kot primer lahko navedem podatek Banke Slovenije, da rasti deviznih rezerv v letu 2003 ni bilo. S cenejšimi tujimi viri se financirajo dobra podjetja menjalnega sektorja, z dražjimi pa država (Banka Slovenije, 2004).

Po sedanjih izračunih bo v naslednjih dveh do treh letih edina medbančna obrestna mera, ki bo veljala v Sloveniji EURIBOR. Zato bi bilo najbolje, da Banka Slovenije določa temeljno obrestno mero po novi metodologiji po kateri bi ta postopno konvergirala k EURIBOR. To bi bil najbolj naraven prehod k evropskim obrestnim meram, ki bodo postopno edine veljavne obrestne mere pri nas. To približevanje aktivnih in pasivnih obrestnih mer k tistim v EU (torej zniževanje) naj ne bi v veliki meri spremenilo nagnjenost k varčevanju ali potrošnji, čeprav bi bilo za slovensko ekonomijo celo bolj nekaj več trošenja, kot ga ima danes.

Približevanje EMU se bo odvijalo hitreje v primeru, da se bosta Banka Slovenije in Republika Slovenija odločili za popolnoma odprte tržne pogoje poslovanja. Dejansko pa smo EMU bližje kot bi rekli na prvi pogled, saj večina trenutnega kreditiranja podjetij poteka v evrih in ne v tolarjih. Takšna oblika poslovanja je seveda prisotna zaradi prej omenjenih razlik v obrestnih merah. Te razlike naj bi se izenačile že v zelo zgodnji fazi ERM 2, in sicer predvidoma že v začetku leta 2005 (Banka Slovenije, 2004).

4.4.2. Tekoči problemi

Poleg vseh doseženih ciljev s strani naše države so tudi takšni »cilji«, ki so ostali neizpolnjeni. Eden od njih je oblikovanje »prave« domače referenčne obrestne mere. Poslovne banke so uporabo SITIBOR-a (oziroma SITIBOR-a različnih ročnosti) zaenkrat omejile samo na medbančni trg, saj se na najvišji ravni nikakor niso mogle dogovoriti, da bi ga podprle tudi v funkciji splošno uporabne domače referenčne obrestne mere. Banka Slovenije je v procesih iskanja le te stala ob strani in bančnim krogom ni poslala nobenega pravega signala, katera od možnih domačih referenčnih obrestnih mer bi v praksi lahko nadomestila TOM. Enotnosti pri iskanju alternativnih rešitev ni bilo, kar za razmere na domačem trgu v prihodnjih mesecih oziroma letih najverjetneje ne bo najbolje (Lah, 2004).

Nekateri ekonomisti menijo, da vztrajno iskanje slovenske referenčne obrestne mere za tako kratko obdobje ne bo dalo ustreznega rezultata. Preprosto trdijo, da slovenska referenčna obrestna mera ne bi mogla zaživeti, ker se na daljši rok ne more vezati nanjo, razen če bi se popolnoma približevala EURIBOR-u. Problem približevanja EURIBOR-u pa vidijo v problematiki posebnega davka na bilančno vsoto bank. Omenjeni davek s svojimi specifičnostmi dobesedno »ruši trg«, saj njegovi učinki neposredno vplivajo na višino obrestnih mer na medbančnem trgu, posledično pa tudi na pogoje poslovanja na depozitnem trgu, trgu posojil in trgu državnih vrednostnih papirjev. Obrestne mere se zaradi omenjenega davka oddaljujejo od nivojev, ki bi jih sicer narekovali zakoni ponudbe in povpraševanja (Lah, 2004).

4.4.3. Možne rešitve

Ker se banke niso mogle uskladiti in odločiti za uporabo enotne obrestne mere, ki bi veljala za referenčno obrestno mero, je potrebno iskati ustrezen rešitev za nastalo situacijo. Izhodiščno obrestno mero za posojila, na katero se dodajajo pribitki za ročnost in boniteto posojilojemalca, je moč oblikovati tudi na drugih osnovah. Načelne možnosti so vezane na oblikovanje enotne obrestne mere posamezne banke za prvovrstne posojilojemalce, ki igra vlogo referenčne obrestne mere.

Problematika omenjene rešitve je namreč vezana na dejstvo, da je v ozadju odločitve tovrstne obrestne mere enostranska odločitev posamezne banke, ne pa neka splošno uveljavljena tržna osnova.

Druga možnost oziroma rešitev je obrestna mera vezana na državne zakladne menice. Vendar pri tem velja biti pozoren predvsem na dejstvo, da se zakladne menice razlikujejo od bančnih vlog in kreditov po tem, da jih je mogoče prodati pred zapadlostjo. To pa pomeni, da se obrestna mera sčasoma lahko spreminja v odvisnosti od razvoja sekundarnega trga, neodvisno od potrebnega prilagajanja dolgoročni bančnim obrestnimi merami. Hkrati obstaja mnenje, da bo trg zakladnih menic verjetno preveč bančni, da bi lahko predstavljal kaj širšega, oziroma nekaj narodno-gospodarsko referenčnega. Zato pa naj bi bili 60- in 270-dnevni blagajniški zapisi Banke Slovenije in zakladne menice pomembna orientacija za oblikovanje nominalne obrestne mere (Obrestna politika bank v času približevanja EMU, 2004).

4.4.4. ZADNJA SPREMINJANJA

Proces zniževanja obrestnih mer se za domačo valuto še naprej nadaljuje. Večje poslovne banke v povprečju znižujejo obrestne mere za vloge ter posojila vsaka dva meseca in se približujejo dolgoročnemu cilju oziroma primerljivim obrestnim meram za evro.

Banka Slovenije je lansko leto zniževala svoje ključne obrestne mere z namenom vplivanja na zniževanje obrestnih mer poslovnih bank in kot odziv na znižanje ključne obrestne mere ECB. Banka Slovenije je tako v mesecu juniju leta 2004 v povprečju znižala svoje obrestne mere za 0,75 % zaradi znižanja ključne obrestne mere ECB (za 0,5 %) in zaradi nadaljnjega zapiranja razlike med obrestnimi merami Banke Slovenije in obrestnimi merami ECB. Z zniževanjem domačih obrestnih mer v letošnjem letu 2004 se krepijo naložbe domačih bank, ki so v mesecu maju 2004 porasle za 17,1 %. Zaradi ugodnejših obrestnih mer se podjetja čedalje bolj financirajo preko domačih kreditov (Banka Slovenije, 2004).

Pod vplivom padajočih obrestnih mer se spreminja tudi struktura denarnih agregatov. M3 je porasel za 6 %, pri tem je M2 porasel za 5 %, devizne vloge pa za dobrih 9 %. Dolgoročne tolarske vloge se zmanjšujejo, prihranki pa se selijo v vzajemne sklade in devizne vloge. Država je izkoristila ugodne razmere na trgu in z vidika dosežene »fiksne nominalne« obrestne mere več kot uspešno končala izdajo 10-letne obveznice Republike Slovenije v tolarjih (Banka Slovenije, 2004).

Tabela 5 na strani 35 prikazuje obrestne mere v Sloveniji, ki so veljale v prvi polovici letošnjega leta.

Tabela 5: Obrestne mere v Sloveniji

	OM
Lombardno posojilo	5,00
Začasni odkup BZ v tujem denarju za 7 dni, izklicna	/
Začasno odkup deviz za 7 dni, cena	1,00
Začasna prodaja deviz za 7 dni	1,00
Obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije	3,00
Obrestovanje OR	1,0
Depozit čez noč	2,25
Tolarski blagajniški zapisi, 60 dni	4,00
Tolarski blagajniški zapisi, 270 dni, izklicna	4,20
Blagajniški zapisi BS v EUR, 60 dni	2,02
Blagajniški zapisi BS v EUR, 90 dni	2,04
Blagajniški zapisi BS v EUR, 120 dni	2,05
Blagajniški zapisi BS v USD, 60 dni	1,71
Blagajniški zapisi BS v USD, 90 dni	1,79
Blagajniški zapisi BS v USD, 120 dni	1,87
Dolgoročni depoziti	4,20

Vir: Banka Slovenije, 2004.

Številke v tabeli so rezultat celoletnega prizadevanja Vlade Republike Slovenije, Banke Slovenije in Ministrstva za finance za znižanje obrestnih mer ter njihovo prilagoditev zahtevam EU in EMU.

Slovenija se ta trenutek nahaja pred vključitvijo v EMU. Vključitev v ERM 2 je bil prvi pogoj za prevzem evra, ki ga Slovenija načrtuje v letu 2007. Do predvidene vključitve v EMU ostaja torej dve leti časa za pripravo pogojev za stabilizacijo tečaja tolarja. V tem času bo morala Slovenija, če želi, da se bo inflacija gibala v predvidenih okvirjih, odpraviti indeksacijo plač. Inflacija naj ne bi do konca letošnjega leta presegala 3,5 %, ob koncu prihodnjega leta pa naj ne bi presegala 3 %. To pomeni, da bodo tudi obrestne mere v letošnjem letu in naslednjem letu še naprej padale. Banka Slovenije zapira del obrestne paritete s prilagajanjem (zniževanjem) obrestnih mer, del pa z depreciacijo tolarja v primerjavi z evrom. Ker so po vstopu v ERM 2 možnosti zapiranja obrestne paritete s spreminjanjem tečaja tolarja bistveno manjše, se morajo tolarske obrestne mere do konca leta povsem približati obrestnim meram za evro. Tolarske obrestne mere bodo lahko višje le za morebitno različno premijo Slovenije (Obrestna mera, inflacija in devizni tečaj, 2004).

V poslovnih bankah se je razlika med tolarskimi obrestnimi merami in obrestnimi merami za evro pokazala v vedno večjem povpraševanju strank po kreditih v evrih in kreditih z evro klavzulo na eni

strani ter po tolarskem varčevanju na drugi strani. Edini način, kako ohraniti tolarsko kreditiranje, je ponuditi komitentom tolarsko obrestno mero, ki bo konkurenčna obrestnim meram za kredite v evrih.

5. SKLEP

Evropska monetarna unija je s 1. januarjem 1999 postala resničnost. Tistega dne je vodenje denarne politike evro območja prevzela ECB. Tako je prišlo do uresničitve precej stare ideje, katera se je pričela razvijati v povojni Evropi. Ustanovitev EMU je za države članice pomenila izoblikovanje enotne integracije in neodvisne centralne banke, ki vodi ne inflacijsko denarno politiko. Sam proces ustanovitve je potekal od začetka devetdesetih let dalje v treh fazah. Njegovi rezultati pa so vidni danes, ko monetarna unija nemoteno deluje že nekaj let.

Cilj ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti znotraj evro območja. Za doseganje tega cilja ima ECB na voljo različne tržne in netržne instrumente. Najpomembnejši instrument denarne politike ECB so operacije refinanciranja. Z njimi ECB dodaja bančnemu sistemu potrebno likvidnost. ECB mora bančnemu sistemu dodajati likvidnost, ker znotraj Evrosistema obstaja likvidnostni primanjkljaj bančnega sistema nasproti Evrosistema. Cena oziroma obrestna mera, ki jo ECB zahteva za sredstva na glavnih operacijah refinanciranja, je najpomembnejša obrestna mera, ki jo določa ECB, zato se ta obrestna mera imenuje tudi osrednja obrestna mera evro območja. Z njo ECB signalizira trgu, kakšna je po njenem mnenju v danem trenutku primerna višina obrestne mere, s katero želi EC doseči cenovno stabilnost.

Pomemben dejavnik v sami implementaciji denarne politike ECB je dejstvo, da ima evro območje obvezen sistem povprečnega držanja obveznih rezerv znotraj enomesečnega obdobja. Takšen sistem omogoča bankam precejšnjo fleksibilnost in pomembno vpliva na obnašanje obrestne mere za čez noč. Osrednja obrestna mera za čez noč se je v prvih šestih letih delovanja ECB vedno gibala blizu osrednje obrestne mere ECB, razen po zadnji glavni operaciji refinanciranja, ko so likvidnostni pogoji prisilili banke k uporabi ene izmed odprtih možnosti.

Tako kot drugi finančni trgi se tudi denarni trg vedno bolj integrira. ECB je na področju integracije ves čas aktivna ter podpira številne pobude za nadaljnjo intervencijo in razvoj trga. Učinkovit in dobro integriran finančni sistem ter trg sta temelja za učinkovito transmisijo denarne politike na celotnem evro območju. Največji vpliv, ki ga lahko ima ECB na obrestne mere, je da vodi takšno denarno politiko, ki je v očeh finančnega trga kredibilna in usmerjena k zagotavljanju dolgoročne cenovne stabilnosti. Ker so dolgoročne obrestne mere danes v EMU na zgodovinsko nizkih ravneh, lahko mirno rečemo, da nosi del zasluga za ta dosežek tudi primerna politika ECB.

V integraciji evropskega prostora sodeluje tudi naša država. Od integriranja oziroma vstopa Slovenije v EU in kasnejšega vstopa v EMU si lahko Slovenija obeta precejšnje koristi in seveda nekaj slabosti. Po vstopu Slovenije v ERM 2 delovanje monetarne politike ni več povsem neodvisno. Obrestne mere instrumentov Banke Slovenije se morajo usklajevati z obrestnimi merami ECB in s premijo za tveganje, ki jih poznajo trgi. Kljub temu je Banka Slovenije do vstopa v ERM 2 kupovala in prodajala devize ter tako določala izhodiščni tečaj za poslovne banke. Prav tako je izdajala blagajniške zapise v tolarjih in v tujem denarju. Sčasoma pa se bo spremenila intenzivnost uporabe posameznih instrumentov Banke Slovenije z namenom doseganja prvega cilja, torej stabilnosti tečaja in vstopa v EMU. Doseganju tega cilja ne bo podrejeno samo delovanje na trgu tujega denarja, temveč tudi spremembe obrestnih mer in količin pri instrumentih denarne politike.

S širitvijo desetih pristopnic, se proces širitve ne bo ustavil. Slovenija bo nadaljevala s pomočjo v okviru evropskih programov državam, katerih cilj je vstop v ekonomske integracije.

LITERATURA

1. Begg David et al.: Surviving the Slowdon. Monitoring the European Central Bank, Frankfurt, 2002,4, str. 18-21.
2. Bohnec Darko: Uveljavljanje referenčnih obrestnih mer v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str.1.
3. Kelemen Nina: Perspektivne referenčne obrestne mere v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str.51.
4. Kordež Bine: Domače medbančne obrestne mere bo zamenjal EURIBOR. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str.20.
5. Košak Marko et al.: Variabilnost obrestnih mer kot dejavnik oblikovanja obrestne marže pri slovenskih bankah. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2002)5, str. 2-8.
6. Lah Emil: Slovenske banke pred novimi preizkušnjami. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str. 1.
7. Mrak Mojmir: Mednarodne Finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, str. 682.
8. Obrestne mere na slovenskem trgu. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str. 52.

9. Obrestna politika bank v času približevanja EMU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)1/2, str.17.
10. Odprava TOM-a. Bančnik, Ljubljana,2(2003)2, str. 10.
11. Ribnikar Ivan: Evropski sistem centralnih bank in instrumenti denarne politike ECB. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(1999)3, str.12-18.
12. Ročnost transakcij za EURIBOR, Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004)4, str. 17.
13. Sack Brian et al.: Interest-Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence. [URL: [federalreserve.gov/pubs/feds.pap.pdf](http://federalreserve.gov/pubs/feds/pap.pdf)], 3.08.1999

VIRI

1. Bank of England: The Transmission Mechanism of Monetary Policy. [URL: <http://www.bankofengland.co.uk/montrns.pdf>], 3.08.1999.
2. Banka Slovenije: Monetarna politika, [URL: http://www.bsi.si/monetarna_politika/euro], 9.05.2004.
3. Czech National Bank. [URL: <http://www.cnb.cz/cnbeng>], 9.05.2003.
4. Finančni podatki TOM. [URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/tom.html], 3.08.1999.
5. Generalni odbor. [URL: <http://www.bsi.si/generalniodbor>], 20.09.2004.
6. Instrumenti denarne politike ECB. [URL: <http://www.ecb.int>], 15.07.2004.
7. Košak Marko: Bančništvo. Skripta. Ljubljana, 2003.
8. Kumar Andrej: Ekonomika Evrope. Skripta. Ljubljana, 2002.
9. Mencinger Jože: Nominalna in realna konvergenca kandidatov za EU in EMU. [URL: <http://www.bsi.si/konvergenca>], 15.06.2004.
10. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, januar 1999, str. 50.
11. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, julij 2002, str. 50.

12. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : ECB, junij 2001, str. 50.
13. Obrestna mera inflacija in devizni tečaj. [URL: [http:// www.bsi.si](http://www.bsi.si)], 20.09.2004.
14. Organiziranost ECB. [URL: [http://www. ecb.int](http://www.ecb.int)], 13.03.2004.
15. Organizacija in vodenje ECB. [URL: [http:// www.bsi.si](http://www.bsi.si)], 13.03.2004.
16. Razširjeni svet ECB. [URL: [http:// www.bsi.si](http://www.bsi.si)], 13.03.2004.
17. Razvoj EMU. [URL: <http://www.ecb.int/about/emu/html>], 12.02.2004.
18. Ribnikar Ivan: Finančna ekonomija. Skripta. Ljubljana, 2003.