

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**OBLIKOVANJE IN VLOGA REFERENČNE OBRESTNE MERE
NA SLOVENSKEM IN EVROPSKEM DENARNEM TRGU**

LJUBLJANA, NOVEMBER 2004

KRISTINA TAVČAR

IZJAVA

Študentka Kristina Tavčar izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Marka Košaka, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	OPREDELITEV PODROČJA RAZISKOVANJA IN ORIS PROBLEMATIKE	1
1.2	NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA	2
1.3	KRATEK OPIS VSEBINE POGLAVIJ MAGISTRSKEGA DELA	3
1.4	OPREDELITEV METOD DELA	5
2	REFERENČNA OBRESTNA MERA IN NJENA VLOGA NA DENARNEM TRGU	5
2.1	SPLOŠNO O OBRESTNI MERI NA DENARNEM TRGU	5
2.1.1	<i>Načini oblikovanja in določanja obrestnih mer</i>	6
2.1.2	<i>Oblikovanje obrestnih mer v Sloveniji</i>	7
2.1.3	<i>Pregled različnih vsebinskih delitev pojma obrestne mere</i>	10
2.2	REFERENČNA OBRESTNA MERA NA DENARNEM TRGU	14
2.2.1	<i>Značilnosti kvalitetne referenčne obrestne mere</i>	17
3	UVELJAVLJENE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA TRGIH EU IN ZDA	19
3.1	EURIBOR	19
3.1.1	<i>Metodologija referenčne obrestne mere EURIBOR</i>	20
3.2	EONIA	21
3.2.1	<i>Metodologija obrestne mere EONIA</i>	21
3.3	LIBOR	22
3.3.1	<i>Metodologija referenčne obrestne mere LIBOR</i>	22
3.4	AMERIŠKA MEDBANČNA OBRESTNA MERA »FED FUNDS RATE«	24
3.5	PRIMERJAVA REFERENČNIH OBRESTNIH MER EURIBOR IN LIBOR	25
4	OBLIKOVANJE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA SLOVENSKEM DENARNEM TRGU	29
4.1	POSKUSI NA NIVOJU SLOVENSKEGA BANČNEGA SISTEMA	31
4.1.1	<i>Slovenski denarni trg</i>	32
4.1.2	<i>Instrumenti denarne politike Banke Slovenije in njihov vpliv na obrestne mere na trgu</i>	38
4.1.3	<i>TOM in prehod v obrestni nominalizem</i>	53
4.1.4	<i>Slovenska medbančna obrestna mera SMOM</i>	56
4.1.5	<i>Slovenska medbančna obrestna mera SITIBOR</i>	59
4.2	POSKUSI PRI POSAMEZNIH SLOVENSКИH POSLOVNIH BANKAH	63
4.2.1	<i>»Prime rate« v Novi Ljubljanski banki d.d.</i>	63
4.2.2	<i>SIOM v SKB banki</i>	65
4.3	KRONOLOŠKI PREGLED POSKUSOV OBLIKOVANJA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA SLOVENSKEM DENARNEM TRGU	66
5	UPORABA REFERENČNE OBRESTNE MERE NA EVRO OBMOČJU ...	68
5.1	ZNAČILNOSTI DENARNEGA TRGA NA EVRO OBMOČJU	68
5.2	INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN NJIHOV VPLIV NA OBRESTNE MERE NA TRGU	73
5.3	PRIMER UPORABE REFERENČNE OBRESTNE MERE V BANKI SAN PAOLO IMI	80

5.3.1 Kratka predstavitev banke San Paolo IMI	80
5.3.2 Politika obrestnih mer in vloga referenčne obrestne mere EURIBOR	82
5.3.3 Dostopnost in načini zajemanja podatkov o referenčni obrestni meri EURIBOR..	89
6 OCENA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE ZA SLOVENSKI DENARNI TRG	91
6.1 PRIMERJAVA OBRESTNIH MER EURIBOR IN SITIBOR	91
6.2 OCENA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE ZA SLOVENSKI DENARNI TRG	96
6.3 EURIBOR KOT REFERENČNA OBRESTNA MERA NA SLOVENSKEM DENARNEM TRGU	99
7 ZAKLJUČEK	99
8 LITERATURA	103
9 VIRI	107
SLOVAR PREVODOV ANGLEŠKIH IZRAZOV	
SLOVAR PREVODOV ITALIJANSKIH IZRAZOV	
SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC	
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Strukturni položaj slovenskega denarnega trga v obdobju od 1994 do 2003 v odstotkih od bilančne vsote Banke Slovenije.....	32
Tabela 2: Struktura prometa na trgu medbančnih depozitov po ročnosti v letih 2002 in 2003	34
Tabela 3: Struktura prometa na trgu valutnih zamenjav po ročnosti v letih 2002 in 2003	37
Tabela 4: Pregled glavnih instrumentov denarne politike Banke Slovenije na dan 17.6.2004	40
Tabela 5: Pregled ponudb za vpis dolgoročnega depozita pri Banki Slovenije od konca julija do sredine septembra 2004	47
Tabela 6: Povzetek sprememb obrestnih mer 60-dnevnih tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije v letih 2002, 2003 in 2004 (do zadnjih razpoložljivih podatkov) glede na uporabo pravil nepokrite obrestne paritete (raven v %, spremembe v odstotnih točkah)	48
Tabela 7: Primerjava volatilnosti realiziranih obrestnih mer na medbančnem trgu za depozite do 30 dni (MOM) in kotacij SITIBOR o/n v prvem in drugem trimesečju leta 2004	50
Tabela 8: Povzetek ocen nekaterih tujih institucij glede pričakovanega gibanja ključne obrestne mere za refinanciranje ECB in Ameriške centralne banke FED	52
Tabela 9: Časovni okvir dogodkov, povezanih z oblikovanjem in razvojem primerne referenčne obrestne mere na slovenskem denarnem trgu.....	66
Tabela 10: Pregled instrumentov operacij na odprtem trgu Evrosistema	75
Tabela 11: Pregled instrumentov odprte ponudbe bankam Evrosistema	77
Tabela 12: Primerjava objavljenih vrednosti referenčne obrestne mere EURIBOR na informacijsko - trgovalnem sistemu Reuters, dne 19.6.2004 (z valuto poravnave spot, tj. 21.6.2004) po načelih act/360 in act/365	91
Tabela 13: Pregled izpolnjevanja značilnosti kvalitetne referenčne obrestne mere pri obrestnih merah EURIBOR in SITIBOR:.....	95

KAZALO SLIK

Slika 1: Mesečna povprečja obrestnih mer EURIBOR in LIBOR za ročnost treh mesecev v primerjavi s ključnima obrestnima merama FED in ECB (v % p.a.).....	28
Slika 2: Primerjava gibanja 3-mesečnega EURIBOR-ja in 3-mesečnega LIBOR-ja za evro (v % p.a.) v času od 29.5.2002 do 24.8.2004	29
Slika 3: Primerjava povprečne ponderirane obrestne mere za realizirane depozite čez noč (SIONIA) s kotacijami medbančnih obrestnih mer za čez noč SITIBOR o/n in SITIBID o/n v času od 9.2.2004 do 15.9.2004 (v % p.a.).....	35
Slika 4: Krivulje donosnosti SMOM in SITIBID ob upoštevanju povprečnih medbančnih obrestnih mer v januarju 2002, v januarju 2003 in v avgustu 2004	36
Slika 5: Gibanje obrestnih mer 3-, 6- in 12-mesečnih zakladnih menic ter 60- in 270-dnevni tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije v obdobju od januarja 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.)	37
Slika 6: Obrestna mera za repo deviznih BZ in povprečna ponderirana obrestna mera na medbančnem trgu za depozite do 30 dni od maja do avgusta 2004 (v % p.a.)	42
Slika 7: Gibanje povprečnih mesečnih obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije v času od januarja 2002 do septembra 2004 glede na TOM (v % p.a.)	49
Slika 8: Obrestne mere denarnega trga najkrajših ročnosti (čez noč) v času od 9.2.2004 do 15.9.2004 (v % p.a.)	50
Slika 9: Nominalne obrestne mere bančnih posojil in depozitov v primerjavi z obrestno mero 60-dnevni tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije (v % p.a.).....	51
Slika 10: TOM in inflacija v obdobju od januarja 2001 do septembra 2004 (v % p.a.)	54
Slika 11: Gibanje povprečnega mesečnega SMOM/SITIBOR v času od januarja 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.).....	59
Slika 12: Prikaz kotacij SITIBOR2M in SITIBOR9M ter primerjava z obrestno mero 60-dnevni tolarških BZ in povprečno realizirano obrestno mero 270-dnevni tolarških BZ Banke Slovenije (v % p.a.).....	61
Slika 13: Primerjava kotacij SITIBORSW/SITIBIDSW s ponderiranimi povprečnimi obrestnimi merami, po katerih so se dejansko sklepali medbančni depoziti do 30 dni (MBOM) v obdobju od 9.2.2004 do 31.8.2004 (v % p.a.).....	62
Slika 14: Stabilizacijsko usmerjena denarna politika ECB	74
Slika 15: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in povprečne EONIA (v % p.a.).....	78
Slika 16: Razlika med kotacijami SITIBOR in EURIBOR (za primerljive standardizirane ročnosti) na dan 23.8.2004	94

1 UVOD

1.1 OPREDELITEV PODROČJA RAZISKOVANJA IN ORIS PROBLEMATIKE

Slovenija je s 1. majem 2004 postala članica Evropske unije. Konec junija 2004 je vstopila v evropski mehanizem deviznih tečajev ERM2. Naslednji velik korak, ki nas čaka, bo priključitev območju Evropske monetarne unije in prevzem evro valute. Za uspešen prehod v evro območje je potrebno izpolniti vse maastrichtske kriterije, zato mora biti slovenska ekonomija čim bolj primerljiva z evropsko. To velja tudi za obrestne mere, ki sodijo med najpomembnejše in najvplivnejše indikatorje stanja gospodarstva. Maastrichtski konvergenčni kriterij glede obrestnih mer zahteva, da povprečna dolgoročna nominalna obrestna mera¹ v državi kandidatki v obdobju enega leta pred vstopom v EMU ne sme za več kot dve odstotni točki presegati povprečja dolgoročnih nominalnih obrestnih mer v treh državah članicah z najnižjo inflacijo.

Posebno vlogo na denarnem trgu in v obrestni politiki bank imajo referenčne obrestne mere. Ribnikar (2001a, str. 50) je referenčno obrestno mero definiral kot sestavni del spremenljive obrestne mere določenega posla (posojila, vloge, vrednostnega papirja idr.), ki se izrecno navede oz. se nanjo v tem poslu sklicuje. Običajno gre za posle z ročnostjo nad enim letom. Opozarja pa, da ne obstaja uradna ali splošno sprejeta referenčna obrestna mera. Na razvitih finančnih trgih poznamo več uveljavljenih referenčnih obrestnih mer (npr. EURIBOR in LIBOR), vendar pa se lahko posojilodajalec in posojilodajalec sporazumno dogovorita tudi za takšno referenčno obrestno mero, ki je doslej še nihče ni uporabil. Pri tem je ključnega pomena, da se referenčna obrestna mera določi na podlagi objektivnih kriterijev. Referenčno obrestno mero morajo določati tržne spremenljivke, ki so v zanemarljivi meri odvisne od potez posameznih udeležencev trga.

V praksi se referenčna obrestna mera najpogosteje pojavlja v dveh oblikah: kot obrestna mera, ki jo plačujejo prvovrstni dolžniki, in kot medbančna obrestna mera. V domači praksi se je za obrestno mero, ki jo plačujejo prvovrstni dolžniki, uveljavil izraz »prime (lending) rate«, ki se uporablja v tujini. Višino »prime rate« administrativno določi posamezna banka (Ritter et al., 2000, str. 384). V razvitih ekonomijah pa se kot referenčne obrestne mere v poslovni praksi uporabljajo predvsem obrestne mere medbančnega segmenta denarnega trga. Gre za obrestne mere danih medbančnih posojil različnih ročnosti. Referenčna obrestna mera v tem primeru odraža razmere na denarnem trgu in pričakovanja udeležencev trga o prihodnjih razmerah na trgu. Uveljavljeni in najbolj znani medbančni referenčni obrestni meri na evro območju sta EURIBOR in EONIA, v Veliki Britaniji je to LIBOR, v ZDA pa ameriška medbančna

¹ V izračunu obrestnih mer se upošteva donosnost do dospelja dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjev.

obrestna mera, poimenovana »federal funds rate«. Medbančne obrestne mere niso administrativno določene, temveč so odsev nihanja med povpraševanjem in ponudbo.

Slovenske poslovne banke so z odpravo omejitev finančnih tokov s tujino ter s približevanjem vstopu v Evropsko monetarno unijo vse bolj prisiljene spreminjati svojo politiko obrestnih mer. Politika obrestnih mer postaja vedno bolj kompleksna in njen pomen v okviru poslovne politike bank se povečuje. Domače obrestne mere se postopoma približujejo ravni evropskih obrestnih mer, poleg tega pa se na slovenskem finančnem trgu že od julija 2002 dalje intenzivno nadaljuje proces odprave indeksacije in prehod v obrestni nominalizem. Spremembe Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (v nadaljevanju TOM), ki so začele veljati dne 1.7.2002, so v bančni sistem prinesle obvezno uporabo nominalnih obrestnih mer za kratkoročne finančne instrumente. Od junija 2003 dalje pa indeksacija s TOM-om zakonsko ni več obvezna tudi pri poslih z ročnostjo, ki je daljša od enega leta. Postopna ukinitve temeljne obrestne mere, ki je v razmerah visoke inflacije služila za zaščito realne vrednosti kapitala, tako vse bolj sili slovenske banke k iskanju primerne domače referenčne obrestne mere za dolgoročne posle.

Poskusi oblikovanja primerne referenčne obrestne mere se odvijajo za slovenski denarni trg v dveh smereh: nekatere poslovne banke so izoblikovale lastne različice referenčnih obrestnih mer (npr. SIOM v SKB banki ali »prime rate« v Novi Ljubljanski banki), poleg tega pa se na ravni celotnega bančnega sistema zakladniki vseh bank trudijo, da bi razvili neko skupno, enotno in objektivno referenčno obrestno mero, in sicer v smislu medbančne obrestne mere. Pri tem se zgledujejo po metodologijah uveljavljenih referenčnih obrestnih mer na razvitih trgih, kot sta to referenčni obrestni meri EURIBOR in LIBOR. Prvi korak v tej smeri je bil razvoj slovenskih medbančnih obrestnih mer SMOM, ki so se sčasoma nekoliko preoblikovale in preimenovali v SITIBOR.

1.2 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Namen magistrskega dela je predstaviti uveljavljene referenčne obrestne mere na evropskem (in deloma tudi ameriškem) denarnem trgu ter njihovo vlogo in pomen pri vodenju obrestne politike v poslovnih bankah, obenem pa na podlagi preučitve razmer na slovenskem denarnem trgu in vseh dosedanjih prizadevanj in poskusov uveljavitve primerne domače referenčne obrestne mere kritično oceniti možne referenčne obrestne mere za slovenski denarni trg. V magistrskem delu želim preučiti referenčne obrestne mere in njihovo vlogo tako iz teoretičnega vidika, kot tudi z vidika slovenskega okolja, z vidika okolja EU ter nenazadnje tudi iz vidika konkretne prakse ene od italijanskih bank – San Paolo IMI. Banka San Paolo IMI je leta 2002 postala večinski strateški solastnik Banke Koper. Lastniška naveza domači banki omogoča prenos tujega znanja ter izkušenj in hitrejšo prilagoditev poslovanja v skladu z mednarodno prakso.

Cilj magistrskega dela je iz obsežne domače in tuje literature ter izkušenj iz prakse izluščiti najprimernejšo referenčno obrestno mero za slovenski denarni trg. Slovenske banke potrebujejo kvalitetno referenčno obrestno mero za uspešno vodenje svoje obrestne politike, pri čemer je ključnega pomena, da se za celoten slovenski trg izoblikuje enotna in objektivna referenčna obrestna mera, saj bo le tako na trgu zagotovljena preglednost in medsebojna primerljivost bančnih ponudb.

Na osnovi teorije, domačih izkušenj in prakse na denarnih trgih, vezanih na evro valuto, želim v magistrskem delu izpostaviti in opozoriti na kriterije oz. lastnosti, ki naj bi jih imela kvalitetna referenčna obrestna mera. Opozoriti želim tudi na pogoje, ki morajo biti izpolnjeni za to, da se referenčna obrestna mera lahko nemoteno dnevno izoblikuje in kotira, kar je povezano z ustrežno organizacijo in delovanjem medbančnega trga. Poseben poudarek bo dan tudi pomenu referenčne obrestne mere za banko kot finančno podjetje, kjer želim odgovoriti na vprašanje, zakaj in kako se referenčna obrestna mera uporablja v praksi.

1.3 KRATEK OPIS VSEBINE POGLAVIJ MAGISTRSKEGA DELA

Magistrsko delo je sestavljeno iz sedmih poglavij, ki vključujejo uvod, pet vsebinskih sklopov in zaključek. Prvi vsebinski sklop magistrskega dela vsebuje splošno opredelitev pojma obrestne mere in povzetek različnih vsebinskih delitev obrestnih mer, in sicer glede na značilnosti obrestnih mer in načine obračunavanja obresti. V tem sklopu so opredeljene kratkoročne in dolgoročne obrestne mere, fiksne in spremenljive obrestne mere, nominalne in realne obrestne mere, relativna in konformna obrestna mera ter efektivna obrestna mera. Sledi definicija referenčne obrestne mere. Skušala sem opredeliti in predstaviti ključne značilnosti kvalitetne referenčne obrestne mere.

V drugem vsebinskem sklopu magistrskega dela so predstavljene uveljavljene referenčne obrestne mere na tujih razvitih trgih, ki jih odlikuje velik obseg transakcij, dobra likvidnost in učinkovitost. V okviru evro denarnega trga sta opisani referenčna obrestna mera EURIBOR in obrestna mera EONIA. EURIBOR je obrestna mera za dane medbančne depozite, EONIA pa je obrestna mera, izračunana na podlagi ponderiranega povprečja vseh nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu, ki jih kotirajo izbrane banke. Čeprav je EONIA po svoji vsebini medbančna obrestna mera, ni »prava« referenčna obrestna mera, ker se v praksi v pogodbah nanjo nihče neposredno ne sklicuje. V magistrsko delo sem jo vključila zato, ker ima na trgu pomembno vlogo kot orientacijska (»benchmark«) obrestna mera, saj zelo dobro odraža razmere na medbančnem trgu. Poleg EURIBOR-ja in EONIA-e, ki se uporabljata na evro območju, je v tem poglavju predstavljena še referenčna obrestna mera LIBOR, ki se oblikuje na londonskem medbančnem trgu in ameriška medbančna obrestna mera »fed funds rate«. Poglavje vključuje tudi predstavitev metodologij izračuna posameznih predstavljenih referenčnih obrestnih mer in primerjavo dveh najpogosteje uporabljenih referenčnih obrestnih

mer v praksi na evro območju - EURIBOR in LIBOR. Poskušala sem povzeti tudi njune poglavitne prednosti.

Tretji vsebinski sklop magistrskega dela opisuje vse dosedanje poskuse oblikovanja primerne referenčne obrestne mere na slovenskem denarnem trgu. Najprej so predstavljeni poskusi, ki so se odvijali na ravni bančnega sistema kot celote. Gre za poskuse uveljavitve slovenskih medbančnih obrestnih mer kot referenčnih obrestnih mer. Ker je za njihovo uveljavitev ključnega pomena razvit denarni trg, ki bi omogočil centralni banki učinkovitejšo transmisijo ukrepov denarne politike, so v začetku četrtega poglavja najprej predstavljene značilnosti slovenskega denarnega trga in instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Dotaknila sem se tudi problematike ukinitve temeljne obrestne mere (TOM) in prehoda v obrestni nominalizem. Pojasnila sem razlike in podobnosti med prvotnimi medbančnimi obrestnimi merami SMOM in današnjimi medbančnimi obrestnimi merami SITIBOR. Skušala sem pokazati povezavo med kotacijami obrestnih mer SITIBOR in obrestnimi merami ključnih instrumentov Banke Slovenije. V ta namen sem analizirala in primerjala kotacije SITIBOR/SITIBID izbranih ročnosti z obrestnimi merami instrumentov Banke Slovenije primerljivih ročnosti (npr. SITIBOR ročnosti dveh mesecev z obrestno mero 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije, SITIBOR ročnosti devet mesecev s povprečnimi realiziranimi obrestnimi merami na avkcijah 270-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije). Analizirala sem tudi gibanje absolutne razlike med kotacijami za najete (bid) in dane (ask) medbančne depozite oz. velikost razlike (»spread«-a) med njima. Poskušala sem ugotoviti, kako višina prometa v posameznih razredih ročnosti vpliva na kvaliteto referenčne obrestne mere. V drugem delu tega poglavja sta predstavljeni različici referenčnih obrestnih mer, ki sta jih razvili SKB banka in Nova Ljubljanska banka (SIOM in »prime rate«), pri čemer skozi vsebino poglavja opozarjam na problematično plat posameznih rešitev. Poglavje je na koncu zaokroženo s kronološkim pregledom razvoja slovenskih medbančnih obrestnih mer in različic referenčnih obrestnih mer posameznih bank. Časovni okvir je strnjeno povzet v obliki tabele, ki jasno prikazuje glavne mejnike v razvoju.

V četrtem vsebinskem sklopu magistrskega dela sledi predstavitev uporabe referenčne obrestne mere EURIBOR v praksi, pri čemer sem se oprla na podatke in informacije iz italijanske banke San Paolo IMI iz Torina. V začetku poglavja so opisane razmere na denarnem trgu v evro območju in povzete ključne obrestne mere Evropske centralne banke. Sledi kratka predstavitev preučevane italijanske banke. Jedro poglavja je opis obrestne politike v konkretni banki oz. dejavnikov, ki vplivajo na oblikovanje aktivnih in pasivnih obrestnih mer v banki. Banka uporablja več različnih referenčnih obrestnih mer. Na podlagi dostopnih podatkov (ki niso zaupne narave) sem skušala pojasniti, kako banka prilagaja svoje obrestne mere spremembam ključne obrestne mere Evropske centralne banke. Na koncu je opisana še dostopnost podatkov o višini referenčne obrestne mere EURIBOR oz. načini zajemanja teh podatkov v praksi.

Zadnji vsebinski sklop magistrskega dela vključuje primerjavo evropske referenčne obrestne mere EURIBOR s slovensko medbančno obrestno mero SITIBOR. Na podlagi ugotovljenih razlik in podobnosti so povzeti manjkajoči kriteriji za to, da bi obrestna mera SITIBOR lahko zaživela kot referenčna obrestna mera na domačem denarnem trgu. Skušala sem oceniti, ali je SITIBOR res med vsemi obstoječimi potencialnimi referenčnimi merami na domačem trgu najprimernejša rešitev za slovenske banke oz. kakšne so možnosti, da bi prevzeli EURIBOR za referenčno obrestno mero na slovenskem denarnem trgu.

1.4 OPREDELITEV METOD DELA

Pri pisanju magistrskega dela je poudarek na metodah teoretičnega raziskovanja. Magistrsko delo je izdelano predvsem na osnovi domače in tuje strokovne literature in virov, ki obravnavajo problematiko referenčnih obrestnih mer, poleg tega pa sem v delo vključila tudi znanje, ki sem ga pridobila na podiplomskem študiju, ter praktične izkušnje, ki sem jih pridobila pri delu v Sektorju zakladništva Banke Koper. Povezave med referenčnimi obrestnimi merami in obrestnimi merami instrumentov centralne banke ali državnih vrednostnih papirjev so obravnavane in podprte tudi z analizo konkretnih podatkov in grafičnimi prikazi medsebojne odvisnosti. V magistrsko delo je vključena tudi predstavitev glavnih smernic, ki jih uporablja italijanska banka San Paolo IMI pri vodenju svoje politike obrestnih mer. Pri tem gre za obravnavanje konkretnih odločitev banke glede prilagajanja višine svojih obrestnih mer razmeram na trgu, ki vsebuje tudi elemente empiričnega raziskovanja.

2 REFERENČNA OBRESTNA MERA IN NJENA VLOGA NA DENARNEM TRGU

2.1 SPLOŠNO O OBRESTNI MERI NA DENARNEM TRGU

V splošnem lahko obrestno mero definiramo kot ceno denarja. Pove nam, koliko znaša strošek izposojanja denarja oz. cena najema denarnega vira z vidika posojilojemalca (Mishkin, 2001, str. 4). Obrestna mera v sebi skriva vrednost denarja v času, saj predstavlja ceno, ki jo mora posameznik plačati za privilegij, da lahko določen znesek denarja potroši danes, namesto v prihodnosti (Stephens, 2002, str. 7). Z vidika posojilodajalca pa obrestna mera pomeni prihodek, ki ga zasluži v času, ko se odpove likvidnosti svojih denarnih sredstev in jih posodi posojilojemalcu. Obrestna mera je izražena v odstotkih, saj predstavlja tisti sorazmernostni faktor, ki pove, koliko denarnih enot nadomestila plačamo za vsakih sto denarnih enot glavnice, ki smo jo uporabljali eno kapitalizacijsko² obdobje (Čibej, 1998, str. 10).

² Kapitalizacijsko obdobje je obdobje med dvema zaporednima obračunoma (in običajno tudi pripisoma) obresti. Osnovna kapitalizacijska doba je eno leto (Čibej, 1998, str. 10).

Obrestne mere pomembno vplivajo na obseg investicij v gospodarstvu, hkrati pa predstavljajo tudi donosnost varčevalnih odločitev gospodarskih subjektov (Ritter et al., 2000, str. 51). To pomeni, da so ključna determinanta investicijske in potrošne funkcije. Obrestna mera je ena najpomembnejših ekonomskih kategorij, ki je učinkovit instrument za uravnavanje splošnih gospodarskih gibanj. Raven obrestnih mer na trgu namreč vpliva na vse pomembnejše gospodarske tokove, predvsem na inflacijo, devizne tečaje in gospodarsko rast.

V poslovnih financah se obrestna mera uporablja pri investicijskih odločitvah kot diskontni faktor pri izračunavanju sedanje vrednosti bodočih donosov oziroma denarnih tokov. Iz tega zornega kota obrestna mera služi za ocenjevanje donosnosti naložbenih alternativ in omogoča razločevanje med rentabilnimi in nerentabilnimi investicijskimi projekti.

Z vidika poslovne banke, ki sodi med najpomembnejše posrednike finančnih prihrankov, ločimo aktivne in pasivne obrestne mere. Aktivne obrestne mere so obrestne mere, ki jih banke zaračunavajo komitentom za dane kredite, pasivne obrestne mere pa banke plačujejo komitentom za prejete depozite. Obrestna mera bank tako po eni strani služi kot indikator za mejne stroške kratkoročnega eksternega financiranja v gospodarstvu, po drugi strani pa kaže povprečne stroške zadolževanja (Košak T., 2000a, str. 1). Nepričakovane in neugodne spremembe obrestnih mer v banki povečujejo obrestne odhodke in zmanjšujejo obrestne prihodke, kar posledično znižuje neto obrestne prihodke, poleg tega pa lahko povzročijo nastanek kapitalskih izgub.

Specifično vlogo v gospodarstvu imajo obrestne mere instrumentov centralne banke. Centralna banka skrbi za splošno ravnotežje na finančnem trgu in uravnava količino denarja v obtoku. S spreminjanjem višine obrestnih mer svojih instrumentov vpliva na splošno raven obrestnih mer v gospodarstvu in skrbi za primerno višino realnih obrestnih mer. Centralna banka vpliva preko svojih instrumentov denarne politike na kratkoročne obrestne mere in s tem določa pogoje, ki so potrebni, da se na trgu izenačita ponudba in povpraševanje po primarnem denarju (Košak T., 2000a, str. 41).

2.1.1 Načini oblikovanja in določanja obrestnih mer

Obrestne mere se na trgu lahko oblikujejo prosto, v odvisnosti od ponudbe in povpraševanja po finančnih sredstvih, ali pa so določene administrativno. V prvem primeru govorimo o tržnih obrestnih merah, v drugem pa o netržnih oz. administrativnih obrestnih merah.

V državah z razvitim finančnim trgom obstaja močna povezanost med različnimi vrstami obrestnih mer, ki se prilagajajo osrednji tržni obrestni meri. Gre torej za neko splošno veljavno obrestno mero, ki se oblikuje na konkurenčnem trgu, najpogosteje pa to vlogo prevzame ključna obrestna mera centralne banke (Škrinjar, 2003, str. 55).

Politika obrestnih mer v banki predstavlja njene nazore in splošne usmeritve glede spreminjanja aktivnih in pasivnih obrestnih mer, uporabljene načine obrestovanja posameznih poslov in nenazadnje tudi načine upravljanja s tveganjem spremembe obrestnih mer. Poslovne banke določajo višino svojih obrestnih mer v skladu s cilji svoje obrestne politike in signali centralne banke na trgu, pri čemer upoštevajo še (Samuelson, Nordhaus, 1995, str. 482 – 484):

- tveganost posojilojemalca oz. verjetnost, da dani kredit ne bo vrnjen,
- ročnost sklenjenega posla,
- stopnjo likvidnosti instrumenta oz. možnost njegovega preoblikovanja v denar,
- administrativne stroške (stroški vodenja in odobritve kredita).

Poleg omenjenih štirih glavnih faktorjev, ki vplivajo na oblikovanje obrestnih mer, poslovne banke v praksi upoštevajo še:

- konkurenčni položaj banke na trgu oz. višino obrestnih mer pri konkurenčnih bankah,
- poslovni odnos s komitentom (dosedanji obseg poslovanja in izkušnje z njim),
- konkurenčnost drugih finančnih oblik in posrednikov.

Dejavniki, ki povečujejo odzivnost obrestnih mer poslovnih bank na spremembe obrestnih mer denarnega trga, so (Cottarelli, Kourelis, 1994, str. 595):

- obstoj razvitega trga kratkoročnih finančnih instrumentov,
- odprava »nepotrebnih« oz. naključnih nihanj obrestne mere denarnega trga,
- odprava omejitev mednarodnih tokov kapitala,
- odprava omejitev konkurence na medbančnem trgu (predvsem preprek za vstop novih bank na trg) in
- privatizirane poslovne banke (z izrazitim interesom maksimiranja dobička).

2.1.2 Oblikovanje obrestnih mer v Sloveniji

Slovenske banke so v 90-tih letih oblikovale obrestne mere za depozite na podlagi t.i. medbančnih dogovorov³ o določanju zgornje meje pasivnih obrestnih mer v bankah in hranilnicah. Ti dogovori so bili za banke zavezujoči, saj so predstavljali skupni okvir obrestne politike bančnega sektorja. Kot bančne vloge so se šteli vse obrestovane tolarske in devizne vloge ter vloge z valutno klavzulo. Obrestne mere deviznih vlog niso smele presegati obrestnih mer za vloge v tuji valuti na evropskem denarnem trgu, veljavnih na dan sklenitve posla. Za primerjavo so se uporabljale obrestne mere za isto valuto in časovno obdobje. Namen dogovorov je bil znižati raven pasivnih in posredno tudi aktivnih obrestnih mer, da bi povečali učinkovitost bančnega sektorja zaradi vse močnejše konkurence tujih bank. Poleg tega naj bi dogovorno oblikovanje obrestnih mer preprečevalo neloyalno konkurenco pri pridobivanju sredstev in okrepilo zaupanje komitentov v posamezne banke in bančni sistem

³ V času od aprila 1995 do julija 1998 so banke sklenile pet takšnih dogovorov.

kot celoto (Dogovor o določanju zgornje meje pasivnih obrestnih mer v bankah z dne 29.10.1997 in z dne 27.1.1999). Banke so kmalu spoznale, da njihova obrestna politika ne more več temeljiti na usklajevanju v okviru medsebojnih formalnih dogovorov, saj ti v procesu prilagajanja domače regulative evropski regulativi niso več sprejemljivi. Konec februarja 1999 je prenehal veljati zadnji medbančni dogovor, ki je določal najvišjo raven pasivnih obrestnih mer od julija 1998 dalje. Od takrat dalje je bankam pošiljalo priporočila o najvišji ravni pasivnih obrestnih mer za toolarske in devizne vloge Združenje bank Slovenije, vendar se je vsaka banka lahko samostojno odločila, ali bo ta priporočila upoštevala ali ne. Na deviznem področju se banke pri določanju obrestnih mer naslanjajo predvsem na evrotržne obrestne mere in uveljavljene referenčne obrestne mere v tujini (predvsem LIBOR in EURIBOR). Na tolaškem področju pa se je napor bank usmeril predvsem v razvoj domačega denarnega trga. Pri določanju višine tolaških obrestnih mer morajo banke izhajati iz svojega likvidnostnega položaja, iz potreb komitentov ter nenazadnje tudi iz aktivnosti centralne banke. Bistvena prednost »tržnega oblikovanja obrestnih mer« je večja možnost prilagajanja tržnim razmeram in bolj učinkovito uravnavanje in usklajevanje bilance banke.

Razvoj denarnega trga v Sloveniji in relativno visok obseg izdanih kratkoročnih vrednostnih papirjev centralne banke (tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije) in Ministrstva za finance (zakladnih menic) v zadnjih nekaj letih povečujeta odzivnost bank na obrestno politiko Banke Slovenije. Povečuje se tudi občutljivost bank na tržne spremembe.

Z odpravo omejitev finančnih tokov s tujino in približevanjem vstopu v EMU so slovenske poslovne banke vse bolj prisiljene spreminjati svojo politiko obrestnih mer. V zadnjem letu (2003) lahko med pomembne dejavnike, ki so vplivali na politiko obrestnih mer v bankah, vključimo aktivno spreminjanje oz. prilagajanje obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije razmeram na trgu, širitev pomena deviznega kreditiranja ter razvoj alternativnih oblik varčevanja (npr. naložbe v vzajemne sklade in neposredne investicije v lastniške in dolžniške vrednostne papirje).

Slovenski denarni trg je relativno nerazvit, zato se tudi obrestne mere v bančnem okolju še vedno (pretežno) določajo administrativno. Administrativnost se kaže predvsem v enostranskem določanju obrestnih mer s strani bank. Krediti in depoziti bank se obrestujejo na različne načine: kratkoročne obrestne mere so nominalne⁴ (večinoma fiksne in manj spremenljive), pri dolgoročnih obrestnih merah pa ločimo indeksacijo s TOM-om in z valutno klavzulo ter uporabo različnih oblik nadomestila za TOM oz. različic (potencialnih) referenčnih obrestnih mer, o čemer bo več napisano v četrtem poglavju. Pri indeksaciji s TOM-om je obrestovanju realnega dela obrestne mere dodan fiksni ali spremenljivi pribitek, pri čemer je spremenljivi del obrestne mere večinoma vezan na spremembo sklepov o obrestnih merah bank.

⁴ Od 01.07.2002 dalje je za banke obvezna uporaba nominalnih obrestnih mer pri poslih z ročnostjo do enega leta (pred tem so uporabljale indeksacijo s TOM-om, podobno kot pri dolgoročnih poslih). Od junija 2003 dalje zakonsko ni obvezna več indeksacija s TOM-om tudi pri dolgoročnih poslih.

Posebnost slovenskega denarnega trga je obrestovanje vlog in kreditov z valutno klavzulo. Pri poslih z valutno klavzulo gre po vsebini za terjatve ali obveznosti, katerih vrednost je izražena v tujem denarju oz. je tuji denar uporabljen kot merilo vrednosti pogodbenega razmerja. Poravnava posla pa je izvedena v domačem denarju. Mesečna stopnja devizne indeksacijske klavzule (d) odraža stopnjo rasti srednjega tečaja Banke Slovenije za evro v določenem mesecu. Izračuna se kot razmerje med srednjim tečajem Banke Slovenije na zadnji dan v tekočem mesecu in med srednjim tečajem Banke Slovenije na zadnji dan v preteklem mesecu.

$$d = \left(\frac{EUR_t}{EUR_{t-1}} - 1 \right) * 100 \quad (1)$$

ddevizna indeksacijska klavzula na mesečni ravni;
 EUR_tsrednji tečaj Banke Slovenije za evro na zadnji dan v tekočem mesecu;
 EUR_{t-1}srednji tečaj Banke Slovenije za evro na zadnji dan v preteklem mesecu.

Devizna indeksacijska klavzula na letni ravni (D) pa se izračuna iz mesečne devizne indeksacijske klavzule na konformni način, pri čemer se upošteva dejansko število dni v mesecu in letu.

$$D = \left(\left(\frac{d}{100} + 1 \right) \right)^m - 1 * 100 \quad (2)$$

Ddevizna indeksacijska klavzula na letni ravni;
 ldejansko število dni v tekočem letu;
 mdejansko število dni v tekočem mesecu.

Banka Slovenije je v decembru 2003 opozorila Združenje bank Slovenije, da je enostranskost spreminjanja obrestnih mer, ki je v obliki klavzule vsebovana v glavniini depozitnih (pa tudi nekaterih kreditnih⁵) pogodb, iz pravnega vidika nična. Glede na 35. člen Obligacijskega zakonika so namreč nične vse pogodbe, kjer predmet obveznosti ni določljiv. V primeru depozitnih pogodb bank sta nedoločljiva vrnitev glavnice in obresti. Sklepanje takih pogodb banko izpostavlja naslednjim tveganjem:

- pravno tveganje iz naslova izgubljenih sodnih sporov in posledično povrnitve pravnih stroškov,
- tveganje izgube dobrega imena in ugleda banke v javnosti, saj ima glas o enostranskem spreminjanju depozitnih obrestnih mer lahko negativen vpliv na potencialne varčevalce in
- likvidnostno tveganje, saj imajo deponenti pravico, da v primeru enostranske spremembe obrestne mere odstopijo od pogodbe z odpovednim rokom 30 dni (Splošni

⁵ Izjema so potrošniški krediti po uvedbi Zakona o potrošniških kreditih.

poslovni pogoji bank, ki so v veljavi od 1.7.2003), kar lahko bistveno skrajša originalno ročnost depozitov.

Določitev obrestne mere ne sme biti v domeni le ene stranke, ampak mora biti oblikovana na podlagi objektivnih kriterijev oz. tržno. Banka Slovenije je zato pozvala banke, da se pri sklepanju pogodb izogonejo enostranskosti določanja obrestnih mer. Obrestne mere morajo biti opredeljene tako, da sta vrnitev glavnice in obresti jasna, kar pomeni, da:

- mora vsebovati podatke, s katerimi ju je mogoče določiti,
- stranki lahko prepustita nekomu tretjemu, da ju določi (38. člen Obligacijskega zakonika).

Svet Banke Slovenije je na svoji seji dne 16.6.2004 sprejel tudi Priporočila o načinih obračuna obresti za posle s prebivalstvom, s katerimi naj bi v bankah in hranilnicah poenotili obračun obresti pri tovrstnih poslih. Priporočila opredeljujejo navadno obrestovanje kot najprimernejše in naj bi po mnenju Banke Slovenije pri poslih s prebivalstvom postalo privzeta dobra praksa bank in hranilnic. Pri obračunu obresti se ta način običajno uporablja tudi v bančnih praksah drugih držav. Priporočila Banke Slovenije se nanašajo na izvajanje obračuna obresti pri novih pogodbah in ne posegajo v že sklenjena pogodbeno razmerja, rok za njihovo uveljavitev pa je eno leto po njihovem sprejetju na Svetu Banke Slovenije. Poenotenje načinov obračuna obresti naj bi prispevalo tudi k večji preglednosti poslovanja bank in hranilnic. Banka Slovenije bo po preteku enoletnega prehodnega obdobja pregledovala izvajanje teh priporočil v bančnem sistemu in posebno pozornost namenila ugotavljanju utemeljenosti razlogov za morebitna odstopanja od njih.

2.1.3 Pregled različnih vsebinskih delitev pojma obrestne mere

V teoriji in praksi obstaja več različnih vrst obrestnih mer. Kot ločimo po namenu več vrst posojil, tako je tudi več vrst obrestnih mer, ki jih posojilodajalci zaračunavajo posojilojemalcem. Kot je bilo že omenjeno, je višina posojilne obrestne mere odvisna predvsem od ročnosti kredita, tveganja posojilojemalca, likvidnosti in višine administrativnih stroškov (Samuelson, Nordhaus, 1995, str. 482 - 484). Glede na značilnosti obrestnih mer in načine obračunavanja obresti ločimo naslednje vrste oz. pojme obrestnih mer:

a) Kratkoročna in dolgoročna obrestna mera

Kriterij te delitve je ročnost sklenjenega posla. Kratkoročna obrestna mera se obračunava v obdobju, ki je krajše od enega leta, dolgoročna obrestna mera pa velja za obdobje, ki je daljše od enega leta. V normalnih razmerah oz. v razmerah naraščajoče krivulje donosnosti so dolgoročne obrestne mere višje od kratkoročnih.

b) Fiksna in spremenljiva obrestna mera:

Kriterij te delitve je spremenljivost obrestne mere v času. Fiksna obrestna mera se v času ne spreminja oz. ostane tolikšna, kolikor je znašala ob sklenitvi posla. Spremenljiva obrestna mera pa se v času spreminja. Običajno so dolgoročne obrestne mere tudi spremenljive, saj so dlje časa izpostavljene spremembam na trgu. Obrestna mera je lahko sestavljena tudi iz dveh delov: iz spremenljivega dela (npr. referenčne obrestne mere), ki se spreminja skladno z dogovorom med pogodbenima stranema ob podpisu pogodbe, ter iz fiksnega pribitka, ki se v času ne spreminja. Možno je tudi, da se stranki odločita za spremenljivi pribitek.

c) Nominalna in realna obrestna mera:

Kriterij za to delitev je upoštevanje inflacije. Nominalna obrestna mera je izražena v »enem številu« in v sebi skriva dejansko oz. realno donosnost glavnice ter donosnost, ki zgolj zagotavlja ohranjanje vrednosti glavnice v pogojih inflacije.

Blake (2000, str. 79) opredeljuje nominalno obrestno mero kot vsoto štirih ključnih sestavin, ki so:

- pričakovana realna obrestna mera,
- pričakovana inflacijska stopnja,
- pričakovana likvidnostna premija in
- pričakovana premija za tveganje.

Prve tri sestavine so povezane s časom, četrta sestavina pa s tveganjem. Nominalna obrestna mera kot cena je opredeljena za določeno časovno obdobje v prihodnosti, zato so njene sestavine povezane s pričakovanji ekonomskih subjektov. V ravnotežju je nominalna obrestna mera enaka pričakovani obrestni meri.

Čibej (1998, str. 28) opredeljuje realno obrestno mero glavnice kot razliko med nominalno obrestno mero in inflacijsko stopnjo, deljeno z inflacijskim faktorjem:

$$r = \frac{p - \pi}{1 + \pi} \quad (3)$$

r.....realna obrestna mera;

πstopnja inflacije;

p.....nominalna obrestna mera.

Če iz te enačbe izrazimo nominalno obrestno mero, dobimo znano Fisherjevo formulo (Čibej, 2000, str. 20):

$$p = \pi + r + \pi r \quad (4)$$

oz.

$$\frac{1+p}{1+\pi} = 1+r \quad (5)$$

Pri zelo nizkih inflacijskih stopnjah je realna obrestna mera približno enaka razliki med nominalno obrestno mero in inflacijsko stopnjo:

$$r = p - \pi \quad (6)$$

Realna obrestna mera služi za izračun realnih obresti, le-te pa predstavljajo dejanski dohodek kreditodajalca oz. dejanski strošek kreditojemalca.

d) Relativna in konformna obrestna mera

Pri tej delitvi je kriterij način obračuna obresti. Ločimo linearni (proporcionalni) ali navadni obračun obresti in konformni ali obrestno-obrestni način obračuna obresti. Relativna obrestna mera je pri danem kapitalizacijskem obdobju definirana kot razmerje med letno obrestno mero in številom, ki pove, kolikokrat je kapitalizacijsko obdobje krajše od enega leta (Čibej, 1998, str. 21):

$$p_r = \frac{p}{M} \quad (7)$$

p_rrelativna obrestna mera;

pizhodiščna letna obrestna mera;

Mdolžina kapitalizacijskega obdobja, pri čemer $1/M$ pomeni delež leta.

To pomeni, da letno obrestno mero delimo s številom enot celega leta (npr. dni ali mesecev). Polletna obrestna mera je tako polovica letne obrestne mere, mesečna obrestna mera je ena dvanajstina letne obrestne mere itd. Za izračun pripadajočih obresti, relativno obrestno mero pomnožimo še s številom časovnih enot, za katero računamo obresti in z glavnico oz. z zneskom, ki se obrestuje. Z uporabo relativne obrestne mere pri kapitalizaciji, ki je pogostejša od letne, dobimo vedno večje končne vrednosti glavnice kot pri uporabi izhodiščne letne obrestne mere pri celoletni kapitalizaciji. Ta lastnost navadnega obračuna obresti pride tem bolj do izraza, čim pogostejša je kapitalizacija in čim višja je obrestna mera. Pri visokih letnih obrestnih merah zato uporaba relativne obrestne mere ni smiselna. S konformno obrestno mero pa dobimo iz začetne glavnice pri pogostejši kapitalizaciji (npr. polletni ali mesečni) enako končno vrednost glavnice kot pri celoletni kapitalizaciji in izhodiščni letni obrestni meri (Čibej, 1998, str. 23). To pomeni, da je pri konformnem obračunu obresti obrestna mera prilagojena pogostejšemu plačevanju obresti oz. da je breme kreditojemalca neodvisno od pogostosti plačevanja obresti. Formula za izračun konformne obrestne mere je naslednja (Čibej 1998, str. 23):

$$p_{km} = 100 * \left(\left(1 + \frac{p}{100} \right)^{\frac{1}{M}} - 1 \right) \quad (8)$$

p_{km}konformna obrestna mera;

pizhodiščna letna obrestna mera;

Mdolžina kapitalizacijskega obdobja, pri čemer $1/M$ pomeni delež leta.

Za čas, ki je krajši od enega leta (tj. pri kratkoročnih poslih), so konformne obrestne mere manjše od relativnih.

Uporaba nominalnih obrestnih mer in linearnega obračuna obresti je običajna praksa na razvitih finančnih trgih. V Sloveniji banke šele od 1. julija 2002 dalje obrestujejo kratkoročne depozite in kredite z nominalnimi obrestnimi merami. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS št. 109/01) je namreč odpravil indeksacijo s TOM-om pri kratkoročnih poslih. Z uvedbo nominalnih obrestnih mer pa so banke tudi prešle od konformnega na linearni način obračuna obresti. Pri tem velja poudariti, da način obračuna obresti ni nikjer predpisan z zakonom niti z evropsko direktivo. Izbor načina obrestovanja je sestavni del poslovne politike banke oz. odsev poslovne prakse.

Priporočilo za linearni obračun obresti Združenja bank Slovenije⁶ pušča slovenskim bankam svobodno izbiro števila dni v letu, ki ga upoštevajo pri izračunu. Uporablja se lahko načelo dejansko število dni/360 oz. dejansko število dni/365 (oz. 366, če je prestopno leto). Osnovna formula za obračun obresti za obdobje do enega leta je naslednja:

$$\text{Obresti} = \text{Glavnica} * \frac{p(l) * d}{360(\text{ali } 365 \text{ oz. } 366) * 100} \quad (9)$$

$p(l)$letna obrestna mera;

dštevilo dni obrestovanja.

Obresti tistih bank, ki uporabljajo pri izračunu v imenovalcu 360 dni v letu, so višje v primerjavi z obrestmi ostalih bank, ki v izračunu upoštevajo dejansko število dni. Seveda ob tem predpostavljamo enake deklarirane obrestne mere. Zaradi tega večina slovenskih bank pri obrestovanju depozitov uporablja načelo dejansko število dni/365 oz. 366.

⁶ Nadzorni svet Združenja bank Slovenije je Priporočilo za linearni obračun obresti obravnaval in sprejel na svoji 22. seji, dne 14.03.2002.

e) Efektivna obrestna mera

Efektivna obrestna mera predstavlja dejansko ceno kredita oz. vključuje poleg pogodbeno določene obrestne mere še vse stroške, povezane z najemom kredita. Izražena je v odstotkih kot delež odobrenega zneska kredita. Kreditojemalcem omogoča primerjavo kreditnih ponudb različnih bank, ki sicer zaradi različnih načinov obračuna obresti (npr. različnih uporabljenih referenčnih obrestnih mer ali različnega štetja dni) ni mogoča.

Po Zakonu o potrošniških kreditih (Uradni list RS, št. 70/00) so slovenske banke od 1.3.2001 dalje dolžne v svojih kreditnih ponudbah in oglasih objaviti tudi višino efektivne obrestne mere. Pri tem je efektivna obrestna mera definirana kot obrestna mera oz. diskontna stopnja, s katero se skupno kreditno breme (tj. skupna vrednost vseh plačil kreditojemalca kreditodajalcu) izenači s sedanjo vrednostjo odobrenega in nakazanega zneska kredita. Ne glede na to, ali je pogodbeno kreditna obrestna mera spremenljiva ali fiksna, je v celoti zajeta v izračun efektivne obrestne mere.

Kreditojemalci pri pregledovanju in primerjanju različnih kreditnih ponudb pogosto zamenjujejo ali celo enačijo pojem efektivne obrestne mere s pojmom referenčne obrestne mere.

2.2 REFERENČNA OBRESTNA MERA NA DENARNEM TRGU

Referenčna obrestna mera je sestavni del spremenljive obrestne mere določenega posla (posojila, vloge, vrednostnega papirja itd.), ki se izrecno navede, oz. se nanjo v tem poslu sklicuje. Običajno gre za posle z ročnostjo nad enim letom. S pomočjo referenčne obrestne mere se določajo spremenljive obrestne mere, in sicer tako, da se referenčni obrestni meri doda neki pribitek⁷, zaradi večjega kreditnega tveganja in/ali daljše ročnosti posla (Ribnikar, 2001a, str. 50). To pomeni, da je spremenljivost obrestne mere, ki jo dolжник plačuje v točno določenih intervalih, pogojena s spreminjanjem referenčne obrestne mere. Spreminja pa se lahko tudi pribitek k referenčni obrestni meri, vendar morata to stranki jasno opredeliti ob sklenitvi posla.

Ribnikar (2001a, str. 50) opozarja, da ne obstaja neka uradna ali splošno sprejeta referenčna obrestna mera. Referenčno obrestno mero sporazumno izbereta posojilodajalec in posojilodajalec, pri čemer ni nujno, da se odločita za eno izmed že uveljavljenih referenčnih obrestnih mer, ampak se lahko dogovorita tudi za neko referenčno obrestno mero, ki je še nihče ni uporabil. Ključnega pomena je, da se referenčna obrestna mera določi na podlagi

⁷ Danes se v praksi večkrat srečamo tudi s spremenljivimi obrestnimi merami, ki so sestavljene iz referenčne obrestne mere in odbitka. Npr. Svetovna banka si izposoja denar s sindiciranim posojilom po obrestni meri, ki je nižja od LIBOR-ja. Razlog za to je, da trg ocenjuje kreditiranje Svetovne banke kot manj tvegano od kreditiranja na medbančnem trgu (Mrak, 2002, str. 537). Tudi v bankah, ki pri dolgoročnih posojilih uporabljajo za referenco »prime rate«, pogosto zaračunajo najboljšim in največjim komitentom obrestno mero, ki je nižja od »prime rate« zaradi močne konkurence komercialnih zapisov (Saunders, Cornett, 2003, str. 269).

objektivnih kriterijev. Določati jo morajo tržne spremenljivke, ki so v zanemarljivi meri odvisne od posameznih tržnih udeležencev.

Referenčna obrestna mera predstavlja tisto obrestno mero, ki jo plačujejo prvovrstni dolžniki za pridobitev kratkoročnih posojil (Ribnikar, 2001a, str. 51). To pomeni, da je referenčna obrestna mera netvegana obrestna mera in da predstavlja ceno kredita za komitente z minimalnim kreditnim tveganjem oz. tveganjem neplačila.

Področja, ki imajo največji vpliv na oblikovanje referenčne obrestne mere, so (Jernejčič, 1998a, str. 32):

- poslovanje centralne banke s poslovnimi bankami,
- medbančni denarni trg,
- poslovanje bank in nebančnega sektorja,
- trg prvovrstnih dolžniških vrednostnih papirjev.

V praksi se kot referenčna obrestna mera najpogosteje uporablja:

a) OBRESTNA MERA, KI JO PLAČUJEJO PRVOVRSTNI DOLŽNIKI (»PRIME (LENDING) RATE«)⁸:

To je izhodiščna obrestna mera za kredite oz. obrestna mera (prvovrstnih) dolžnikov, ki imajo najvišjo bonitetno oceno in najnižje kreditno tveganje. Višino obrestne mere, ki jo plačujejo prvovrstni dolžniki, administrativno določi posamezna banka (Ritter et al., 2000, str. 384). Gre za zelo pomembno indikativno obrestno mero banke.

b) MEDBANČNE OBRESTNE MERE:

V razvitih ekonomijah se kot referenčne obrestne mere v poslovni praksi uporabljajo predvsem obrestne mere medbančnega denarnega trga. Gre za obrestne mere danih medbančnih posojil različnih ročnosti. Pogoj za njihovo oblikovanje in uporabo pa je razvit in stabilen denarni trg. Referenčna obrestna mera v tem primeru odraža razmere na denarnem trgu in pričakovanja udeležencev trga o prihodnjih razmerah na trgu. Uveljavljeni in najbolj znani medbančni referenčni obrestni meri na evroobmočju so EURIBOR, EONIA (na trgu EMU) ter LIBOR (v Veliki Britaniji), v ZDA pa t.i. »federal funds rate«. Medbančne obrestne mere niso administrativno določene, temveč so odsev nihanja med povpraševanjem in ponudbo.

Osnova za njihovo oblikovanje in uporabo je razvit in stabilen denarni trg. Bohnec (2002, str. 16) je izpostavil naslednje pogoje, ki morajo biti izpolnjeni na denarnem trgu, da lahko medbančne obrestne mere postanejo referenčne obrestne mere:

⁸ Ribnikar (2001a, str. 51) je za to obrestno mero uporabil tudi izraz »čista obrestna mera«, ker je to obrestna mera brez dodatka premij za tveganje. V tujini se uporablja izraz »prime (lending) rate«. V zadnjih nekaj letih se je tudi v slovenski praksi uveljavil izraz »prime rate«, zato je v nadaljevanju uporabljen tudi v magistrskem delu.

- ustrezna globina trga oz. zadostno število sklenjenih poslov na trgu (tako po obsegu kot po številu);
- ustrezna širina denarnega trga oz. raznolikost vrst poslov, ki so podlaga za financiranje likvidnosti na trgu (npr. valutne zamenjave, repo posli, nezavarovane vloge);
- konkurenca na denarnem trgu, kjer so poleg bank aktivni udeleženci še institucionalni investitorji in drugi večji subjekti (npr. državna zakladnica, večje občine, finančno močna podjetja ipd.).

Saunders in Cornett (2003, str. 269) ugotavljata, da se v ameriški praksi »fed funds rate« in LIBOR najpogosteje uporabljata kot referenčna obrestna mera pri posojilih krajših ročnosti, »prime rate« bank pa pri posojilih daljših ročnosti.

Eden od ključnih motivov, ki je pripeljal do nastanka in uporabe referenčne obrestne mere v praksi, je bila želja po objektivizaciji razmer pri sklepanju kreditno – depozitnih poslov (Čibej, 2002, str. 18). S tem, ko pogodbeni stranki sprejmeta referenčno obrestno mero kot skupno izhodišče pri določitvi cene posla, le-ta določa za obe stranki sprejemljiva in vnaprej »odobrena« obrestna nihanja. Cena denarja, ki je predmet pogodbe, je tako izračunljiva v vsakem trenutku in obe pogodbeni stranki sta z vidika pravne varnosti v simetričnem položaju.

Referenčna obrestna mera tako zmanjšuje informacijsko negotovost oz. pristranskost informacijsko močnejše strani pri finančnem posredovanju. Zmanjšuje npr. moralni hazard banke pri informacijsko šibkejših komitentih, kot je to recimo prebivalstvo. Zmanjšuje tudi obrestno in tečajno tveganje finančnih igralcev. Zato je pomembno, da čim bolj odraža dejansko situacijo na trgu oz. da je pod čim manjšim vplivom posameznih tržnih udeležencev.

Ribnikar (2001a, str. 51 – 52) opozarja, da se v praksi velikokrat zamenjuje pojem referenčne obrestne mere s pojmom standardne ali »benchmark« obrestne mere. Te obrestne mere služijo kot opora in orientacija za oblikovanje fiksnih nominalnih obrestnih mer. Primer standardne obrestne mere je npr. obrestna mera državnih obveznic⁹, ki izraža splošne razmere na finančnem trgu in je (podobno kot referenčna obrestna mera) netvegana obrestna mera. Ne more pa imeti vloge referenčne obrestne mere, saj služi zgolj za primerjavo oz. orientacijo in se nanjo pri definiranju pogodbenih razmerij običajno izrecno nihče ne sklicuje. Za orientacijo pri oblikovanju fiksnih nominalnih obrestnih mer se uporabljajo tudi obrestne mere centralne banke. Obrestne mere centralne banke imajo pomemben vpliv na razmere na trgu in na oblikovanje referenčnih obrestnih mer, čeprav same po sebi niso referenčne obrestne mere. Gre predvsem za obrestno mero refinanciranja pri centralni banki oz. ceno pridobitve kratkoročnih virov poslovne banke pri centralni banki. V ZDA je to diskontna obrestna mera Fed (»discount rate«), v Evropi pa ključna obrestna mera ECB za refinanciranje. Obe obrestni

⁹ Pri tem se upošteva donosnost do dospelja (»yield to maturity«) in ne na kuponsko obrestno mero. Krivulja donosnosti (»yield curve«) državnih vrednostnih papirjev je standard za določanje cen obveznic in donosnosti na trgu dolgov nasploh (Ribnikar, 2001a, str. 51).

meri sta administrativno določeni s strani centralnih bank. Nenazadnje pa se kot orientacija pri oblikovanju nominalnih obrestnih mer lahko uporabljajo tudi že omenjene uveljavljene referenčne obrestne mere.

Obstoj (kvalitetne) referenčne obrestne mere je za udeležence finančnega trga ključnega pomena, saj jim zmanjšuje informacijsko negotovost, omogoča lažje oblikovanje dolgoročnih obrestnih mer in zaščito pred nepričakovanimi spremembami razmer na trgu. Dolgoročne nominalne obrestne mere so namreč z vidika bank bolj tvegane, ker so izpostavljene večji negotovosti glede gibanja inflacije. Nihanje inflacije tako povečuje variabilnost realnih obrestnih mer. Referenčne obrestne mere omogočajo učinkovito prilagajanje nominalnih obrestnih mer spremenjeni dinamiki inflacije in zagotavljajo ex-ante realne obrestne mere (Jašovič, 2002, str. 21). S tem povečujejo tudi učinkovitost prilagajanja strukture obrestnih mer.

Ena od bistvenih vlog referenčne obrestne mere je tudi ta, da vnaša določeno stopnjo zanesljivosti v poslovanje bank glede tega, kako se bodo v relativnem odnosu gibali posamezni obrestovani segmenti bančnih bilanc in s tem vplivali na realizirano obrestno maržo bank (Škrinjar, 2004, str. 34). Neustrezna izbira referenčne obrestne mere lahko banko prisili povečati maržo in s tem poslabšati svoj konkurenčni položaj na trgu.

Kljub temu pa se v praksi pri dolgoročnih poslih uporabljajo tudi fiksne nominalne obrestne mere¹⁰. Razmerje med instrumenti s fiksno nominalno obrestno mero in instrumenti s spremenljivo nominalno obrestno mero, vezano na določeno referenčno obrestno mero, je po posameznih državah različno. V splošnem velja, da je nižje v anglosaksonskih državah (Jernejčič, 1998a, str. 32). Nedvomno pa velja, da referenčna obrestna mera ne služi zgolj za oblikovanje dolgoročnih nominalnih obrestnih mer, temveč igra pomembno vlogo tudi v smislu standardne¹¹ (»benchmark«) obrestne mere, ki se implicitno upošteva tudi pri oblikovanju nominalnih fiksnih obrestnih mer pri ročnostih, krajših od enega leta.

2.2.1 Značilnosti kvalitetne referenčne obrestne mere

S pojmom kvalitetna referenčna obrestna mera mislim na takšno referenčno obrestno mero, ki je uporabna in koristna za banko. Čeprav je referenčnih obrestnih mer lahko več, ni nujno, da so vse enako kvalitetne ali se enako pogosto uporabljajo. V praksi se uporablja predvsem tista referenčna obrestna mera, ki jo sprejema poslovni svet. Najpogosteje je takšna referenčna obrestna mera po svoji vsebini medbančna obrestna mera. Ključne značilnosti kvalitetne referenčne mere, in sicer v smislu medbančne obrestne mere, so naslednje (Združenje bank Slovenije, Gradivo za posvet zakladnikov, junij 2003 in Dermol, Dolenc, 2003, str. 111):

¹⁰ Uporabe fiksnih nominalnih dolgoročnih obrestnih mer ne smemo razumeti kot alternativo uporabi referenčnih obrestnih mer in ustreznih pribitkov, ker to niso.

¹¹ Standardna obrestna mera vsebuje največjo informacijo o gibanju trga.

a) *Objektivnost določanja:*

Referenčna obrestna mera ne sme biti določena administrativno. Oblikovati se mora prosto na trgu, kar pomeni, da na njeno višino ne more vplivati obrestna politika posameznega udeleženca finančnega trga. Zato mora biti metodologija izračuna referenčne obrestne mere natančno definirana, prav tako pa mora biti zagotovljeno nemoteno in pravočasno zajemanje potrebnih podatkov. Objektivnost zagotavlja udeležba kotacij obrestnih mer večjega števila ključnih udeležencev finančnega trga.

b) *Odzivnost na spremembe denarne politike centralne banke:*

Centralna banka s spreminjanjem svoje ključne obrestne mere skrbi za stabilnost razmer na finančnem trgu. Vsaka sprememba obrestnih mer centralne banke pomeni signal za ustrezne korekcije na vseh ostalih segmentih finančnega trga. Referenčna obrestna mera se mora prilagajati spremembam v denarni politiki centralne banke, saj mora odražati splošne razmere na trgu.

c) *Odzivnost na spremembe v likvidnosti na denarnem trgu:*

Gibanje medbančnih obrestnih mer je odsev likvidnostnih razmer na denarnem trgu. Ob pomanjkanju likvidnosti cena dnevnega denarja poraste, v razmerah presežne likvidnosti pa se zgodi nasprotno. Temu se mora prilagajati tudi višina referenčne obrestne mere, saj je likvidnostni položaj bančnega sistema pomemben pokazatelj splošnih razmer na trgu.

d) *Korektno izražanje inflacijskih pričakovanj:*

Pričakovano zniževanje inflacije praviloma znižuje tudi pričakovano raven obrestnih mer. Skladno s tem se morajo znižati tudi referenčne obrestne mere.

e) *Nemoten dostop do kotacij referenčne obrestne mere*

Banke oz. udeleženci finančnega trga, ki uporabljajo referenčne obrestne mere pri sklepanju dolgoročnih poslov, morajo imeti dnevno zagotovljen nemoten dostop do kotacij referenčnih obrestnih mer.

f) *Usklajenost sklenjenih poslov s kotacijami referenčne obrestne mere*

Vzpostavitev referenčne obrestne mere mora biti rezultat dovolj velikega obsega transakcij med udeleženci trga. To pomeni, da se posli na denarnem trgu sklepajo po obrestnih merah, ki ne odstopajo veliko od kotacij referenčne obrestne mere, saj je le tako zagotovljena njena verodostojnost in uporabnost.

g) *Sprejemljivost referenčne obrestne mere v poslovnem svetu*

Zaupanje udeležencev trga v referenčno obrestno mero je predpogoj za njeno uporabo pri sklepanju dolgoročnih (in kratkoročnih) poslov. Ekonomski subjekti morajo biti pripravljene opravljati finančne transakcije po ceni, ki vključuje referenčno obrestno mero in pribitek.

3 UVELJAVLJENE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA TRGIH EU IN ZDA

Na razvitih finančnih trgih se kot referenčne obrestne mere običajno uporabljajo medbančne obrestne mere. Gre za dobro razvite finančne trge, ki jih odlikuje velik obseg transakcij, dobra likvidnost in učinkovitost.

Na evropskem finančnem trgu so najbolj znane in najpogosteje uporabljane referenčne obrestne mere EURIBOR in EONIA¹² (na področju EMU) ter LIBOR (na področju Velike Britanije). V ZDA pa igra glavno vlogo referenčne obrestne mere t.i. »fed funds rate«.

3.1 EURIBOR

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) je obrestna mera za dane medbančne depozite znotraj Evropske monetarne unije v evrih, ki se dnevno izračunava iz kotacij izbranih prvovrstnih bank. EURIBOR je nadomestil pretekle referenčne medbančne obrestne mere, ki so bile v uporabi v posameznih državah članicah¹³. EURIBOR je z nastankom enotne evropske valute evra, vpeljalo Združenje evropskih bank (European Banking Federation, v nadaljevanju FBE¹⁴), poleg njega pa ga podpira tudi Združenje finančnih trgov (Financial Markets Association, v nadaljevanju ACI¹⁵). Vrednosti EURIBOR-ja so bile prvič objavljene dne 30.12.1998, in sicer z valuto poravnave 4.1.1999 (About EURIBOR, 2004).

Banke, ki kotirajo obrestne mere, vključene v izračun EURIBOR-ja, so izbrane na podlagi tržnih kriterijev. Za izbor bank velja zelo strikten pravilnik (t.i. »Code of Conduct«), ki med drugim določa kriterije za izbor bank, obveznosti teh bank ter naloge in sestavo posebne nadzorne komisije (»Steering Committee«), ki je odgovorna za nadzor EURIBOR-ja. Kotirajoče banke so prvovrstne banke z največjim obsegom poslovanja na evrodenarnem trgu, med katerimi je tudi nekaj neevropskih bank¹⁶, ki imajo velik obseg transakcij z evroobmočjem. Geografska razpršenost zagotavlja oblikovanje reprezentativne in učinkovite referenčne obrestne mere za celoten evropski trg. EURIBOR je takoj po svojem nastanku dejansko zaživel kot referenčna obrestna mera in se danes množično uporablja tudi na trgih izvedenih finančnih instrumentov.

¹² EONIA ni »prava« referenčna obrestna mera, ker se v pogodbah nanjo neposredno ne sklicuje. V to poglavje je vključena, ker sodi med pomembne pokazatelje razmer na trgu in se uporablja kot orientacijska ali »benchmark« obrestna mera.

¹³ Npr. v Franciji PARIBOR, v Avstriji VIBOR, v Španiji MIBOR, v Nemčiji FIBOR itd.

¹⁴ FBE zastopa interese približno tri tisoč bank iz petnajstih držav članic EU in iz Islandije, Norveške ter Švice.

¹⁵ Združenje finančnih trgov (ACI) ima svojo spletno stran na naslovu <http://www.aciforex.com>.

¹⁶ Seznam kotirajočih bank je podan v Prilogi 1.

3.1.1 Metodologija referenčne obrestne mere EURIBOR

Sodelujoče banke, ki sestavljajo t.i. panel bank, dnevno sporočajo kotacije obrestnih mer danih medbančnih depozitov za petnajst standardiziranih ročnosti: en teden, dva tedna, tri tedne ter dvanajst ročnosti od enega meseca do dvanajst mesecev. Kotacije so podane na dve decimalni mesti natančno, pri čemer se upošteva načelo $act/360$ dni (360 dni v letu in dejansko število dni). Valuta poravnave za kotacije vseh ročnosti sta dva dni ($T + 2$).

Izbrane banke so dolžne sporočiti kotacije medbančnih obrestnih mer za dane depozite vsak delovni dan, najkasneje do 10.45 ure, in sicer v času delovanja mednarodnega sistema za plačilni promet TARGET¹⁷. Vsaka banka ima za to na voljo svojo zasebno spletno stran, kamor sporoča podatke. Poleg banke imajo do te strani dostop še uslužbenci podjetja »Moneyline Telerate« (pred tem je bil »Bridge Telerate«), ki sodelujejo v procesu izračuna in objave referenčnih obrestnih mer EURIBOR. V času od 10.45 do 11.00 imajo banke še zadnjo možnost popraviti sporočene kotacije obrestnih mer.

Ob 11.00 uri se vrednosti kotacij EURIBOR-ja procesirajo in izračuna se fiksing EURIBOR-ja za posamezne ročnosti. »Moneyline Telerate« pri vsakem razredu ročnosti izloči 15% najvišjih in najnižjih kotacij, iz preostalih kotacij pa izračuna EURIBOR kot aritmetično povprečje. Izračunane vrednosti EURIBOR-ja so zaokrožene na tri decimalna mesta natančno in so objavljene na straneh 248 – 249 »Moneyline Telerate«. Istočasno se javno objavijo tudi kotacije vseh sodelujočih bank v panelu po ročnosti. Vrednosti EURIBOR-ja se objavijo tudi v obliki, ki upošteva načelo štetja $act/365$ dni, prav tako na tri decimalna mesta natančno, na spletnih straneh, kjer so bile včasih objavljene nacionalne referenčne obrestne mere. Le-te so pri izračunu upoštevale načelo $act/365$ dni.

Preden »Moneyline Telerate« sproži izračun EURIBOR-ja, mora preveriti, ali so vse sodelujoče banke iz panela sporočile svoje kotacije obrestnih mer. V kolikor katera izmed bank ni javila kotacij, jo uslužbenec »Moneyline Telerate« kontaktira in opozori, naj takoj posreduje zahtevane podatke. Če podatki niso na voljo do 11.00 ure, lahko »Moneyline Telerate« vseeno sproži proces izračuna EURIBOR-ja, vendar mora o tem takoj pisno obvestiti FBE.

Če več kot 50% bank iz panela ne dostavi svojih kotacij obrestnih mer do 11.00 ure, lahko »Moneyline Telerate« zakasni z izračunom EURIBOR-ja, dokler vsaj polovica bank ne sporoči podatkov. Če kotacije ob 11.15 še vedno niso na razpolago, »Moneyline Telerate« ukrepa:

- v kolikor razpolaga s kotacijami dvanajstih ali več bank, ki izvirajo iz treh ali več držav, izračuna EURIBOR na podlagi razpoložljivih podatkov;

¹⁷ Gre za enoten sistem bruto poravnave v realnem času (Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer System).

- v kolikor ima podatke od manj kot dvanajstih bank oz. od bank, ki izvirajo iz manj kot treh držav, objavi na straneh, kjer se običajno objavlja EURIBOR, da bo izračun referenčnih obrestnih mer preložen do nadaljnjega oz. do takrat, ko bo na razpolago zadostno število podatkov.

3.2 EONIA

EONIA (Euro OverNight Index Average) je obrestna mera za posojila čez noč, izračunana na osnovi ponderiranega povprečja vseh nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu znotraj evro območja. Podatke o obsegu transakcij in obrestnih merah, ki so potrebni za izračun EONIA-e, sporočajo vse tiste banke, ki sodelujejo v panelu bank za izračun EURIBOR-ja. To pomeni, da EONIA v svoj izračun vključuje le najbolj aktivne banke na medbančnem trgu in ohranja geografsko raznolikost bank.

Obrestno mero EONIA izračunava Evropska centralna banka. Poleg tega skrbi tudi za njeno objavo na straneh »Moneyline Telerate« v času med 18.45 in 19.00 uro vedno na osnovi podatkov tekočega dne. Vrednosti EONIA-e so dostopne na strani 247 »Moneyline Telerate« (About EONIA, 2004).

Evropska centralna banka nadzira kvaliteto referenčne obrestne mere EONIA in lahko po potrebi tudi ukrepa za njeno izboljšanje. Pri tem sodeluje z nadzorno komisijo (»Steering Committee«) tako, da jo sproti obvešča o kvaliteti kotacij in uspešnosti sodelovanja z izbranimi bankami iz panela.

Čeprav je EONIA po svoji vsebini medbančna obrestna mera, ni »prava« referenčna obrestna mera, ker se v praksi v pogodbah nanjo nihče neposredno ne sklicuje. Ima pa pomembno vlogo kot orientacijska (»benchmark«) obrestna mera, saj zelo dobro odraža razmere na medbančnem trgu.

3.2.1 Metodologija obrestne mere EONIA

Vsaka banka iz panela je dolžna sporočiti Evropski centralni banki najkasneje do 18.30 ure podatek o skupnem obsegu izvršenih nezavarovanih posojil tistega dne (v milijonih evrov) in tehtano povprečno posojilno obrestno mero za te transakcije (na dve decimalni mesti natančno). Gre za dane depozite (oz. posojila) čez noč, ki se sklepajo vsak dan do 18.00 ure, ko se zapre domači sistem bruto poravnave v realnem času RTGS (Real-Time Gross Settlement).

Obrestno mero EONIA izračuna Evropska centralna banka kot ponderirano povprečje vseh nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu znotraj evro območja. V izračunu obrestne mere EONIA se upošteva načelo štetja act/360 dni.

EONIA je bila prvič objavljena dne 4.1.1999 zvečer, in sicer na podlagi realiziranih medbančnih posojil čez noč, ki so bili sklenjeni tistega dne.

3.3 LIBOR

LIBOR (London Interbank Offered Rate) je obrestna mera za dane depozite na londonskem medbančnem trgu, s katerimi trgujejo izbrane banke v skladu s pravilnikom Združenja bank Velike Britanije (»British Bankers' Association«, v nadaljevanju BBA).

Podatke za izračun LIBOR-ja sporočajo izbrane banke, ki sestavljajo (podobno kot pri EURIBOR-ju) panel bank. Le-ta obsega najmanj osem bank, pri čemer so sodelujoče banke izbrane na podlagi naslednjih kriterijev (About BBA LIBOR, 2004):

- ugled banke,
- obseg aktivnosti na londonskem denarnem trgu
- izkušnje pri trgovanju s kotirano valuto,
- boniteta oz. kreditna sposobnost banke.

Obrestne mere se kotirajo za depozite, ki imajo naslednje značilnosti:

- najeti so na londonskem medbančnem trgu,
- običajna velikost depozita se giblje od pet do petdeset milijonov britanskih funtov,
- gre za nezavarovane posle,
- za depozite in za pogodbene stranke veljajo zakonska določila in sodna praksa Velike Britanije in Walesa.

V procesu fiksinga oz. izračuna vrednosti LIBOR-ja sodeluje BBA z nadzorno skupino »BBA LIBOR Steering Group«. Vanjo so vključeni vsi vodilni udeleženci trga, ki aktivno trgujejo na londonskem medbančnem trgu.

3.3.1 Metodologija referenčne obrestne mere LIBOR

LIBOR se izračunava kot aritmetično povprečje srednjih dveh četrtin sporočenih kotacij panelnih bank, ki so bile pred tem rangirane po velikosti. Izračunava se dnevno za devet različnih valut in za petnajst ročnosti do 12 mesecev (preko noči, en teden, dva tedna in dvanajst ročnosti od enega meseca do dvanajstih mesecev). Valute obsegajo britanski funt (GBP), kanadski dolar (CAD), evro (EUR), ameriški dolar (USD), avstralski dolar (AUD), japonski jen (JPY), novozelandski dolar (NZD), dansko krono (DKK) in švicarski frank (CHF). Število bank, ki sporočajo kotacije obrestnih mer za posamezne valute, se med seboj razlikuje, pri čemer:

- panel iz osmih bank kotira obrestne mere za avstralski dolar, dansko krono in novozelandski dolar,
- panela iz dvanajstih bank kotirata obrestne mere za kanadski dolar in švicarski frank,
- paneli iz šestnajstih bank kotirajo obrestne mere za evro, ameriški dolar, britanski funt in japonski jen.

Vsaka posamezna valuta ima določen svoj panel bank¹⁸. Nekatere banke se pojavljajo v več različnih panelih.

Če postopek fiksinga LIBOR-ja ni mogoče realizirati na dogovorjen način, določi BBA v sodelovanju z nadzorno skupino in panelom izbranih bank nadomestno obrestno mero (t.i. »substitute rate«). V primeru, da katera izmed izbranih bank krši dogovorjena pravila o kotiranju obrestnih mer, jo lahko BBA po posvetu z nadzorno skupino, izloči iz panela.

Sodelujoče banke morajo sporočiti kotacije obrestnih mer, po katerih so pripravljene najeti depozite na medbančnem trgu, pri čemer so dolžne najprej povpraševati za kotacije pri drugih bankah in šele nato oceniti sprejemljive medbančne ponudbe. BBA zbira kotacije izbranih bank do 11.00 ure oz. najkasneje do 11.10 ure. Obrestne mere se kotirajo za valute, ročnosti in datume v skladu z dogovorjenimi pravili o kotiranju. Izbrane banke morajo biti pri kotiranju obrestnih mer nepristranske, kar pomeni, da oblikujejo obrestne mere neodvisno od kotacij drugih bank. Po enournem obdobju, ki je namenjeno odpravi morebitnih napak in samemu procesu izračuna, se BBA LIBOR fiksing javno objavi (tj. ob 12.00 uri). Ob 11.30 uri se objavijo vse kotacije izbranih bank, kar zagotavlja večjo transparentnost na trgu in odpravo morebitnih napak.

Metodologija za izračun LIBOR-ja vsebuje podrobna pravila o standardizaciji medbančnih depozitov, za katere se zbirajo kotacije: po ročnosti, zapadlosti, načinu obračuna obresti, upoštevanju delovnih dni ipd. Izbrane banke prispevajo kotacije obrestnih mer na vsaj dve decimalni mesti natančno, vendar ne več kot pet decimalnih mest.

Vse valute, razen britanskega funta, so vsak delovni dan v Londonu fiksirane na podlagi »spot« valutacije (T+2). Za britanski funt velja valuta poravnave še isti dan (T+0). »Spot« fiksing LIBOR-ja za evro pa vključuje dva delovna dneva, ko deluje evropski sistem za plačilni promet TARGET in ne delovna dneva v Londonu. Obračun obresti pri vseh valutah, razen pri britanskem funtu, upošteva načelo štetja dejansko/360 dni. Pri britanskem funtu velja načelo dejansko/365 dni.

Valuta poravnave je urejena v skladu s prilagojeno konvencijo o naslednjem delovnem dnevu (ISDA – Modified Following Business Day Convention). Če datum zapadlosti depozita pade na dan, ki ni delovni dan, se kot pravi datum zapadlosti upošteva prvi naslednji delovni dan. V

¹⁸ V Prilogi 2 je podan seznam bank, ki kotirajo obrestne mere za izračun LIBOR-ja, ki je bil objavljen dne 26.3.2004, z veljavnostjo od 29.3.2004 dalje.

primeru, da je naslednji delovni dan že v novem koledarskem mesecu, se upošteva za prvi datum zapadlosti prvi delovni dan pred originalnim datumom zapadlosti depozita.

BBA skupaj z nadzorno skupino vrši nadzor nad metodologijo in sodelovanjem izbranih bank v panelih. Sestava bank se prouči najmanj enkrat letno, pri čemer se posamezna banka v primeru kršitve dogovorjenih načel zamenja z drugo banko.

BBA je pooblastil podjetje Moneyline Telerate, da skrbi za operativne postopke oblikovanja in objave LIBOR-jev. Vsi udeleženci trga imajo brezplačen dostop do informacij o LIBOR-ju in do njegovih vrednosti.

3.4 AMERIŠKA MEDBANČNA OBRESTNA MERA »FED FUNDS RATE«

»Fed funds rate« je ameriška medbančna obrestna mera, ki ima vlogo referenčne obrestne mere na denarnem trgu Združenih držav Amerike. Gre za obrestno mero depozitov, ki jih banke nalagajo običajno preko noči na medbančnem trgu iz presežnih rezerv, ki jih imajo na računu pri Ameriški centralni banki FED (Mishkin, 2001, str. 27). Gibanje vseh ostalih kratkoročnih obrestnih mer na trgu je tesno povezano s spreminjanjem ameriške medbančne obrestne mere (Stigum, 1990, str. 44).

»Fed funds rate« je tako cena za dnevno likvidnost, ki se oblikuje na medbančnem trgu na podlagi ponudbe in povpraševanja. Višina obrestne mere odseva kakšne so likvidnostne razmere na trgu oz. kakšne so možnosti zadolževanja v domačem bančnem sistemu. Visoka ameriška medbančna obrestna mera kaže na zaostrene razmere na trgu, ko bankam primanjkuje likvidnost, medtem ko nizka ameriška medbančna obrestna mera kaže na ugodne razmere na trgu oz. presežke likvidnosti.

Poleg tega ameriška medbančna obrestna mera odraža tudi stanje monetarne politike FED-a. Instrumenti monetarne politike FED-a namreč pomembno vplivajo na višino medbančne »fed funds« obrestne mere. Od februarja 1994 dalje, FED na vsakem zasedanju Komisije za operacije odprtega trga¹⁹ objavi ciljno višino ameriške medbančne obrestne mere, kar močno vpliva na raven obrestnih mer v gospodarstvu (Mishkin, 2001, str. 435).

FED vpliva na višino ameriške medbančne obrestne mere s tremi glavnimi instrumenti monetarne politike: z operacijami odprtega trga, z diskontno politiko in s predpisovanjem obvezne rezerve (Mishkin, 2001, str. 435 – 452):

a) Operacije odprtega trga so ključen instrument za uravnavanje denarne ponudbe, ker se vršijo na iniciativo FED-a, so fleksibilne, lahko potekajo v smeri odvzemanja ali dodajanja likvidnosti ter se hitro realizirajo na trgu. Pri teh operacijah FED cilja določeno količino

¹⁹ FOMC: Federal Open Market Committee (Komisija za operacije odprtega trga FED).

rezerv oz. določeno višino »fed funds« obrestne mere. Nakupi na odprtem trgu povečujejo količino denarja v obtoku in obseg rezerv bank, povečana ponudba denarja pa znižuje ameriško medbančno obrestno mero. Pri prodajah na odprtem trgu pa se zgodi nasprotno, saj zmanjšanje denarne ponudbe vpliva na porast ameriške medbančne obrestne mere.

b) Diskontno okno (»discount window«) je instrument FED-a, preko katerega si banke pri centralni banki izposojajo likvidna sredstva. Gre za najemanje likvidnostnih kreditov pri centralni banki po diskontni obrestni meri, kar omogoča FED-u tudi uresničevanje funkcije »posojilodajalca v skrajni sili«. Banke lahko pri FED-u najamejo tri vrste kreditov:

- Primarni kredit (»adjustment credit loan«) je namenjen bankam za premostitev kratkoročnih likvidnostnih primanjkljajev (najpogosteje se sklepa čez noč) po diskontni obrestni meri, ki je višja od »fed funds obrestne mere«.
- Sekundarni kredit (»extended credit«) je namenjen bankam z večjimi likvidnostnimi težavami oz. bankam, ki ne izpolnjujejo pogojev za najem primarnega kredita. Obrestna mera je višja od obrestne mere za primarni kredit.
- Sezonski kredit (»seasonal credit«) je namenjen bankam z izrazito sezonsko komponento pri gibanju denarnih tokov oz. likvidnosti. Obrestna mera je vezana na mesečno povprečje »fed funds obrestne mere« in povprečje obrestne mere 90-dnevnih potrdil o vlogah, pri čemer je spodnja meja diskontna obrestna mera FED-a.

Znižanje diskontne obrestne mere poveča obseg zadolževanja bank pri FED-u in denarno ponudbo na trgu, kar vpliva na znižanje »fed funds obrestne mere«. Ko je diskontna obrestna mera nižja od medbančne »fed funds« obrestne mere, obstaja nevarnost, da banke to izkoristijo za špekuliranje: najeta diskontna posojila pri FED-u plasirajo po višji »fed funds« obrestni meri na medbančnem trgu. V takšnih razmerah FED omejuje uporabo diskontnega okna, zato ta instrument sodi med najmanj učinkovite instrumente monetarne politike FED-a.

c) FED vpliva na raven »fed funds« medbančne obrestne mere tudi s spreminjanjem stopnje obvezne rezerve. Če stopnjo obvezne rezerve poviša, se poveča povpraševanje bank po rezervah in medbančna obrestna mera poraste. Obratno se zgodi, če FED stopnjo obvezne rezerve zniža.

3.5 PRIMERJAVA REFERENČNIH OBRESTNIH MER EURIBOR IN LIBOR

Iz vsebinskega vidika sta med predstavljenimi uveljavljenimi referenčnimi merami med seboj najbolj primerljivi obrestni meri EURIBOR in LIBOR. Tudi »fed funds rate« sodi med medbančne obrestne mere, vendar njena metodologija ni tako dodelana kot pri EURIBOR-ju in LIBOR-ju, poleg tega pa se v tem magistrskem delu osredotočam predvsem na razmere na evropskem trgu, ki je Sloveniji bližji in za katerega je značilna uporaba referenčnih obrestnih mer EURIBOR in LIBOR.

Tako EURIBOR kot tudi LIBOR izpolnjujeta vse pogoje »kvalitetne« referenčne obrestne mere, njihovo pomembnost pa dokazuje tudi pogosta uporaba v praksi.

Ključne prednosti referenčne obrestne mere EURIBOR so naslednje:

- *Visoka reprezentativnost referenčne obrestne mere:* V izračun referenčne obrestne mere EURIBOR je vključen širok panel prvovrstnih bank, ki sporočajo kotacije obrestnih mer. Te banke pokrivajo geografsko zelo široko območje, ki se razteza tudi čez meje evropskega prostora. Veliko število sodelujočih bank zagotavlja, da ena sama banka ne more vplivati na višino referenčne obrestne mere. Za evropski finančni trg je značilna visoka stopnja integracije, kar je predvsem rezultat uveljavitve skupne enotne valute – evra.
- *Stroga pravila sodelovanja izbranih bank:* Neodvisna nadzorna komisija in natančno določeni predpisi za sodelujoče banke zagotavljajo transparentnost oblikovanja referenčne obrestne mere EURIBOR in njeno verodostojnost. Dogajanje na trgu je pod stalno kontrolo in banke se na trgu vedejo disciplinirano, kar pomeni, da se posli na medbančnem trgu sklepajo po obrestnih merah, ki so zelo blizu kotacijam EURIBOR-ja.
- *Natančno definirana metodologija izračuna referenčne obrestne mere:* Metodologija izračuna EURIBOR-ja vsebuje zelo natančna pravila, ki zagotavljajo objavo vrednosti referenčne obrestne mere tudi v primeru, ko vse sodelujoče banke ne pošljejo pravočasno (ali pa sploh ne pošljejo) svojih kotacij obrestnih mer. S tem je zagotovljen tudi nemoten dostop do podatkov o višini referenčne obrestne mere.

Med glavnimi prednostmi referenčne obrestne mere LIBOR pa velja izpostaviti sledeče:

- *Relativno dolga tradicija:* Referenčna obrestna mera LIBOR ima svoje korenine v zgodnjih osemdesetih letih, ko se je pospešeno razvijal trg sindiciranih posojil in izvedenih finančnih instrumentov. Od takrat naprej se je njen pomen stalno povečeval vzporedno z razvojem londonskega denarnega trga, ki je še danes eno izmed največjih in najpomembnejših finančnih središč sveta.
- Referenčna obrestna mera LIBOR se izračunava za *devet različnih valut*, kar pomeni, da pokriva zelo široko področje mednarodnih obrestnih mer.
- LIBOR je *mednarodno sprejeta referenčna obrestna mera*, saj je njena uporaba v komerciali razširjena po celem svetu.
- *Metodologija in mehanizem izračuna* referenčne obrestne mere LIBOR sta transparentna in zagotavljata nemoten dostop do kotacij obrestnih mer.
- *Banke, ki sodelujejo pri izračunu LIBOR-ja, so prvovrstne.* Odlikuje jih zanemarljivo nizko kreditno tveganje in močna prisotnost ter aktivnost na denarnem trgu.

Če primerjamo referenčni meri EURIBOR in LIBOR med seboj, so pogloblitve razlike med njima naslednje:

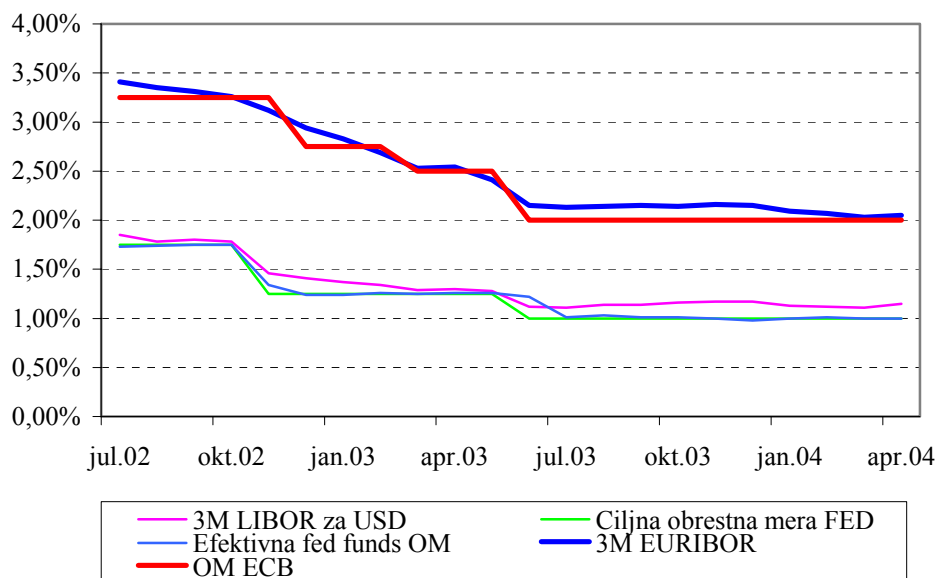
- Referenčna obrestna mera LIBOR se izračunava za devet valut, medtem ko se EURIBOR izračunava samo za evro.
- Obe referenčni obrestni meri se izračunavata in objavljata za petnajst različnih ročnosti do enega leta, vendar ne vključujeta identičnih ročnosti. Standardizirane ročnosti za EURIBOR so en teden, dva tedna, tri tedne ter dvanajst ročnosti od enega meseca do dvanajstih mesecev, za LIBOR pa preko noči, en teden, dva tedna in dvanajst ročnosti od enega meseca do dvanajstih mesecev. To pomeni, da se EURIBOR za razliko od LIBOR-ja ne izračunava za ročnost preko noči (za to ročnost je namreč oblikovana EONIA), poleg tega pa obsega ročnost treh tednov, ki se pri LIBOR-ju ne kotira. Posledično je valuta poravnave za vse posle, ki se sklepajo po EURIBOR-ju, dva dni, medtem ko je valuta poravnave za posle, ki se sklepajo po LIBOR-ju čez noč še isti dan po sklenitvi posla, za vse ostale ročnosti pa obsega dva dni, razen pri obrestnih merah za posle v britanskih funtih.
- Število bank, ki sodelujejo pri izračunu EURIBOR-ja, je bistveno večje od števila bank, ki sodelujejo pri izračunu LIBOR-ja. Pri LIBOR-ju se velikost panelov bank razlikuje od valute do valute, obsegajo pa od osem do največ šestnajst bank. Panel bank za izračun EURIBOR-ja pa vključuje kar osemindvajset bank (glej Prilogo 1 in Prilogo 2).
- Panel bank za izračun EURIBOR-ja vključuje banke z različnih geografskih področij, in sicer tudi izven Evrope, med katerimi so zastopane tudi manjše banke. Pri LIBOR-ju pa je glavni kriterij za vključitev banke v panel obseg njene aktivnosti na londonskem medbančnem trgu in na trgu valutnih zamenjav (»FX swap market«), zato vključuje le večje banke. Pri EURIBOR-ju tako prevlada koncept države izvora: iz vsake države članice EMU v panelu sodeluje najmanj ena banka, pri čemer v manjših državah vodilne komercialne banke, ki sodelujejo v panelu, rotirajo vsakih šest mesecev. V panel so vključene tudi štiri mednarodne banke (Bank of Tokyo – Mitsubishi, J.P. Morgan Chase, Citibank in UBS). Nekatere banke sodelujejo tako pri izračunu EURIBOR-ja kot tudi pri izračunu LIBOR-ja. Če npr. primerjamo panel bank, ki sodelujejo pri izračunu EURIBOR-ja s panelom bank, ki sodelujejo pri izračunu LIBOR-ja za evro, lahko ugotovimo, da je kar deset bank vključenih v oba panela.
- Pri izračunu LIBOR-ja se upošteva 50% srednjih kotacij obrestnih mer oz. se prvi in zadnji kvartil kotacij iz izračuna povprečja izločita. Pri izračunu povprečja kotacij za fiksing EURIBOR-ja pa se upošteva 70% srednjih kotacij oz. se iz izračuna izloči 15% najvišjih in 15% najnižjih kotacij. Razlika v izločanju najvišjih in najnižjih vrednosti kotacij se kaže tudi v tem, da v izračunu EURIBOR-ja sodeluje več manjših bank v primerjavi z velikimi bankami, ki kotirajo obrestne mere za izračun LIBOR-ja.
- Pri izračunu LIBOR-ja za britanski funt se upošteva načelo obračuna obresti dejansko/365 dni in valutacija posla T + 0, medtem ko se pri izračunu EURIBOR-ja upošteva načelo dejansko/360 dni in spot valutacija posla T + 2. Pri preostalih osmih valutah, za katere se še izračunava LIBOR, veljajo ista pravila kot za EURIBOR.

Poglavitne podobnosti med referenčnima merama EURIBOR in LIBOR pa so naslednje:

- Pri obeh referenčnih obrestnih merah je pooblaščenca agencija za izračun in objavo obrestnih mer Moneyline Telerate.

- Pri izračunu obeh referenčnih obrestnih mer sodelujejo samo prvovrstne banke, ki imajo najvišje ocene mednarodnih bonitetnih agencij.
- Obe referenčni obrestni meri sta mednarodno sprejeti. Izbira med LIBOR-jem za evro in EURIBOR-jem je v praksi odvisna predvsem od percepcije prvovrstnosti sodelujočih bank oz. njihovega kreditnega tveganja. Nekateri tržni udeleženci tako npr. preferirajo šestnajst bank, ki sestavljajo panel za izračun LIBOR-ja za evro in manj zaupajo širokemu panelu bank, ki sodelujejo pri izračunu EURIBOR-ja, ker so v le-tem vključene (tudi) manjše banke.
- Obe referenčni obrestni meri se izračunata kot aritmetično povprečje izbranih kotacij medbančnih obrestnih mer.
- Obe referenčni obrestni meri sta objavljeni na straneh Moneyline Telerate ob točno določeni uri, tj. ob 11.00 uri po srednjeevropskem času oz. ob 12.00 uri po londonskem času).
- Izračunane vrednosti obeh referenčnih mer se objavijo na tri decimalna mesta natančno.

Slika 1: Mesečna povprečja obrestnih mer EURIBOR in LIBOR za ročnost treh mesecev v primerjavi s ključnima obrestnima merama FED in ECB (v % p.a.)



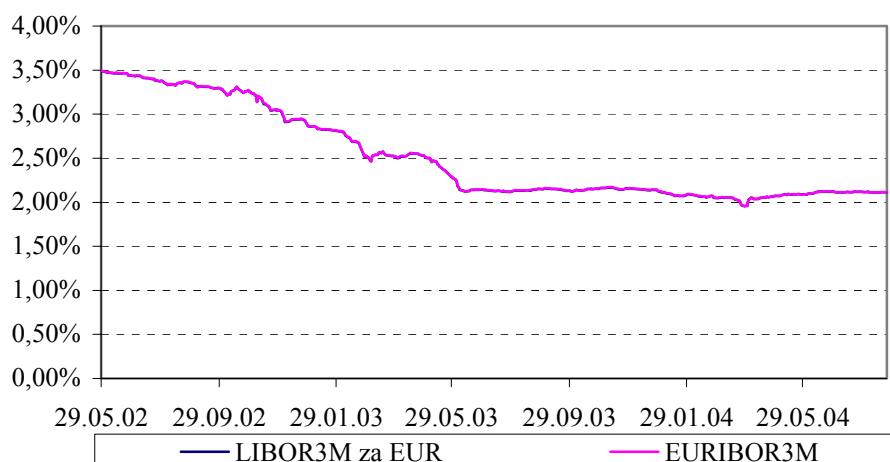
Vir: ECB Statistics Pocket Book, maj 2004, str. 23 in 30, ECB Statistics Pocket Book, avgust 2003, str. 30, <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/m/fedfund.txt>, 14.6.2004.

Na Sliki 1 (na str. 28) je prikazano gibanje povprečnih mesečnih obrestnih mer EURIBOR za evro in LIBOR za ameriški dolar v času od julija 2002 do aprila 2004 glede na gibanje ključnih obrestnih mer Evropske centralne banke in Ameriške centralne banke FED. Efektivna obrestna mera »fed funds« je izračunana kot tehtano povprečje dejansko realiziranih obrestnih mer glede na zneske posameznih poslov, sklenjenih v New Yorku, ciljna »fed funds« obrestna mera pa je obrestna mera za medbančna posojila čez noč, ki je signalizirana s strani ameriške centralne banke. S slike lahko sklepamo, da obstaja istosmerna povezava med medbančnimi referenčnimi obrestnimi merami in obrestnimi merami centralne

banke: EURIBOR se odziva na spremembe ključne obrestne mere ECB, LIBOR za USD pa na spremembe obrestne mere FED-a.

Če primerjamo LIBOR za evro in EURIBOR za enaki ročnosti (npr. tri mesece) lahko ugotovimo, da se med seboj skoraj pokrivata oz. da je njuno gibanje zelo usklajeno (glej Sliko 2 na str. 29). To lahko razložimo z dejstvom, da deset bank sodelujejo tako pri izračunu LIBOR-ja kot tudi EURIBOR-ja, poleg tega pa se obrestne mere za medbančne depozite v evro valuti močno prilagajajo ključni obrestni meri ECB. V proučevanem obdobju (od 29.5.2002 do 24.8.2004) je znašala razlika med 3-mesečnim EURIBOR-jem in 3-mesečnim LIBOR-jem za evro v povprečju le 0,00196 odstotne točke.

Slika 2: Primerjava gibanja 3-mesečnega EURIBOR-ja in 3-mesečnega LIBOR-ja za evro (v % p.a.) v času od 29.5.2002 do 24.8.2004



Vir: Reuters, avgust 2004.

4 OBLIKOVANJE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA SLOVENSLEM DENARNEM TRGU

Iskanje primerne domače referenčne obrestne mere je na slovenskem denarnem trgu aktualno že nekaj let. Pri tem se neprestano prepleta tudi z vprašanji o prehodu v obrestni nominalizem, o odpravi temeljne obrestne mere (TOM-a) in o zniževanju inflacije. V trenutnih razmerah, ko je strateški cilj Banke Slovenije in Vlade Republike Slovenije čimprejšnja vključitev Slovenije v EMU in prevzem evro valute, je jasno, da se raven domačih obrestnih mer pospešeno približuje ravni evropskih obrestnih mer. Jasno je tudi to, da bomo z vključitvijo v EMU prevzeli referenčne obrestne mere, ki so že danes uveljavljene v Evropi. Ali bo na slovenskem denarnem trgu do vstopa v EMU dejansko zaživela neka domača referenčna obrestna mera, je tako do določene mere tudi vprašanje časa. Bolj kot se približujemo prevzemu evro valute, tem bolj se komitenti bank nagibajo k novi valuti: v slovenskem bančnem sistemu je tako opazen trend zmanjševanja tolarskega kreditiranja, in obratno,

devizno kreditiranje narašča. Podobna slika je tudi na strani depozitov. Zaradi omenjenega se bodo verjetno tudi napor bank za uveljavitev domače referenčne obrestne mere sčasoma zmanjševali.

V Sloveniji še nimamo obrestne mere, ki bi imela vlogo reference, kot sta npr. EURIBOR ali LIBOR v Evropi. Ker pa je bila do nedavnega večina slovenskih obrestnih mer vezana na TOM, lahko rečemo, da je (bil) TOM naša »kvazi« referenčna obrestna mera, čeprav je popolnoma logično, da ne izpolnjuje kriterijev za referenco, saj predstavlja zgolj indeksacijski faktor za zaščito realne vrednosti premoženja. Z uporabo TOM-a so banke od leta 1995 dalje ohranjale realno vrednost glavnih kreditnih in depozitnih poslov. Uporaba indeksacije je upravičena le v razmerah visoke in nestanovitne inflacije ali hiperinflacije, s katerimi se v Sloveniji že nekaj časa ne soočamo več. Pomemben korak proti obrestnemu nominalizmu je bil napravljen s spremembo Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri, ki je bila sprejeta konec decembra 2001. S tem zakonom se je s 1.7.2002 administrativno ukinila indeksacija s TOM-om za denarne obveznosti in terjatve z ročnostjo do enega leta. Deindeksacija kratkoročnih obrestnih mer zagotavlja večjo preglednost in medsebojno primerljivost poslov na trgu, hkrati pa pozitivno vpliva tudi na zniževanje inflacije.

Od junija 2003 dalje zakonsko ni več obvezna indeksacija s TOM-om tudi pri dolgoročnih poslih, kar slovenske banke sili k prevzemu obrestnega nominalizma tudi pri poslih z ročnostmi nad enim letom. Pri večini bank je to še vedno odprto vprašanje. Nominalne dolgoročne obrestne mere so namreč bolj tvegane od kratkoročnih obrestnih mer, ker so izpostavljene večji negotovosti glede gibanja inflacije. Prav zaradi tega razloga je pri dolgoročnih poslih ključnega pomena izgradnja in uporaba primerne referenčne obrestne mere. To je naloga slovenskega bančnega sistema. Če bi država z zakonom predpisala obrestni nominalizem tudi za dolgoročna finančna razmerja, lahko sklepamo, da bi se v trenutnih razmerah, ko na trgu še ne obstaja neka splošno sprejeta referenčna obrestna mera, obseg sklenjenih dolgoročnih poslov bistveno zmanjšal. To pa bi posledično zmanjšalo tudi učinkovitost domačega finančnega sistema. Referenčna obrestna mera odpravlja del negotovosti in tveganj pri sklepanju dolgoročnih poslov.

Spremenjene tržne razmere in poostrena konkurenca dodatno silita banke k iskanju primerne referenčne obrestne mere, ki bo počasi (do določene mere) prevzela vlogo TOM-a. Referenčna obrestna mera bo bankam služila tudi kot orientacijsko sredstvo pri vodenju njihove politike obrestnih mer.

Slovenske banke se različno odzivajo na nove zahteve trga: nekatere še vedno vztrajajo z indeksacijo in pri dolgoročnih poslih uporabljajo TOM, druge pa so si izoblikovale lastne različice referenčnih obrestnih mer. Prva takšna obrestna mera je »prime rate«, ki jo je vpeljala Nova Ljubljanska banka, kmalu za njo pa je SKB banka razvila svojo različico, poimenovano SIOM. Poleg tega pa se na trgu odvijajo tudi aktivnosti zakladnikov vseh bank,

ki so usmerjene k vzpostavitvi neke skupne, enotne in objektivne referenčne obrestne mere za slovenski denarni trg v smislu medbančnih obrestnih mer, kot so uveljavljene v svetu. V nadaljevanju poglavja bom opisala vse dosedanje poskuse oblikovanja primerne referenčne obrestne mere na slovenskem denarnem trgu in na koncu poglavja v obliki tabele povzela kronološki potek glavnih dogodkov v tem razvoju.

4.1 POSKUSI NA NIVOJU SLOVENSKEGA BANČNEGA SISTEMA

Ker na trgih razvitih držav najpogosteje uveljavljena oblika referenčne obrestne mere nastaja na denarnem trgu oz. natančneje na medbančnem trgu, so se tudi slovenske banke odločile, da bodo poskušale razviti splošno sprejemljivo referenčno obrestno mero na tem tržnem segmentu. Prvi pomemben korak v tej smeri je bil narejen konec decembra 2001, ko je deset po bilančni vsoti največjih slovenskih bank²⁰ pod okriljem Združenja bank Slovenije podpisalo Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer (v nadaljevanju Dogovor). S podpisom Dogovora so banke zasledovale dva ključna cilja (Saje, 2002, str. 144):

- dnevno informiranje vseh udeležencev domačega denarnega trga o višini medbančnih obrestnih mer za likvidnostna posojila in depozite izbranih standardiziranih ročnosti in
- oblikovanje metodologije po zgledu tujih referenčnih obrestnih mer, ki bo omogočala uporabo javno objavljenih medbančnih obrestnih mer kot referenčnih obrestnih mer za domačo valuto.

Podatki o kotacijah obrestnih mer za najete medbančne depozite so se tako začeli redno javno objavljati od 3.1.2002 dalje. Od takrat do danes so banke začetni Dogovor nekajkrat vsebinsko spremenile oz. dopolnile, pri čemer je prvotno uporabljeno kratico za slovenske medbančne obrestne mere SMOM zamenjala kratica SITIBID oz. SITIBOR.

Kljub številnim naporom slovenskih bank slovenske medbančne obrestne mere še niso zaživele v funkciji referenčnih obrestnih mer. Glavni omejitvi pri tem sta majhnost in nerazvitost domačega denarnega trga, kar še posebej velja za segment medbančnega trga. Poleg razmeroma majhnega števila subjektov na trgu in omejenega števila finančnih instrumentov, s katerimi poslovne banke trgujejo, je relativno močna vloga centralne banke v zadnjem desetletju tudi do določene mere ovirala razvoj nekaterih segmentov trga. Banka Slovenije je v minulih letih zagotavljala poslovnim bankam široko paleto instrumentov za umik denarja iz obtoka, kar je posledica presežnega strukturnega položaja na domačem trgu. Poleg tega pa prioritetni cilj Banke Slovenije ni bila raven obrestnih mer, temveč rast monetarnih agregatov in inflacija. V tem okviru je ostal relativno nerazvit predvsem trg medbančnih vezanih depozitov z ročnostjo od enega meseca do enega leta, ki običajno

²⁰ Tedaj so to bile Nova Ljubljanska banka, Nova kreditna banka Maribor, Banka Koper, SKB banka, Abanka, Banka Celje, Gorenjska banka, Bank Austria, Krekova banka in Banka Vipava.

predstavlja segment, na katerem se gradi referenčna obrestna mera. Nerazvitost segmenta depozitov daljših ročnosti tako postavlja pod vprašaj odzivnost slovenskih medbančnih obrestnih mer na dogajanje na širšem denarnem trgu.

4.1.1 Slovenski denarni trg

Denarni trg je del finančnega trga, ki ga tvorijo institucije, instrumenti in vsi posli, pri katerih gre za začasno prenašanje prihrankov ali premoženja na kratek rok (Ribnikar, 2003, str. 209). Razvit denarni trg olajšuje poslovnim bankam uravnavanje dnevne likvidnosti, obenem pa omogoča centralni banki učinkovitejše delovanje transmisijskega mehanizma. Poleg tega vzpostavlja konkurenčno okolje za finančne posrednike, v katerem se lahko oblikuje referenčna obrestna mera. Priključitvi Slovenije v Evropsko unijo bo sledilo vse večje poenotenje in integracija finančnih trgov in razvoj domačega denarnega trga je zato vedno bolj pomemben (Ferjančič, 2003, str. 19).

Za slovenski denarni trg je že od osamosvojitve naprej značilen presežek strukturnega položaja²¹, kar otežuje Banki Slovenije vodenje denarne politike. V obdobju od leta 1994 do leta 2003 se je strukturni položaj na denarnem trgu gibal od 0% do 34%, pri čemer so k občutnemu porastu presežka strukturnega položaja v zadnjih letih prispevali veliki pritoki deviz iz naslova prevzemov domačih podjetij s strani tujcev (glej Tabelo 1, str. 32).

Tabela 1: Strukturni položaj slovenskega denarnega trga v obdobju od 1994 do 2003 v odstotkih od bilančne vsote Banke Slovenije

Leto	Neto tuja aktiva z upoštevanjem deviznih blagajniških zapisov BS	Bankovci v obtoku, neto vloge javnega sektorja in neto ostala pasiva	Strukturni položaj na denarnem trgu	Obvezna rezerva	Neto ponudba likvidnosti prek instrumentov denarne politike	Tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije	Instrumenti ponudbe likvidnosti Banke Slovenije
1994	39%	35%	5%	12%	-7%	5%	12%
1995	39%	39%	0%	11%	-12%	2%	14%
1996	44%	31%	13%	12%	0%	4%	4%
1997	43%	24%	19%	10%	10%	13%	3%
1998	49%	26%	23%	10%	12%	13%	1%
1999	45%	35%	10%	9%	1%	4%	3%
2000	43%	34%	9%	9%	0%	1%	1%
2001	54%	33%	21%	7%	14%	14%	0%
2002	62%	32%	30%	5%	25%	25%	0%
2003	62%	28%	34%	6%	29%	29%	0%

Vir: Banka Slovenije: Finančni podatki, 2004.

²¹ Strukturni položaj denarnega trga je definiran kot saldo avtonomnih transakcij premoženjske bilance Banke Slovenije, ki nima blagajniških zapisov v tujem denarju in njim vrednostno enakega zneska deviz (Ribnikar, 1999, str. 42).

V Sloveniji je po obsegu in prometu najobsežnejši segment denarnega trga medbančni trg nezavarovanih depozitov. Sledita mu trg valutnih zamenjav in trg nezavarovanih depozitov pomembnih (večjih) komitentov. Za uravnavanje dnevne likvidnosti bank je ključnega pomena tudi trg depozitov Ministrstva za finance. Ministrstvo za finance ponuja bankam svoje likvidnostne presežke, pri čemer jih plasira na podlagi licitacij. Poleg tega je Ministrstvo za finance skupaj z Banko Slovenije vzpostavilo sekundarni OTC trg zakladnih menic. Za likvidnost menic skrbijo uradni vzdrževalci trga (»marketmakerji«), ki dnevno kotirajo nakupne in prodajne cene menic različnih ročnosti. Najslabše razvita segmenta denarnega trga sta trg izvedenih finančnih instrumentov in trg repo poslov. Veselinovič (2004, str. 86) meni, da je glavni razlog za neuspešne poskuse organiziranega trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti premajhna velikost domačega trga, ki ne zadostuje za kritično maso poslov. V okviru trga kratkoročnih vrednostnih papirjev pa je praktično nerazvit trg potrdil o vlogah.

V nadaljevanju tega podpoglavja bom predstavila glavne značilnosti pomembnejših segmentov slovenskega denarnega trga, pri čemer bo poudarek na podatkih iz let 2002, 2003 in iz prvih šestih mesecev leta 2004, torej iz obdobja, odkar se na slovenskem denarnem trgu javno objavljajo kotacije medbančnih obrestnih mer.

A) MEDBANČNI DENARNI TRG

Medbančni denarni trg lahko opredelimo kot tisti del denarnega trga, ki ga tvorijo samo poslovne banke in na katerem se izvajajo prenosi likvidnosti, bodisi s kratkoročnim posojanjem denarja bodisi preko trgovanja z netveganimi oziroma nizko tveganimi finančnimi oblikami. Z namenom zagotavljanja visoke stopnje tržnosti in likvidnosti se na medbančnem denarnem trgu najpogosteje trguje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji države, centralne banke ali izdajateljev z visoko boniteto. Poleg osnovne funkcije medbančnega denarnega trga, ki je izravnava začasnih likvidnostnih presežkov oziroma primanjkljajev poslovnih bank, predstavlja medbančni denarni trg pomemben vir informacij centralni banki, poslovnim bankam in ostalim. Banke preko transakcij na medbančnem trgu vodijo svojo kratkoročno naložbeno politiko.

Na slovenskem medbančnem trgu pokrivajo sklenjeni depoziti z ročnostjo do trideset dni daleč največji delež v celotnem prometu (glej Tabelo 2, str. 34). V letu 2003 je ta delež dosegel že 97,6% celotnega prometa. Ti posli očitno predstavljajo najprimernejšo in najpogosteje uporabljano obliko uravnavanja kratkoročne likvidnosti v poslovnih bankah. Razlog za tako visok delež poslov z ročnostjo do 30 dni (v glavnem se sklepajo z ročnostjo od enega dneva do enega tedna) je majhnost slovenskega medbančnega trga, ki bankam omejuje možnosti ocenjevanja gibanja bodočih denarnih tokov in tako onemogoča natančnejše planiranje likvidnosti na daljši rok (Saje, 2003, str. 44).

Tabela 2: Struktura prometa na trgu medbančnih depozitov po ročnosti v letih 2002 in 2003

Ročnost depozitov	Leto 2002		Leto 2003	
	Promet v mio SIT	Struktura	Promet v mio SIT	Struktura
- na odpoklic	9.180	0,5%	18.836	0,8%
- do 30 dni	1.641.411	94,0%	2.290.362	97,6%
- od 31 do 90 dni	53.420	3,1%	25.750	1,1%
- od 91 dni do 1 leta	41.310	2,4%	11.420	0,5%
SKUPAJ	1.745.321	100,00%	2.346.368	100,0%

Vir. Ferjančič, 2004, str. 32 in Gradivo za udeležence seminarja Posvet zakladnikov 2003.

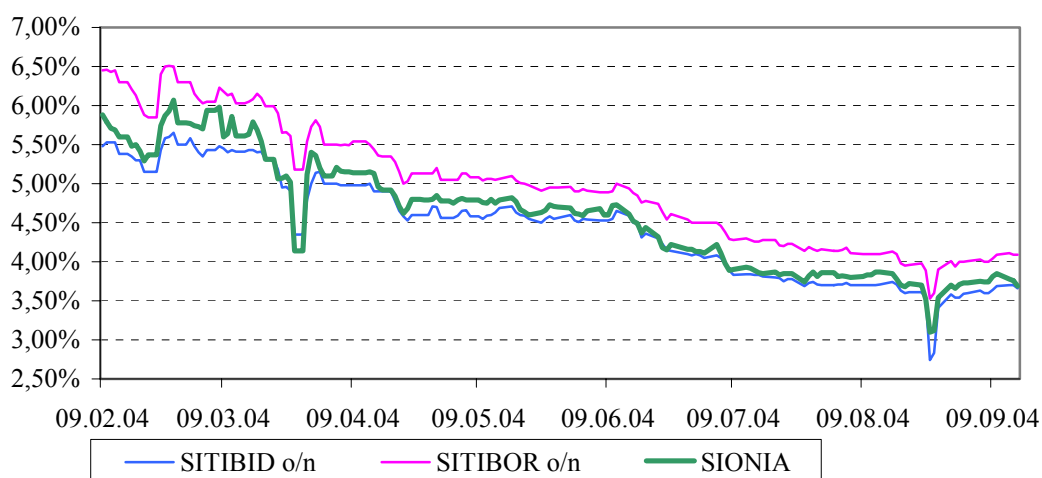
Banka Slovenije na svojih spletnih straneh vsak dan objavlja podatke o obsegu sklenjenih poslov čez noč in z ročnostjo do trideset dni za pretekli dan, pri čemer izračunava in objavlja tudi povprečno ponderirano obrestno mero realiziranih poslov (za posle čez noč je to SIONIA, za posle z ročnostjo do 30 dni pa se je uveljavila kratica MBOM). Od začetka leta 2002 pa se na slovenskem denarnem trgu izračunavajo in objavljajo tudi povprečne obrestne mere za medbančne depozite na podlagi kotacij desetih največjih²² poslovnih bank.

V začetku so se kotacije medbančnih obrestnih mer oblikovale le za prejete medbančne depozite (t.i. obrestne mere SMOM, ki so jih kasneje nadomestile obrestne mere SITIBID), po 9.2.2004 pa se kotacije medbančnih depozitov objavljajo obojestransko, torej tudi za dane medbančne depozite (t.i. obrestne mere SITIBOR). Kotacije medbančnih obrestnih mer se izračunavajo in objavljajo za dogovorjene standardne ročnosti (od preko noči do enega leta), pri čemer se v izračun zajamejo podatki osmih največjih bank, preostali dve banki pa kotirata obrestne mere zgolj informativno²³.

²² Po kriteriju bilančne vsote. Pri tem velja opozoriti, da je v svetu kriterij za izbor bank, ki sodelujejo pri izračunu referenčnih medbančnih obrestnih mer (npr. EURIBOR in LIBOR), obseg transakcij na denarnem trgu. Večja bilančna vsota ne pomeni nujno tudi večjega obsega transakcij določene banke in s tega vidika ni nujno kvaliteten kriterij za izbor sodelujočih bank. Vsekakor pa je enostavnejši in preglednejši pri uporabi.

²³ Več o SMOM-u in SITIBOR-ju je zapisano v naslednjih dveh podpoglavjih.

Slika 3: Primerjava povprečne ponderirane obrestne mere za realizirane depozite čez noč (SIONIA) s kotacijami medbančnih obrestnih mer za čez noč SITIBOR o/n in SITIBID o/n v času od 9.2.2004²⁴ do 15.9.2004 (v % p.a.)



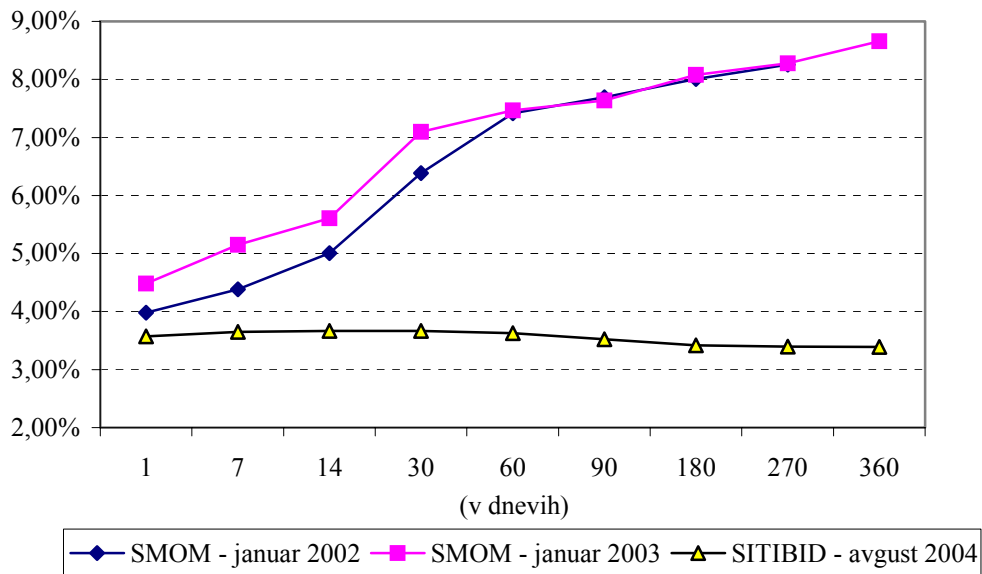
Vir: Finančni podatki Banke Slovenije in Združenja bank Slovenije, 2004.

Povprečen razmik med kotacijami SITIBID in SITIBOR je v obdobju od 9.2.2004 do 15.9.2004 znašal 0,53 odstotne točke. Iz Slike 3 (str. 35) je razvidno, da se je ta razmik v času počasi zmanjševal. Najmanjši je bil v času od 1.6.2004 do 30.6.2004, ko je v povprečju znašal 0,39 odstotne točke. V septembru 2004 se giblje okrog 0,40 odstotne točke. Kljub temu pa je še vedno relativno visok, saj v evro območju znaša le 0,05 odstotne točke. Majhen razmik je rezultat aktivnosti bank tako na strani ponudbe kot tudi na strani povpraševanja in povečuje stopnjo konkurenčnosti na trgu. Posledično je višja tudi učinkovitost finančnega sistema kot celote. Slovenske banke na trgu zaenkrat še ne nastopajo dovolj konkurenčno, zato njihove kotacije medbančnih obrestnih mer ne odražajo (dovolj) realno razmer na trgu.

Slovenske medbančne obrestne mere se prilagajajo razmeram na trgu, predvsem obrestnim meram Banke Slovenije, poleg tega pa so pod neposrednim vplivom likvidnostnih razmer na trgu. Krivulja donosnosti medbančnih depozitov se v času spreminja. V obdobju od januarja 2002 do avgusta 2004 se je krivulja donosnosti za medbančne depozite znižala in sploščila (glej Sliko 4, str. 36). Največje znižanje obrestnih mer je opazno pri najdaljših ročnostih: v januarju 2003 je znašala povprečna medbančna obrestna mera za depozite z ročnostjo enega leta 8,7%, avgusta 2004 pa le 3,4%. Krivulja donosnosti je v avgustu 2004 pri ročnostih nad enim mesecem skoraj izravnana oz. rahlo padajoča.

²⁴ Od tega dne naprej se javno objavljajo kotacije obrestnih mer za prejete medbančne depozite SITIBID.

Slika 4: Krivulje donosnosti SMOM in SITIBID ob upoštevanju povprečnih medbančnih obrestnih mer v januarju 2002²⁵, v januarju 2003 in v avgustu 2004



Vir: Finančni podatki Združenja bank Slovenije in lastni izračuni.

Za slovenski medbančni trg je značilno, da je še vedno povečini dogovorni trg, kar pomeni, da podlaga za sklepanje poslov niso kakovostni kratkoročni vrednostni papirji, temveč bilateralni kreditni odnosi (Jernejčič, 1997, str. 36). Finančno trgovanje z medbančnimi posojili in depoziti zato ni likvidno.

B) TRG VALUTNIH ZAMENJAV

Valutna zamenjava (»currency swap«) je zavarovana oblika transakcije, pri kateri si dve stranki za vnaprej določeno časovno obdobje med seboj izmenjata dve valuti. Cena valutne zamenjave je določena kot pribitek termenskega tečaja nad promptnim tečajem. Najpogosteje se ti posli sklepajo za zaščito finančne institucije pred tveganjem spremembe deviznega tečaja ob neusklajeni valutni strukturi naložb in obveznosti (Saunders, Cornett, 2003, str. 705). Poleg tega pa valutne zamenjave finančni instituciji omogočijo hiter dostop do manjkajoče likvidnosti.

V Sloveniji trg valutnih zamenjav postopoma pridobiva vse večji pomen. Trgovanje z valutnimi zamenjavami poteka pretežno med domačimi bankami in nerezidenti (Ferjančič, 2004, str. 33). Valutne zamenjave med slovenskimi bankami so relativno redke. V zadnjih dveh letih se povečuje obseg poslov s tujimi bankami, pri čemer nerezidenti kupujejo tolarje in prodajajo evre. Realiziran promet z valutnimi zamenjavami v letu 2003 je za 20% višji od prometa v letu 2002 (glej Tabela 3 na strani 37). V obeh letih so prevladovali posli krajših ročnosti. Povprečna ročnost valutnih zamenjav v letu 2003 je bila enajst dni. Iz primerjave strukture sklenjenih valutnih zamenjav po ročnosti med letoma 2002 in 2003 je razvidno, da

²⁵ V januarju 2002 banke še niso kotirale medbančnih obrestnih mer za ročnost 1 leta, zato tega podatka v tem mesecu ni na voljo. Podatek o kotaciji za medbančne depozite z ročnostjo 1 leta se objavlja od dne 1.3.2002 dalje.

se je v letu 2003 delež poslov z ročnostjo nad trideset dni povečal za 5,7 odstotnih točk, ravno za toliko pa se je zmanjšal delež poslov z ročnostjo do trideset dni.

Tabela 3: Struktura prometa na trgu valutnih zamenjav po ročnosti v letih 2002 in 2003

Ročnost valutnih zamenjav	Leto 2002		Leto 2003	
	Promet v mio SIT	Struktura	Promet v mio SIT	Struktura
- do 30 dni	1.296.878	96,2%	1.468.118	90,5%
- od 31 do 90 dni	21.564	1,6%	94.605	5,8%
- od 91 dni do 1 leta	29.689	2,2%	59.427	3,7%
SKUPAJ	1.348.131	100,0%	1.622.150	100,0%

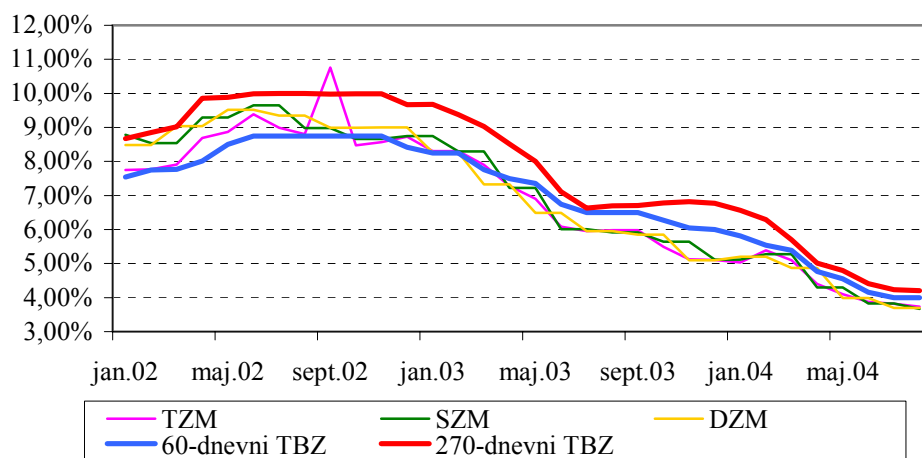
Vir: Ferjančič, 2004, str. 33, in Gradivo za udeležence seminarja Posvet zakladnikov 2003.

C) TRG KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Osnovne tri kategorije kratkoročnih vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na slovenskem denarnem trgu, so zakladne menice, potrdila o vlogah in komercialni zapisi. Ključno vlogo na tem trgu ima državna zakladnica oz. Ministrstvo za finance, ki izdaja zakladne menice štirih ročnosti: en mesec, tri mesece, šest mesecev in dvanajst mesecev. Z menicami se trguje na sekundarnem OTC trgu. Za likvidnost papirjev skrbijo uradni vzdrževalci trga (»marketmakerji«), ki dnevno objavljajo nakupne in prodajne kotacije na spletnih straneh Banke Slovenije.

V primarni izdaji se obrestne mere zakladnih menic gibljejo podobno kot obrestne mere na medbančnem trgu, prilagajajo pa se tudi spremembam obrestnih mer instrumentov denarne politike Banke Slovenije.

Slika 5: Gibanje obrestnih mer 3-, 6- in 12-mesečnih zakladnih menic ter 60- in 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije v obdobju od januarja 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.)



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002, str. 27, Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2003, str. 29, Finančni podatki Ministrstva za finance in lastni izračuni.

Trg potrdil o vlogah in komercialnih zapisov v slovenskem prostoru ni razvit. Posamezni posli so zelo redki in se sklepajo na osnovi bilateralnih dogovorov, trgovanje s temi papirji pa ni organizirano. Po neuradnih podatkih vzdržuje trg potrdil o vlogah ena banka, katere delež trgovanja presega 50% (Ferjančič, 2004, str. 35).

Poleg opisanih pomembnejših segmentov slovenskega denarnega trga imata posebno vlogo pri uravnavanju likvidnosti bank na tem trgu še segment depozitov Ministrstva za finance in segment depozitov večjih komitentov. Na teh trgih deponenti plasirajo svoje presežke pri tistih bankah, ki jim ponudijo najbolj ugodne obrestne mere. Banke oblikujejo obrestne mere v odvisnosti od ročnosti in višine ponujenih depozitov, poleg tega pa upoštevajo tudi svoj likvidnostni položaj in potrebe po likvidnosti.

4.1.2 Instrumenti denarne politike Banke Slovenije in njihov vpliv na obrestne mere na trgu

Z vodenjem denarne politike centralna banka ureja količino denarja v obtoku, preko tega pa dosega končne cilje svoje politike. Orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike, so instrumenti denarne politike (Ribnikar, 1999b, str. 47).

Obrestne mere centralne banke so osnova za oblikovanje obrestnih mer na finančnem trgu. Spreminjanje obrestnih mer instrumentov centralne banke ima neposreden vpliv na denarni trg in posreden vpliv na kapitalski trg. Centralna banka tako izvaja nadzor nad obrestnimi merami na trgu, vendar je ta njena sposobnost mogoča le na kratek rok. Na dolgi rok so inflacijska pričakovanja tisti dejavnik, ki ima ključen vpliv na oblikovanje višine obrestne mere.

Instrumenti denarne politike, s katerimi Banka Slovenije uravnava količino denarja v obtoku, so v zadnjih nekaj letih določeni predvsem s tremi dejavniki (Ribnikar, 2003a, str. 1):

- z majhnostjo ekonomije oz. slovenskega denarnega območja,
- s presežkom plačilne bilance oz. z velikimi (neto) pritoki tujega kapitala in
- s sterilizacijskimi nakupi deviz s strani Banke Slovenije za preprečitev realne apreciacije domače valute.

Od leta 2001 je denarna politika Banke Slovenije zasnovana na dveh skupinah oz. stebrih indikatorjev (Ribnikar, Košak T., 2004, str. 25 – 26):

a) Prvi steber vključuje količino denarja v obtoku oz. vse kazalnike, ki označujejo likvidnostni položaj bančnega sistema, vključno z denarnimi agregati. Sem prištevamo likvidnost bank (presežne rezerve predstavljajo prost kreditni potencial bank), kratkoročne obrestne mere, strukturo denarnih agregatov in kreditno aktivnost bank.

b) Drugi steber pa obsega vse spremenljivke, ki pomembno dopolnjujejo informacijo indikatorjev iz prvega stebra o položaju gospodarstva. Ti indikatorji kažejo stopnjo restriktivnosti oz. ekspanzivnosti denarne politike in posredujejo informacije o cenovni stabilnosti in vzdržnosti denarne politike. Med te kazalnike prištevamo plačilno bilanco, tuje obrestne mere in nepokrito enakost obrestnih mer, rast plač v javnem in zasebnem sektorju, rast administrativno nadzorovanih cen in stopnjo rasti deviznega tečaja v času, ko na deviznem trgu ni intervencije centralne banke.

Informacije iz obeh stebrov tvorijo podlago za sprejemanje odločitev pri izvajanju denarne politike.

Denarna politika Banke Slovenije je usmerjena v zniževanje inflacije in temelji na ustrezni ravni realnih obrestnih mer. Pri vodenju denarne politike Banka Slovenije uravnava dve spremenljivki: devizni tečaj in obrestne mere svojih instrumentov. V razmerah uravnava drsečega deviznega tečaja, Banka Slovenije aktivno vpliva na dinamiko deprecijacije tolarja napram evru z intervereniranjem na trgu tujega denarja²⁶. Z intervencijo Banka Slovenije bankam določi izhodiščni devizni tečaj in največji dovoljen razmik med izhodiščnim tečajem in najvišjim prodajnim tečajem oz. najnižjim nakupnim tečajem. Tako signalizira zaželeno dinamiko rasti tečaja evra (SIT/EUR). Stopnja rasti tečaja mora praviloma zapirati razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, razen pribitka za deželno tveganje. Z vzdrževanjem ustrezno visoke nepokrite enakosti obrestnih mer Banka Slovenije ohranja zunanje ravnovesje, saj na ta način izenačuje pogoje zadolževanja doma in v tujini in tako omogoča prilagoditev ravni domačih posojilnih obrestnih mer le-tem v tujini. Na naložbeni strani takšna politika vpliva na izenačevanje pričakovane stopnje donosa enakovrednih naložb npr. v vrednostne papirje) v tolarjih in v evrih. S tem preprečuje nezaželene (predvsem kratkoročne) prilive oz. odlive tujega denarja, ki bi destabilizirali devizni trg in potencialne pritoke špekulativnega kapitala, ki bi porušili razmere na finančnem trgu ter povzročili inflacijske pritiske.

Kot sem že omenila v prejšnjem podpoglavju, so za slovenski denarni trg značilne razmere velikega presežka strukturnega položaja denarnega trga. V takšnih okoliščinah Banka Slovenije ne more uporabiti svoje aktivne obrestne mere za signaliziranje denarne politike na trgu, kot je to običajna praksa pri drugih centralnih bankah. Vodenje denarne politike Banke Slovenije je zato relativno bolj zahtevno, kot bi bilo v razmerah primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga, posledično pa je ohromljen tudi transmisijski mehanizem denarne politike na obrestne mere na trgu.

²⁶ Osnova za intervereniranje Banke Slovenije na trgu tujega denarja je Dogovor Banke Slovenije z bankami o sodelovanju na trgih tujega denarja, ki ga je Banka Slovenije sklenila s poslovnimi bankami leta 2000. V skladu s tem dogovorom banke na trgu tujega denarja sklepajo posle po signaliziranem tečaju, Banka Slovenije pa jim stalno omogoča začasno 7-dnevno prodajo ali nakup deviz. V marcu 2003 je Banka Slovenije prekinila leto in pol dolgo obdobje neprekinjene tečajne intervencije, zaradi stabilizacije razmer na trgu. Od takrat Banka Slovenije posega na trg le občasno oz. ko se dinamika tečaja na trgu oddalji od zaželene. Od vstopa Slovenije v ERM2 pa Banka Slovenije intervenira na trgu tujega denarja z direktnimi prodajami (ali odkupi) deviz bankam in tako preprečuje preveliko odstopanje tržnega tečaja evra od centralne paritete.

Banka Slovenije tako na trgu operira predvsem z instrumenti za odvzemanje presežne likvidnosti s trga. Mednje štejemo depozit čez noč, tolarske blagajniške zapise različnih ročnosti in dolgoročni depozit pri Banki Slovenije. Poleg teh instrumentov Banka Slovenije razpolaga tudi z instrumenti za dodajanje likvidnosti na trg: med njimi sta najpomembnejša lombardno posojilo in repo deviznih blagajniških zapisov (tj. začasni nakup deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije za sedem dni). Lombardno posojilo je zaradi visoke likvidnosti po obsegu uporabe praktično nepomembno. Povzetek ključnega instrumentarija denarne politike Banke Slovenije na dan 17.6.2004 je podan v Tabeli 4 (spodaj).

Tabela 4: Pregled glavnih instrumentov denarne politike Banke Slovenije na dan 17.6.2004

<u>AKTIVNI INSTRUMENTI</u>		<u>PASIVNI INSTRUMENTI</u>	
Instrumenti ponudbe likvidnosti		Instrumenti za nalaganje presežkov	
- Lombardno posojilo	5,00%	- 60-dnevni tolarski BZ	4,00%
- Repo deviznih BZ	4,50%	- 270-dnevni tolarski BZ	4,25%
		- depozit čez noč	2,25%

Vir: Banka Slovenije: Finančni podatki, 2004.

Opomba: BZ je kratica za blagajniške zapise Banke Slovenije. V tabeli niso vključeni vsi instrumenti denarne politike BS, ampak le najpomembnejši. O ostalih instrumentih teče beseda v tekstu.

Ostali instrumenti denarne politike Banke Slovenije, ki niso vključeni v Tabelo 4, so:

- posojilo čez dan,
- posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank,
- blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju (v EUR in USD),
- začasna prodaja deviz z obvezno povratno prodajo čez sedem dni,
- začasen odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni,
- obvezne rezerve in
- dolgoročni tolarski depozit pri Banki Slovenije.

V nadaljevanju sledi kratka predstavitev posameznih instrumentov denarne politike Banke Slovenije (Ponudbe Banke Slovenije, 2004).

a) *Lombardno posojilo*

Gre za odprto ponudbo Banke Slovenije, preko katere lahko banke po potrebi črpajo lombardno posojilo na podlagi zastave blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih in v tujem denarju ali zakladnih menic Republike Slovenije. Pri tolarskih blagajniških zapisih in zakladnih menicah se pri zastavi upošteva nominalna vrednost papirja, vrednost zastavljenih blagajniških zapisov v tujem denarju pa se preračuna v tolarje z upoštevanjem nominalne vrednosti papirja in srednjega tečaja Banke Slovenije na dan odobritve lombardnega posojila. Za zavarovanje obveznosti iz lombardnega posojila mora banka zastaviti omenjene vrednostne papirje najmanj v višini 110% črpanega zneska posojila. Lombardno posojilo banka črpa za en dan po takrat veljavni obrestni meri. Dne 15.9.2004 cena lombardnega posojila znaša 5,00% p.a.. Rok vračila posojila je naslednji delovni dan do 9.00 ure zjutraj. Če

banka ne vrne Banki Slovenije posojila v skladu s sklenjenim dogovorom, se Banka Slovenije lahko poplača iz zastavljenih vrednostnih papirjev.

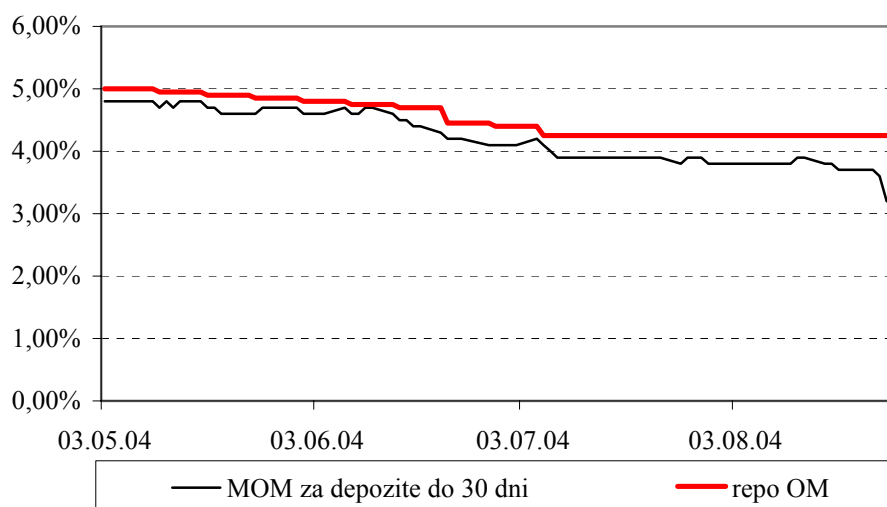
b) Repo deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije

Gre za začasni odkup deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije z obveznim povratnim odkupom s strani bank čez en teden²⁷. Banka Slovenije je bankam sprva ponujala možnost za pridobitev tolarske likvidnosti preko sklepanja repojev deviznih blagajniških zapisov vsak dan, na podlagi licitacije obrestnih mer in zneskov, ki so jih banke želele na ta način pridobiti. Pri tem je Banka Slovenije določila minimalno obrestno mero za repo posle in v vsaki ponudbi določila obseg ponujene kvote denarja. Posamezna banka je lahko poslala Banki Slovenije največ dve protiponudbi, pri čemer skupni znesek povpraševanih tolarjev ni smel presegati ponujene kvote iz ponudbe Banke Slovenije. Banke so začasno prodajale devizne blagajniške zapise v protivrednosti 110% tolarskega zneska, pri čemer se je upoštevala nominalna vrednost blagajniških zapisov in nakupni tečaj Banke Slovenije na dan sklenitve posla. Banka Slovenije je izbirala ponudbe po ameriški metodi razdeljevanja od najvišje ponujene obrestne mere navzdol do tiste obrestne mere, ki je s ponujenim zneskom zapolnila kvoto začasnega odkupa. Če je pri isti ponujeni obrestni meri bila kvota presežena, se je preostali znesek do zapolnitve kvote proporcionalno porazdelil glede na ponujeno količino. Z dnem 9.1.2004 je Banka Slovenije (začasno) prekinila ponudbo 7-dnevnih repojev deviznih blagajniških zapisov.

V začetku leta 2004 so bile za slovenski denarni trg značilne nekoliko zaostrene likvidnostne razmere. Banke so imele težave z izpolnjevanjem obvezne rezerve in obrestne mere najkrajših ročnosti na medbančnem trgu so močno porasle. Banka Slovenije se je zato odločila reaktivirati ponudbo 7-dnevnih repojev deviznih blagajniških zapisov, vendar po nekoliko drugačnih pogojih. Z dnem 15.3.2004 je začela bankam enkrat tedensko ponujati repoje deviznih blagajniških zapisov po enotni in fiksni obrestni meri (torej brez licitacije), pri čemer je sprejemala celotno količino od bank ponujenih blagajniških zapisov v začasni odkup. S tem je Banka Slovenije želela zmanjšati negotovost na denarnem trgu in normalizirati (pre)visoke obrestne mere na medbančnem trgu. V začetku aprila 2004 se je bančni sistem spet soočil s poslabšano dnevno likvidnostjo, ki je pritiskala na obrestne mere denarnega trga. Banka Slovenije je ponovno ukrepala in odtlej bankam ponuja možnost vsakodnevne zadolžitve na podlagi repoja deviznih blagajniških zapisov po fiksni obrestni meri. Obseg zadolževanja je načeloma neomejen, vendar Banka Slovenije od bank pričakuje, da v pondbah povprašujejo po tolarjih v obsegu, ki ustreza njihovim dejanskim potrebam po likvidnosti. Banke sedaj lažje uravnavajo dnevno likvidnost, poleg tega pa je obrestna mera za repo deviznih blagajniških zapisov tako postala ključna obrestna mera na denarnem trgu, okoli katere se oblikujejo obrestne mere na medbančnem trgu. V bistvu predstavlja zgornjo mejo obrestnih mer medbančnih depozitov najkrajših ročnosti (glej Sliko 6 na str. 42).

²⁷ Do januarja 2003 je Banka Slovenije bankam ponujala tudi možnost sklepanja repojev deviznih blagajniških zapisov z ročnostjo 60 dni. Banka Slovenije je ocenila, da na trgu ni več potrebe po tem instrumentu in ga je zato ukinila, vendar lahko ponudbo po potrebi ponovno reaktivira.

Slika 6: Obrestna mera za repo deviznih BZ in povprečna ponderirana obrestna mera na medbančnem trgu za depozite do 30 dni od maja do avgusta 2004 (v % p.a.)



Vir: Banka Slovenije: Povprečna ponderirana obrestna mera na medbančnem trgu za depozite do 30 dni in Ponudbe Banke Slovenije, 2004.

c) 60-dnevni tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije

Gre za odprto ponudbo Banke Slovenije, preko katere lahko banke vpisujejo 60-dnevne tolarske blagajniške zapise v apoenih po 10.000.000,00 SIT. Blagajniški zapisi so prenosljivi, imenski, serijski vrednostni papirji, ki jih banke vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun. Prenosljivi so zgolj med bankami, razen tri dni pred dospelostjo. Izdajajo se v nematerializirani obliki in se knjižijo na posebnem računu pri Banki Slovenije. Banka Slovenije določi obrestno mero, po kateri se obračunajo in izplačajo obresti banki ob dospelosti. Dne 15.9.2004 je znašala obrestna mera 4,00%. Cena za vpis blagajniškega zapisa se spreminja od dneva izdaje do dneva vpisa (oz. vplačila) zaradi dnevnega pripisovanja obresti. Banka Slovenije zato ob izdaji vsake nove serije blagajniških zapisov objavi njihove dnevne vrednosti.

d) 270-dnevni tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije

Gre za diskontne, imenske, serijske vrednostne papirje, ki jih banke vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun, z dospelostjo 270 dni. Prenosljivi so le med bankami, razen tri dni pred dospelostjo. Izdajajo se v nematerializirani obliki in se knjižijo na posebnem računu pri Banki Slovenije. Banke jih vpisujejo v apoenih po 10.000.000,00 SIT. Do marca 2004 je Banka Slovenije 270-dnevne blagajniške zapise prodajala preko odprte ponudbe in avkcij, ki so se odvijale običajno enkrat na teden. Banke so na avkcijah licitirale obrestno mero na dve decimalni mesti natančno, in sicer od maksimalno določene obrestne mere s strani Banke Slovenije navzdol. Banka Slovenije je izbirala ponudbe po ameriški metodi razdeljevanja od najnižje ponujene obrestne mere navzgor, do tiste obrestne mere, ki je s ponujeno količino zapolnila ponujeno kvoto prodaje. Izbrane ponudbe so se realizirale po ponujenih obrestnih merah.

Od marca 2004 dalje pa Banka Slovenije bankam ponuja 270-dnevne blagajniške zapise po zaprti ponudbi. Izdaje so predvidene enkrat na teden. Skupni znesek izdanih blagajniških zapisov se med banke porazdeli proporcionalno glede na delež njihovega minimalnega stanja začasno prodanih deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni v skupnem minimalnem stanju teh poslov v trimesečju pred ponudbo. Največji znesek blagajniških zapisov, ki jih lahko posamezna banka vpiše, določi Banka Slovenije in ga v ponudbi sporoči bankam. Blagajniški zapisi se obrestujejo po fiksni obrestni meri, ki jo določi Banka Slovenije. Dne 15.9.2004 je le-ta znašala 4,20%.

Poleg že omenjenih preteklih odprtih ponudb in sedanjih zaprtih ponudb za vpisovanje 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov pa je Banka Slovenije izdajala te papirje tudi v okviru t.i. posebne ponudbe. To ponudbo je banka sprožila ob zapadlosti 360-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, ki so bili izdani v času od 4.11.2002 do 13.1.2003 (v petih serijah) za sterilizacijo denarnih učinkov iz deviznih prilivov, ki so bili rezultat prodaje podjetja Lek tujemu podjetju Novartis. Banke so lahko vpisovale 270-dnevne blagajniške zapise iz posebne ponudbe pod pogojem, da so bile podpisnice pogodbe o sodelovanju na trgu tujega denarja in aneksa k tej pogodbi, poleg tega pa so morale imeti v trimesečju pred ponudbo stanje začasnih prodaj deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni vsak dan večje od nič. Obrestna mera za blagajniške zapise iz posebne ponudbe je bila enaka maksimalni obrestni meri iz takratne odprte ponudbe.

e) *Depozit čez noč pri Banki Slovenije*

Gre za odprto ponudbo, preko katere lahko banke svoje likvidnostne presežke deponirajo čez noč pri Banki Slovenije po fiksni obrestni meri. Dne 15.9.2004 je le-ta znašala 2,25% na letni ravni. Banka Slovenije banki izplača depozit in pripadajoče obresti ob dospetju, tj. naslednji delovni dan zjutraj.

f) *Posojilo čez dan*

Banka Slovenije ponuja bankam v okviru odprte ponudbe možnost pridobitve posojila čez dan na podlagi zastavljenih tolarskih in deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije ali zakladnih menic Republike Slovenije. Ponudba je odprta od 29.10.2002 dalje, njen ključni namen pa je zagotoviti stabilnost plačilnega prometa. Za zavarovanje obveznosti iz posojila čez dan mora banka zastaviti omenjene vrednostne papirje v višini 110% črpanega zneska posojila. Pri zastavi tolarskih blagajniških zapisov in zakladnih menic Republike Slovenije se upošteva nominalna vrednost papirja, pri zastavi deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije pa se nominalna vrednost preračuna v tolarje po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan odobritve posojila. Banka vrne Banki Slovenije posojilo še isti dan, in sicer v času do zaprtja sistema bruto poravnave v realnem času (BPRČ), tj. do 16.00 ure. Za posojilo čez dan Banka Slovenije ne zaračunava obresti. V kolikor banka do dogovorjene ure ne vrne (delno ali v celoti) posojila, se le-to avtomatsko spremeni v lombardno posojilo. V tem primeru pa banka poleg obrestne mere za lombardno posojilo plača tudi penale v višini 4,00% na letni

ravni. Če banka ne vrne niti tako nastalega lombardnega posojila, se Banka Slovenije lahko poplača iz zastavljenih vrednostnih papirjev.

g) *Posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank*

Posebno likvidnostno posojilo je namenjeno bankam, ki imajo likvidnostne težave v smislu, da:

- se jim nepredvideno zmanjša možnost financiranja likvidnostnega primanjkljaja s pridobivanjem vlog ali z zadolževanjem na medbančnem trgu;
- nimajo ustreznih vrednostnih papirjev, da bi se lahko neposredno zadolžile pri Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 98/02 in 40/03).

Banka Slovenije je v ta namen sklenila z bankami pogodbo o sodelovanju pri posebnem likvidnostnem posojilu že leta 1996 in jo redno obnavlja vsako leto. Pogodba zavezuje sodelujoče banke, da imajo v svojem portfelju presežek prostih vrednostnih papirjev določene kvalitete (katerih izdajatelj je Banka Slovenije ali Republika Slovenije) v višini zneska pripravljenosti, da jih lahko na zahtevo Banke Slovenije uporabijo za zastavo črpanega posebnega likvidnostnega posojila pri Banki Slovenije ali v enakem znesku odobrijo likvidnostno posojilo banki v težavah, ki pri njih zastavi prvovrstne vrednostne papirje ali terjatve, razvrščene v bonitetno skupino A. Sodelujoče banke lahko sodelujejo na dva načina: s svojim sorazmernim deležem v okviru zneska odprte ponudbe oz. s sodelovanjem v bančnem sindikatu ali samostojno s celotnim zneskom odprte ponudbe, pri čemer so brezpogojno zavezane k sodelovanju na prvi poziv Banke Slovenije. Banka Slovenije plača sodelujoči banki, ki da likvidnostno posojilo banki v težavah, za čas in znesek pripravljenosti povračilo stroškov za pripravljenost. Likvidnostno posojilo, ki ga sodelujoče banke v času pripravljenosti lahko odobrijo banki v težavah, lahko znaša največ 75% izbranega prvovrstnega portfelja banke prejemnice likvidnostnega posojila, ki ga le-ta zastavi pri bankah kreditodajalkah v zavarovanje.

h) *Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju*

Gre za odprto ponudbo blagajniških zapisov, denominiranih v evrih in ameriških dolarjih z ročnostmi šestdeset, devetdeset in sto dvajset dni. Banke blagajniške zapise vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun. Blagajniški zapisi se vpisujejo v zneskih, zaokroženi na 25.000 EUR oz. 40.000 USD. Vplačujejo se z diskontom, ob dospelju pa jih Banka Slovenije izplača v nominalni vrednosti. Obrestne mere blagajniških zapisov v tujem denarju določa guverner Banke Slovenije s posebnim sklepom.

i) *Začasna prodaja deviz z obvezno povratno prodajo čez sedem dni*

Gre za odprto ponudbo Banke Slovenije, ki je namenjena bankam, podpisnicam pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja in aneksa k tej pogodbi. To pomeni, da gre za instrument politike deviznega tečaja. Banka Slovenije po tej ponudbi začasno prodaja devize bankam pod pogojem, da banke kupljene devize obvezno povratno prodajo čez sedem dni. Posli se sklepajo samo v evrih, v najmanjšem znesku 100.000 EUR ter mnogokratnikih tega

zneska. Banka Slovenije začasno proda devize po izhodiščnem tečaju. Ob povratni prodaji deviz Banka Slovenije bankam plača tolarsko protivrednost začasno kupljenih deviz po izhodiščnem tečaju na dan sklenitve posla, povečano za znesek obresti, izračunanih iz obrestne mere, po kateri je bil posel sklenjen. Dne 15.9.2004 znaša prihodek banke, če začasno odkupi devize od Banke Slovenije, 1,00% na letni ravni. V kolikor Banka Slovenije nima določenega izhodiščnega tečaja, se namesto tega uporablja povprečni tečaj na deviznem trgu, izražen v tolarjih za en evro, ki ga izračunava in dnevno objavlja Banka Slovenije na svojih spletnih straneh. Če ima banka na dan valute sklenjenega začasnega odkupa deviz tudi obveznost povratne prodaje iz naslova dospelega posla, se sklenjeni in dospeli posel poravnata po neto principu.

j) *Začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni*

Tu gre za obraten posel od začasne prodaje deviz z obvezno povratno prodajo čez sedem dni, ki prav tako sodi med instrumente za vodenje politike deviznega tečaja. Banka Slovenije v okviru odprte ponudbe od bank, podpisnic pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja in aneksa k tej pogodbi, začasno odkupuje devize pod pogojem, da banke prodane devize obvezno povratno odkupijo čez sedem dni. Posli se sklepajo samo v evrih, v najmanjšem znesku 100.000 EUR ter mnogokratnikih tega zneska. Banka začasno proda devize Banki Slovenije po izhodiščnem tečaju oz. ko tega ni na voljo, po povprečnem tečaju na deviznem trgu, ki ga dnevno izračunava in objavlja Banka Slovenije na svojih spletnih straneh. Ob povratnem odkupu deviz plača banka Banki Slovenije tolarsko protivrednost začasnih prodanih deviz, preračunano po izhodiščnem oz. povprečnem tečaju, povečano za znesek obresti, izračunanih iz obrestne mere, po kateri je bil posel sklenjen. Dne 15.9.2004 je znašal strošek začasne prodaje deviz Banki Slovenije 1,00% na letni ravni. Če ima banka na dan valute sklenjenega posla obveznost povratnega odkupa iz že dospelega posla, se sklenjeni in dospeli posel poravnata po neto principu. Pri nas se za začasne prodaje deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom v praksi uporablja izraz devizni swap. Ta izraz po vsebini ni točen, saj devizni swap pomeni posel valutne zamenjave. Pri valutni zamenjavi pa se prvi del posla sklepa po spot tečaju, nasprotni del posla pa po terminskem tečaju, ki ga določajo razmere na terminskem deviznem trgu. Pri nas tega trga ni, zato pri naših swapih Banka Slovenije določi višino »terminskega« tečaja oz. ceno povratnega odkupa deviz.

k) *Obvezne rezerve*²⁸

Banka Slovenije postopoma prilagaja metodologijo izračuna obveznih rezerv razmeram na področju Evropske monetarne unije. Nazadnje je Svet Banke Slovenije močnejše posegel na to področje na svoji seji dne 8.1.2004, ko je sprejel nov sklep o obveznih rezervah, ki se je začel uporabljati od februarja 2004 dalje. Po novem se obvezne rezerve banke izračunavajo od 22. dne v preteklem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu, obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv

²⁸ Obvezniki (torej osebe, dolžne izračunavati in izpolnjevati obvezne rezerve pri Banki Slovenije) so po Sklepu o obveznih rezervah banke, hranilnice in hranilno kreditne službe s sedežem v Republiki Sloveniji, podružnice tujih bank v Republiki Sloveniji in podružnice bank držav članic Evropske zveze v Republiki Sloveniji.

pa traja od 27. dne v tekočem mesecu do 26. dne v naslednjem mesecu²⁹. To pomeni, da je višina obveznosti banke znana oz. fiksirana že na začetku izpolnjevalnega obdobja. Za tolarske obveznosti z ročnostjo do 90 dni, ki se upoštevajo v osnovi za izračun obvezne rezerve, znaša stopnja obveznih rezerv 4,5%. Za tolarske obveznosti z ročnostjo od 91 dni do dveh let in devizne obveznosti z ročnostjo do dveh let pa velja stopnja obveznih rezerv 2%. V razredu s stopnjo obveznih rezerv 0% pa so vključene obveznosti z ročnostjo nad dvema letoma in repo posli na podlagi kratkoročnih vrednostnih papirjev ter na podlagi dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, pri čemer se repo posli sklepajo z namenom likvidnostnega financiranja. Banka izpolnjuje obvezne rezerve tako, da ima v obdobju izpolnjevanja v povprečju na poravnalnem računu pri Banki Slovenije znesek, ki je najmanj enak znesku izračunanih obveznih rezerv. Banka Slovenije v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv obrestuje obveznikom povprečno stanje³⁰ na poravnalnem računu največ do višine obveznih rezerv iz tekočega obdobja izračuna. Plačilo obresti izvrši drugi delovni dan po zaključku obdobja izpolnjevanja. Obrestna mera znaša 1% na letni ravni. Spremenjeni način obračuna obresti je za banke ugodnejši (po oceni Banke Slovenije za približno 60 - 70 mio SIT letno). Obveznik je dolžen v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv na svojem računu pri Banki Slovenije zagotavljati vsak dan 50% obveznih rezerv iz tekočega obdobja izračuna.

Septembra 2004 je Svet Banke Slovenije sprejel še eno novo delno prilagoditev obveznim rezervam ECB. Po novem sklepu se med obveznike za obvezne rezerve šteje tudi morebitne bodoče družbe za izdajanje elektronskega denarja. Poleg tega se ukine določba o dnevnem izpolnjevanju 50% obveznih rezerv, zaradi česar bodo obvezniki bolj fleksibilni pri odzivanju na likvidnostne razmere, kar bo vplivalo na bolj stabilne obrestne mere na medbančnem denarnem trgu. Novi sklep ureja tudi obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv v primeru stečaja oz. likvidacije obveznika ali združitve oz. delitve obveznikov. Za vse repo posle, ki so sklenjeni v skladu z veljavnim zakonom o finančnih zavarovanjih, se po novem uporablja stopnja obveznih rezerv v višini 0%. Novi sklep je začel veljati naslednji dan po objavi v Uradnem listu RS, tj. 11.9.2004, prvič pa se bo uporabil v novembrskem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Dolgoročni tolarski depozit pri Banki Slovenije

Člani Sveta Banke Slovenije so na svoji seji dne 16.6.2004 sprejeli sklep o dolgoročnem depozitu, ki je začel veljati 17.7.2004. Gre za nov instrument denarne politike Banke Slovenije, katerega namen je dolgoročna sterilizacija presežne likvidnosti. Dolgoročni depozit se obrestuje po spremenljivi obrestni meri, vezani na 60-dnevni tolarski blagajniški zapis Banke Slovenije, ki ji je dodan pribitek v višini 0,2 odstotne točke. Depozit se ob dospelosti izplača v dveh tranšah: prva tranša zapade 31.1.2007, druga tranša pa 28.2.2007. Obresti pa se

²⁹ Po stari ureditvi je bilo obdobje izračuna obveznih rezerv definirano enako kot je zdaj, obdobje izpolnjevanja pa je bilo določeno od 27. dne v preteklem mesecu do 26. dne v tekočem mesecu. Banka je poznala svojo obveznost iz naslova obveznih rezerv le zadnjih pet dni izpolnjevalnega obdobja.

³⁰ V skladu s staro ureditvijo je Banka Slovenije obveznikom obrestovala dnevno stanje na poravnalnem računu v koledarskem mesecu, največ do višine obveznih rezerv v preteklem obdobju izračuna. Plačilo obresti je bilo prvi delovni dan v naslednjem mesecu.

izplačujejo dvomesečno. Kriterij za razdelitev ponujene kvote depozita med banke določi Banka Slovenije na podlagi deleža stanja bank v zapadlih blagajniških zapisih za 270 dni in je sporočen bankam v vsakokratni ponudbi za vpis depozita. Banka Slovenije bo bankam posredovala več ponudb, in sicer ob vsaki večji zapadlosti obstoječih blagajniških zapisov za 270 dni. Prva ponudba za vpis dolgoročnega depozita pri Banki Slovenije je bila bankam poslana konec julija 2004. V spodnji tabeli so povzete vse ponudbe do sredine septembra 2004, njihove kvote in realizacija na trgu.

Tabela 5: Pregled ponudb za vpis dolgoročnega depozita pri Banki Slovenije od konca julija do sredine septembra 2004

Datum ponudbe	Ponujena kvota (v mlrd SIT)	Realizacija (v mlrd SIT)	Delež realizacije v bančnem sistemu
29.07.2004	90	76	84,4%
05.08.2004	6	2,6	43,3%
18.08.2004	8	1,8	22,5%
26.08.2004	50	25	50,0%
02.09.2004	7	2,52	36,0%
10.09.2004	7	3,55	50,7%

Vir: Ponudbe Banke Slovenije in Dnevne informacije o rezervah bank Banke Slovenije.

Največ primarnega denarja se na trgu ustvarja z začasno prodajo deviz bank Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni (v nadaljevanju swap z Banko Slovenije). Banka Slovenije s swapi sterilizira presežke devizne likvidnosti na trgu, ki so posledica velikih neto finančnih pritokov iz tujine v zadnjih letih. Pri teh transakcijah gre v bistvu za sedemdnevna popolnoma zavarovana tolarska posojila, ki jih Banka Slovenije daje bankam. Zavarovana so z devizami, ki jih dobi Banka Slovenije od bank do vrnitve posojila (Ribnikar, 2003, str. 4). Večino tako nastale tolarske likvidnosti banke usmerijo v blagajniške zapise Banke Slovenije. Cilj teh poslov je tako predvsem uravnavanje deviznega tečaja oz. zagotavljanje ustrezno visoke nepokrite neenakosti obrestnih mer med Slovenijo in državami v evro območju.

Zaradi zagotavljanja ustrezno visoke razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami, Banka Slovenije pri oblikovanju ključnih obrestnih mer svojih instrumentov denarne politike upošteva pričakovano spremembo deviznega tečaja in trenutne obrestne mere na domačem in tujem finančnem trgu. Izhodišče za določanje obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije je tako obrestna mera za refinanciranje³¹ pri Banki Slovenije. Le-ta je določena kot vsota cene sedemdnevnega začasnega odkupa deviz od bank (swapa) in ključne obrestne mere Evropske

³¹ Obrestna mera za refinanciranje pri Banki Slovenije je njena reprezentativna obrestna mera od februarja 2003 dalje. V obdobju od avgusta 2000 do vključno januarja 2003 se je kot reprezentativna obrestna mera Banke Slovenije objavljala obrestna mera za posle začasne prodaje deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez 60 dni (repo deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije), do vključno julija 2000 pa obrestna mera za te iste posle, vendar z ročnostjo 28 dni).

centralne banke³² (v nadaljevanju ECB). V času od februarja 2003 do konca junija 2004 se je obrestna mera za refinanciranje pri Banki Slovenije znižala za 4,25 odstotnih točk (iz 7,25% na 3,00%).

Od začetka leta 2002 do junija 2004 se je signalizirana stopnja rasti tečaja evra zmanjšala iz 4% na 1,0%, obrestna mera 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije pa je upadla za 3,50 odstotne točke na raven 4,00% (glej Tabela 6, str. 48).

Tabela 6: Povzetek sprememb obrestnih mer 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije v letih 2002, 2003 in 2004 (do zadnjih razpoložljivih podatkov) glede na uporabo pravil nepokrite obrestne paritete (raven v %, spremembe v odstotnih točkah)

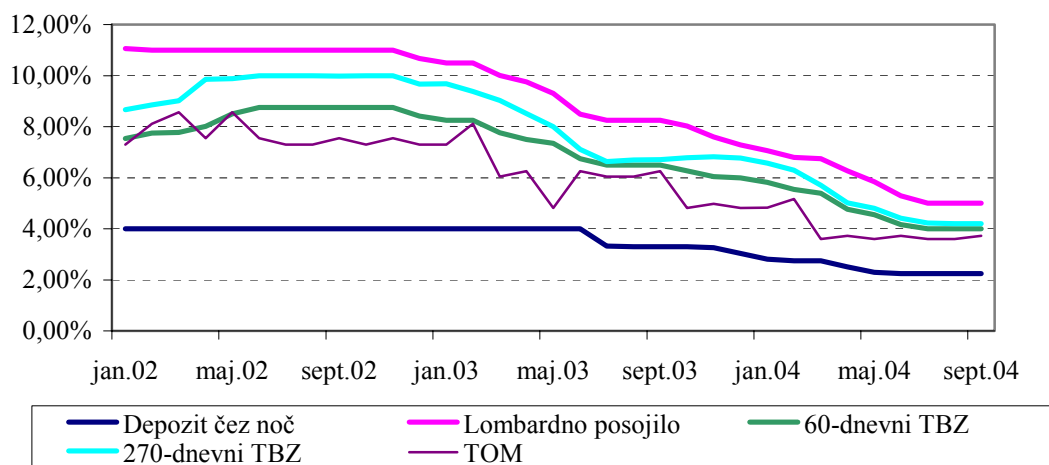
Mesec	SPREMEMBA				RAVEN			
	60-dn. TBZ	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	ključna OM ECB	60-dn. TBZ	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	ključna OM ECB
Začetno stanje:					7,5	5,0	4,0	3,25
januar 2002	0,25	0	0	0	7,75	5,0	4,0	3,25
marec 2002	0,25	0	0	0	8,0	5,0	4,0	3,25
april 2002	0,25	-0,25	-0,25	0	8,25	4,75	3,75	3,25
maj 2002	0,5	0	0	0	8,75	4,75	3,75	3,25
december 2002	-0,5	-0,25	-0,25	-0,5	8,25	4,5	3,5	2,75
marec 2003	-0,75	-0,5	-0,5	-0,25	7,5	4,0	3,0	2,5
maj 2003	-0,25	0	0	0	7,25	4,0	3,0	2,5
junij 2003	-0,75	-0,5	-0,2	-0,5	6,5	3,5	2,8	2,0
oktober 2003	-0,25	0	0	0	6,25	3,5	2,8	2,0
november 2003	-0,25	-0,5	-0,3	0	6,0	3,0	2,5	2,0
januar 2004	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,75	2,75	2,25	2,0
februar 2004	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,5	2,5	2,0	2,0
marec 2004	-0,25	0	0	0	5,25	2,5	2,0	2,0
april 2004	-0,5	-0,25	-0,25	0	4,75	2,25	1,75	2,0
maj 2004	-0,25	-0,25	-0,25	0	4,5	2,0	1,5	2,0
junij 2004	-0,50	-0,50	-0,50	0	4,0	1,50	1,0	2,0

Vir: Banka Slovenije: Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, april 2004 in Finančni podatki Banke Slovenije.

Spodnjo in zgornjo mejo pasu, kjer se nahajajo obrestne mere instrumentov Banke Slovenije, predstavljata obrestna mera za depozit čez noč in obrestna mera za lombardno posojilo. V času od decembra 2002 do junija 2004 je Banka Slovenije zniževala obrestne mere svojih instrumentov in jih prilagajala ravni obrestnih mer v evro območju (glej Sliko 7, str. 49). V septembru 2004 je znašal razmik med obrestno mero za depozit čez noč in obrestno mero za lombardno posojilo 2,75 odstotnih točk, kar je za 0,75 odstotne točke več kot znaša v evro območju in dokazuje, da se bo trend zniževanja obrestnih mer BS še nadaljeval.

³² Ključna obrestna mera ECB je obrestna mera glavnega refinanciranja oz. cena začasnega nakupa netveganih terjatev od bank z ročnostjo 7 dni.

Slika 7: Gibanje povprečnih mesečnih obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije v času od januarja 2002 do septembra 2004 glede na TOM (v % p.a.)

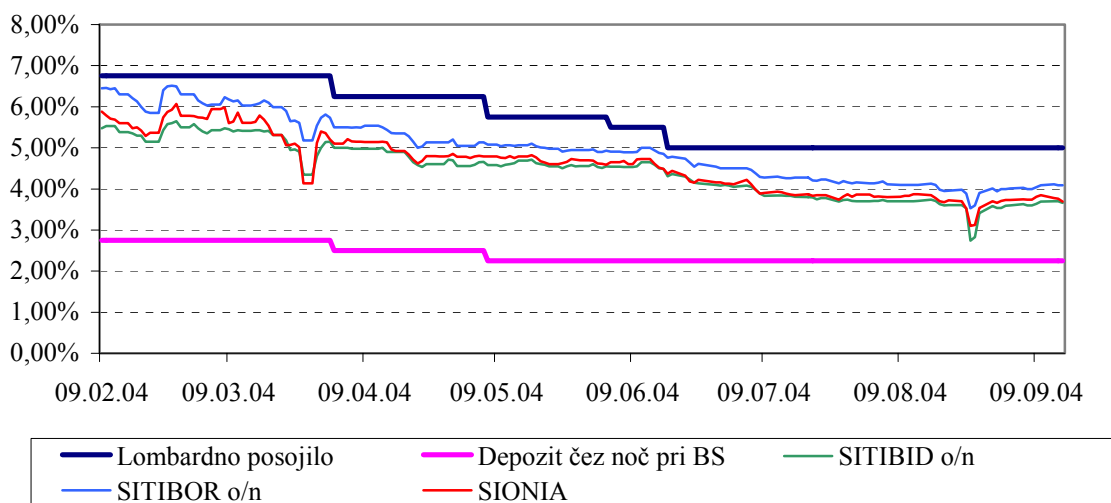


Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002, str. 27, Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2003, str. 29, Finančni podatki Banke Slovenije in lastni izračuni.

Iz Slike 7 je lepo razvidno, da je politika obrestnih mer Banke Slovenije usmerjena v postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer. Pri tem je dinamika upadanja obrestnih mer omejena z domačo inflacijo. Banka Slovenije uravnava zniževanje obrestnih mer s ciljem, da zagotovi ohranjanje primerne ravni realnih obrestnih mer, temu pa mora prilagajati tudi dinamiko deviznega tečaja. Politika deviznega tečaja tako spremlja postopno zniževanje obrestnih mer s postopnim zaviranjem rasti tečaja evra, kar omogoča ustrezno zapiranje obrestne paritete oz. vzdrževanje primerne ravni nepokrite enakosti obrestnih mer (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, 2004, str. 17 – 19).

Banka Slovenije je pri zniževanju svojih obrestnih mer upoštevala tudi padanje obrestnih mer v tujini. Recesija in neugodne gospodarske razmere v nekaterih največjih državah članicah EMU so prisilile ECB, da je v letu 2003 dvakrat znižala svojo ključno obrestno mero za refinanciranje: prvič je to storila v marcu, in sicer za 0,25 odstotne točke, nato pa še v juniju kar za 0,50 odstotne točke. Skupno znižanje tako obsega 0,75 odstotne točke in je pripeljalo ključno obrestno mero ECB na zgodovinsko najnižjo raven, ki znaša 2,00%. Banka Slovenije je bila primorana znižati svoje obrestne mere vsaj v enakem obsegu kot ECB oz. v nekoliko večjem obsegu zaradi dodatnega zapiranja obrestne paritete. Zaradi uspešnega zniževanja domače inflacije je to posledično vplivalo tudi na postopno zniževanje realnih obrestnih mer. Razmik med obrestno mero za depozit čez noč in obrestno mero za lombardno posojilo Banke Slovenije predstavlja koridor največje možne variabilnosti obrestnih mer najkrajših ročnosti na denarnem trgu (glej Sliko 8 na str. 50).

Slika 8: Obrestne mere denarnega trga najkrajših ročnosti (čez noč) v času od 9.2.2004³³ do 15.9.2004 (v % p.a.)



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije in Združenja bank Slovenije.

K zmanjšanju volatilitnosti najkratkoročnejših obrestnih mer na medbančnem trgu, ki je opazna od začetka aprila 2004 dalje, je pomembno prispevala Banka Slovenije s tem, ko je bankam ponudila možnost vsakodnevne zadolžitve na podlagi repoja deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije po fiksni obrestni meri. Volatilitnost obrestnih mer lahko izrazimo z različnimi statističnimi merami, ki so povzete v spodnji tabeli in ponazarjajo, da so bile realizirane medbančne obrestne mere na domačem trgu v drugem trimesečju leta 2004 precej manj volatilne kot v prvem trimesečju.

Tabela 7: Primerjava volatilitnosti realiziranih obrestnih mer na medbančnem trgu za depozite do 30 dni (MOM) in kotacij SITIBOR o/n v prvem in drugem trimesečju leta 2004

	Jan-mar 2004	Apr-jun 2004
Varianca MOM	0,15	0,07
Standardni odklon MOM (v odstotnih točkah)	0,39	0,27
	Jan-mar 2004	Apr-jun 2004
Varianca SITIBOR o/n	0,11	0,07
Standardni odklon SITIBOR o/n (v odstotnih točkah)	0,33	0,27

Vir: Finančni podatki Združenja bank Slovenije, Arhiv obrestnih mer Banke Slovenije in lastni izračuni (Priloge 7 – 10).

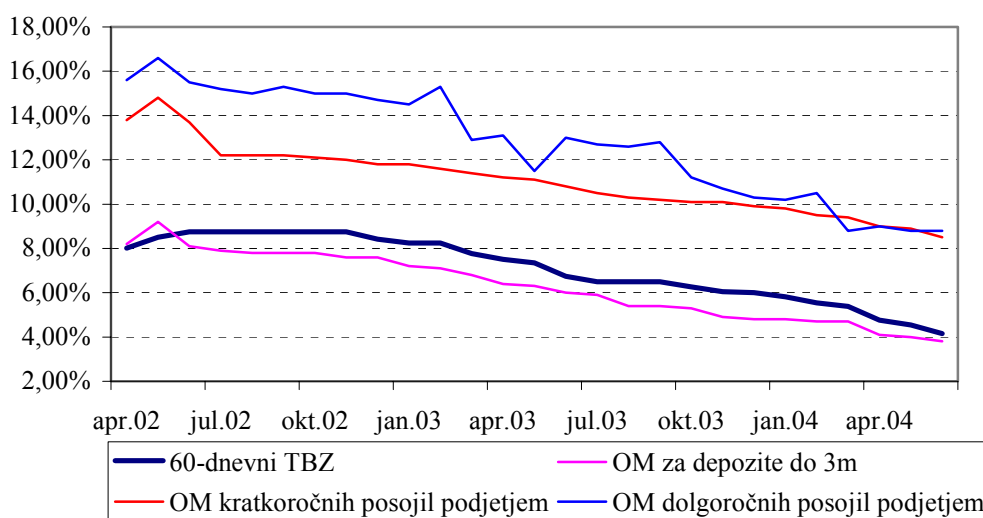
Obseg zadolžitve preko repoja deviznih blagajniških zapisov ni omejen, pri čemer Banka Slovenije od bank zahteva, da njihovo povpraševanje odraža dejanske potrebe po likvidnosti in ne sme biti špekulativne narave. S tem je cena repoja deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije postala ključna obrestna mera na denarnem trgu, saj se okoli nje oblikujejo obrestne mere najkrajših ročnosti na medbančnem trgu. V bistvu predstavlja zgornjo mejo medbančnih

³³ Od dne 9.2.2004 dalje se javno objavljajo kotacije medbančnih obrestnih mer za prejete depozite SITIBID.

obrestnih mer najkrajših ročnosti. Možnost pridobivanja likvidnosti preko dnevne ponudbe repoja deviznih blagajniških zapisov po vedno nižji fiksni obrestni meri je posledično vplivalo tudi na zniževanje obrestnih mer na medbančnem segmentu denarnega trga.

Na raven domačih obrestnih mer ter na hitrost njihove nominalne konvergenca proti višini obrestnih mer v evro območju vpliva Banka Slovenije predvsem z obrestnimi merami svojih tolarskih blagajniških zapisov (glej sliko 9, str. 51).

Slika 9: Nominalne obrestne mere bančnih posojil in depozitov v primerjavi z obrestno mero 60-dnevni blagajniških zapisov Banke Slovenije (v % p.a.)



Vir: Bilten Banke Slovenije: Povprečne deklarirane tolarske obrestne mere bank, julij 2004, str. II-21 in lastni izračuni.

Slovenske banke pri oblikovanju svojih aktivnih in pasivnih obrestnih mer sledijo dogajanju na trgu in ukrepom Banke Slovenije. Zniževanje obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije je močno vplivalo na zmanjševanje obrestnih prihodkov bank iz naslova naložb v kratkoročne vrednostne papirje BS. Banke so prilagajale višino svojih obrestnih mer obrestnim meram Banke Slovenije in vse nižji inflaciji. Zniževale so pasivne obrestne mere, da bi ublažile upad neto obrestnih prihodkov. Nekoliko počasneje so prilagajale navzdol še aktivne obrestne mere, ki so pod pritiskom vse večje cenovne konkurenčnosti na trgu tolarskih, predvsem pa deviznih posojil.

Postopna konvergenca nominalnih (in realnih) obrestnih mer se bo nadaljevala vse do vstopa v EMU (predvidoma do leta 2007), ko naj bi se raven domačih obrestnih mer približno izenačila z evropskimi.

Po vstopu v ERM2 je denarna politika Banke Slovenije nekoliko ohromljena, saj je v glavnem pod vplivom dejavnikov, ki so relativno neodvisni od njenih odločitev. Najpomembnejši med njimi so:

- višina obrestnih mer v evroobmočju, ki so rezultat delovanja denarne politike ECB,
- višina premije za tveganje, ki je odraz percepcije deželnega in valutnega tveganja s strani tujih investitorjev in posojilodajalcev in
- morebitni inflacijski pritiski.

Glede politike obrestnih mer ECB lahko na podlagi prevladujočih ocen različnih tujih analitikov zaključimo, da se v letu 2004 predvideva ohranjanje obrestnih mer na približno nespremenjeni ravni. S postopnim okrevanjem gospodarske rasti v EU bo ECB svojo ključno obrestno mero za refinanciranje po vsej verjetnosti nekoliko povišala ob koncu letošnjega leta (glej Tabela 8 na str. 52, kjer so poleg višine obrestne mere ECB povzete tudi ocene višine obrestne mere ameriškega FED-a).

Tabela 8: Povzetek ocen nekaterih tujih institucij glede pričakovanega gibanja ključne obrestne mere za refinanciranje ECB in Ameriške centralne banke FED

Napoved S.P. IMI	sept.04	dec.04	mar.05	jun.05	sep.05	dec.05
Obrestna mera FED	1,75%	2,00%	2,50%	2,75%	2,75%	2,75%
Obrestna mera ECB	2,00%	2,25%	2,25%	2,75%	2,75%	2,75%
Napoved UBS	sept.04	dec.04	mar.05	jun.05	sep.05	dec.05
Obrestna mera FED	1,75%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
Obrestna mera ECB	2,00%	2,00%	2,00%	1,50%	1,50%	1,50%

Vir: Spletne strani banke UBS: Interest rates forecasts (end period), 16.9.2004, UBS: Global Economic Perspectives, 9.9.2004, San Paolo IMI: Trend d'Investimento, Prospettive Economiche e Strategie di Mercato, september 2004 in Newsletter settimanale, 13.9.2004.

Iz Tabele 8 (na str. 52) izhaja, da obe omenjeni finančni instituciji ocenjujeta, da bo v prihodnjih mesecih Ameriška centralna banka FED poviševala svojo ključno obrestno mero. Ocene se razlikujejo le po višini obrestne mere oz. po hitrosti rasti. Precejšnje razhajanje pa je opazno pri ocenah gibanja ključne obrestne mere ECB. San Paolo IMI ocenjuje, da se bo le-ta povišala konec leta 2004 oz. v začetku leta 2005, banka UBS pa nasprotno predvideva, da bo ECB do junija 2005 pustila svojo ključno obrestno mero nespremenjeno, nato pa naj bi jo znižala za 0,50 odstotne točke. UBS svoje ocene argumentira s pričakovanim počasnejšim okrevanjem evropske gospodarske rasti.

Premija za tveganje za Slovenijo se je s približevanjem vstopu v EU naglo zmanjševala. Že sam uspeh referendum in kasneje podpis pristopne pogodbe sta vplivala na to, da so priznane ocenjevalne agencije povišale bonitetno oceno Slovenije. K padcu premije za tveganje pa so pomembno prispevala tudi pozitivna pričakovanja tujcev o znižanju dinamike rasti domačega tečaja za evro. Rezultat večjega zaupanja je bilo opazno povečanje naložb tujcev v domače vrednostne papirje (predvsem obveznice Republike Slovenije pa tudi kratkoročne zakladne menice). Pričakujemo lahko, da se bo premija za tveganje Slovenije do vstopa v EMU še naprej zniževala, ob prevzemu evra pa dokončno izničila.

Kar pa se tiče morebitnih inflacijskih pritiskov, lahko sklepamo, da bo usklajeno delovanje vlade in Banke Slovenije še naprej omogočalo zniževanje domače inflacije, saj je tudi inflacija ena od Maastrichtskih kategorij, katerih izpolnjevanje je pogoj za prevzem evra. Zagotavljanje ustreznih ravni realnih obrestnih mer, obvladovanje ponudbe denarja ter stabilen devizni tečaj so ključ za ohranjanje stabilnosti domačih cen.

4.1.3 TOM in prehod v obrestni nominalizem

Indeksacijo lahko opredelimo kot obliko prilagajanja donosnosti določenega finančnega instrumenta spreminjanju splošne ravni cen. Indeksacija je smiselna v razmerah visoke inflacije, saj ščiti realno vrednost premoženja.

V Sloveniji smo se dolgo soočali z relativno visoko inflacijo in ravno zato je bila indeksacija zakonsko uvedena že leta 1988. Takrat je zakon kot indeksacijski faktor za tekoči mesec določal stopnjo rasti cen na drobno v preteklem mesecu. Indeksacijski faktor je bil poimenovan »veliki R«. Visoka variabilnost mesečnih stopenj inflacije je povzročala precejšnja nihanja v nominalnih obrestnih merah med posameznimi meseci. Realne obrestne mere so bile določene vnaprej, toda upoštevani zamik v času (upoštevanje inflacije iz preteklega meseca v tekočem mesecu) je povzročal visoko variabilnost tudi pri realnih stopnjah donosa. V obdobju od leta 1992 do 1994 so se inflacijske stopnje v Sloveniji precej znižale in Banka Slovenije je leta 1995 z Zakonom o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 45/95) vpeljala nov indeksacijski faktor, poimenovan temeljna obrestna mera ali na kratko TOM.

TOM se je v začetku izračunaval kot aritmetično povprečje mesečnih stopenj rasti cen na drobno v Republiki Sloveniji v preteklih treh mesecih. Obdobje izračuna se je sčasoma podaljšalo na štiri mesece, nato na šest mesecev in končno na dvanajst mesecev, ki se pri izračunu upoštevajo še danes. Od 1.1.1998³⁴ dalje pa se upoštevajo pri izračunu TOM-a mesečne stopnje rasti cen življenjskih potrebščin namesto mesečnih stopenj rasti cen na drobno.

Pri preračunu mesečnega TOM-a na letno raven se uporablja konformni način, pri čemer se upošteva dejansko število dni v letu oz. v mesecu. Osnovna formula za izračun TOM-a na letni ravni je tako naslednja:

$$TOM_{p.a.} = (1 + TOM_{p.m.})^{\frac{M}{N}} - 1 \quad (10)$$

pri čemer velja:

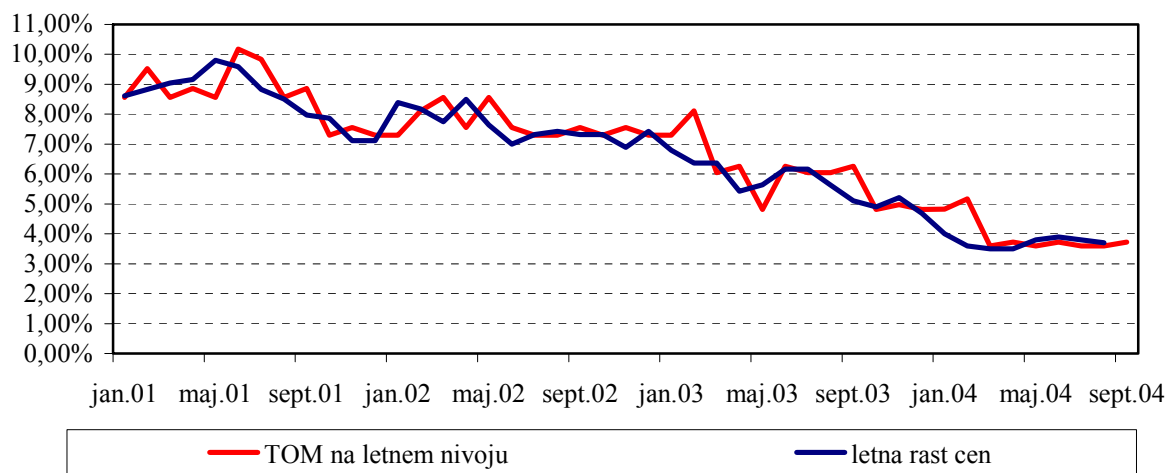
³⁴ Nadomeščanje mesečnih stopenj rasti cen na drobno s stopnjami rasti cen življenjskih potrebščin je potekalo postopoma. TOM za januar 1999 je bil prvič izračunan izključno na osnovi stopenj rasti cen življenjskih potrebščin (Uradni list RS, št. 81/97).

TOM p.a. TOM na letni ravni, izražen v odstotkih;
 TOM p.m. TOM na mesečni ravni, izražen v odstotkih;
 M dejansko število dni v letu;
 N dejansko število dni v mesecu, v katerem se računa TOM.

Indeksacija s TOM-om je v slovenskem finančnem prostoru opravljala dve temeljni funkciji: na eni strani je bil TOM obračunska kategorija, ki je v inflacijskih razmerah zagotavljala bolj realno finančno spremljavo poslovanja podjetij, na drugi strani pa predstavlja TOM pomemben element oblikovanja obrestnih mer. Druga funkcija je v omejenem obsegu prisotna še danes. Pri bankah namreč še vedno lahko zasledimo obrestne mere, ki so sestavljene v obliki »TOM + r«, pri čemer je »mali r« realni del obrestne mere. Iz tega vidika lahko rečemo, da je TOM na trgu igral vlogo neke »kvazi« referenčne obrestne mere.

S postopnim zniževanjem inflacije in približevanjem k vstopu v Evropsko unijo oz. kasneje v EMU so se v slovenski javnosti pojavila številna vprašanja, ki so sprožila tudi številne razprave, in sicer o ustreznosti uporabe TOM-a kot obračunske kategorije ter o ukinitvi indeksacije pri oblikovanju obrestnih mer in uvedbi obrestnega nominalizma. Indeksacija s TOM-om je bila najprej ukinjena v računovodstvu, in sicer predvsem zaradi nezdržljivosti njene uporabe z Mednarodnimi računovodskimi standardi. Poleg tega pa je uporaba indeksov cen življenjskih potrebščin povzročala precenjenost nekaterih bilančnih postavk, predvsem osnovnih sredstev in kapitala. Ključna slabost TOM-a kot elementa obrestnih mer pa je njegova »usmerjenost« v preteklost. Kot smo že zapisali, se TOM izračunava na podlagi preteklih mesečnih stopenj rasti cen življenjskih potrebščin, kar pomeni, da je »ex-post« kategorija. Oblikovanje nominalnih obrestnih mer, kot jih poznajo in uporabljajo v razvitih državah, pa temelji na pričakovani prihodnji inflaciji, ki je tako »ex-ante« kategorija. V praksi to pomeni, da se ob zniževanju inflacije pri obrestovanju poslov upošteva TOM, ki je višji od trenutne inflacije. Nasprotno velja v razmerah rasti inflacije.

Slika 10: TOM in inflacija v obdobju od januarja 2001 do septembra 2004 (v % p.a.)



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije in SURS, 2004.

S Slike 10 (na str. 54) je razvidno, da je zaradi prenosa inflacije iz prejšnjih mesecev, izračunani TOM v določenih mesecih višji od takratne inflacije. To pomeni, da zveza med indeksacijskim faktorjem in ohranjanjem realne vrednosti finančnega premoženja, čemur je le-ta namenjen, na kratek rok izgublja pomen.

Poleg opisane »zazrtosti« v preteklost ima TOM oz. njegova uporaba še druge slabosti, med katerimi velja izpostaviti sledeče (Anadolli et al., 2000, str 13 – 29 in Bohnec et al., 2002, str. 13 – 33):

- Indeksacija s TOM-om otežuje oz. zavira razvoj obvladovanja tveganj predvsem obrestnega in kreditnega tveganja. V primeru indeksacije finančnega premoženja se obrestno tveganje kreditodajalcev zmanjša, kar vodi v slabši nadzor in ocenjevanje bonitete kreditojemalcev in posledično zmanjšuje učinkovitost alokacije sredstev v narodnem gospodarstvu.
- TOM kot sestavni del domačih obrestnih mer otežuje mednarodno primerjavo obrestnih mer in posledično primerjavo ocen tveganosti posameznih dolžnikov. S približevanjem k vstopu v EMU se ta slabost še povečuje.
- Ker je TOM v razmerah zniževanja inflacije v posameznem mesecu višji od dejanske inflacije v tem mesecu, lahko deluje inflatorno oz. generira višjo prihodnjo inflacijo.
- TOM temelji na preteklem gibanju inflacije in je zato (praviloma) drugačen od inflacijskih pričakovanj. Zaradi tega je pri sklepanju poslov, ki se obrestujejo s TOM-om, vedno oškodovana ena pogodbeni stran: če je indeksacija prenizka (oz. je bila povprečna rast cen v preteklem obdobju nižja od tekoče inflacije) nosi izgubo kreditodajalec ali deponent finančnih sredstev, v primeru, ko je indeksacija previsoka pa ima izgubo kreditojemalec.

Kljub vsem opisanim slabostim, pa je TOM v preteklosti le služil svojemu namenu in med drugim vseboval dve ključni pozitivni lastnosti ali prednosti (Anadolli et al., 2000, str 13 – 29 in Bohnec et al., 2002, str. 13 – 33):

- Uporaba indeksacije je povrnila in povečala zaupanje ekonomskih subjektov v domačo valuto.
- V splošnem velja, da indeksacija s TOM-om varuje tako posojilojemalca kot posojilodajalca pred večjimi nepredvidljivimi spremembami v prihodnosti. TOM namreč omogoča neposredno in hitro prilagajanje strukture obrestnih mer spremembam v dinamiki rasti cen.

V Sloveniji je bil prvi korak proti obrestnemu nominalizmu storjen avgusta 1995 z zakonsko prepovedjo uporabe indeksacije s TOM-om za denarne terjatve in obveznosti z ročnostjo do 30 dni. Še pomembnejši korak v tej smeri pa predstavlja Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri, ki je z dnem 1.7.2002 prepovedal uporabo indeksacije s TOM-om za vse posle z ročnostjo do enega leta. Ker pri tem zakon pogodbenim strankam dopušča uporabo spremenljivih tržnih obrestnih mer, se tu pojavi vprašanje primerne referenčne obrestne mere za slovenski denarni trg.

Pri določanju nominalnih obrestnih mer je potrebno izhajati iz pričakovane inflacije, le-tej pa se prišteje smiselno visoko realno obrestno mero. Primerna višina realne obrestne mere se lahko oceni npr. na podlagi primerjave realnih obrestnih mer v tujini ali pri konkurenčnih finančnih institucijah. K tako izračunani nominalni obrestni meri se prišteje še premija za tveganje finančnega instrumenta oz. premija za nepričakovane spremembe v inflaciji.

Slovenske banke so pri oblikovanju nominalnih (predvsem kratkoročnih, nekatere pa tudi dolgoročnih) obrestnih mer izhajale predvsem iz pričakovanega znižanja domače inflacije. To je mogoče razbrati iz primerjave fiksnih nominalnih obrestnih mer za posle z ročnostjo nad enim letom s še vedno obstoječo ponudbo »TOM + r« primerljivih poslov. Nominalne pasivne obrestne mere bank so tako nekoliko višje od primerljivih pasivnih obrestnih mer, vezanih na TOM, nominalne aktivne obrestne mere pa so nekoliko nižje od primerljivih aktivnih obrestnih mer, vezanih na TOM. Zaradi večje tveganosti dolgoročnih poslov v primerjavi s kratkoročnimi, banke običajno ponujajo fiksne nominalne obrestne mere za dolgoročne posle z ročnostjo največ do treh let. Za daljše ročnosti postane uporaba referenčne obrestne mere tako rekoč nujnost.

4.1.4 Slovenska medbančna obrestna mera SMOM

Konec decembra 2001 je deset³⁵ po bilančni vsoti največjih slovenskih bank skupaj z Združenjem bank Slovenije sklenilo Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer (v nadaljevanju Dogovor). Vsebina Dogovora določa način zajemanja podatkov, metodologijo izračuna in način objavljanja medbančnih obrestnih mer, za katere se je uveljavila kratica SMOM.

SMOM so obrestne mere za najeta tolarska likvidnostna posojila in vezane depozite, ki se oblikujejo na domačem medbančnem trgu na podlagi dnevnih objav obrestnih mer podpisnic Dogovora. Minimalna vrednost teh poslov je bila določena v višini petdeset milijonov tolarjev. Kljub temu da objavljene dnevne obrestne mere bank niso bile zavezujoče, so se banke obvezale, da bodo kotirale obrestne mere v višini, po kateri bi bile pod predpostavko običajnih razmer na trgu pripravljene sklepati posle na medbančnem trgu. Kotacije bank je zbiralo Združenje bank Slovenije, ki je bilo odgovorno tudi za izračun in objavo SMOM-ov. Oblikovana je bila tudi nadzorna skupina, sestavljena iz članov Odbora za zakladništvo pri Združenju bank Slovenije, ki je prevzela odgovornost spremljave izpolnjevanja obveznosti s strani sodelujočih bank, poleg tega pa naj bi skrbela za ustreznost metodologije izračunavanja in pripravljala predloge sprememb. Poleg tega je bila nadzorna komisija dolžna nadzirati tudi pravilnost izračuna SMOM-ov in v primeru napak ustrezno ukrepati.

³⁵ Banke, ki so pristopile k Dogovoru, so bile: Nova Ljubljanska banka, Nova kreditna banka Maribor, SKB banka, Banka Koper, Abanka, Banka Celje, Gorenjska banka, Bank Austria Creditanstalt, Krekova banka in Banka Vipa.

Osnovo za izračun obrestnih mer SMOM so tvorile kotacije medbančnih obrestnih mer osmih največjih slovenskih bank, preostali banki pa sta sporočali svoje kotacije zgolj informativno. V primeru ugotovljenih nepravilnosti pri kotiranju bi lahko nadzorna skupina nadomestila posamezno banko z drugo banko, pri čemer sta imeli prednost pri zamenjavi deveta in deseta banka po kriteriju bilančne vsote. Pridobljene kotacije bank so se rangirale po velikosti. SMOM se je izračunal kot aritmetično povprečje srednjih dveh četrtin pridobljenih kotacij osmih največjih bank (tj. štirih kotacij) in se zaokrožil na dve decimalni mesti.

Sodelujoče banke so sporočale kotacije medbančnih obrestnih mer Združenju bank Slovenije vsak delovni dan med 10.45 in 11.00 uro. Strokovna služba Združenja bank Slovenije je nato ob 12.00 uri javno objavila na svojih spletnih straneh izračunane obrestne mere SMOM.

Dne 3.1.2002 so sodelujoče banke začele kotirati medbančne obrestne mere za osem ročnosti: preko noči oz. en dan (SMOM1D), en teden (SMOM1T), dva tedna (SMOM2T), en mesec (SMOM1M), dva meseca (SMOM2M), tri mesece (SMOM3M), šest mesecev (SMOM6M) in devet mesecev (SMOM9M). V februarju 2002 je bil Dogovor dopolnjen in banke so od takrat dalje kotirale medbančne obrestne mere še za ročnost enega leta (SMOM1L).

Pri oblikovanju metodologije za izračun obrestnih mer SMOM so se avtorji nedvomno zgledovali po metodologijah uveljavljenih tujih referenčni mer (EURIBOR, LIBOR). Ker pa ima slovenski denarni trg svoje specifikke, je bilo potrebno tudi te posebej upoštevati in vgraditi v metodologijo. Ključna razlika s tujimi metodologijami je enostransko kotiranje obrestnih mer. SMOM se je izračunaval samo za prejete medbančne depozite, v tujini pa se obrestne mere kotirajo tako za dane kot tudi za najete medbančne depozite. Za slovenski denarni trg je značilen presežek strukturnega položaja, Banka Slovenije pa vpliva na oblikovanje obrestnih mer denarnega trga predvsem s svojimi instrumenti za odvzem likvidnosti s trga, in sicer predvsem s tolarskimi blagajniškimi zapisi. To pomeni, da lažje vpliva na oblikovanje medbančnih obrestnih mer za prejete medbančne depozite kot pa za dane medbančne depozite. Zaradi tega so se oblikovalci SMOM odločili, da se bodo kotacije vsaj v začetku oblikovale samo na strani ponudbe (»bid«).

V praksi se je kmalu izkazalo, da se kotacije SMOM ne ujemajo z obrestnimi merami, po katerih so se na trgu dejansko sklepali posli. Deloma je k temu prispeval tudi značaj kotacij, saj so bile za banke neobvezujoče. Poleg tega pa se na domačem medbančnem trgu posli z ročnostjo nad 30 dni praktično ne sklepajo. Da bi povečali pomen slovenskih medbančnih obrestnih mer in jih približali referenčnim obrestnim meram v svetu, so 3. februarja 2003 banke začele poskusno kotirati SMOM obojestransko, torej tudi za dane medbančne depozite oz. likvidnostne kredite za vse standardne ročnosti. Da bi kotacije bolje odsevale razmere na trgu, so postale zavezujoče, kar pomeni, da so bile obvezne za sklepanje poslov do minimalnega zneska petdeset milijonov tolarjev za vsako ročnost in za najmanj en posel, sklenjen vsak dan. V začetku so bile nejasnosti glede dneva izvršitve posla (na dan T oz. T+2), vendar so se banke kmalu dogovorile za usklajen nastop. Posli so se sklepali z

valutacijo še isti dan. Zaradi velikih obrestnih razmikov med kotacijami banke niso pokazale veliko interesa za sklepanje poslov na medbančnem trgu predvsem zaradi tveganja zapiranja pozicij in posledičnih potencialnih dohodkovnih izgub.

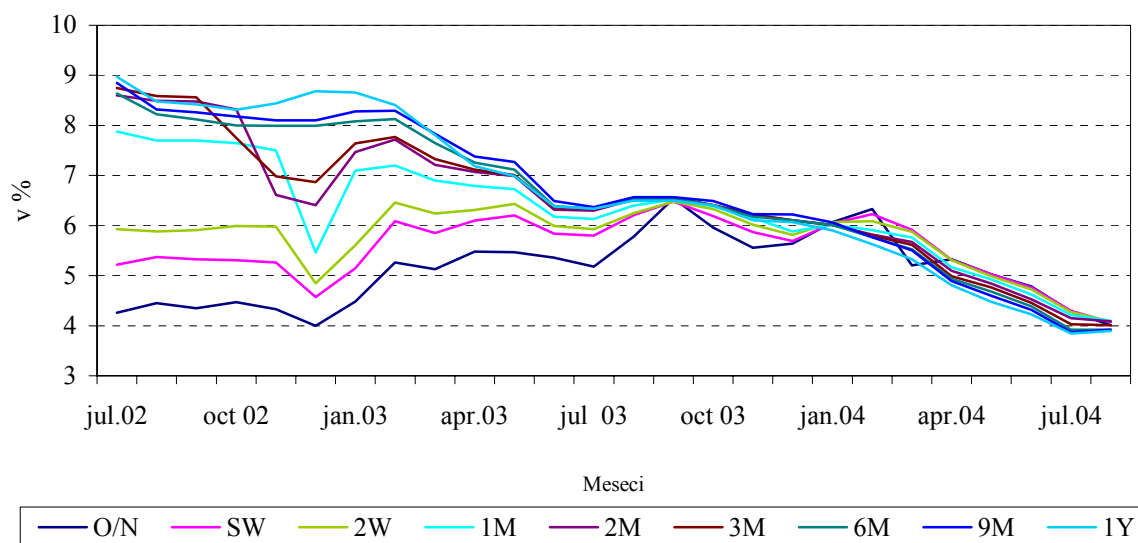
V začetnem obdobju obojestranskega kotiranja se je največja banka na trgu večkrat poskušala izogniti obveznostim iz kotacij tako, da je pri kotiranju oblikovala velike razmike. Kljub temu pa je sočasno na trgu sklepala posle z »normalnimi« obrestnimi merami in ožjimi razmiki. Takšno ravnanje je negativno vplivalo na izračun SMOM in kredibilnost kotacij (Ferjančič, 2003, str. 20). Na slovenskem trgu tako manjka uveljavljeni standardni razmik, ki bi kazal razliko med ponudbo in povpraševanjem po medbančnih depozitih. Pri LIBOR-ju npr. je obrestna mera za povpraševanje po depozitih za približno osmino manjša od obrestne mere za ponujene depozite (LIBOR).

V maju 2003 je Odbor za zakladništvo pri Združenju bank Slovenije analiziral poskusno obojestransko kotiranje slovenskih medbančnih obrestnih mer SMOM. Obrestne mere po katerih so se sklepali posli, so odstopale od SMOM za 0,6 odstotne točke, v zaostrenih likvidnostnih razmerah pa so bila odstopanja še večja. Člani nadzorne skupine za SMOM so se odločili, da je potrebno zagotoviti konstantno dvostransko kotiranje v času delovanja denarnega trga. K sodelovanju so povabili tudi agencijo Reuters, ki je prevzela obveznost izračuna in objavljanja medbančnih obrestnih mer.

V juliju 2003 je bil deset največjih slovenskih bank in Združenja bank Slovenije podpisalo novi Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer, ki je v celoti zamenjal obstoječega in dopolnitev iz februarja 2002. Banke so z dnem 15.7.2003 začele kotirati obrestne mere za dane medbančne depozite, poimenovane SITIBOR, ki so nadomestile SMOM.

S Slike 11 (na str. 59) se da lepo razbrati trend zniževanja obrestnih mer, in sicer predvsem pri daljših ročnostih. Razpon obrestnih mer različnih ročnosti se je v času zmanjševal.

Slika 11: Gibanje povprečnega mesečnega SMOM/SITIBOR v času od januarja 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.)



Vir: Arhiv slovenskih medbančnih obrestnih mer Združenja bank Slovenije in lastni izračuni.

4.1.5 Slovenska medbančna obrestna mera SITIBOR

Na podlagi sklenjenega Dogovora o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer z dne 14.7.2003 so slovenske medbančne obrestne mere SITIBOR nadomestile do tedaj veljavne medbančne obrestne mere SMOM.

SITIBOR so obrestne mere za dane tolarske depozite, ki se oblikujejo na domačem medbančnem trgu. Medbančne obrestne mere vsak dan kotira deset (po bilančni vsoti) največjih slovenskih bank. SITIBOR se izračunava vsak dan iz zavezujočih kotacij medbančnih obrestnih mer osmih največjih slovenskih bank ob 11.00 uri, preostali dve banki pa sporočata kotacije zgolj informativno. Kotacije osmih največjih bank se najprej rangirajo po velikosti za vsako ročnost. SITIBOR se nato izračuna za vsako ročnost kot navadna aritmetična sredina srednjih dveh četrtin kotacij, ki se zaokroži na dve decimalni mesti. Izračunani SITIBOR objavi Reuters na svojih straneh najkasneje do 12.00 ure. Obrestne mere SITIBOR se izračunavajo in objavljajo za devet standardnih ročnosti: preko noči (SITIBORO/N), en teden (SITIBORSW), dva tedna (SITIBOR2W), en mesec (SITIBOR1M), dva meseca (SITIBOR2M), tri mesece (SITIBOR3M), šest mesecev (SITIBOR6M), devet mesecev (SITIBOR9M) in eno leto (SITIBOR1Y).

Nadzorna skupina, ki jo sestavljajo člani Odbora za zakladništvo pri Združenju bank Slovenije, nadzira oblikovanje in objavo obrestnih mer SITIBOR. V kolikor se jim zdi potrebno, lahko predlagajo tudi spremembe metodologije izračuna. Če ugotovijo nepravilnosti pri kotiranju obrestnih mer, lahko nadomestijo banko, ki krši dogovor, z drugo banko. To se je zgodilo leta 2004 v primeru Gorenjske banke, ki je kotirala prevelik obrestni razmik

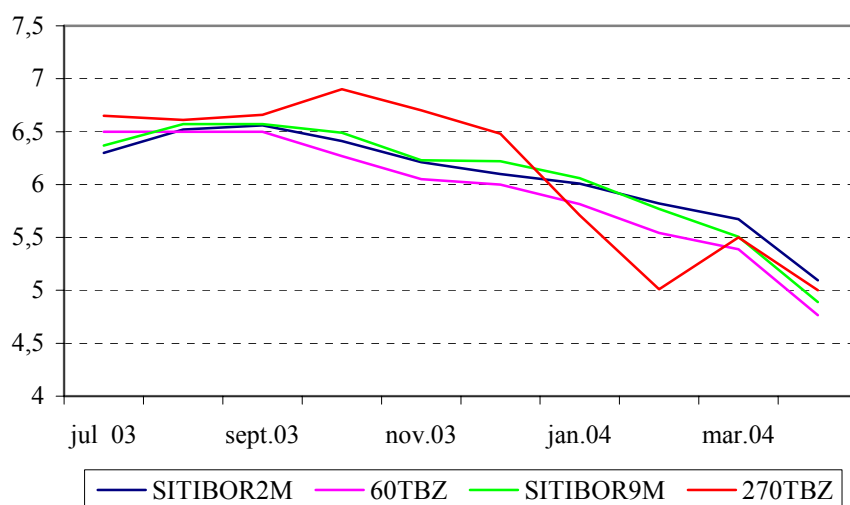
(približno 1,0 odstotna točka), kar je povzročalo precejšnja odstopanja njenih kotacij od povprečja drugih bank. Nadzorna skupino je zato njene kotacije (začasno) izključila iz izračuna SITIBOR in jih nadomestila s kotacijami Poštne banke Slovenije. Pri izbiri nadomestne banke se upošteva kriterij bilančne vsote.

Rok za denarno poravnavo izpolnitve sklenjenega posla za depozite preko noči je isti dan po sklenitvi posla (T+0), za depozite vseh ostalih ročnosti pa drugi delovni dan po sklenitvi posla (T+2). Banke kotirajo obrestne mere za dane medbančne depozite ves dan, pri čemer je kotiranje zavezujoče. Obrestna mera se med dnevom spreminja, saj se prilagaja ponudbi in povpraševanju na trgu. Sprva se je javno objavljalo samo kotacije za dane medbančne depozite (»ask«), od februarja 2004 pa se na Reutersu in na spletni strani Združenja bank Slovenije objavljajo tudi kotacije za najete medbančne depozite, imenovane SITIBID (»bid«). Tako bi bila iz vsebinskega vidika bolj pravilna trditev, da je SITIBID (in ne SITIBOR) zamenjal SMOM.

Lastnosti standardnega medbančnega denarnega depozita in način sklepanja depozitnih poslov so določeni v t.i. Dogovoru o standardnih pogojih poslovanja na medbančnem denarnem trgu Republike Slovenije. V skladu s tem dogovorom banke in hranilnice s sedežem v Republiki Sloveniji sklepajo posle v obliki nezavarovanih medbančnih depozitov v domačem ali tujem denarju z ročnostjo do enega leta. Obrestne mere za depozite so nominalne in izražene na letni ravni. Do dospelja depozita se ne spreminjajo. Obresti se obračunavajo linearno, upoštevajoč načelo dejanskega števila dni v mesecu/360 dni v letu. Obresti se plačujejo na dan zapadlosti depozita.

SITIBOR se odziva na spremembe v likvidnosti denarnega trga (predvsem pri krajših ročnostih), vendar se zaradi strukturnega presežka denarnega trga odziva bolj na spremembo obrestnih mer 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije oz. na spremembe denarne politike Banke Slovenije. S tem je spreminjanje obrestnih mer SITIBOR objektivizirano (Bohnec, 2004, str. 20). Iz Slike 12 (na str. 61) lahko sklepamo, da obstaja povezava med gibanjem kotacij SITIBOR2M in gibanjem obrestne mere 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije. Podobno lahko sklepamo tudi, če primerjamo gibanje kotacij SITIBOR9M z gibanjem povprečne realizirane obrestne mere na avkcijah 270-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije.

Slika 12: Prikaz kotacij SITIBOR2M in SITIBOR9M ter primerjava z obrestno mero 60-dnevnih tolarskih BZ in povprečno realizirano obrestno mero 270-dnevnih tolarskih BZ Banke Slovenije (v % p.a.)

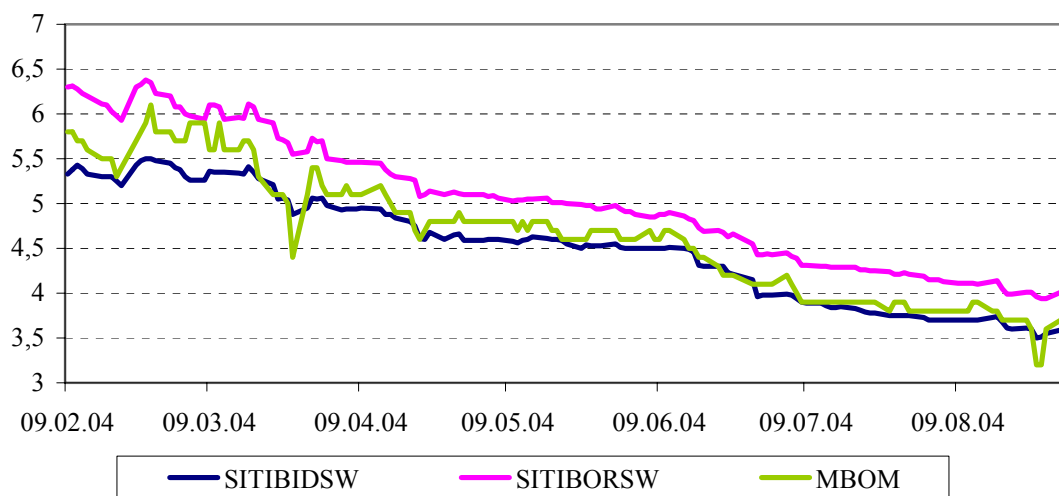


Vir: Bilten Banke Slovenije: Obrestne mere blagajniških zapisov Banke Slovenije, maj 2004, str. 21-II., Arhiv slovenskih medbančnih obrestnih mer Združenja bank Slovenije in lastni izračuni.

V začetku leta 2004 so se tri slovenske poslovne banke odločile za uporabo obrestnih mer SITIBOR v praksi. Nova Ljubljanska banka in Bank Austria Creditanstalt sta razširili svojo ponudbo dolgoročnih kreditov pravnim osebam z referenčno obrestno SITIBOR in ustreznimi pribitki, Banka Celje pa je vpeljala referenčno obrestno mero SITIBOR tudi na pasivni strani, t.j. pri obrestnih merah za dolgoročne depozite pravnih oseb. Večja zavzetost bank za oblikovanje splošno sprejemljive referenčne obrestne mere SITIBOR bo nedvomno prispevala k povečanju kredibilnosti kotacij SITIBOR, poleg tega pa je na denarnem trgu že opazno postopno zmanjševanje razmika med kotacijami za prejete in dane medbančne depozite (glej Sliko 13, str. 62). V času od 9.2.2004 do 31.8.2004 se je razmik med kotacijami za ročnost enega meseca zmanjšal za 0,30 odstotne točke, iz 0,75 odstotnih točk na 0,45 odstotne točke, pri kotacijah z ročnostjo en teden pa za 0,56 odstotne točke, iz 0,97 odstotne točke na 0,41 odstotne točke. V povprečju je v obravnavanem obdobju razmik pri ročnosti en mesec obsegal 0,51 odstotne točke, pri ročnosti en teden pa 0,52 odstotne točke. Zmanjšuje se tudi razlika med kotiranimi obrestnimi merami SITIBOR in obrestnimi merami, po katerih se na trgu dejansko sklepajo posli (za posle čez noč je to razvidno tudi iz Slike 8 na str. 50). Od aprila 2004 naprej se posli na trgu sklepajo po obrestnih merah, ki ležijo med kotacijami SITIBOR in SITIBID, poleg tega pa se je opazno zmanjšala tudi volatilitnost obrestnih mer³⁶.

³⁶ Ključni razlog za zmanjšano volatilitnost obrestnih mer in stabilizacijo razmer na trgu je bila odločitev Banke Slovenije, da bankam dnevno ponudi možnost zadolžitve preko sklepanja repojev deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije.

Slika 13: Primerjava kotacij SITIBORSW/SITIBIDSW s ponderiranimi povprečnimi obrestnimi merami, po katerih so se dejansko sklepali medbančni depoziti do 30 dni (MBOM) v obdobju od 9.2.2004 do 31.8.2004 (v % p.a.)



Vir: Arhiv slovenskih medbančnih obrestnih mer Združenja bank Slovenije in Finančni podatki Banke Slovenije.

Banka Celje je v februarju 2004 začela uporabljati 3-mesečni SITIBOR kot referenčno obrestno mero za dolgoročne tolarske depozite pravnih oseb. Trenutno je edina slovenska banka s tovrstno ponudbo. Ker je zaradi nerazvitosti denarnega trga razpon (»spread«) med kotacijama medbančnih obrestnih mer za prejete depozite (»bid« - SITIBID) in dane depozite (»ask« - SITIBOR) relativno velik in bi zato povzročil pojavljanje negativnih pribitkov na referenco pri pasivnih poslih, je Banka Celje oblikovala svojo referenčno obrestno mero (ROM) tako, da je vpeljala dodatni odbitek na 3-mesečni SITIBOR v višini 1,2 odstotni točki. Na tako oblikovano ROM je nato dodala še fiksne pribitke v odvisnosti od ročnosti depozitov. V Banki Celje je obrestna mera za dolgoročne tolarske depozite pravnih oseb tako sestavljena iz naslednjih treh komponent:

$$3\text{-mesečni SITIBOR} - 1,2 \text{ odstotni točki} + \text{fiksni pribitek} = \text{ROM} + \text{fiksni pribitek}$$

Izbor 3-mesečnega SITIBOR-ja za referenčno obrestno mero v Banki Celje utemeljujejo z dejstvom, da je le-ta v primerjavi z ostalimi ročnostmi relativno bolj stabilen oz. ni odvisen od operativne politike, poleg tega pa se zelo dobro prilagaja spremembam denarne politike Banke Slovenije in likvidnostnim razmeram na trgu. 3-mesečni SITIBOR, ki sestavlja ROM, se spreminja mesečno (podobno kot TOM), pri čemer vrednost iz zadnjega delovnega dne v preteklem mesecu velja za ponudbe v tekočem mesecu. Uporabljeni dodatni odbitek od SITIBOR-ja v višini 1,2 odstotni točki pa vključuje tri glavne sestavine:

- ocenjeno razliko med kotacijama SITIBOR3M in SITIBID3M v višini 0,8 odstotne točke,
- ocenjen strošek obvezne rezerve (0,2 odstotni točki),

- preostanek pa predstavlja manevrski prostor za izoblikovanje fiksnih pribitkov (0,2 odstotni točki).

Banka Celje uporablja tudi pri ponudbi dolgoročnih tolarskih kreditov za referenco 3-mesečni SITIBOR, pri čemer se vrednost SITIBOR-ja spreminja dnevno. V NLB banki pa svojim komitentom dajejo možnost, da si sami izberejo ročnost referenčne obrestne mere: izbirajo lahko med 3-mesečnim, 6-mesečnim in 12-mesečnim SITIBOR-jem. Spremenljivost obrestne mere pa je vezana na ročnost izbranega SITIBOR-ja.

4.2 POSKUSI PRI POSAMEZNIH SLOVENSКИH POSLOVNIH BANKAH

Nekatere slovenske poslovne banke so zaradi pomanjkljivosti slovenskih medbančnih obrestnih mer (SMOM in SITIBOR) same poskusile poiskati ustrezne referenčne obrestne mere za oblikovanje spremenljivih dolgoročnih obrestnih mer. Novembra 2002 je Nova Ljubljanska banka prva vpeljala svojo različico referenčne obrestne mere, poimenovano »prime rate«. Kljub temu je v svoji ponudbi dolgoročnih posojil še vedno ohranila ponudbo »TOM + r«. V februarju 2003 pa je SKB banka razvila referenčno obrestno mero SIOM, s katero je popolnoma nadomestila uporabo TOM-a. Ostale slovenske banke se zaenkrat še niso odločile za razvoj lastnih različic referenčnih obrestnih mer in ostajajo zveste TOM-u. Med njimi so se le NLB, Banka Celje in Bank Austria Creditanstalt odločile za uporabo (skupne) referenčne obrestne mere SITIBOR.

4.2.1 »Prime rate« v Novi Ljubljanski banki d.d.

Nova Ljubljanska banka je prva slovenska banka, ki se je novembra 2002 odločila za postopno odpravo indeksacije s TOM-om pri obrestovanju dolgoročnih poslov. Svojo dotedanjo ponudbo dolgoročnih posojil strankam v obliki »TOM + r« je razširila z dvema novima oblikama obrestovanja, in sicer z lastno različico referenčne obrestne mere »NLB prime rate« in z enoletno nespremenljivo obrestno mero. Obema se ob odobritvi kredita doda še pribitek glede na boniteto posojilojemalca in glede na ročnost kredita. Banka pri oblikovanju končne obrestne mere za kredit upošteva tudi obseg poslovnega sodelovanja, kakovost poslovanja komitenta z vidika tveganosti za banko ter vrednost in likvidnost zavarovanja, v kolikor je to potrebno. Izhodišče za izračun enoletne nespremenljive obrestne mere je obrestna mera za enoletno vezano vlogo³⁷, »NLB prime rate« pa je po svoji vsebini obrestna mera za posojilojemalce z najboljšo boniteto. Problematika referenčne obrestne mere v obliki obrestne mere za posojilojemalce z najnižjim tveganjem je vezana na dejstvo, da je v ozadju določitve tovrstne spremenljive obrestne mere enostranska odločitev banke (Kelemen, 2004, str. 55). S tem, ko je Nova Ljubljanska banka svojo »prime rate« vezala na obrestno

³⁷ Enoletna nespremenljiva obrestna mera se spremeni vsako leto skladno s spremembo obrestne mere za enoletno vezano vlogo. Npr.: če najameš kredit za sedem let, se v tem času posojilna obrestna mera spremeni šestkrat.

mero 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije, je njena referenčna obrestna mera povezana z neko »tržno osnovo«. Pri ponudbi »TOM + r« je banka na novo uvedla nespremenljiv pribitek »mali r«, ki velja za vse posle z ročnostjo do treh let.

Nova Ljubljanska banka se je tako odločila za oblikovanje svoje referenčne obrestne mere na podlagi najugodnejših obrestnih mer za posojila bančnim komitentom. »Prime rate« je prvovrstna obrestna mera, ki se določa na podlagi obrestne mere 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije, povečane za pribitek, ki ga določi banka sama. Ob uvedbi novembra 2002 je »prime rate« znašala 10,5%, pri čemer je obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije znašala 8,75%, pribitek pa 1,75 odstotne točke. Višino pribitka banka zaenkrat še ni spreminjala. »Prime rate« se je tako v času zniževala, v skladu z zniževanjem obrestne mere 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije: ko se je znižala obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije, se je v začetku naslednjega meseca ustrezno znižala tudi »prime rate«. V maju 2004 je znašala »prime rate« NLB 6,50%. Ker je v maju Banka Slovenije znižala obrestno mero 60-dnevnih blagajniških zapisov na raven 4,50%, je NLB »prime rate« v juniju znašala 6,25%.

Problematika modela določanja obrestnih mer na podlagi »prime rate« je vezana na določanje pribitkov (na ročnost in boniteto posojilojemalca) k referenčni obrestni meri. V praksi so običajno ti pribitki fiksni vsaj za zapadlosti do treh oz. petih let. To bi bankam onemogočalo prilagoditve obrestnih mer v primeru spremembe razmerja med kratkoročnimi in dolgoročnimi obrestnimi merami. Ob pričakovanem znižanju razmerja v naslednjih letih je uvajanje fiksnega pribitka za banke načeloma ugodno, vendar pa lahko postane problematično v razmerju do komitenta. Poleg tega je potrebno opredeliti standardne posle, pri katerih se uporablja »prime rate«, in predvideti tudi primere, ko je obrestna mera lahko tudi nižja od »prime rate«. Do tega lahko pripeljejo potrebe konkuriranja pri določenih komitentih.

60-dnevni tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije predstavljajo enega od ključnih sterilizacijskih instrumentov denarne politike Banke Slovenije. Preko spreminjanja obrestne mere 60-dnevnih blagajniških zapisov želi Banka Slovenije ustrezno regulirati količino denarja v obtoku in vplivati na splošno raven obrestnih mer na denarnem trgu. Banka Slovenije pri tem oblikuje obrestno mero za 60-dnevne blagajniške zapise tako, da določi ustrezen pribitek na obrestno mero refinanciranja, in sicer v odvisnosti od ciljev njene denarne politike. V maju 2004 je npr. znašala obrestna mera za refinanciranje pri Banki Slovenije 4,00% (obrestna mera ECB je bila 2,00% + cena začasne prodaje deviz BS je bila 2,00%), obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov pa je znašala 4,50%, kar pomeni, da je Banka Slovenije oblikovala pribitek v višini 0,50 odstotne točke. Z zniževanjem domače inflacije in posledično manj restriktivno denarno politiko Banke Slovenije se ta pribitek zmanjšuje in s tem se znižujejo tudi medbančne depozitne obrestne mere. To pomeni, da NLB »prime rate« odseva zniževanje obrestnih mer na trgu in je s tega vidika primerna referenca.

Za razliko od obrestnih mer po sklepu banke je »prime rate« javno deklarirana. V kolikor bi večje število bank oblikovalo po vzoru NLB svoje različice »prime rate«, bi se lahko na trgu začela izračunavati in objavljati povprečna »prime rate«, ki bi lahko prevzela vlogo tržne referenčne obrestne mere po vzoru prakse tujih držav.

Ob vstopu Slovenije v EMU in prevzemu evra bodo 60-dnevni tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije izginili (zadnji papirji, ki bodo zapadli, ko bo Slovenija že v EMU, bodo izplačani v evrih). To pomeni, da NLB »prime rate« dolgoročno ne more biti zasnovana na obrestni meri 60-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije.

4.2.2 SIOM v SKB banki

SKB banka je prva slovenska banka, ki je v celoti odpravila indeksacijo s TOM-om tudi pri dolgoročnih depozitih in posojilih. V februarju 2003 je v ponudbi dolgoročnih poslov TOM zamenjala z novo referenčno obrestno mero, poimenovano SIOM. Obrestne mere za dolgoročne kredite in depozite so tako po novem sestavljene iz referenčne obrestne mere SIOM in pribitka, ki je odvisen od ročnosti posla, obsega sodelovanja stranke z banko, pri kreditih pa tudi od bonitete komitentata. Obrestna mera se spreminja trimesečno glede na takrat veljavni SIOM.

SIOM se izračunava kot vsota 3-mesečnega EURIBOR-ja in cene 7-dnevne začasne prodaje deviz Banki Slovenije (cene swapa deviz z Banko Slovenije). Banka obrestno mero SIOM vsak dan javno objavlja na svoji spletni strani. Po zasnovi je SIOM podoben konceptu obrestne mere za refinanciranje pri Banki Slovenije z razliko, da se tam namesto 3-mesečnega EURIBOR-ja upošteva ključno obrestno mero Evropske centralne banke. Poleg SIOM-a ponuja SKB banka komitentom pri tolarskih instrumentih z ročnostjo nad enim letom le še valutno klavzulo, pri deviznih posojilih pa vezavo na EURIBOR.

SIOM je vezan na monetarno politiko Banke Slovenije preko cene začasnih prodaj deviz Banki Slovenije. Banka Slovenije preko spreminjanja cene swapa neposredno vpliva na višino SIOM-a. Primernost vezave referenčne obrestne mere na ceno swapa deviz pri Banki Slovenije se kaže v tem, da vsaj del sicer visokega stanja tega instrumenta prikazuje dejanske stroške refinanciranja bank. Banke preko sklepanja swapov deviz z Banko Slovenije uravnavajo svojo tolarsko likvidnost. Na drugi strani pa je SIOM preko EURIBOR-ja vezan tudi na spremembe v likvidnosti na evrodenarnem trgu in na denarno politiko Evropske centralne banke. SIOM se tako oblikuje neodvisno od SKB banke, ampak v odvisnosti od zunanjih referenc. Vrednost SIOM-a je enostavno preverljiva, saj je sestava obrestne mere pregledna in enostavna za izračun.

Bohnec (2004, str. 20-21) pravi, da lahko SIOM pomembno vpliva na učinkovitost denarne politike. Če bi na trgu imeli velik obseg poslov s spremenljivimi obrestnimi merami, bi se

zniževanje cene swapa takoj preneslo na znižanje obrestnih mer na trgu oz. bi bilo učinkovanje denarne politike hitrejše. V kolikor bi bilo treba inflacijo zniževati s tečajem, pa bi SIOM nevtraliziral učinke tečajne politike (t.i. kontracikličnost).

Metodološka slabost SIOM-a se po mnenju Bohneca (2004, str. 21) kaže pri finančnem posredovanju v bančni sistem, saj predstavlja ceno bančnega vira in ne cene bančnih naložb, kot je to praksa v večini razvitih držav. Kljub temu pa omogoča pri oblikovanju pasivnih obrestnih mer na grosističnem trgu oblikovanje pozitivnih pribitkov.

Uporaba SIOM-a kot referenčne obrestne mere bo omogočala tehnično enostavni prehod v EMU oz. v prevzem evra, saj bo po fiksiranju tečaja EUR/SIT cena swapa deviz z Banko Slovenije padla na 0%. SIOM bo tako avtomatsko zamenjal 3-mesečni EURIBOR.

4.3 KRONOLOŠKI PREGLED POSKUSOV OBLIKOVANJA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE NA SLOVENSKEM DENARNEM TRGU

V Tabeli 9 (spodaj) so po kronološkem zaporedju povzeti najpomembnejši dogodki v zvezi z oblikovanjem in razvojem referenčnih obrestnih mer na slovenskem denarnem trgu.

Tabela 9: Časovni okvir dogodkov, povezanih z oblikovanjem in razvojem primerne referenčne obrestne mere na slovenskem denarnem trgu

DATUM	DOGODEK
5.8.1995	V veljavo stopi Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri, ki (med drugim) predpisuje, da se kratkoročne obveznosti in terjatve z ročnostjo do 30 dni ne indeksirajo s TOM-om, temveč so izražene nominalno.
19.12.2001	Sprejet je bil Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (ZPOMZO-A).
19.12.2001	Podpis Dogovora o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer s strani Združenja bank Slovenije in desetih po bilančni vsoti največjih slovenskih bank.
1.1.2002	Prenovljeni Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri stopi v veljavo. S tem datumom začnejo veljati le nekatera določila iz zakona (npr. sprememba zamudnih obrestnih mer in ukinitvev revalorizacijskih podbilanc).
1.1.2002	Banka Slovenije v okviru linearnega izračuna obresti v skladu z evropskimi smernicami za centralne banke začne pri kratkoročnih finančnih instrumentih dosledno uporabljati metodo 360 dni v letu/dejansko število dni v mesecu.
3.1.2002	Slovenske banke začnejo kotirati obrestne mere za prejete medbančne depozite SMOM za osem standardnih ročnosti (od enega dneva do devetih mesecev).
25.2.2002	Banke sklenejo prvo dopolnitev Dogovora o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Po novem bodo banke kotirale SMOM tudi za ročnost enega leta.
1.3.2002	Banke začnejo kotirati SMOM za ročnost enega leta, ki se tudi javno objavlja.

1.7.2002	Uvedba obrestnega nominalizma za posle z ročnostjo do enega leta. Pomembna prehodna določba pravi, da se vse spremembe nanašajo le na novo sklenjene pogodbe. Stare pogodbe, vezane na TOM, se brez privolitve pogodbenih strank ohranjajo nespremenjene.
1.10.2002	Banka Slovenije začne izračunavati in javno objavljati medbančno obrestno mero za depozite čez noč - SIONIA (Slovene OverNight Index Average). Izračunava se kot povprečna ponderirana obrestna mera sklenjenih poslov čez noč.
1.11.2002	NLB se odloči za postopno odpravo TOM-a pri ponudbi dolgoročnih posojil. Poleg TOM-a strankam ponudi še obrestovanje po lastni referenčni obrestni meri "prime rate" in po enoletni nespremenljivi obrestni meri. V ponudbi "TOM+r" vpelje nespremenljivi "mali r" za ročnosti do 3 let. NLB ukine TOM tudi pri dolgoročnih depozitih.
3.2.2003	Banke, ki so sklenile Dogovor, začnejo poskusno kotirati tudi obrestne mere za dane medbančne depozite. Kotacije SMOM za dane depozite so obvezne za posle do minimalnega zneska 50 mio SIT.
17.2.2003	SKB kot prva slovenska banka nadomesti TOM v vsej ponudbi za dolgoročne posle z lastno referenčno obrestno mero SIOM.
28.3.2003	Oblikovan je dopolnjen Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Kotacije medbančnih obrestnih mer postanejo zavezujoče.
15.6.2003	Izvede se testiranje Reutersovega informacijskega sistema. Reuters zagotavlja zajemanje, preračunavanje in objavljanje podatkov o SITIBOR na svojih IDN straneh vsak dan ob 11. uri.
19.6.2003	Začne se poskusno kotiranje SITIBID/SITIBOR na Reutersu. Razlike med kotacijami in obrestnimi merami dejansko sklenjenih poslov znašajo v povprečju manj kot 0,6 odstotne točke.
14.7.2003	Banke prvotni Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer z dne 19.12.2001 in dopolnitev z dne 25.02.2002 nadomestijo z novim, dopolnjenim Dogovorom. Slovenske medbančne obrestne mere SMOM nadomestijo medbančne obrestne mere SITIBOR. Banke se zavežejo k dvostranskemu kotiranju obrestnih mer.
15.7.2003	Banke začnejo kotirati SITIBOR za devet ročnosti (od preko noči do enega leta).
1.1.2004	NLB vpelje novost pri tolarskem kreditiranju pravnih oseb: strankam ponudi obrestovanje dolgoročnih kreditov, vezano na referenčno obrestno mero SITIBOR. Kmalu za njo vpelje podobno ponudbo tudi Bank Austria Creditanstalt.
1.2.2004	Banka Celje začne ponujati pravnim osebam dolgoročne kredite, vezane na SITIBOR. Referenčno obrestno mero uporablja tudi za obrestovanje dolgoročnih depozitov.
9.2.2004	Združenje bank Slovenije (ZBS) začne izračunavati in javno objavljati obojestranske kotacije slovenskih medbančnih obrestnih mer: SITIBOR (ponujene obrestne mere) in SITIBID (zahtevane obrestne mere). S tem je vpeljana križna kontrola z Reutersom. V praksi so se zaradi tehničnih napak nekajkrat izkazala neskladja med kotacijami, pri čemer se kot točne upošteva kotacije pri ZBS.
1.6.2004	NLB je ukinila ponudbo spremenljivih nominalnih obrestnih mer za tolarske depozite in ponudbo, vezano na TOM pri ročnostih nad 3 leti.

Vir: Spletne strani bank, Združenja bank Slovenije in Banke Slovenije.

5 UPORABA REFERENČNE OBRESTNE MERE NA EVRO OBMOČJU

5.1 ZNAČILNOSTI DENARNEGA TRGA NA EVRO OBMOČJU

Evropska centralna banka deli denarni trg na dva segmenta (Ferjančič, 2002, str. 2): ožji denarni trg (»cash market«) in širši denarni trg. Na ožjem denarnem trgu poteka trgovanje z nezavarovanimi transakcijami (npr. medbančnimi depoziti), repo posli in valutnimi zamenjavami. Širši denarni trg pa vključuje trg kratkoročnih vrednostnih papirjev in trg izvedenih finančnih instrumentov.

a) Ožji denarni trg

Na ožjem denarnem trgu predstavlja trg medbančnih depozitov najpomembnejši segment. V letu 2000 je promet z medbančnimi depoziti predstavljal 47% celotnega prometa, promet z repo posli je obsegal 37% celotnega prometa, valutne zamenjave pa s pokrivalo 16% celotnega prometa (Euro money market, 2001, str. 9). V zadnjih letih se najhitreje razvija in širi trg repo poslov.

Glavnina transakcij z medbančnimi depoziti ima ročnost do enega tedna, pri čemer največ prometa predstavljajo depoziti čez noč. Transakcije z ročnostjo do enega meseca so v letu 2000 predstavljale 93% celotnega prometa na ožjem denarnem trgu (Euro Money Market, 2001, str. 9). Ključni razlogi za sklepanje poslov kratkih ročnosti so (Ferjančič, 2002, str. 5):

- tedenske operacije Evropske centralne banke in mesečno obdobje izpolnjevanja obvezne rezerve, saj je pri daljših ročnostih možna arbitraža,
- posli krajših ročnosti nosijo manjše tveganje neizpolnitve nasprotne stranke.

V letu 2003 so se v primerjavi z letom 2002 nekoliko povečale tudi nezavarovane transakcije z ročnostmi do enega tedna, od enega tedna do enega meseca, od tri do šest mesecev in več kot eno leto (Money Market Study 2003, str. 3).

Na trgu medbančnih depozitov sta pomembni dve obrestni meri: EONIA in EURIBOR. Kot je bilo že opisano v tretjem poglavju, ima EONIA pomembno vlogo v smislu orientacijske (»benchmark«) obrestne mere, medtem ko je EURIBOR kot fiksing obrestnih mer za standardne ročnosti medbančnih depozitov pomembna referenčna obrestna mera.

Pri transakcijah z repo posli prevladujejo ročnosti od T+1 (»tomorrow next«) do enega meseca. Izpostavljenost tveganju spremembe obrestnih mer se nadzira preko sklepanja swapov na podlagi EONIA-e. Hiter razvoj trga repojev je posledica dejstva, da jih centralne banke uporabljajo kot sredstvo za izvajanje operacij odprtega trga, poleg tega pa ugodno vplivajo na izpolnjevanje kapitalne ustreznosti bank, saj zmanjšujejo kreditno tveganje. V zadnjem času narašča tudi povpraševanje nebančnih institucij (npr. zavarovalnic) po terminskih repo poslih, ker gre za zavarovane transakcije, pri čemer se zaradi vse večjega trgovanja prek meja povečuje tudi zanimanje za uporabo tujih vrednostnih papirjev.

Najpogosteje se za zavarovanje (»collateral«) uporabljajo državni vrednostni papirji. Večina teh papirjev je izdana na evro območju (78,3%), sledi pa Velika Britanija (11,2%). Pri sklepanju repojev prevladuje uporaba fiksnih obrestnih mer, pri okrog 4% vseh poslov pa je možen odpoklic (Ferjančič, 2003a, str. 7). Pri kotacijah spremenljivih obrestnih mer služi kot osnova EONIA oz. njena krivulja donosnosti. Na trgu se sklepata dve osnovni vrsti repo poslov (Euro Money Market, 2001, str. 14):

- Splošni zavarovani repo posli ali »General Collateral Repo« se sklepajo z namenom izmenjave likvidnih sredstev. Vrednostni papirji v tem primeru služijo kot zavarovanje (t.i. »cash-driven« transakcije).
- Posebni repo posli ali »Special Repo« se sklepajo z namenom izmenjave določenih vrednostnih papirjev, običajno obveznic ali delnic. Vrednostni papirji se začasno posodijo, pri čemer služi kot zavarovanje denarno plačilo (t.i. »security-driven« transakcije).

Povprečna vrednost splošnega repo posla na trgu znaša 100 mio evrov, včasih pa te transakcije dosežejo tudi vrednosti od 1 do 2 mlrd evrov. Posebni repo posli v povprečju dosegajo vrednosti od 20 do 50 milijonov evrov, redkokdaj pa presežejo 100 milijonov evrov. Belgijska mednarodna organizacija EURIBOR FBE je na evro območju organizirala t.i. »Eurepo trg«, kjer se sklepajo splošni repo posli. Na tem trgu se uporablja lista vrednostnih papirjev podobne bonitete, ki služi za zavarovanje poslov in onemogoča diskriminacijo pri uporabi določenih vrednostnih papirjev. V okviru združenja se je organiziralo več kot tri tisoč prvorazrednih bank iz petnajstih držav članic EU, Islandije, Norveške in Švice, ki dnevno kotirajo obrestne mere za repo posle za standardne ročnosti, na podlagi katerih se potem izračunava in objavlja »Eurepo obrestna mera«. To je referenčna obrestna mera za repo posle na evro območju. Kljub oblikovanju homogenega evropskega trga za splošne repo posle, ki je pomembno prispeval k večji integraciji med državami, pa je na trgu še vedno prisotnih nekaj ovir za nadaljnji razvoj. To so predvsem razlike v pravnih ureditvah med državami (npr. reševanje primerov nesolventnosti), različne davčne obravnave teh poslov, pomanjkanje enotnih računovodskih standardov in različni sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev. Standardizirano elektronsko poslovanje je tudi iz tega vidika izhodišče za učinkovitejše delovanje enotnega denarnega trga. Oblikovanje enotne klirinško depotne hiše bi še dodatno olajšalo potek trgovanja.

Valutne zamenjave se na trgu sklepajo v glavnem za ročnosti do enega meseca. Obseg prometa na tem trgu se v zadnjih letih ni bistveno spremenil (približno 15% celotnega prometa). Z domačimi udeleženci trga se sklepa 30% poslov, z udeleženci z evro območja 46% poslov, preostalih 24% poslov pa odpade na udeležence od drugod (Ferjančič, 2003a, str. 8).

b) Širši denarni trg

Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev vključuje državne vrednostne papirje (predvsem zakladne menice), vrednostne papirje nefinančnih izdajateljev (predvsem komercialne zapise podjetij) in bančna potrdila o vlogah. Razvitost tega trga se med državami evro območja zelo

razlikuje. Ključni razlog za razdrobljenost trga je heterogenost infrastrukture med državami: ločijo se po različnih trgovalnih sistemih, klirinško depotnih hišah, načinih poravnave, davčni in pravni ureditvi ipd. (Euro Money Market, 2001, str. 14). V zadnjih letih so vse pomembnejše izdaje vrednostnih papirjev privatnih izdajateljev, kjer prevladujejo komercialni zapisi. Nefinančna podjetja se namreč vse bolj pogosto odločajo za zadolževanje preko izdaje vrednostnih papirjev na trgu, namesto da bi najemale kredite pri bankah (t.i. »disintermediation process«). Na drugi strani pa so opazne manjše izdaje zakladnih menic s strani držav. Deloma je k temu prispevalo znižanje javnega dolga v nekaterih državah članicah (Finska, Irska, Luksemburg, Nizozemska), poleg tega pa se namesto kratkoročnih zakladnih menic države raje odločajo za izdaje srednjeročnih in dolgoročnih obveznic. Nekaterе države (Belgija, Irska, Italija in Portugalska) so začele izdajati t.i. »Euro komercialne zapise« (ECP), ki kotirajo v mednarodnih finančnih centrih, kot je npr. London. Ti papirji so se velikokrat izkazali za bolj likvidne od zakladnih menic, kar izdajateljem omogoča cenejše zadolževanje. V večini držav sekundarni trg komercialnih zapisov in potrdil o vlogah ni dobro razvit, kar tudi zavira razvoj trga kratkoročnih vrednostnih papirjev in večjo integracijo med državami. Večina investitorjev drži papirje do njihove zapadlosti.

Drugi segment širšega denarnega trga je trg izvedenih finančnih instrumentov. Na tem trgu sta najpomembnejša instrumenta obrestna zamenjava (»interest rate swap« ali na kratko »IRS«) in standardizirana terminska pogodba (»futures«). Tudi ta trg hitro narašča in je izredno koncentriran, saj 10% tržnih udeležencev sklene kar 92% vsega prometa (Ferjančič, 2004a, str. 40).

Obrestna zamenjava je zavezujoč dogovor med dvema pogodbenima strankama, pri katerem ena stranka zamenja z drugo stranko določeno vrsto plačila obresti z drugo vrsto (npr. zamenjava fiksne obrestne mere s spremenljivo ali pa zamenjava dveh spremenljivih obrestnih mer). Plačila se izračunavajo za določeno navidezno glavnico za dogovorjeno časovno obdobje, poravnava pa se izvrši po neto principu. Trg je integriran s standardiziranimi ročnostmi in z največjimi udeleženci v finančnih središčih, kot so London, Pariz in Frankfurt. Promet na tem trgu zelo hitro narašča, pri čemer se okrog 51% vseh poslov sklepa z ročnostjo med enim tednom in tremi meseci (Ferjančič, 2003, str. 10). Večina pogodb je vezana na obrestno mero EONIA. Krivulja donosnosti obrestnih zamenjav postaja referenčna krivulja denarnega trga, pred njo je to funkcijo opravljala krivulja obrestnih mer zakladnih menic. Zaradi visoke stopnje standardizacije in konkurenčnosti na trgu obrestnih zamenjav je značilno da se razponi med nakupnimi in prodajnimi kotacijami (»bid-offer spread«) zelo ozki, običajno obsegajo le eno bazično točko. Trg je zato visoko likviden. V glavnem se trguje z ročnostmi med enim tednom in enim letom, obseg posameznega posla pa dosega tudi vrednosti od ene do petih milijard evrov (Euro Money Market, 2001, str. 19). Zaradi visokih vrednosti posameznih transakcij trg dominira majhno število »market-maker«-jev. Obrestne zamenjave na EONIA-o so prispevale k razvoju trga s transakcijami čez noč (»Overnight-Interest-Swap (OIS) Market«), ki je zelo likviden in je pritegnil številne nove

udeležence. Približno dve tretjini poslov se sklene preko posrednikov (brokerjev), čeprav se v zadnjem času krepi tudi bilateralno trgovanje.

Standardizirana terminska pogodba je zavezujoč dogovor med dvema pogodbenima strankama o nakupu ali prodaji določenega blaga po vnaprej določeni ceni in z izvršitvijo posla v prihodnosti. Ta produkt ima standardizirano količino, dneve trgovanja, datum izvršitve ter kraj in način izpolnitve. Tudi promet s temi posli v zadnjem času narašča. Najpomembnejše so terminske pogodbe, vezane na EURIBOR, saj predstavljajo kar dve tretjini celotnega prometa. Gre za posle kratkih ročnosti (v povprečju treh mesecev). Z njimi se največ trguje na londonski borzi za standardizirane terminske pogodbe in opcije – LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange). Promet s terminskimi pogodbami na EURIBOR strmo narašča. V letu 2000 so te pogodbe pokrivalo več kot dve tretjini prometa na borzi. Poleg terminskih pogodb se na trgu sklepajo tudi opcije na EURIBOR.

Denarni trg na evro območju postaja vedno bolj integriran, poleg tega pa se je v zadnjih letih močno razvilo elektronsko trgovanje, ki zagotavlja večjo transparentnost informacij. Integracijo je pospešil tudi razvoj infrastrukture plačilnega prometa, predvsem vzpostavitev plačilnega sistema TARGET («Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer»), ki je zagotovil enostavno izvrševanje plačilnega prometa prek meja. Sistem TARGET namreč povezuje sistem bruto poravnave v realnem času posameznih nacionalnih centralnih bank s plačilnim mehanizmom ECB (The Monetary Policy of the ECB 2004, str. 31). S povečevanjem vloge EONIA-e se je povečala tudi koncentracija na trgu, ki se kaže v majhnemu številu glavnih tržnih udeležencev («major market players»). Zaradi velikih vrednosti posameznih transakcij, kreditnega tveganja in pretežne uporabe nestandardiziranih pogodb je na denarnem trgu še do nedavnega prevladovalo bilateralno trgovanje in trgovanje preko posrednikov. Sčasoma pa se je trgovanje vse bolj informatiziralo. Trgovanje z depoziti, krediti, repoji in izvedenimi finančnimi instrumenti je pokrito z italijanskim e-MID sistemom. Elektronska platforma Reuters 2000 pa omogoča uspešno bilateralno trgovanje z depoziti in zamenjavami. S tem se je povečalo tudi trgovanje prek meja («cross-border transactions»). Delež nezavarovanih transakcij se je zmanjšal, na drugi strani pa je opazno povečanje deleža zavarovanih transakcij, predvsem repo poslov. Razlog za to je večja možnost trgovanja z novimi (različnimi) udeleženci trga in dostop do uporabe različnih vrednostnih papirjev evro območja. Na trgu obrestnih zamenjav je skoraj polovica poslov sklenjenih med udeleženci iz različnih evropskih držav.

Razvitost denarnega trga je ključnega pomena za uspeh transmisijskega mehanizma monetarne politike, saj spremembe obrestnih mer instrumentov monetarne politike (najprej neposredno vplivajo na obrestne mere na denarnem trgu. Globok in integriran denarni trg je predpogoj za učinkovito vodenje denarne politike, ker zagotavlja enakomerno razporeditev likvidnosti centralne banke in homogeno raven kratkoročnih obrestnih mer znotraj evro območja. Ta predpogoj je bil v evro območju praktično uresničen takoj po začetku tretje

faze³⁸ EMU, ko so bili posamezni nacionalni denarni trgi uspešno integrirani v učinkovit »evropski« denarni trg (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 31). K visoki integraciji finančnih trgov je močno prispevala uvedba enotne evro valute. Za celotno evro območje je postala relevantna samo ena, skupna krivulja donosnosti netveganih vrednostnih papirjev, poleg tega pa odtelej za vse evropske banke veljajo enaki pogoji za dostop do centralnobančnih virov likvidnosti. Integracija na ravni bančnega poslovanja s prebivalstvom (»retail banking«) pa ob uvedbi evro valute ni bila tako učinkovita. To je bila posledica ohranjanja tesnih odnosov z domačimi manjšimi komitenti (majhnimi in srednjimi podjetji ter prebivalstvom). Marže oz. razlike med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami so se med posameznimi državami v začetku precej razlikovale (Cabral, Dierick, Vasala, 2002, str. 47 – 48). Trgi bančnih storitev na tem nivoju v posameznih državah še vedno ohranjajo svoje specifikke, pri čemer pa na njihovo delovanje vplivajo tudi številni drugi dejavniki (ekonomski, demografski, tehnološki, pri katerih so zelo pomembne finančne inovacije kot je npr. internetno bančništvo). Kljub temu pa so strateške povezave bank, prevzemi in združitve ter odpiranje poslovnih enot preko meja držav v zadnjih letih pospešile integracijo tudi na tem segmentu.

Finančna integracija pomeni poenotenje finančnih struktur, finančnih institucij in pravne ureditve med posameznimi državami članicami EMU. Pri tem je predvsem pomembna izgradnja enotnega nadzora in regulative, ki ureja finančno poslovanje na celotnem evro območju (Backé et al., 2004, str. 39).

Prizadevanja za integracijo finančnih trgov (torej poleg denarnih, tudi kapitalskih trgov) podpira tudi ECB, saj je to eden od njenih političnih ciljev. ECB se zavzema za oblikovanje enotnega evropskega finančnega sistema oz. panevropskega finančnega trga zaradi štirih ključnih razlogov (The Integration of Europe's Financial Markets, 2003, str. 58 – 60):

- Enoten finančni sistem je ključnega pomena za učinkovit in uspešen transmisijski mehanizem denarne politike po celotnem evro območju, pri čemer je posebej pomemben obstoj integriranega denarnega trga (znotraj tega pa predvsem nezavarovanega medbančnega trga).
- Vse kreditne operacije ECB morajo biti polno zavarovane s finančnim premoženjem (vrednostnimi papirji) iz list 1 ali 2³⁹. ECB se zavzema za zmanjšanje heterogenosti instrumentov za zavarovanje in združitve obeh list v eno listo. Za to je potrebna dodatna harmonizacija oz. integracija nacionalnih pravnih okvirjev in prakse, povezane z vrednostnimi papirji ter zavarovanjem kreditnih poslov.

³⁸ Prva faza EMU se je začela 1.7.1990 z odpravo omejitev pri pretoku kapitala; začetek druge faze EMU predstavlja ustanovitev Evropskega denarnega instituta (EMI), ki je bil predhodnik današnje Evropske centralne banke (ECB), dne 1.1.1994 (ECB je bila ustanovljena 1.6.1998), tretja faza EMU pa se je začela 1.1.1999, ko so bili nepreklicno fiksirani devizni tečaji takratnih enajstih držav EU v razmerju do skupne valute evra (1.1.2001 se je tečaj fiksiral še za Grčijo, po izpolnitvi Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev).

³⁹ Več o tem je napisano v naslednjem poglavju, pri predstavitvi instrumentov denarne politike ECB.

- Integriran finančni trg povečuje učinkovitost izvajanja plačilnega prometa prek meja. Za to je potrebna predvsem izgradnja enotne infrastrukture. Kot je bilo že omenjeno, danes to zagotavlja plačilni sistem TARGET.
- Visoka stopnja integracije finančnih trgov pomeni tudi večjo stabilnost finančnega sistema. Širši in bolj diverzificiran finančni sistem lažje absorbira ekonomske šoke kot finančni sistemi posameznih držav članic. Po drugi strani pa večja stopnja integracije povečuje tudi tveganje širitve šokov prek meja («cross-border contagion«).

5.2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN NJIHOV VPLIV NA OBRESTNE MERE NA TRGU

Z začetkom tretje faze EMU so nacionalne centralne banke (NCB) posameznih držav članic izgubile pristojnost za vodenje samostojne denarne politike in oblikoval se je enoten sistem Evropskih centralnih bank (ESCB), na čelu katerega je Evropska centralna banka (ECB). Sprejet je bil enoten instrumentarij na podlagi dosedanjih izkušenj centralnih bank.

Za večjo preglednost strukture centralnobančnega sistema v območju evra je Svet ECB po priključitvi novih držav članic EU po 1. maju 2004 za komuniciranje z javnostjo sprejel izraz »Evrosistem«. Evrosistem označuje ECB in NCB držav članic, ki so uvedle evro v tretji fazi EMU⁴⁰. Dokler obstajajo države članice, ki še niso uvedle evro valute⁴¹, je potrebno razlikovati med Evrosistemom in ESCB. ESCB vključuje vse NCB in ECB. Po priključitvi vseh držav članic v EMU bo izraz Evrosistem postal sopomenka izrazu ESCB (ECB Monthly Bulletin, junij 2004, str. 7 – 8).

Strategija monetarne politike ECB je usmerjena k doseganju končnega cilja, tj. stabilnosti cen⁴². Stabilnost cen pozitivno vpliva na raven ekonomske aktivnosti in zaposlenost preko šestih učinkov (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 42 – 43):

- Izboljšuje transparentnost relativnih cen: Podjetja in potrošniki pravilno prepoznajo spremembe relativnih cen in jih ne interpretirajo kot spremembe splošne ravni cen, kar omogoča učinkovitejšo alokacijo resursov na trgu in večjo produktivnost.
- Zmanjšuje premijo inflacijskega tveganja in raven obrestnih mer: V razmerah stabilnih cen kreditodajalci ne zahtevajo od kreditojemalcev dodatne premije za tveganje porasta inflacije. S tem se poveča alokacijska učinkovitost na kapitalskem trgu. Povečajo se investicije, kar pozitivno vpliva na gospodarsko rast.

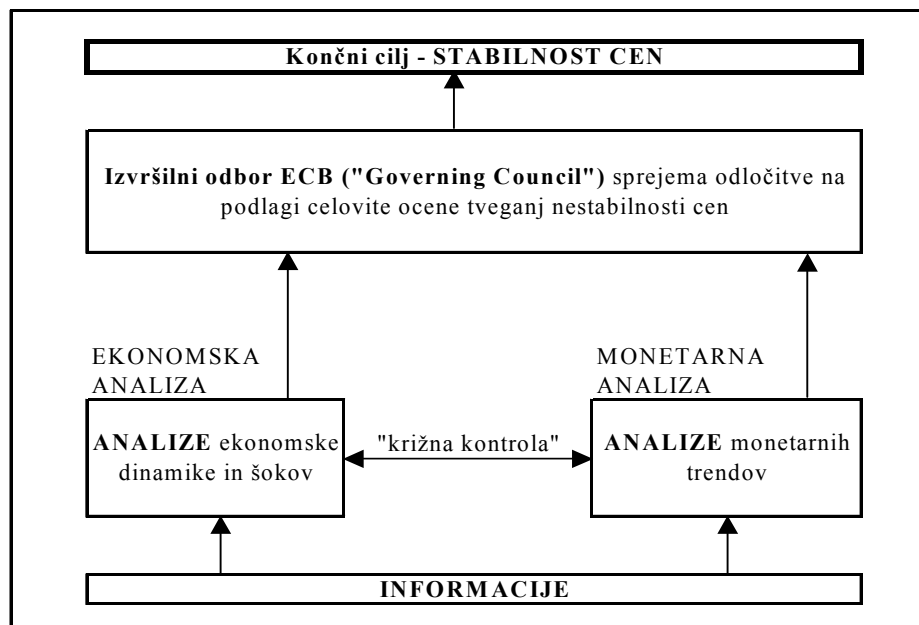
⁴⁰ Trenutno je v Evrosistemu dvanajst NCB, in sicer NCB Belgije, Nemčije, Grčije, Španije, Francije, Irske, Italije, Luksemburga, Nizozemske, Avstrije, Portugalske in Finske.

⁴¹ Trenutno so to Danska, Švedska, Velika Britanija in deset držav članic, ki so v EU vstopile 1. maja 2004.

⁴² Cilj vzdrževanja stabilnosti cen v evro območju je kvantitativno definiran kot letno zvišanje inflacije (HICP – harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin) za manj kot 2% (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 50).

- Preprečuje nepotrebne aktivnosti za zavarovanje pred inflacijo: kredibilno vzdrževanje stabilnosti cen zagotavlja, da posamezniki in podjetja svoja sredstva investirajo produktivno in jih ne rabijo za zaščito pred inflacijo. V obdobjih visoke inflacije npr. prevladujejo investicije v realno premoženje (»stockpiling real goods«), ker le-to ohranja vrednost bolj kot denarne ali finančne naložbe. Ker pa te investicije niso učinkovite, zavirajo gospodarsko rast.
- Zmanjšuje »zakrite« učinke davčne ureditve in sistema socialne varnosti: v razmerah inflacije davčni sistem in sistem socialne varnosti lahko umetno spodbujata ekonomsko aktivnost, saj navadno ne dovoljujeta indeksacije oz. prilagoditve dajatev inflaciji. Dejansko pa to za državo pomeni porast realnih stroškov.
- Povečuje prednosti držanja gotovine: inflacija deluje kot »davek na držanje gotovine«, saj ima pri višji inflaciji gotovina manjšo vrednost. V inflacijskih razmerah je zato značilno nizko povpraševanje gospodinjstev po gotovini, kar posledično generira višje transakcijske stroške.
- Preprečuje arbitrarno redistribucijo dohodka in bogastva: okolje s stabilnimi cenami pomaga vzdrževati socialno kohezijo in stabilnost gospodarstva. Visoke stopnje inflacije (ali pa deflacije) negativno vplivajo na gospodarsko aktivnost, ker povzročajo socialno in politično nestabilnost.

Slika 14: Stabilizacijsko usmerjena denarna politika ECB



Vir: The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 66.

Izvršilni odbor ECB (»Governing Council«) sprejema odločitve, s katerimi cilja stabilnost cen. S spreminjanjem obrestnih mer instrumentom denarne politike spreminja razmere na

denarnem trgu in vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer. Preko transmisijskega mehanizma denarne politike sprejeti ukrepi vplivajo na gospodarstvo in splošno raven cen. Pri sprejemanju odločitev so ključnega pomena ugotovitve iz analize ekonomskega stanja gospodarstva (makroekonomskih spremenljivk in morebitnih ekonomskih šokov) in analize monetarnih agregatov. Izvršilni odbor ECB se sestaja vsaka dva tedna, pri čemer na prvem sestanku običajno obravnava in sprejema morebitne potrebne spremembe ključnih obrestnih mer, vsak drugi sestanek pa spremlja tiskovna konferenca, kjer se javnosti predstavijo najpomembnejše odločitve glede sprejetih monetarnih ukrepov.

Ribnikar (1999a, str. 12) razvršča instrumente denarne politike ECB v tri skupine:

- operacije na odprtem trgu (»open market operations«),
- odprte ponudbe bankam, da pridejo do denarja centralne banke ali se tega denarja preko nje znebijo (»standing facilities«) in
- obvezne rezerve bank (»minimum reserves«).

V praksi se vse bolj zmanjšuje pomen instrumentov administrativnega značaja (obvezne rezerve), narašča pa vloga tržnih instrumentov (instrumentov politike odprtega trga). Poleg tega se monetarna politika ECB nagiba čedalje bolj k uporabi instrumentov krajših ročnosti (Kopše, 2003, str. 4). Monetarna politika se izvaja decentralizirano. To pomeni, da ECB koordinira delovanje politike, nacionalne centralne banke pa izvršujejo transakcije.

a) OPERACIJE NA ODPRTEM TRGU (»OPEN MARKET OPERATIONS«)

Temeljna značilnost tega instrumenta je njegova tržna usmerjenost. Gre za najpomembnejšo skupino operacij, ki se izvajajo na pobudo ECB predvsem na denarnem trgu. Z njimi ECB nadzira in uravnava višino obrestnih mer na trgu, signalizira pozicijo monetarne politike in upravlja z likvidnostjo na denarnem trgu (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 73 – 74). Operacije na odprtem trgu obsegajo štiri skupine instrumentov, katerih glavne značilnosti so povzete v Tabeli 10 na strani 75.

Tabela 10: Pregled instrumentov operacij na odprtem trgu Evrosistema

Instrumenti operacij na odprtem trgu	Vrsta instrumentov		Ročnost	Frekvenca (pogostost)
	Zagotavljanje likvidnosti	Odvzem likvidnosti		
Operacije glavnega refinanciranja	začasne transakcije	-	en teden	tedensko
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	začasne transakcije	-	tri meseci	mesečno
Operacije finega uravnavanja	začasne transakcije valutne zamenjave dokončni nakupi	valutne zamenjave zbiranje vezanih vlog začasne transakcije dokončne prodaje	ni standardizirano	neredno (občasno)
Strukturne operacije	začasne transakcije dokončni nakupi	izdaja dolžniških potrdil dokončne prodaje	standardizirano/ nestandardizirano	redno in neredno neredno (občasno)

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

- **Operacije glavnega refinanciranja (»main refinancing operations«):** Te operacije so najpomembnejši instrument denarne politike Evrosistema. Gre za začasne transakcije (»reverse transactions«), ki jim čez določen čas sledijo nasprotno operacije. Preko teh operacij Evrosistem posoja likvidnost bankam ali odkupuje presežke likvidnosti od bank, vsi posli pa so zavarovani s premoženjem iz liste 1 ali liste 2 (»tier 1« in »tier 2«). S tem je zagotovljen tudi enakopraven položaj pogodbenih strank (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, 74). Na listo 1 so uvrščeni tržni dolžniški vrednostni papirji, ki izpolnjujejo kriterije, določene s strani ECB. Na listo 2 pa so uvrščeni vrednostni papirji in drugi finančni instrumenti, ki so pomembni za nacionalne finančne trge in bančne sisteme. Kriterije za te papirje določijo NCB, vendar jih mora potrditi tudi od ECB. Licitacije potekajo vsak teden ob torkih, dospelost instrumenta je od 10.3.2004 en teden (pred tem je obsegala dva tedna), izvajajo pa se decentralizirano preko NCB. Banke, ki sodelujejo na licitacijah, morajo izpolnjevati določene pogoje. Ključni pogoji licitacije so znani vnaprej. Do 28.06.2000 se je licitirala količina, medtem ko je bila obrestna mera (cena) dana (»fixed rate tenders«). Od tega datuma dalje pa se operacije glavnega refinanciranja odvijajo tako, da je dana izhodiščna minimalna obrestna mera (»minimum bid rate«) in banke licitirajo tako obrestne mere kot tudi želene količine finančnih sredstev (»variable rate tender«). Obrestna mera glavnega refinanciranja je ključna obrestna mera ECB, ki služi kot vodilo pri oblikovanju medbančnih obrestnih mer na evropskem denarnem trgu. Trenutno ta obrestna mera znaša 2,00%.

- **Operacije dolgoročnejšega refinanciranja (»Longer-term refinancing operations«):** Namen tega instrumenta ni signaliziranje stanja denarne politike ali oblikovanje višine obrestnih mer, temveč služi za zagotavljanje dela potrebne likvidnosti v bančnem sistemu, ki izvira iz permanentno deficitarne strukturne pozicije denarnega trga oz. posredno iz potreb po zagotavljanju stabilne rasti denarnega agregata M3 (Kopše, 2003, str. 7). ECB izvaja operacije dolgoročnejšega refinanciranja enkrat na mesec, njihova ročnost je tri mesece, izvajajo pa se (podobno kot operacije glavnega refinanciranja) decentralizirano preko NCB v obliki standardne licitacije. Za zavarovanje služi finančno premoženje iz list 1 in 2. Običajno se licitira cena (obrestna mera), kar pomeni, da ECB v tem primeru (kljub kratki ročnosti) ne želi vsiljevati svoje obrestne mere finančnemu trgu (Ribnikar, 1999a, str. 14). Obrestna mera teh operacij tako kaže razmere na denarnem trgu. V obdobju od januarja 1999 do junija 2003 so operacije dolgoročnejšega financiranja v povprečju predstavljale 26% vseh operacij na odprtem trgu (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 82). V letu 2003 je obseg operacij dolgoročnejšega refinanciranja znašal 45 milijard evrov, kar je pomenilo okrog 20% celotne likvidnosti, ki jo je trgu nudila ECB (Bindseil et al., 2004, str. 7).

- **Operacije finega uravnavanja (»Fine-tuning operations«):** S finim uravnavanjem se lahko povečuje ali zmanjšuje likvidnost bank. V te posle grede NCB (včasih tudi ECB) občasno ali ad hoc, glede na trenutne razmere na trgu⁴³. Med instrumente finega uravnavanja

⁴³ Preko operacij finega uravnavanja so se normalizirale razmere na denarnem trgu tudi po terorističnem napadu 11.9.2001 v ZDA, ki je povzročil pomanjkanje likvidnosti. Te operacije se uporabljajo zelo redko: do junija

prištevamo začasne nakupe in prodaje (»reverse transactions«), dokončne nakupe in prodaje (»outright transactions«), valutne zamenjave (»foreign exchange swaps«) in vezane depozite fiksne ročnosti pri ECB (»collection of fixed-term deposits«). Namen teh instrumentov je predvsem stabiliziranje nepredvidenih nihanj v likvidnosti bančnega sistema in obrestnih mer denarnega trga. Prav zaradi vloge, ki jo imajo omenjeni instrumenti pri vodenju denarne politike, mora biti zagotovljena visoka mera fleksibilnosti in prilagodljivosti pri praktični uporabi. ECB zato te operacije izvaja na centraliziran ali decentraliziran način (preko NCB). O tem odloča Svet ECB. Posli nimajo standardiziranega dospelja. Najpogosteje se izvajajo v obliki hitrih licitacij (»quick tender«), včasih pa tudi bilateralno.

- **Strukturne operacije (»Structural operations«):** S strukturnimi operacijami ECB spreminja strukturni položaj denarnega trga oz. povečuje ali zmanjšuje likvidnost bančnega sistema na daljši rok. Izvajajo se v rednih terminih in občasno nenapovedano, in sicer s standardiziranim in nestandardiziranim dospeljem. Lahko gre za standardne licitacije ali pa bilateralne postopke. Instrumenti strukturnih operacij so začasni nakupi in prodaje (»reverse transactions«) in dokončni nakupi in prodaje (»outright transactions«). Za zmanjševanje likvidnosti bank se uporablja tudi izdajanje dolžniških papirjev ali potrdil (»issuance of debt certificates«). Za zavarovanje poslov se uporablja finančno premoženje iz obeh list. Do konca junija 2003 Evrosistem še ni izpeljal nobene strukturne operacije, da bi spremenil likvidnostni položaj bančnega sistema (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 84).

b) ODPRTE PONUDBE BANKAM (»STANDING FACILITIES«)

ECB nudi bankam dve odprti ponudbi: obrobno možnost zadolžitve čez noč (»marginal lending facility«) in možnost deponiranja likvidnostnih presežkov čez noč (»deposit facility«). Ključne značilnosti obeh instrumentov so povzete v Tabeli 11 na strani 77.

Tabela 11: Pregled instrumentov odprte ponudbe bankam Evrosistema

Instrumenti odprte ponudbe bank	Vrsta instrumentov		Ročnost	Frekvenca (pogostost)
	Zagotavljanje likvidnosti	Odvzem likvidnosti		
Obrobna možnost zadolžitve	začasna transakcija	-	čez noč	dosegljivo na željo banke
Možnost deponiranja presežkov čez noč	-	Depoziti	čez noč	dosegljivo na željo banke

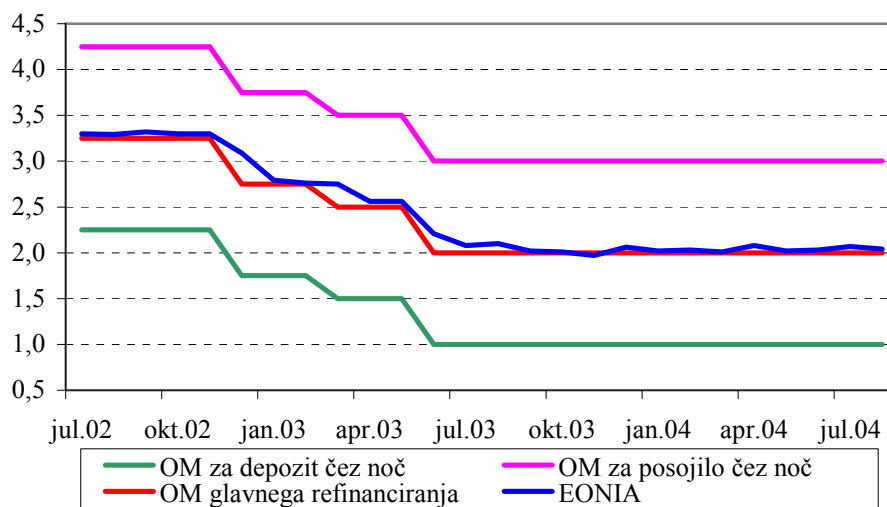
Vir: The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 73.

Obe ponudbi sta bankam dosegljivi na njihovo željo. S tem centralna banka kontrolira višino kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu in omejuje njihovo volatilito. Obrestni meri obeh ponudb predstavljata najnižjo in najvišjo mejo, znotraj katerih se giblje medbančna obrestna mera za čez noč (EONIA): obrestna mera za zadolževanje čez noč je običajno višja od primerljive obrestne mere na medbančnem trgu, obrestna mera za depozit čez noč pa je

2003 so bile v Evrosistemu aktivirane samo osemkrat, kar je manj kot dvakrat na leto (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 84).

nižja od primerljive obrestne mere na medbančnem trgu. V normalnih pogojih tako banke posegajo po teh instrumentih le takrat, ko na trgu ni druge alternative. V obdobju od januarja 1999 do junija 2003 je povprečen dnevni obseg sklenjenih odprtih ponudb bankam znašal manj kot milijardo evrov (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 85). Uporaba odprtih ponudb bank je vezana predvsem na čas, znotraj obdobja za izpolnjevanje obveznih rezerv. Banke najbolj posegajo po teh instrumentih ob koncu izpolnjevalnega obdobja. V tem času so značilni tudi skoki oz. večji nihaji medbančne obrestne mere čez noč na trgu (EONIA-e). V normalnih okoliščinah pa se EONIA giblje zelo blizu obrestne mere glavnega refinanciranja, kar dodatno potrjuje pomembnost teh operacij oz. njihovo ključno vlogo v denarni politiki Evrosistema. Obrestni meri odprtih ponudb bankam tvorita »koridor« oz. razpon, znotraj katerega niha medbančna obrestna mera za depozite čez noč (EONIA) in obrestne mere operacij glavnega refinanciranja. To pomeni, da imajo banke zagotovljen varovalni mehanizem, ki jih ščiti v razmerah neuravnoveženih likvidnostnih pozicij. S slike 15 (na str. 78) je razvidno, da ECB že od aprila 1999⁴⁴ do junija 2004 ni spremenila razmika med obrestnima merama odprtih ponudb bankam in med obrestno mero glavnega refinanciranja – le-ta znaša (plus/minus) eno odstotno točko. Razlika med obrestno mero glavnega refinanciranja pri ECB (doseženo na licitacijah) in EONIA-o ne presega pet bazičnih točk.

Slika 15: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in povprečne EONIA (v % p.a.)



Vir: ECB Statistics Pocket Book, avgust 2003, str. 30, ECB Statistics Pocket Book, maj 2004, str. 23 in 30 in ECB Monthly Bulletin, september 2004, str. 40.

Za zadolževanje čez noč se tudi zahteva zavarovanje posla z zastavo finančnega premoženja ustrezne kakovosti (iz list 1 ali 2). Drugih omejitev pri uporabi odprtih ponudb bankam ni (npr. glede dostopnosti).

⁴⁴ V času od 4. do 21. januarja 1999 je znašal razmik (plus/minus) 0,25 odstotne točke za zagotavljanje lažjega prehoda v enoten okvir instrumentov monetarne politike (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 76).

Na evro denarnem trgu obstajajo ponavljajoči se vzorci volatilnosti obrestnih mer, in sicer tako znotraj dneva kot tudi znotraj meseca. Nekateri avtorji jih razlagajo z mikrostrukturo trga (Cassola, Morana, 2003, str. 32). Večja volatilnost obrestnih mer (predvsem najkrajše ročnosti čez noč) se pojavlja ob koncu obdobja za izpolnjevanje obveznih rezerv, ko banke največkrat posegajo po instrumentih odprte ponudbe ECB (Gaspar et al., 2004, str. 29 – 30).

b) OBVEZNE REZERVE (»MINIMUM RESERVES«)

Obvezne rezerve bank so imetja ali aktiva v denarju centralne banke, ki jih morajo imeti banke. Njihova velikost je praviloma odvisna od velikosti vlog, ki jih imajo banke med pasivi svoje premoženjske bilance (Ribnikar, 2003, str. 310). Osnova za izračun obveznih rezerv so vloge, izdani dolžniški vrednostni papirji in kratkoročni vrednostni papirji denarnega trga. Na obveznosti s pogodbeno zapadlostjo do dveh let se obračunava obvezna rezerva s stopnjo 2%. Na obveznosti s pogodbeno zapadlostjo nad dvema letoma in vire, pridobljene z začasno prodajo vrednostnih papirjev (iz repo poslov), pa se ne obračunava obvezna rezerva oz. se nanje aplicira stopnja 0%. V osnovo za izračun obvezne rezerve pa se ne vključujejo obveznosti, ki jih ima banka (oz. obveznik) do NCB, do ECB in do drugih bank, ki so prav tako obvezniki za izpolnjevanje. V kolikor banke ne razpolagajo s podatkom o deležu njihovih izdanih vrednostnih papirjev, ki jih posedujejo druge banke v okviru Evrosistema, lahko ta delež ocenijo na 30% in temu ustrezno znižajo osnovo za obvezne rezerve. Poleg tega ECB vsakemu obvezniku prizna enoten odbitek od izračunane obvezne rezerve v višini 100.000 evrov, kar zmanjšuje administrativne stroške upravljanja obveznih rezerv v manjših bankah. Osnova za izračun obveznih rezerv se izračunava na zadnji dan koledarskega meseca. Obdobje izpolnjevanja⁴⁵ obveznih rezerv se začne na dan poravnave prvih operacij glavnega refinanciranja, ki sledijo zasedanju izvršnega odbora ECB (»governing Council«), na katerem se mesečno oceni položaj denarne politike (datumi teh zasedanj so znani vnaprej) in se zaključi dan pred enakovrednim datumom poravnave operacij glavnega refinanciranja v prihodnjem mesecu. Banke izpolnjujejo obvezne rezerve z doseganjem ustreznega stanja na transakcijskem računu pri nacionalni centralni banki. Banka ne izpolnjuje obveznih rezerv, če povprečno dnevno stanje računa v obdobju izpolnjevanja ne dosega izračunane obveznosti. V izračunu povprečja se upošteva stanje na transakcijskem računu konec delovnega dne. V primeru neizpolnjevanja obveznih rezerv ECB zahteva od banke plačilo nadomestila po obrestnih merah, ki so bistveno višje od tržnih, ali pa zahteva deponiranje neobrestovanih sredstev pri ECB ali NCB. Sredstva, ki služijo za izpolnjevanje obveznih rezerv, so obrestovana po obrestni meri, ki se izračuna kot povprečje najnižjih še sprejetih obrestnih mer, doseženih na avkcijah za operacije glavnega refinanciranja (»marginal rate of allotment«), v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Ker so te obrestne mere običajno zelo blizu kratkoročnim obrestnim meram na denarnem trgu, so obvezne rezerve obrestovane (skoraj) tržno. Presežne rezerve se ne obrestujejo. Cilja instrumenta obvezne rezerve sta dva (Kelemen, 2003, str. 32):

⁴⁵ Obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv je tako določeno od marca 2004 naprej. Pred tem se je začelo 24. dne v tekočem mesecu in se zaključilo 23. dne v naslednjem mesecu.

- stabilizacija tržnih obrestnih mer brez zatekanja k operacijam na odprtem trgu in
- ustvarjanje likvidnostnega primanjkljaja v bančnem sektorju z namenom povečevanja učinkovitosti akcij denarne politike.

Pogosto so obvezne rezerve pokrivalo več kot polovico celotnih potreb po likvidnosti v bančnem sistemu (The Monetary Policy of the ECB 2004, 2004, str. 89). Kljub temu pa obvezne kot instrument denarne politike sčasoma postopoma izgubljajo pomen oz. jih ECB redko uporablja pri izvajanju denarne politike.

Zaradi primanjkljaja v strukturnem položaju evropskega denarnega trga deluje ESCB kot ponudnik likvidnosti in zato lahko uspešno nadzira in vpliva na obrestne mere denarnega trga. Posledično je učinkovitost transmisijskega mehanizma na evro območju visoka. Ključna obrestna mera ECB je (najnižja) obrestna mera, ki jo banke plačujejo v operacijah glavnega refinanciranja. Preko te obrestne mere ECB signalizira usmerjenost denarne politike in upravlja kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu. ECB vpliva posredno in v manjšem obsegu tudi na oblikovanje dolgoročnih obrestnih mer, ki so v glavnem odvisne od pričakovanih gospodarskih subjektov glede prihodnje inflacije in gospodarske rasti. Povišanje obrestne mere ECB splošči krivuljo donosnosti, pri čemer se kratkoročne obrestne mere povišajo bolj kot dolgoročne, velikost odziva obojih obrestnih mer pa je odvisna od kredibilnosti centralne banke (Estrella, Mishkin, 1995, str. 3 – 4).

5.3 PRIMER UPORABE REFERENČNE OBRESTNE MERE V BANKI SAN PAOLO IMI

5.3.1 Kratka predstavitev banke San Paolo IMI

Predhodnica banke je bila ustanovljena že leta 1563 in je poslovala kot banka v javni lasti od leta 1932 do leta 1992. Leta 1992 je bila ustanova privatizirana in se je preoblikovala v delniško družbo. Banka San Paolo IMI S.p.A. je nastala novembra 1998 z združitvijo dveh velikih privatnih italijanskih bančnih korporacij: Istituto Bancario San Paolo di Torino S.p.A. in Istituto Mobiliare Italiano S.p.A.. Istituto Bancario San Paolo di Torino je bila izredno uspešna komercialna banka, ki jo je odlikovala bogata ponudba bančnih produktov za prebivalstvo s široko razvejano poslovno mrežo. Druga banka – Istituto Mobiliare Italiano – pa je bila ustanovljena leta 1931 za podporo razvoju italijanske industrije. Imela je ključno vlogo pri srednjeročnem in dolgoročnem financiranju podjetij, opravljala je posle investicijskega bančništva. Imela je izkušnje z upravljanjem prihrankov in finančnim svetovanjem. Prvotno se je banka imenovala Istituto Bancario San Paolo di Torino – Istituto Mobiliare Italiano S.p.A.. Pod imenom San Paolo IMI posluje od junija 1999 dalje.

Pomembna pridobitev za banko sta bila prevzema banke Banco di Napoli leta 2000 in banke Cardine Banca leta 2002. S tem se je bančna skupina Gruppo IMI močno okrepila in razširila svoje poslovanje tudi na severovzhodne in centralne italijanske regije. Poleg tega je razširila

svojo mrežo poslovanja tudi preko italijanskih meja z nakupi lastniških deležev v tujih bankah. Prisotna je tudi na slovenskem finančnem trgu, saj je leta 2002 postala večinski strateški solastnik Banke Koper. V svoji lasti ima 62,93% delnic Banke Koper.

Prevzem Banke Koper je jasen primer strateške tuje naložbe⁴⁶. Pri strateških tujih naložbah gre najpogosteje za večinsko udeležbo tuje banke kot kupca deleža in možnost aktivnega upravljanja banke s predpostavko, da bo vlagatelj naložbo v lokalni banki uporabil za vstop na lokalni trg. Strateške naložbe so ponavadi dolgoročne, z namenom, da kupljena banka postane del tuje bančne skupine (podružnica), oz. je naložba v banke v posamezni državi pomemben korak tuje banke pri uresničevanju dolgoročne strategije, katere namen je oblikovati srednjeevropsko bančno mrežo. Strateška tuja naložba je torej opcija, ki nudi največ neposrednih koristi razvoju prevzete banke. Banki Koper bo omogočila hitrejšo in kvalitetnejšo prilagoditev poslovanja v skladu z mednarodno prakso, pri čemer velja izpostaviti naslednje morebitne koristi lastniške naveze s tujo banko:

- izboljšanje ponudbe storitev banke,
- prenos znanja pri razvoju storitev in prodajnih metod,
- izboljšanje informacijske podpore, poslovnih procesov in upravljanja,
- dostop do sredstev za investiranje v informacijsko tehnologijo in poslovno mrežo,
- dostop do tujih komitentov,
- navzkrižna prodaja produktov,
- kapitalsko okrepljena baza,
- prednost pri pridobivanju tujih virov in
- prednost večjega sistema pri opravljanju poslov (večja likvidnost, izmenjava tržnih informacij in informacij za borzno trgovanje).

Banka San Paolo IMI je po bilančni vsoti v Italiji uvrščena na tretje mesto, v svetu pa zaseda petinosemdeseto mesto (Bankers Almanac, 2004, str. 1). Sedež banke je v Torinu. V banki je 45.900 zaposlenih. Banka ima 3.158 poslovnih enot v Italiji in enajst poslovnih enot v tujini. Priznana agencija za ocenjevanje bonitete bank Fitch Ratings je banko San Paolo IMI ocenila kot prvovrstno banko. Ocena odraža nizko stopnjo tveganja, podprto z zanesljivo kvaliteto naložb, ustrežno stopnjo kapitalske ustreznosti, visoko donosnostjo poslovanja in kakovostno ter široko paleto bančnih produktov.

⁴⁶ Tuje naložbe lahko delimo z vidika velikosti in namena, v grobem pa ločimo tri osnovne oblike (Grenko, 2000, str. 37-38): strateške naložbe, distribucijsko usmerjene naložbe in portfeljske naložbe. Pri distribucijsko usmerjenih naložbah gre za manjšinsko udeležbo v kapitalu banke. Banka, ki kupuje manjši delež druge banke, se zanima predvsem za široko razvejano poslovno mrežo poslovalnic, prek katere bo lahko ponujala svoje storitve. Vlagatelji, ki sodijo v to kategorijo so najpogosteje zavarovalnice, ki želijo prodajati zavarovalne police na trgih, kjer doslej še niso bile prisotne. Portfeljske naložbe pa so pogosto bolj kratkoročne narave in pomenijo bolj pasivno vlogo vlagatelja pri upravljanju banke. Vlagatelj ponavadi kupi manjši kapitalski delež in ga hrani v svojem portfelju z namenom, da prejema dividende in morebitne dolgoročne kapitalske dobičke. Pri tem se ne vključuje aktivno v upravljanje banke, ampak želi biti le sproti obveščen o finančnih rezultatih poslovanja.

Banka San Paolo IMI je močno specializirana za storitve na področju poslovanja s fizičnimi osebami (»retail banking«). V Italiji ima vodilno vlogo pri upravljanju prihrankov (»risparmio gestito«), poleg tega pa se vse bolj krepi tudi njena vloga pri poslovanju z gospodarskimi družbami (»corporate banking«) na področju investicijskega bančništva, kar je razvidno tudi iz doseženih tržnih deležev in posebnih specializiranih bančnih enot za posamezne oblike storitev (Spletne strani banke San Paolo IMI, 2004):

- V okviru poslovanja s prebivalstvom banka nudi svoje storitve več kot sedmim milijonom komitentov, pri čemer njena poslovna mreža obsega 3.158 poslovnih enot na celotnem ozemlju Italije. Tržni delež banke presega 10%.
- Pri nudenju finančnih storitev svetovanja in pri upravljanju prihrankov je banka San Paolo IMI v Italiji na vodilnem mestu. Na trgu vzajemnih investicijskih skladov pokriva tržni delež, ki presega 21%, predvsem zaradi uspešnih distribucijskih kanalov: banke Banca Fideuram in banke San Paolo Invest. Obsegata namreč skoraj 5.000 finančnih posrednikov in 200 poslovnih enot.
- Banka nudi komitentom tudi storitve na področju zavarovalništva (»bankassurance«). »Sanpaolo Vita« sodi med najuspešnejše ponudnike zavarovanj na mednarodni ravni.
- V okviru poslovanja z gospodarskimi družbami pokriva banka zelo široko strukturo komitentov in je zelo uspešna pri kreditiranju (nudi posebne specializirane kreditne produkte).
- Storitve investicijskega bančništva opravlja Banca IMI, pri čemer je posebej specializirana za finančno svetovanje podjetjem, poleg tega sodeluje pri izdajah lastniških in dolžniških vrednostnih papirjih in opravlja posle trgovanja z vrednostnimi papirji
- Preko banke Banca OPI sodeluje pri projektih financiranja javnih podjetij, predvsem na področju razvoja infrastrukture.
- Preko San Paolo IMI Private Equity deluje tudi na področju upravljanja zaprtih skladov.

5.3.2 Politika obrestnih mer in vloga referenčne obrestne mere EURIBOR

Preden se osredotočimo na glavne dejavnike, ki vplivajo na oblikovanje obrestnih mer v italijanskih bankah, je potrebno orisati institucionalne značilnosti italijanskega bančnega sistema, ki so v zadnjih dveh desetletjih vplivale na obrestno politiko italijanskih bank. V 80.-tih letih so bile italijanske banke relativno počasne pri prilagajanju višine svojih obrestnih mer razmeram na trgu (Cottarelli, Courelis, 1994, str. 593). Liberalizacija trga in deregulacija sta povečali učinkovitost transmisijskega mehanizma denarne politike oz. sta pospešili prenos sprememb v razmerah na denarnem trgu na višino aktivnih in pasivnih obrestnih mer v bankah. Od sredine 80-tih let do zgodnjih 90-tih let so bile odpravljene številne administrativne omejitve, ki so pomembno vplivale na dogajanje v italijanskem bančnem sistemu: leta 1985 je bila dokončno ukinjena najvišja dovoljena posojilna obrestna mera, med leti 1987 in 1990 so bile odpravljene kontrole pretoka kapitala s tujino, leta 1990 so liberalizirali širitev bančnih poslovnih enot, leta 1993 pa je bil sprejet novi Zakon o

bančništvu (»Testo Unico Bancario«), s katerim so banke lahko opravljale vse definirane bančne aktivnosti. Od takrat italijanske banke niso več ozko specializirane institucije, poleg tega pa je bil s tem zakonom zagotovljen enoten tržni okvir in boljši nadzor nad bančnimi aktivnostmi. Starejši zakon (iz leta 1936), ki je z uvedbo novega zakona prenehal veljati, je namreč ločeval banke na tiste, ki so smele zbirati kratkoročne finančne vire (t.i. »aziende di credito«), in tiste, katerim to ni bilo dovoljeno (t.i. »istituti di credito speciale«).

Od začetka leta 1993 do leta 1999 se je raven obrestnih mer v italijanskem bančnem sistemu vztrajno zniževala. Ključni razlog za to je bilo uspešno vodenje denarne politike, usmerjene v zniževanje inflacije za doseg Maastrichtskega kriterija, ki je bil pogoj za vstop v 3. fazo EMU. Obrestne mere na medbančnem trgu so se znižale za več kot deset odstotnih točk. V letih 1999 in 2000 so se spet nekoliko povišale, nato pa so začele spet upadati. Trend upadanja je prisoten še danes (Gambacorta, 2004, str. 5). Že konec leta 2004 pa se pričakuje povečanje ključne obrestne mere ECB za refinanciranje, ki ji bodo sledile tudi ostale obrestne mere na trgu.

Gambacorta (2004, str. 11 – 14) je empirično testiral povezanost med obrestnimi merami večjih italijanskih bank⁴⁷ in obrestnimi merami na denarnem trgu. Dolgoročno naj bi veljalo, da se bančne obrestne mere (tako aktivne kot tudi pasivne) gibljejo v soodvisnosti s ključnimi obrestnimi merami monetarnih oblasti. Gambacorta (2004, str. 6 – 10) je opredelil in preučil šest ključnih skupin dejavnikov, ki vplivajo na oblikovanje obrestnih mer v italijanskih bankah:

- **Povpraševanje po depozitih in kreditih:** Višina bančne aktivne obrestne mere (tj. posojilne obrestne mere) je pozitivno odvisna od višine realnega bruto domačega proizvoda (BDP) in stopnje inflacije. Ugodne gospodarske razmere povečujejo število dobičkonosnih investicijskih projektov (v smislu pričakovane pozitivne neto sedanje vrednosti) in posledično povečujejo povpraševanje po kreditih. Večje povpraševanje po kreditih vpliva tudi na povišanje obrestnih mer za kredite. Povišanje obrestne mere na denarnem trgu poveča oportunitetne stroške alternativnih oblik financiranja (npr. izdajanja obveznic), kar poveča povpraševanje po kreditih. Posledično se povišajo obrestne mere za kredite. Višina bančne pasivne obrestne mere (za depozite) pa je negativno odvisna od višine realnega BDP in stopnje inflacije. Višja raven dohodka vpliva na povečanje povpraševanja po depozitih, zaradi česar bankam ni potrebno višati obrestnih mer za depozite. Vendar pa velja tudi obratno: povišanje obrestne mere na denarnem trgu, »ceteris paribus« poveča privlačnost investiranja v netvegane vrednostne papirje, ki postanejo alternativa depozitom. Zaradi zmanjšanja povpraševanja po depozitih morajo banke povišati pasivne obrestne mere, da bi pritegnile varčevalce. Povišanje inflacije tako vpliva na povišanje aktivnih in pasivnih obrestnih mer v bankah, pri čemer so najhitrejše in največje prilagoditve opazne pri obrestnih merah za kratkoročne kredite.

⁴⁷ V vzorec je vključil 73 bank, ki pokrivajo več kot 70% vseh danih kreditov v italijanskem bančnem sistemu.

- **Operativni stroški, kreditno tveganje in volatilnost obrestnih mer:** Stroški finančnega posredništva (poslovanja, nadzora, vodenja ipd.) so pozitivno povezani z obrestnimi merami za kredite in negativno povezani z obrestnimi merami za depozite. Bolj kot je banka učinkovita pri svojem poslovanju, manjši je njen razpon (»spread«) med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami. Višina obrestne mere za kredite je odvisna tudi od tveganosti kreditnega portfelja: banke, ki investirajo v bolj tvegane projekte, zaračunavajo višje cene kreditov, zato da kompenzirajo izgube iz morebitnih nevratil t.i. »slabih« kreditov (»bad loans«). Nenazadnje so bančne obrestne mere odvisne tudi od volatilnosti obrestnih mer na denarnem trgu. Visoka volatilnost obrestnih mer povečuje tako aktivne kot tudi pasivne obrestne mere v bankah. Raziskave na trgu so pokazale, da so obrestne mere za kredite bolj občutljive na volatilnost obrestnih mer na trgu v primerjavi z obrestnimi merami za depozite, pri čemer obstaja pozitivna korelacija med volatilnostjo tržnih obrestnih mer in razponom aktivnih in pasivnih obrestnih mer (»spread«).

- **Kanal obrestnih mer (»Interest rate channel«):** Gre za kanal transmisijskega mehanizma denarne politike, preko katerega se bančne obrestne mere prilagajajo spremembam obrestnih mer instrumentov centralne banke. Pri vodenju restriktivne denarne politike se obrestne mere na trgu znižajo, obratno se zgodi pri vodenju ekspanzivne denarne politike. Sprememba obrestnih mer na trgu neposredno vpliva na višino bančnih obrestnih mer preko t.i. kanala obrestnih mer. Ker se banke med seboj razlikujejo, se različno odzivajo na spremembe v denarni politiki monetarnih oblasti. Heterogenost⁴⁸ odzivov je predvsem opazna pri oblikovanju aktivnih obrestnih mer v razmerah, ko se povišajo stroški financiranja na trgu oz. cene pridobivanja finančnih virov. Specifične lastnosti bank močno vplivajo na gibanje kreditne ponudbe v bankah. Prilagajanje obrestnih mer za depozite je počasnejše.

- **Kanal bančnega posojanja (»Bank lending channel«):** Restriktivna denarna politika vpliva na obseg bančnega kreditiranja, ker banke ne morejo v celoti kompenzirati zmanjšanja depozitov s pridobivanjem drugih finančnih virov (npr. z izdajanjem potrdil o vlogah ali obveznic). Na trgu vlada tudi asimetrija informacij glede vrednosti bančnih naložb. Majhne, nizko kapitalizirane banke, ki so slabše likvidne, morajo zaradi večjega tveganja investitorjem ponuditi višjo obrestno mero. Po drugi strani takšne banke tudi težje izdajajo obveznice oz. potrdila o vlogah. Zaradi tega odgovorijo na restriktivno denarno politiko tako, da povišajo svoje aktivne obrestne mere in zmanjšajo ponudbo kreditov. Obenem pa skušajo preprečiti upad depozitov tako, da povišajo pasivne obrestne mere. Banke, ki se financirajo pretežno iz virov, ki niso depoziti (npr. z obveznicami), bodo hitreje prilagodile svoje pasivne obrestne mere razmeram na trgu, saj sprememba tržnih obrestnih mer zanje neposredno pomeni spremembo stroškov financiranja. Odzivnost bank je odvisna tudi od povezanosti bank z nebančnimi komitenti: banke, ki imajo trdne in dolgoročne odnose s strankami, bodo

⁴⁸ Tudi Mojon (2000, str. 22 – 23) je preučeval heterogenost odzivov aktivnih in pasivnih bančnih obrestnih mer za posle na drobno (retail) na spremembe obrestnih mer na denarnem trgu. Ugotovil je, da se najhitreje odzivajo kratkoročne obrestne mere za kredite, vendar obstajajo razlike tudi med državami in znotraj posameznega trga. Manjša volatilnost obrestnih mer v EMU po uvedbi evro valute je pomembno prispevala k večji učinkovitosti prenosa sprememb iz denarnega trga na bančne obrestne mere (»interest rate pass-through«).

počasneje in manj občutno spreminjale aktivne obrestne mere. Banka se lahko odloči, da komitentu odobri kredit po obrestni meri, ki je nižja od tržne (v razmerah visokih obrestnih mer na trgu), kar se ji kasneje, ko se razmere na trgu spreobrnejo, obrne v korist. S tem ohrani dolgoročna razmerja s komitenti in si z njimi deli tveganje prihodnjih sprememb v denarni politiki.

- **Kanal bančnega financiranja (»Bank capital channel«):** V tem okviru gre za tri hipoteze o dejavnikih, ki vplivajo na oblikovanje bančnih obrestnih mer:

a) Trg lastniškega kapitala bank je nepopoln. Zaradi visokih stroškov agentov in neugodnega davčnega obravnavanja banke niso zainteresirane za izdajanje delnic.

b) Banke so izpostavljene tveganju spremembe obrestnih mer. Glavni razlog za to je njihova značilna struktura bilance, pri kateri imajo bančne naložbe daljšo ročnost od virov sredstev (t.i. »maturity transformation«).

c) Regulativa o kapitalski ustreznosti bank omejuje ponudbo bančnih kreditov.

Ko na trgu obrestne mere porastejo, lahko banke obnovijo (na podlagi novih pogajanj s komitenti) le manjši delež danih kreditov, ki so pretežno dolgoročni. Pri depozitih, ki so pretežno kratkoročni, pa velja nasprotno. Zaradi neuskkljenosti ročnosti kreditov in depozitov imajo banke določen strošek, ki zmanjšuje dobiček. Čeprav ima banka možnost dokapitalizacije z izdajo novih delnic, se zaradi previsokih stroškov raje odloči za zmanjšanje kreditiranja strank (zaradi izpolnjevanja količnika kapitalske ustreznosti) in razširi razpon svojih obrestnih mer: obrestne mere za kredite poviša, obrestne mere za depozite pa zniža.

- **Struktura panoge in konkurenčnost:** V tem okviru literatura obravnava dva možna učinka panožne koncentracije na oblikovanje obrestnih mer v bankah:

a) Večja koncentracija v panogi bančništva vpliva na oligopolistično obnašanje bank (t.i. »structure – performance hypothesis«). To pomeni, da manjša konkurenca med bankami vpliva na oblikovanje večjih razmikov (»spreads«) med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami bank.

b) Večja koncentracija v panogi bančništva je rezultat prevzemov manj učinkovitih bank s strani bolj učinkovitih bank (t.i. »efficient – structure hypothesis«). To pomeni, da povečanje učinkovitosti zniža stroške upravljanja in vodenja banke ter posledično zmanjša razmike (»spreads«) med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami bank. Tudi združitve bank (»mergers«) povečujejo učinkovitost poslovanja bank

Rezultati empirične raziskave (Gambacorta, 2004, str. 15 – 20) so pokazali, da se različne banke različno odzivajo na spremembe v monetarni politiki samo na kratek rok. Dolgoročno gledano se obrestne mere bank homogeno prilagajajo spremembam v ključni obrestni meri monetarnih oblasti. Obrestne mere za kratkoročne kredite se v dobro likvidnih bankah, ki so visoko kapitalizirane, ob spremembi obrestne mere centralne banke skoraj ne spremenijo, prav tako počasneje prilagajajo svoje obrestne mere banke, ki imajo v portfelju visok delež dolgoročnih kreditov. Pri tem velikost banke sploh ni pomembna. To pomeni, da obrestne mere za kratkoročne kredite v manjših bankah niso bolj občutljive na spremembe v denarni

politiki kot obrestne mere za kratkoročne kredite v večjih bankah. V italijanskem bančnem sistemu namreč obstajajo tesne povezave oz. dolgoročna razmerja med manjšimi bankami in manjšimi podjetji. Heterogenost spreminjanja pasivnih obrestnih mer bank pa je vezana na strukturo obveznosti oz. virov financiranja bank. Banke, pri katerih prevladuje »nedepozitno« financiranje, hitreje in bolj opazno prilagajajo svoje pasivne obrestne mere razmeram na trgu kot pa banke, katerih viri financiranja so manj občutljivi na tržna gibanja. Na hitrost spreminjanja višine pasivnih obrestnih mer tako vpliva sprememba cene ostalih oblik (re)financiranja, ki so pomembne za posamezno banko.

Tudi politika oblikovanja obrestnih mer v banki San Paolo IMI je pod vplivom vseh zgoraj navedenih dejavnikov. Banka ima zelo razvejano ponudbo kreditov komitentom, pri čemer ima razvito tudi svojo lastno referenčno obrestno mero v obliki »prime rate«, ki predstavlja izhodiščno obrestno mero za kredite komitentom z najvišjo boniteto oz. najnižjim kreditnim tveganjem. Na pasivni strani bilance pa se struktura virov financiranja banke bistveno razlikuje od strukture, ki smo je navajeni pri slovenskih bankah. Depoziti kot vir financiranja (»raccolta depositi«) so namreč izrazito kratkoročni, saj banka komitentom za dolgoročnejše varčevanje ponuja naložbe v različnih skladih (»fondi comuni di investimento«). Gre za številne produkte skladov, ki imajo posebna imena in so prilagojeni različnim skupinam komitentov (npr. upokojencem, študentom, majhnim podjetjem, samostojnim podjetnikom itd.). Poglavitna pasivna obrestna mera banke (v smislu obrestne mere za depozite) je tako obrestna mera za vpogledne vloge (»raccolta a vista«) oz. tekoče račune. Banka se pri oblikovanju svojih obrestnih mer odziva po eni strani na razmere na domačem (italijanskem) trgu, na drugi strani pa spremlja razmere na evropskem denarnem trgu in obrestne mere ECB. Pomembno vodilo in izhodišče pri oblikovanju obrestnih mer pa je letni plan obrestnih prihodkov in odhodkov ter bilance uspeha banke.

ECB je nazadnje spremenila svojo ključno obrestno mero junija 2003. Obrestna mera glavnega refinanciranja se je znižala za 0,50 odstotne točke na raven 2,00%. V nadaljevanju sledi pregled prilagoditev aktivnih in pasivnih obrestnih mer banke San Paolo IMI na to spremembo.

a) PRILAGODITEV PASIVNIH OBRESTNIH MER:

Banka je sprejela enotno znižanje v enakem obsegu kot ECB, tj. za 0,50 odstotne točke na vseh ravneh vpoglednih vlog. V kolikor bi po tem znižanju obrestne mere še vedno presegale vrednost 1,00%, je bila postavljena zahteva po zaokrožitvi na raven 1,00%. Minimalna pasivna obrestna mera banke v višini 0,01% se je ohranila nespremenjena. Ključni cilj opisane prilagoditve pasivnih obrestnih mer je bil omejiti negativne ekonomske učinke nižje obrestne marže (»mark down«), ki izvira iz nezmožnosti banke še dodatno znižati obrestne mere, ki so (že) bile pozicionirane na minimalni ravni 0,01%. Odgovorne osebe v poslovnih enotah so morale omejevati ponovna pogajanja s komitenti, ki se pojavijo pred podobnimi centraliziranimi masovnimi ukrepi nad obrestnimi merami. Pri tem je banka ohranila že zastavljene cilje glede volumna depozitov, ki jih je predvidela v letnem planu (»budget

plan«). Da opisano znižanje pasivnih obrestnih mer ne bi ogrozilo doseganja zastavljenega plana, je banka dodelila posebna pooblastila direktorjem Območij (»Direttori di Area«), da sami presodijo in določijo primerno višino obrestnih mer za izbrane (večje) komitente, pri čemer morajo izhajati iz donosnosti tradicionalnih instrumentov, ki so za komitente alternativa za depozite (npr. zakladnih menic ali drugih državnih vrednostnih papirjev). Banka ponavadi opredeli tudi maksimalno višino obrestne mere, ki jo lahko ponudi direktor posameznega Območja za depozite. Le-ta je lahko določena kot fiksna obrestna mera (v opisanem primeru prilagoditve je znašala 1,50%), lahko pa banka za njeno definiranje uporabi tudi določeno referenčno obrestno mero (npr. povprečna višina enomesečnega EURIBOR-ja zadnjih dveh delovnih dni v preteklem mesecu, zmanjšana za fiksni odbitek 0,40 odstotne točke). V kolikor bi se na trgu pojavile posebne priložnosti za pridobitev (večjih) depozitov, lahko ponudbene obrestne mere preuči tudi centralno Vodstvo poslovne mreže in določi višje obrestne mere za daljše ročnosti vezave ali vezave na odpoklic (»time deposit« ali »pronti contro termine«). Obrestne mere za vezane depozite imajo definirano izhodiščno obrestno mero (t.i. »tasso base«), ki se je v našem primeru prilagoditve znižala za 0,20 odstotne točke.

Banka ima v svoji ponudbi na pasivni strani tudi depozite, ki se obrestujejo po spremenljivih obrestnih merah, vezanih na različne referenčne obrestne mere (t.i. »tassi parametrati«). Najpogosteje se kot referenčne obrestne mere uporabljajo EURIBOR, »prime rate ABI« in T.U.R.

- »Prime rate ABI« je povprečna obrestna mera za prvovrstne kreditojemalce, ki jo izračunava in javno objavlja Združenje italijanskih bank (»Associazione Bancaria Italiana«) od aprila 1984 dalje. Izračunava se kot ponderirano aritmetično povprečje nominalnih prvovrstnih obrestnih mer (»prime rates«) za kredite na tekočih računih, ki jih Združenju sporočajo izbrane italijanske banke. Košarica ali panel sodelujočih bank obsega štiriintrideset poslovnih bank, ki po skupnem znesku vlog na tekočih računih pokrivajo približno 70% celotnega italijanskega bančnega sistema. V izračunu se upoštevajo neto nominalne obrestne mere, tj. obrestne mere brez kakršnih koli provizij ali dodatnih stroškov (npr. stroškov odobritve kredita ipd.). Vsaka sodelujoča banka avtonomno določa višino svoje »prime rate«. Od junija 1989 dalje se »Prime rate ABI« izračunava in objavlja dvakrat mesečno oz. na vsakih petnajst dni (pred tem se je objavljal enkrat mesečno). Izbrane banke so dolžne Združenju bank na zadnji dan vsakega meseca sporočiti tri podatke:

- a) višino »prime rate«, ki velja na zadnji dan meseca,
- b) obseg koriščenih kreditov na tekočih računih, ki so bili odobreni po »prime rate« ali po nižji obrestni meri na zadnji dan v preteklem mesecu, tj. v mesecu pred mesecem, za katerega banka sporoča »prime rate«,
- c) skupen znesek koriščenih kreditov na tekočih računih na zadnji dan v preteklem mesecu.

Sredi meseca banke sporočajo Združenju bank samo prvi podatek, preostala podatka se ohranita na ravni, kot sta bila sporočena ob koncu preteklega meseca. Pri izračunu »prime rate

ABI« se sporočene prvovrstne obrestne mere posameznih bank ponderirajo z obsegom koriščenih kreditov na tekočih računih po »prime rate« ali nižji obrestni meri na zadnji dan preteklega meseca (tj. s podatkom pod točko b)). Izračunana vrednost »prime rate ABI« se nato zaokroži na najbližjo vrednost večkratnika ene osmine (1/8). Evropska centralna banka je v Italiji v začetku leta 2003 natančno revidirala postopke statističnega zbiranja in obdelave podatkov o obrestnih merah bank. Cilj revizije je bil poenotiti obrestne mere med državami oz. finančnimi trgi in zagotoviti lažjo mednarodno primerjavo obrestnih mer. ECB je ocenila, da je razpoložljivost kvalitetnih informacij na trgu visoka in da z uveljavitvijo novih harmoniziranih statističnih metod, ki določajo izračun efektivne letne obrestne mere TAEG, »prime rate ABI« ni več smiselno uporabljati za referenčno obrestno mero. Izvršni odbor Združenja italijanskih bank (ABI) je na podlagi ugotovitev ECB sprejel sklep, da se od 31.12.2004 dalje ne bo več izračunavala in objavljala »prime rate ABI«⁴⁹.

- T.U.R. (»Tasso Ufficiale di Riferimento«) je obrestna mera za glavno refinanciranje pri Evropski centralni banki in se pod to kratico uporablja v Italiji od januarja 1999. Pred tem je to funkcijo opravljala obrestna mera T.U.S. (»Tasso ufficiale di Sconto«), ki je odražala ceno refinanciranja pri italijanski centralni banki (Banca d'Italia). V praksi služi kot orientacijska obrestna mera, poleg tega pa se večkrat uporablja tudi kot referenčna obrestna mera pri srednjeročnih in dolgoročnih kreditih (predvsem hipotekarnih kreditih).

Nekatere obrestne mere, vezane na referenčne obrestne mere, se v banki San Paolo IMI spreminjajo centralizirano na podlagi predpisanih pogojev iz splošnega pravilnika (»Procedura Condizioni«), ostale pa morajo primerno in pravočasno prilagoditi posamezne poslovne enote, ki ponujajo tovrstne posle. Banka zahteva, da skrbniki teh poslov poskrbijo za ustrezno višino pribitkov na referenčne obrestne mere. Poleg tega je potrebno stalno spremljati razmere na trgu in sproti ocenjevati primernost uporabljenih referenčnih obrestnih mer: v kolikor referenčne obrestne mere ne odražajo dejanskih razmer na trgu oz. se jim ustrezno ne prilagajajo, skrbniki njihovo uporabo v ponudbi ukinejo. Zamenjajo jih z novimi referenčnimi obrestnimi merami, ki so za banko manj tvegane (z vidika tveganja osnove – t.i. »base risk«). Banka San Paolo ocenjuje (in tudi uporablja) kot najbolj primerno referenčno obrestno mero enomesečni EURIBOR.

Banka določene pasivne posle izključi iz enotnega oz. masovnega prilagajanja obrestnim meram ECB. Ponavadi gre za odnose z zaposlenimi in njihovimi sorodniki, za posle po posebnih definiranih pooblastilih, za vezane depozite daljših ročnosti (»time deposits«) in za posebne posle zakladnice (za le-te se obrestne mere po potrebi prilagodijo na posameznih operativnih mestih).

⁴⁹ V Prilogi 6 sta tabela in prikaz gibanja »prime rate ABI« od januarja 2000 do februarja 2004.

b) PRILAGODITEV AKTIVNIH OBRESTNIH MER:

Na aktivni strani ponudbe uporablja banka San Paolo IMI za izhodišče svojo prvovrstno obrestno mero, ki se imenuje »Prime Rate Banca«. Ob znižanju ključne obrestne mere ECB za 0,50 odstotne točke je banka znižala svojo izhodiščno obrestno mero za 0,25 odstotne točke. Poleg tega pa ni sprejela nobenega drugega ukrepa na centralizirani ravni. Banka tako prepušča samostojno oblikovanje pribitkov nad »Prime Rate Banca« posameznim operativnim enotam in vodstvu Območij. Diverzifikacija ponujenih obrestnih mer se oblikuje v odvisnosti od izpostavljenosti kreditnemu tveganju. Osnova je ocena kreditne sposobnosti komitenta oz. »rating« na podlagi interne klasifikacije. O oblikovanju in nadaljnji politiki aktivnih obrestnih mer se je banka odločala na podlagi finančnih analiz takratnih podatkov o plasiranih kreditih. Ugotovila je, da prihodki iz naslova danih kreditov strankam, ki spadajo v razrede z večjim kreditnim tveganjem, kljub porastu teh poslov niso bili dovolj visoki, da bi zagotovili primeren donos na kapital banke. Zato je banka dopuščala nižanje obrestnih mer za kredite strankam z boljšo bonitetno oceno v okvirih znižanja obrestne mere ECB le izjemoma oz. v minimalnem obsegu. Zaradi visokih operativnih stroškov, je zahtevala tudi omejitve obnavljanja kreditov, danim strankam s slabšo boniteto.

Tudi pri aktivnih dolgoročnih poslih banka uporablja referenčne obrestne mere. Banka komitentom ponuja kredite, vezane na referenčno obrestno mero EURIBOR različnih ročnosti (najpogosteje en mesec, trije meseci, šest mesecev). Ker se EURIBOR hitro prilagaja ravni obrestnih mer na trgu in višini obrestnih mer ECB, je banka iz tega vidika zaščitena pred nepričakovanimi spremembami na trgu. Banka po potrebi prilagaja le višino pribitkov na referenčno obrestno mero, pri čemer izhaja iz ocene kreditnega tveganja kreditojemalca.

ECB od začetka leta 2003 dalje, vsako četrletje izvaja raziskavo o razmerah na trgih kreditov na evro območju (A bank lending survey for the Euro Area, 2003, str. 65 – 75). Izbrane banke izpolnjujejo vprašalnike, s katerimi ECB zbira podatke o pogojih kreditiranja, ki poleg osnovne cene kredita oz. obrestne mere zadevajo tudi razvoj in obseg ostalih, neobrestnih stroškov za odobritve kreditnih linij ipd. ECB želi na ta način pridobiti informacije o številnih dejavnikih, ki vplivajo na obseg povpraševanja po kreditih in njihove ponudbe, in sicer za lažje predvidevanje prihodnjega ekonomskega razvoja in sprejemanje ustreznih ukrepov. Razpoložljivost kreditov v gospodarstvu namreč vpliva na uspešnost transmisijskega mehanizma denarne politike.

5.3.3 Dostopnost in načini zajemanja podatkov o referenčni obrestni meri EURIBOR

Banka San Paolo IMI sodeluje v postopku oblikovanja obrestnih mer EURIBOR oz. je vključena v panel izbranih bank. Sam postopek oblikovanja obrestnih mer EURIBOR lahko strnemo v nekaj glavnih točk:

- Osemindeset bank (vključno z banko San Paolo IMI) vsak dan do 10.45 ure vnese kotacije obrestnih mer za dane medbančne depozite izbranih standardiziranih ročnosti v poseben sistem, ki je povezan z enim od informacijskih in trgovalnih sistemov. Banka San Paolo IMI najpogosteje uporablja Reuters ali Moneyline Telerate.
- Ključen za oblikovanje EURIBOR-ja je zadnji vnos obrestne mere v sistem (le-ta je bil lahko izvršen tudi npr. ob 9.00 uri). Vsi ostali vnosi obrestnih mer (pred zadnjim vnosom) v izračunu EURIBOR-ja niso upoštevani.
- Ni nujno, da banka z drugimi bankami dejansko sklepa posle po obrestnih merah, ki jih vnaša v sistem, povezan z Reutersom ali Telerate-om. Dejanske obrestne mere, po katerih se sklepajo posli, se lahko torej razlikujejo od obrestnih mer, na osnovi katerih je izračunan EURIBOR, čeprav so odstopanja navadno zanemarljivo majhna.
- Banka pri oblikovanju kotacij izhaja iz ocene dogajanja na trgu. Na zaslonih trgovalnih sistemov ima banka dostop do kotacij za dane in prejete medbančne depozite številnih domačih in tujih bank.

Izračunana vrednost EURIBOR-ja za vse standardizirane ročnosti se javno objavi vsak dan ob 11.00 uri na zaslonih številnih trgovalnih sistemov, med katerimi se največ uporabljajo:

- Moneyline Telerate (le-ta tudi uradno izračunava vrednosti EURIBOR-ja),
- Thomson Financial,
- Reuters,
- Bloomberg,
- Nomura Research,
- S + P Comstock in
- Quick.

Dostop do podatkov je enostaven, poleg tega pa trgovalni sistemi vsebujejo tudi bazo podatkov s historičnimi vrednostmi referenčne obrestne mere EURIBOR za vse standardizirane ročnosti. Uporabniku omogočajo tudi grafično predstavitev gibanja obrestnih mer v izbranih časovnih intervalih. Iz objavljenih vrednosti EURIBOR-ja, ki je izražen po principu dejansko število dni/360 dni v letu, trgovalni sistem izračuna tudi ustrezne vrednosti EURIBOR-ja po principu dejansko število dni/365 dni v letu, ki so ustrezno višje. Daljša kot je ročnost danih medbančnih depozitov, večja je razlika med izračunanimi vrednostmi EURIBOR-ja (glej Tabelo 12, str. 91). Iz vrednosti v Tabeli 12 namreč izhaja, da je krivulja donosnosti obrestnih mer EURIBOR naraščajoča. Pri sklepanju kreditno-depozitnih poslov ni splošnega pravila, kateri EURIBOR naj se uporabi, ponavadi je izbira rezultat dogovora med kreditodajalcem in kreditojemalcem.

Tabela 12: Primerjava objavljenih vrednosti referenčne obrestne mere EURIBOR na informacijsko - trgovalnem sistemu Reuters, dne 19.6.2004 (z valuto poravnave spot, tj. 21.6.2004) po načelih act/360 in act/365

Ročnost	EURIBOR act/360	EURIBOR act/365	RAZLIKA (v odstotnih točkah)
en teden – SW	2,055%	2,084%	0,029
dva tedna - 2W	2,069%	2,098%	0,029
tri tedni – 3W	2,076%	2,105%	0,029
en mesec – 1M	2,082%	2,111%	0,029
dva meseca - 2M	2,101%	2,130%	0,029
tri meseci - 3M	2,122%	2,151%	0,029
štiri meseci - 4M	2,150%	2,180%	0,030
pet mesecev - 5M	2,179%	2,209%	0,030
šest mesecev – 6M	2,212%	2,243%	0,031
Sedem mesecev – 7M	2,254%	2,285%	0,031
Osem mesecev – 8M	2,289%	2,321%	0,032
Devet mesecev – 9M	2,329%	2,361%	0,032
Deset mesevec – 10M	2,371%	2,404%	0,033
Enajst mesecev - 11M	2,415%	2,449%	0,034
eno leto – 1Y	2,463%	2,497%	0,034

Vir: Reuters, 19.6.2004.

Banke na svojih straneh objavljajo kotacije za dane in prejete medbančne depozite standardiziranih ročnosti čez cel dan, torej tudi po 11.00 uri oz. po izračunu EURIBOR-ja. Med dnem se te obrestne mere po potrebi tudi spreminjajo (npr. kot odraz likvidnostnega položaja banke), njihova spremljava pa je omogočena vsem uporabnikom informacijsko-trgovalnih sistemov.

6 OCENA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE ZA SLOVENSKI DENARNI TRG

6.1 PRIMERJAVA OBRESTNIH MER EURIBOR IN SITIBOR

Kot je bilo ugotovljeno v četrtem poglavju, na slovenskem denarnem trgu zaenkrat še nimamo splošno uveljavljene in uporabljane referenčne obrestne mere, kot jo poznajo na razvitih denarnih trgih. Z razvojem slovenskih medbančnih obrestnih mer (SITIBOR) smo se najbolj približali referenčni obrestni meri EURIBOR, ki že od nastanka naprej uspešno opravlja funkcijo referenčne obrestne mere pri dolgoročnih poslih na evropskem denarnem trgu. Metodologija za izračun obrestnih mer SITIBOR je v marsičem podobna metodologiji za EURIBOR, pri čemer pa je potrebno poudariti ključno razliko v samem okolju, kjer se omenjeni obrestni meri oblikujeta. Slovenski denarni trg je v primerjavi z evropskim slabo razvit in plitek. V zadnjih nekaj letih se postopoma krepi in razvija, kar lahko pričakujemo tudi v prihodnje, saj se bo po vstopu v EMU moral integrirati z evropskim denarnim trgom.

Ker je bilo na področju slovenskih medbančnih obrestnih mer že veliko narejenega, menim, da je z dodatnimi skupnimi naporimi slovenskega bančnega sistema in Banke Slovenije mogoče, da obrestne mere SITIBOR le prerastejo v referenčne obrestne mere na domačem denarnem trgu. V tem poglavju zato želim opozoriti na bistvene podobnosti in razlike med slovenskimi medbančnimi obrestnimi merami SITIBOR in evropskimi medbančnimi obrestnimi merami EURIBOR. Da bi zagotovili večjo preglednost primerjave obrestnih mer, lahko ključne podobnosti (oz. razlike) razdelimo na devet elementov:

1. Kriterij za izbor reprezentativnih bank:

Pri izračunu referenčne obrestne mere EURIBOR sodeluje 48 prvovrstnih bank, ki imajo največji obseg poslovanja na evrodenarnem trgu. Med njimi je tudi nekaj bank, ki imajo sedež izven evro območja, vendar imajo velik obseg transakcij s tem območjem. Kriterij za izbor reprezentativnih bank, ki sodelujejo pri izračunu slovenskih medbančnih obrestnih mer SITIBOR, pa je velikost banke, ki se meri po bilančni vsoti. Upošteva se podatek o velikosti bilančne vsote bank na vsak zadnji dan preteklega koledarskega leta. Pri izračunu obrestne mere SITIBOR sodeluje osem bank (največjih po bilančni vsoti), poleg tega pa informativno kotirata obrestne mere še dve dodatni banki (deveta in deseta po kriteriju bilančne vsote).

2. Obveznosti reprezentativnih bank:

Obveznosti bank so pri obeh obrestnih merah definirane na približno enak način. Reprezentativne banke za EURIBOR in SITIBOR morajo vsak dan (razen praznikov) do točno določene ure (11.00) kotirati obrestne mere, po katerih ponujajo depozite na medbančnem trgu v domači valuti (tj. v evrih oz. tolarjih) drugim prvovrstnim bankam za izbrane standardizirane ročnosti na dve decimalni mesti natančno. Banke so dolžne kotirati tudi obrestne mere za prejete depozite, zato da je na trgu dosegljiv podatek o obrestnem razmiku, ki je pomemben pokazatelj razvitosti denarnega trga. Sodelujoče banke so dolžne spoštovati sklepe nadzorne skupine. Pri EURIBOR-ju so reprezentativne banke dolžne izpeljati vse nujne organizacijske spremembe, ki bodo omogočale permanentno pošiljanje podatkov brez prekinitve, ki bi nastale zaradi človeških ali tehničnih razlogov. To velja tudi za slovenske banke. Pri pošiljanju podatkov na Reuters morajo banke namreč dnevno sporočati tudi kotacije obrestnih mer, ki se v primerjavi s predhodnim datumom niso spremenile. Da bi zagotovili pravilnost izračuna, so se na Združenju bank Slovenije odločili, da bodo izračune opravljali tudi sami, za križno kontrolo izračunov, ki jih opravijo na Reutersu. V kolikor bi prišlo do razhajanj med izračunom SITIBOR, ki je objavljen na Reutersu, in izračunom, ki ga opravi Združenje bank, morajo banke sprejeti kot uradno točne izračune Združenja bank.

3. Način izračuna:

Po pridobitvi vseh kotacij za medbančne depozite standardiziranih ročnosti se tako EURIBOR kot tudi SITIBOR izračunata kot aritmetično povprečje izbranih kotacij. V izračun

EURIBOR-ja se ne vključi 15% najvišjih in najnižjih kotacij, v izračunu SITIBOR-ja pa se upoštevata srednji dve četrtini kotacij⁵⁰.

4. *Izbor standardiziranih ročnosti kotacij:*

EURIBOR se izračunava za petnajst različnih ročnosti do enega leta (en teden, dva tedna, tri tedne ter dvanajst ročnosti od enega meseca do dvanajstih mesecev), SITIBOR pa za devet ročnosti do enega leta (preko noči, en teden, dva tedna, en mesec, dva meseca, tri mesece, šest mesecev, devet mesecev in eno leto).

5. *Valuta poravnave poslov na medbančnem trgu:*

Rok za denarno poravnavo oz. izpolnitev sklenjenega posla je pri referenčni obrestni meri EURIBOR za depozite vseh standardiziranih ročnosti enaka, in sicer drugi delovni dan po sklenitvi posla (T+2). Najkrajša ročnost kotacij EURIBOR je namreč en teden. Pri kotacijah SITIBOR, kjer je najkrajša ročnost sklenjenih poslov en dan oz. preko noči, je rok za denarno poravnavo še isti dan, in sicer takoj po sklenitvi posla (T+0)⁵¹. Za vse ostale standardne produkte medbančnega trga (od enega tedna do enega leta) pa valutacija posla obsega dva dni (T+2).

6. *Značilnosti medbančnih depozitov:*

Kotacije obrestnih mer EURIBOR in SITIBOR so vezane na dane medbančne depozite, ki niso na noben način posebej zavarovani. Gre torej za nezavarovane medbančne depozite v domači valuti (v evrih pri EURIBOR-ju in v tolarjih pri SITIBOR-ju).

7. *Zbiranje kotacij in javna objava:*

Tako za EURIBOR kot tudi za SITIBOR je določen uradni skrbnik (»screen service provider«), ki zbira kotacije od sodelujočih bank in je odgovoren za izračun in javno objavo obrestnih mer. Za EURIBOR je to podjetje »Moneyline Telerate«, za SITIBOR pa Reuters. Februarja 2004 je Odbor za zakladništvo določil, da sodelujoče slovenske banke poleg kotacije preko sistema Reuters vsak dan do dogovorjene 11.00 ure sporočajo svoje kotacije tudi Združenju bank Slovenije. V primeru neskladja med Reutersovo kotacijo in kotacijo Združenja bank velja kotacija Združenja, ki je odgovorno tudi za arhiviranje podatkov in objavo v javnih občilih. S tem je zagotovljena večja natančnost pri izračunu SITIBOR-ja. EURIBOR se objavlja na tri decimalna mesta natančno, SITIBOR pa na dve decimalni mesti natančno. EURIBOR se za razliko od SITIBOR-ja objavlja v dveh oblikah: enkrat po načelu dejansko število dni/360 dni, poleg tega pa še enkrat, po načelu dejansko število dni/365 dni.

8. *Nadzorna skupina:*

Obe obravnavani obrestni meri imata določeno nadzorno skupino, ki spremlja izpolnjevanje obveznosti sodelujočih bank, preverja ustreznost metodologije ter ukrepa v primeru ugotovljenih nepravilnosti. Za EURIBOR je nadzorna komisija (»Steering Committee«),

⁵⁰ Enako načelo izračuna velja za referenčno obrestno mero LIBOR.

⁵¹ Tudi v tem pogledu je metodologija SITIBOR podobna metodologiji referenčne obrestne mere LIBOR.

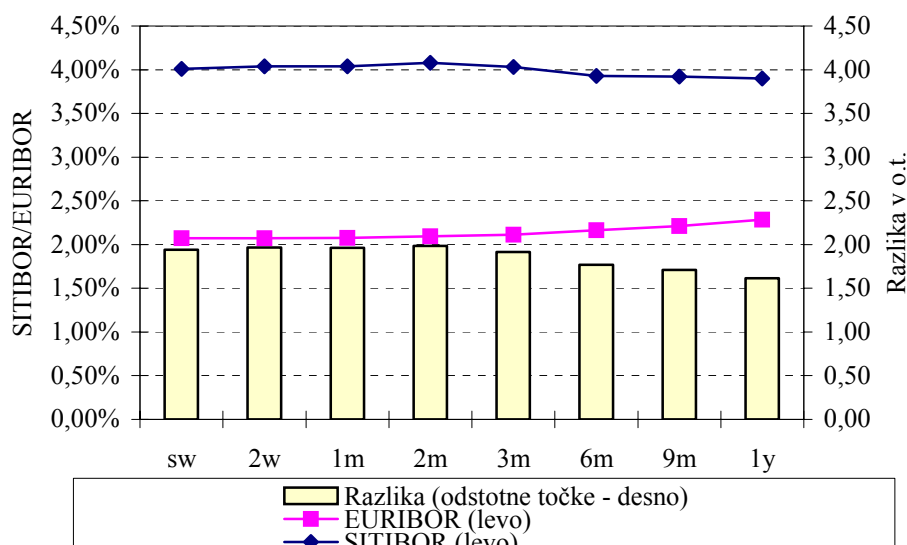
vklučno s svojimi nalogami, imenovana in določena v posebnem pravilniku (»Code of Conduct«), kjer so definirani tudi kriteriji za izbor sodelujočih bank ter njihove obveznosti. Nadzorno skupino za SITIBOR pa sestavljajo člani Odbora za zakladništvo pri Združenju bank Slovenije. Njihove zadolžitve in odgovornosti so jasno opredeljene v Dogovoru o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer.

9. Sankcije:

V primeru, da sodelujoče banke ne izpolnijo svojih obveznosti ali kršijo predpisana določila nadzorne skupine, so tako pri EURIBOR-ju kot tudi pri SITIBOR-ju predvidene določene sankcije. Le-te predvidevajo najprej opozorilo, nato pa izključitev reprezentativne banke iz postopka izračuna oz. njena nadomestitev z drugo primerno banko.

Na Sliki 16 (str. 94) sledi še grafični prikaz razlik med SITIBOR-jem in EURIBOR-jem na izbrani dan.

Slika 16: Razlika med kotacijami SITIBOR in EURIBOR (za primerljive standardizirane ročnosti) na dan 23.8.2004



Vir: Reuters, 23.8.2004.

Ker se na slovenskem medbančnem trgu še naprej nadaljuje trend zniževanja obrestnih mer, obrestna mera EURIBOR pa se ne znižuje (oz. je do konca leta po napovedih priznanih tujih analitikov celo možno pričakovati njeno povišanje), se posledično razlika med SITIBOR-jem in EURIBOR-jem postopoma zmanjšuje. Pri najkrajših ročnostih znaša razlika približno 2 odstotni točki, pri daljših ročnostih pa se zniža na približno 1,7 odstotne točke. Sklepamo lahko, da se bo do konca leta 2004 razlika med njima še zmanjšala in pri daljših ročnostih upadla na približno eno odstotno točko.

SITIBOR in EURIBOR⁵² se občutno razlikujeta tudi po velikosti razmika med kotacijami za dane in najete medbančne depozite (»spread«), kar je posledica razlike v razvitosti denarnega trga na evro območju in v Sloveniji. Povprečen razmik na evropskem denarnem trgu obsega le približno pet bazičnih točk, medtem ko razmik med kotacijami SITIBOR in SITIBID v povprečju znaša okrog 60 bazičnih točk.

V spodnji tabeli sledi še primerjava EURIBOR-ja in SITIBOR-ja glede na izpolnjevanje kriterijev kvalitetne referenčne obrestne mere, ki so bili opredeljeni v podpoglavju 2.2.1.

Tabela 13: Pregled izpolnjevanja značilnosti kvalitetne referenčne obrestne mere pri obrestnih merah EURIBOR in SITIBOR:

Značilnosti referenčne obrestne mere (ROM)	EURIBOR	SITIBOR
1. Objektivnost določanja	Da	Da
2. Odzivnost na spremembe denarne politike	Da	Da
3. Odzivnost na spremembe likvidnostnih razmer	Da	Da
4. Korektno izražanje inflacijskih pričakovanj	Da	Da/ne
5. Nemoten dostop do kotacij	Da	Da
6. Usklajenost sklenjenih poslov s kotacijami	Da	Ne
7. Sprejemljivost ROM v poslovni praksi	Da	Da/ne

Vir: Lastne ocene.

SITIBOR (še) ne izpolnjuje vseh kriterijev kvalitetne referenčne obrestne mere.

Objektivnost določanja obrestnih mer SITIBOR je zagotovljena s samo metodologijo izračuna. V kolikor bi katera od bank hotela bistveno vplivati na višino obrestnih mer SITIBOR, bi se to pokazalo pri njenih kotacijah kot (pre)velik obrestni razmik, ki bi dlje časa znatno odstopal od povprečja ostalih bank. Nadzorna skupina, ki dnevno spremlja izpolnjevanje obveznosti sodelujočih bank, bi v takem primeru ukrepala in banko nadomestila z drugo banko. Obrestne mere SITIBOR se odzivajo na spremembe denarne politike Banke Slovenije, kar je razvidno iz postopnega zniževanja obrestnih mer na medbančnem trgu, vzporedno z zniževanjem obrestnih mer instrumentov centralne banke in iz spreminjanja časovne strukture medbančnih obrestnih mer. Prav tako se obrestne mere SITIBOR odzivajo na spremembe v likvidnostnih razmerah na trgu, kar se odraža v gibanju najkrajšoročnejših kotacij. Trg kratkoročnega denarja, z ročnostjo do enega meseca, je izredno občutljiv na hitre likvidnostne spremembe v bančnem sistemu, poleg tega pa je na tem segmentu ročnosti dnevno dosežen največji promet na medbančnem trgu. Pri primerjavi gibanja obrestnih mer SIONIA za dejansko sklenjene posle in kotaciji SITIBORO/N in SITIBIDO/N je bilo ugotovljeno, da se posli sklepajo znotraj razmika kotacij, ki se postopoma zmanjšuje. Tudi

⁵² EURIBOR se uradno izračunava samo iz kotacij za dane medbančne depozite. Pri oceni razmika se zato upoštevajo povprečne kotacije za najete medbančne depozite, ki jih javno kotirajo banke na informacijsko-trgovalnih sistemih, kot je npr. Reuters ali Bloomberg.

volatilnost kotacij se umirja. Ker se kotacije SITIBOR dnevno objavljajo na straneh Reutersa, torej na javnem mediju, je zagotovljen tudi nemoten dostop do teh podatkov.

Prvi kriterij, ki ga SITIBOR vsaj delno ne izpolnjuje, zadeva korektnost izražanja inflacijskih pričakovanj. Dokler se na domačem trgu še vedno uporablja TOM, ki temelji na pretekli inflaciji, SITIBOR še ne more v celoti odražati inflacijskih pričakovanj. Poleg tega je problem slovenskih razmer še vedno dokaj nepredvidljivo gibanje inflacije, kar povečuje tveganje napovedovanja prihodnje inflacije. Kljub temu menim, da bodo slovenske banke kmalu sposobne dovolj natančno anticipirati prihodnjo inflacijo in svoja pričakovanja dovolj korektno vgraditi v svoje kotacije medbančnih obrestnih mer.

Kar se tiče splošne sprejemljivosti SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere pri sklepanju dolgoročnih poslov, je bil narejen velik korak s tem, ko so nekatere slovenske banke vključile tudi te obrestne mere v svojo kreditno-depozitno ponudbo komitentom. Banke so na ta način pokazale svoje zaupanje v SITIBOR in s tem potrdile, da natančno in premišljeno oblikujejo svoje kotacije medbančnih obrestnih mer.

Ključna omejitev, ki ne dopuščata SITIBOR-ju opravljanja funkcije referenčne obrestne mere, je neuskkljenost dejansko sklenjenih poslov na trgu s kotacijami medbančnih obrestnih mer. Poleg tega kotacije SITIBOR-jev pri daljših ročnostih sploh niso podprte z dovolj velikim številom in obsegom poslov na trgu. Banke so pri sklepanju teh poslov obremenjene z negotovostjo, ki jo prinaša premajhen in nezadosten trg, poleg tega pa nimajo dobrega pregleda nad usklajenostjo oz. neuskkljenostjo svojih prihodnjih denarnih tokov, kar jih ovira pri odločitvah o sklenitvah depozitnih poslov daljših ročnosti z valuto dva dni. V glavnem se odločajo za najbolj preprosto in najmanj tvegano varianto tako, da sklepajo medbančne depozite dan za dan. Tudi tukaj se stvari počasi premikajo naprej: banke so začele kotirati obojestranske kotacije obrestnih mer, obrestni razmiki med kotacijami se počasi, a vztrajno zmanjšujejo, k večji stabilnosti obrestnih mer na medbančnem trgu pa je pomembno prispevala tudi Banka Slovenije, ko je omogočila bankam, da se po potrebi lahko neomejeno dnevno zadolžujejo pri njej preko sklepanja repojev deviznih blagajniških zapisov po fiksni obrestni meri. Obrestna mera za repo deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije je tako postala zgornja meja obrestnih mer najkrajših ročnosti na denarnem trgu. S tem pozitivno vpliva tudi na zmanjševanje razmika med kotacijami SITIBOR in SITIBID.

6.2 OCENA PRIMERNE REFERENČNE OBRESTNE MERE ZA SLOVENSKI DENARNI TRG

Na podlagi vseh dosedanjih ugotovitev v magistrskem delu menim, da je za slovenski denarni trg najbolj primerna različica referenčne obrestne mere slovenska medbančna obrestna mera SITIBOR. SITIBOR predstavlja spremenljivo obrestno mero, ki odseva splošno stanje na domačem denarnem trgu. Ključni argumenti za to, da SITIBOR postane referenčna obrestna mera na slovenskem denarnem trgu, so sledeči:

- SITIBOR bi prevzel vlogo enotne referenčne obrestne mere za slovenski denarni trg kot celoto, kar pomeni, da bi povečal primerljivost bančnih ponudb in poenotil delovanje bank na trgu.
- Metodologija SITIBOR-ja je primerljiva z metodologijami uveljavljenih referenčnih obrestnih mer LIBOR in EURIBOR.
- Nekatero slovenske banke SITIBOR že uporabljajo v praksi (Banka Celje, Nova Ljubljanska banka, Bank Austria Creditanstalt), kar se je izkazalo za uspešno potezo.
- Uveljavitev SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere bi omogočala relativno enostaven prehod v EMU oz. v prevzem evra, saj bi SITIBOR tedaj avtomatsko zamenjal EURIBOR. V bistvu se bo SITIBOR že s fiksiranjem deviznega tečaja med evrom in tolarjem poenotil z EURIBOR-jem in v tem času bo valutno tveganje odpravljeno.
- S tem, ko je Banka Slovenije v aprilu 2004 bankam ponudila vsakodnevno možnost sedemdnevne zadolžitve preko sklepanja repoja deviznih blagajniških zapisov, je vpeljala večjo stabilnost tržnih kratkoročnih obrestnih mer. Posledično je zagotovljena tudi večja objektivnost oblikovanja kotacij medbančnih obrestnih mer SITIBOR. Pozitiven učinek je razviden iz postopnega zmanjševanja razmika med kotacijami SITIBID in SITIBOR.

Trenutno SITIBOR še ne izpolnjuje vseh kriterijev kvalitetne referenčne obrestne mere, pri čemer je največja zavora njegovi uveljavitvi nerazvitost in plitkost domačega denarnega trga. Menim, da so za razvoj domače referenčne obrestne mere SITIBOR zato potrebni določeni ukrepi oz. aktivnosti, in sicer:

- **POSPEŠITI RAZVOJ DOMAČEGA DENARNEGA TRGA:**

Vse napore je potrebno usmeriti v povečanje globine domačega denarnega trga, saj le-ta predstavlja osnovo za razvoj referenčne obrestne mere. Plitkost denarnega trga lahko namreč odpre tudi vprašanje manipuliranja trga s strani posameznih poslovnih bank⁵³. Potrebno si je prizadevati za čim večji razvoj širšega denarnega trga, kamor spada trg repo poslov, poslov s kratkoročnimi vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti, saj je to predpogoj za kvalitetnejše in cenovno ugodnejše najemanje in plasiranje (oz. upravljanje) likvidnih sredstev med bankami. Ker so osnova za repo posle kratkoročni in dolgoročni državni vrednostni papirji, je potrebno spodbujati tudi razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev. Sekundarni trg zakladnih menic se je v zadnjem letu močno razvil, izboljšala se je njegova likvidnost in tudi obseg poslov je presenetljivo porasel. Zato menim, da se je potrebno bolj osredotočiti na razvoj sekundarnega trga dolgoročnih vrednostnih papirjev, in sicer predvsem obveznic. Za razvoj repo poslov bi bilo potrebno zmanjšati tudi transakcijske stroške pri KDD in borzi. Urejen lokalni denarni trg je namreč tudi eden od pogojev za vstop v EMU. Slovenski denarni trg je preveč razčlenjen in informacijsko pomanjkljivo podprt. Zaradi institucionalne in informacijske razdrobljenosti je premalo pregleden. K večji preglednosti trga, močnejši konkurenčnosti in večji globini trga lahko pomembno prispeva

⁵³ V splošnem že način izračuna SITIBOR-ja preprečuje, da bi posamezna banka lahko vplivala na njegovo višino.

razvoj grosističnega denarnega trga. Da bi pospešila razvoj tega trga in preglednost poslov med bankami in velikimi komitenti, je Banka Slovenije že začela zbirati in javno objavljati na svojih spletnih straneh podatke o sklenjenih obrestnih poslih z ročnostjo do trideset dni. Menim, da bi bilo mogoče izboljšati pretok informacij na trgu in samo informiranost udeležencev trga tudi z drugimi javnimi objavami podatkov, npr. o obsegu sklenjenih poslov na medbančnem trgu (tudi za daljše ročnosti), o povprečnih obrestnih merah, po katerih so bili plasirani depoziti Ministrstva za finance v banke ipd.

- **POVEČATI VLOGO BANKE SLOVENIJE PRI UVAJANJU SITIBOR-JA KOT REFERENČNE OBRESTNE MERE:**

Banka Slovenije bi lahko pripomogla k hitrejši uveljavitvi SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere tako, da bi prevzela bolj aktivno vlogo pri njegovem uvajanju. SITIBOR bi lahko začela tudi sama uporabljati v praksi, npr. tako, da bi vezala del svojega instrumentarija denarne politike na to referenco. Za referenčno obrestno mero je ključnega pomena, da odseva splošno stanje na trgu, preko katerega tudi Banka Slovenije vodi svojo denarno politiko. S pomočjo Banke Slovenije bi se bankam verjetno postopoma uspelo znebiti strahu pred negotovostjo, ki jo prinaša premajhen in nezadosten domač trg. Zmanjšale bi obrestne razmike pri svojih kotacijah medbančnih obrestnih mer, odstopile bi od omejevanja zneskov sklenjenih poslov in volumen prometa na medbančnem trgu bi se začel povečevati. Poleg repoja deviznih blagajniških zapisov bi Banka Slovenije lahko vpeljala še dodatne instrumente za srednje in daljše ročnosti, ki bi podprli verodostojnost in uporabnost kotacij medbančnih obrestnih mer SITIBOR.

- **POVEČATI INTERES BANK ZA TRŽNO DELOVANJE:**

Denarni trg mora delovati zgolj po tržnih načelih. Za lažje uravnavanje likvidnosti banke je poskrbela Banka Slovenije, ko je vpeljala vsakodnevno ponudbo repojev deviznih blagajniških zapisov. S tem je zagotovila cenejše vire v obdobjih zaostrene likvidnosti na trgu oz. preprečila preveliko volatilitnost obrestnih mer za medbančne depozite. Banke bi morale za povečanje obsega poslov na medbančnem trgu in za razširitev ročnosti poslov nad trideset dni, odpraviti (pre)majhne bančne limite. Obrestna marža oz. razmik med kotacijami za dane in najete medbančne depozite se mora zmanjšati na raven, primerljivo z razvitimi trgi, saj bo le tako interes bank za sklepanje poslov porasel in se bodo odprle večje priložnosti za trgovanje. Za referenčno obrestno mero je namreč ključnega pomena, da so kotacije podprte z dejansko sklenjenimi posli. Ovire za tržno delovanje bank so lahko tudi »sistemske« narave, kot je bil to npr. davek na bilančno vsoto bank, ki je ob koncu leta vplival na občutna znižanja obrestnih mer.

- **IZBOLJŠATI INFORMIRANOST EKONOMSKIH SUBJEKTOV O SITIBOR-JU**

Nenazadnje bi za vpeljavo in uveljavitev SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere koristila tudi preučitev razvoja primerne marketinške strategije. Pri tem bi bilo ključnega pomena sodelovanje med bankami in Banko Slovenije.

Poleg tega menim, da bi bilo za povečanje pretoka informacij na trgu, tako za banke kot tudi za bančne komitente koristno, da bi vse (oz. vsaj največje) banke razvile svoje različice izhodiščnih obrestnih mer za kredite prvovrstnim kreditojemalcem, t.i. »prime rate«. Obrestna mera bi se oblikovala za kredite z ročnostjo nad enim letom. Po zgledu italijanske »prime rate ABI« bi Združenje bank Slovenije zbiralo podatke o izhodiščnih obrestnih merah posameznih bank in nato izračunavalo ter objavljalo povprečno »prime rate« vseh sodelujočih bank. Kljub temu da pri oblikovanju »prime rate« vsaka banka po svoje definira objektivno ceno denarja za kredite in pri tem sledi lastnim interesom oz. politiki obrestnih mer, bi izračun in objava povprečne »prime rate« za celoten bančni sistem imela pomembno informacijsko vrednost. Odražala bi trenutne razmere na trgu in služila kot orientacijska obrestna mera. To bi bilo smiselno do vstopa v EMU oz. do prevzema evra, saj bo takrat slovenski denarni trg popolnoma integriran z evropskim. Lokalne posebnosti na področju regulative in zakonodaje bodo takrat odpravljene, z njimi pa tudi posebnosti na področju politike obrestnih mer.

6.3 EURIBOR KOT REFERENČNA OBRESTNA MERA NA SLOVENSKEM DENARNEM TRGU

Dokler imamo v Sloveniji lastno valuto (SIT), potrebujemo poleg obrestnih mer za tuje valute tudi obrestne mere za tolarske posle. Ko bo tolar zamenjal evro, bomo avtomatsko prevzeli mednarodno določene spremenljive obrestne mere. EURIBOR bo postal splošna referenčna obrestna mera na slovenskem denarnem trgu po vstopu Slovenije v EMU. Do takrat se bo kot referenčna obrestna mera uporabljal zgolj pri deviznih kreditno-depozitnih poslih, ki se sklepajo v evrih.

V trenutnih razmerah tako EURIBOR ni primerna referenčna obrestna mera za slovenski denarni trg. Glavni razlog za to je dejstvo, da se je EURIBOR oblikoval na podlagi ekonomske politike držav na evro območju, zato ustreza tamkajšnjemu okolju oz. razmeram na tamkajšnjem trgu, nikakor pa ne ustreza razmeram na slovenskem denarnem trgu. Za slovenski denarni trg je namreč značilen presežek strukturnega položaja, medtem ko je za evropski denarni trg značilen primanjkljaj strukturnega položaja. Lastnosti, specifične za posamezen trg, tako zahtevajo oblikovanje lastne referenčne obrestne mere.

7 ZAKLJUČEK

V Sloveniji so že nekaj let aktualna vprašanja o uvajanju nominalnih obrestnih mer, odpravljanju temeljne obrestne mere (TOM-a) in iskanju primerne domače referenčne obrestne mere. Proces uvajanja obrestnega nominalizma se ob uspešnem zniževanju domače inflacije počasi približuje koncu. Od junija 2003 je uporaba indeksacije s TOM-om dovoljena le še pri dolgoročnih poslih, vendar pa zakonsko ni več obvezna. Indeksacija s TOM-om je v slovenskem bančnem sistemu do nedavnega predstavljala glavno izhodišče pri oblikovanju

aktivnih in pasivnih obrestnih mer. V tem smislu je imela vlogo neke »kvazi« referenčne obrestne mere, čeprav je po vsebinski plati le zagotavljala ohranjanje realne vrednosti finančnega premoženja.

V času približevanja EMU postaja obrestna politika bank vse pomembnejša in tudi na tem področju so za uspešno integracijo potrebne prilagoditve razmeram na evropskem trgu. Na evro območju banke pri vodenju svoje politike obrestnih mer, predvsem pri dolgoročnih poslih, uporabljajo referenčne obrestne mere. Uporaba referenčne obrestne mere zagotavlja boljše obvladovanje obrestnega tveganja v bankah. V praksi se najpogosteje odločijo za referenčno obrestno mero EURIBOR, ki se spreminja v skladu s tržnimi pogoji in zagotavlja medsebojno primerljivost bančnih ponudb. EURIBOR izpolnjuje vse ključne lastnosti kvalitetne referenčne obrestne mere: objektivnost določanja zagotavlja udeležba kotacij številnih prvovrstnih bank, prilagaja se spremembam v denarni politiki ECB in likvidnostnim razmeram na trgu. Korektno izraža inflacijska pričakovanja, je enostavno dostopna vsem udeležencem trga in se množično uporablja pri sklepanju poslov na trgu, pri čemer odraža dejanske razmere na trgu in je po vrednosti zelo blizu obrestnim meram sklenjenih depozitov na medbančnem trgu. Referenčna obrestna mera EURIBOR se uporablja tako pri aktivnih kot tudi pri pasivnih poslih, poleg tega pa bankam služi kot orientacijska obrestna mera pri oblikovanju kratkoročnih obrestnih mer. Banke v praksi uporabljajo tudi druge oblike referenčnih obrestnih mer. Italijanska banka SanPaolo IMI je v ta namen npr. definirala svojo izhodiščno obrestno mero za kredite prvovrstnim komitentom - »Prime Rate Banca«. Nekatero obrestno mero veže neposredno na ključno obrestno mero ECB (t.i. T.U.R.) ali pa se pri oblikovanju obrestnih mer sklicuje na »prime rate ABI«, ki je ponderirana povprečna obrestna mera koriščenih limitov na tekočih računih prvovrstnih kreditorejmalcev, ki jo izračunava iz sporočenih obrestnih mer sodelujočih italijanskih bank Združenje italijanskih bank in je specifična za italijanski trg.

Za nemoteno dnevno izoblikovanje in kotiranje referenčne obrestne mere EURIBOR je ključnega pomena razvit in dobro organiziran denarni trg. Sodelujoče banke pri oblikovanju kotacij izhajajo iz ocene dogajanja na trgu in na posebnih straneh različnih informacijsko-trgovalnih sistemov čez cel dan objavljajo obojestranske kotacije obrestnih mer za nezavarovane medbančne depozite standardiziranih ročnosti. Visoka discipliniranost sodelujočih bank se kaže v tem, da se posli na trgu dejansko sklepajo po obrestnih merah, ki le minimalno odstopajo od objavljenih kotacij referenčne obrestne mere, zafiksirane ob točno določeni uri.

Slovenske banke se že od konca leta 2001 trudijo poiskati primerno referenčno obrestno mero za slovenski denarni trg. Kljub številnim poskusom do danes še niso uspeli oblikovati enotne domače referenčne obrestne mere, večina bank pa išče tudi lastno izvirno rešitev tega problema. SKB banka je tako razvila obrestno mero SIOM, ki je definirana kot vsota cene 7-dnevne začasne prodaje deviz Banki Slovenije in 3-mesečnega EURIBOR-ja, Nova Ljubljanska banka pa je izoblikovala svoj »prime rate«, tj. izhodiščno obrestno mero za

kredite prvovrstnim kreditojemalcem, ki je vezana na obrestno mero 60-dnevni tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije. Na ravni bančnega sistema kot celote pa so banke po zgledu uveljavljenih referenčnih obrestnih mer na razvitih trgih oblikovale slovenske medbančne obrestne mere (sprva SMOM, nato SITIBOR).

Menim, da je za uspešno vodenje politike obrestnih mer v slovenskih bankah in za večjo preglednost bančne ponudbe na trgu ključnega pomena, da se za celoten slovenski denarni trg izoblikuje enotna referenčna obrestna mera. Zato se zdi najprimernejša rešitev uveljavitev SITIBOR-ja. Metodologija SITIBOR-ja je povsem primerljiva z metodologijo tujih referenčnih obrestnih mer. Pri razvoju SITIBOR-ja je bilo že veliko postorjenega, pri čemer je bil posebej pomemben dosežek njegova vključitev v kreditno-depozitno ponudbo nekaterih slovenskih bank oz. njegova uporaba v praksi. Največja omejitev za vzpostavitev SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere pa je nerazvitost in plitkost domačega denarnega trga. Ker je razvit in urejen lokalni denarni trg eden od pogojev za vstop v EMU oz. za uspešno integracijo slovenskega trga v evropski trg, lahko sklepamo, da se bodo razlike v razvitosti postopoma zmanjševale. Seveda bo za to potrebno vložiti veliko truda in navora. Bistvenega pomena bo pri tem uspešno sodelovanje bančnega sistema z Banko Slovenije. Za razvoj domače referenčne obrestne mere SITIBOR je potrebno predvsem:

- pospešiti razvoj domačega denarnega trga,
- povečati vlogo Banke Slovenije pri uvajanju SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere,
- povečati interes bank za tržno delovanje ter
- izboljšati informiranost ekonomskih subjektov o SITIBOR-ju na trgu.

Obenem bi bilo dobro, da bi poleg Nove Ljubljanske banke tudi ostale slovenske banke razvile svoje različice izhodiščnih obrestnih mer za kredite prvovrstnim komitentom, t.i. »prime rate«. Kljub temu da pri oblikovanju prvovrstnih obrestnih mer vsaka banka po svoje definira objektivno ceno financiranja in pri tem sledi lastnim interesom ter politiki obrestnih mer, bi izračun in objava povprečne »prime rate« za celoten bančni sistem imela pomembno informacijsko vrednost. Služila bi za vodilo in orientacijo tako bankam kot tudi komitentom.

Uveljavitev SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere bi omogočala relativno enostaven prehod v EMU, saj bo ob prevzemu evro valute SITIBOR avtomatsko zamenjal EURIBOR. Do skorajšnjega poenotenja z EURIBOR-jem bo prišlo še prej, saj so nihanja tečaja EUR/SIT omejena že v obdobju ERM2. Razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami pa bodo postopoma odražale samo še razlike v deželni tveganju.

Z znižanjem inflacije na raven, primerljivo z Evropo, se bodo razmere na domačem trgu stabilizirale in banke bodo lažje in bolje predvidevale prihodnjo inflacijo. Inflacijska pričakovanja bodo vgradile v svojo politiko obrestnih mer in oblikovale bodo tudi fiksne nominalne dolgoročne obrestne mere.

Slovenske obrestne mere bodo konvergirale k evropskim tudi brez ustrezne domače referenčne obrestne mere. Nenazadnje se banke le prilagajajo splošni višini obrestnih mer na trgu, vprašanje ustrezne višine teh obrestnih mer pa je v domeni denarne politike centralne banke.

8 LITERATURA

1. Anadolli Sonja et al.: Odprava revalorizacije – argumenti za ali proti. Okrogla miza bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 10, str. 13 – 29.
2. Angeloni Ignazio, Ehrmann Michael: Monetary policy transmission in the Euro Area: any changes after the EMU?. ECB Working Paper No. 240, Frankfurt, julij 2003. 50 str.
3. Backé Peter et al.: The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review. ECB Occasional Paper No. 10, februar 2004. 67 str.
4. Bindseil Ulrich et al.: The longer term Refinancing Operations of the ECB. ECB Working Paper No. 359, maj 2004. 60 str.
5. Blake David: Financial Market Analysis. Second Edition. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd., 2000. 721 str.
6. Bohnec Darko: Impact of EU Enlargement: Challenges for Slovenia's Monetary and Exchange Rate Policies. Atlantic Economic Journal, 31 (2003), 4, str. 303 – 308.
7. Bohnec Darko et al.: Obrestna politika bank v času približevanja EMU. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 1-2, str. 17 – 34.
8. Bohnec Darko et al.: Obrestna politika bank v luči nominalizma. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 3, str. 13 – 33.
9. Bole Velimir: Segmenti ekonomske politike in priključitev EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 5 – 11.
10. Burgstaller Johann: Interest Rate Transmission to Commercial Credit Rates in Austria. Linz: Johannes Kepler University of Linz, Working Paper No. 0306, maj 2003. 14 str.
11. Cabral Ines, Dierick Frank, Vasala Jukka: Banking integration in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series No. 6, december 2002. 54 str.
12. Cassola Nuno, Morana Claudio: Volatility of interest rates in the Euro Area: evidence from high frequency data. ECB Working Paper No. 235, junij 2003. 74 str.
13. Cetinski Andrej: Obrestna mera in indeksacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 9, str. 7 – 13.
14. Cetinski Andrej: Revalorizacija – resen sistemski problem. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 3, str. 2 – 6.
15. Colley Alan, Largan Mark: The Capital Markets & Financial Management in Banking. Chicago: Glenlake Publishing Company, 2000. 355 str.
16. Cottarelli C., Ferri G., Generale A.: Bank Lending Rates and Financial Structure in Italy: A Case Study. IMF Staff Paper, 1995, vol. 42, str. 670 – 700.
17. Cottarelli C., Kourelis A.: Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy. IMF Staff Paper, 1994, vol. 41, 4, str. 587 – 623.
18. Čibej Jože Andrej: Kako banke računajo obresti. Druga, predelana in dopolnjena izdaja. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 1998. 69 str.
19. Čibej Jože Andrej: Koliko življenj ima TOM?. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 9, str. 28 – 30.
20. Čibej Jože Andrej: Nominalizem, linearnost in mešanice. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 4, str. 19 – 22.

21. Čibej Jože Andrej: Odločanje v razmerah negotovosti. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 3, str. 17 – 19.
22. DeBondt Gabe: Retail Bank Interest Rate Pass-through: New Evidence at the Euro Area Level. ECB Working Paper No. 136, april 2002. 43 str.
23. Delakorda Aleš: Denar in gospodarska aktivnost. Maribor: Institut za ekonomsko diagnozo in prognozo pri Ekonomsko-poslovni fakulteti, 1998. 263 str.
24. Dermol Tina, Dolenc Primož: Slovenska medbančna obrestna mera (SMOM) kot referenčna obrestna mera. Naše gospodarstvo, Maribor, 49 (2003), 1-2, str. 110 – 120.
25. Dolenc Primož, Grum Andraž: Obrestni mominalizem in problem pričakovane inflacije. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 1-2, str. 10 – 17.
26. Dolenc Primož: SITIBOR zamenjal SMOM. Kapital, Ljubljana, 41 (2003), 318, str. 19.
27. Drakulič Igor: Adijo, pa zdrav ostani. Družinski delničar, Ljubljana, 2003, 73, str. 6 – 7.
28. Durre' Alain, Evjen Snorre, Pilegaard Rasmus: Estimating risk premia in money market rates. ECB Working Paper No. 221, april 2003. 65 str.
29. Estrella Arturo, Mishkin S. Frederic: The Term Structure of Interest Rates and its Role in Monetary Policy for the European Central Bank. National Bureau of Economic Research: Working Paper No. w5279, september 1995. 55 str.
30. Fabozzi Frank J.: Interest rate, term structure, and valuation modeling. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 514 str.
31. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah članicah Evropske unije leta 2003. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004a), 6, str. 38 – 41.
32. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 6, str. 2 – 6.
33. Ferjančič Cilka: Denarni trg v evro območju in državah pristopnicah k EU. Gradivo za seminar. Portorož: Združenje bank Slovenije, 2003a. 25 str.
34. Ferjančič Cilka: Odprava TOM-a kot priložnost za vzpostavitev referenčne obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 6, str. 19 – 22.
35. Ferjančič Cilka: Slovenski denarni trg leta 2003. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 4, str. 31 – 36.
36. Freixas Xavier et al.: The lender of last resort: a 21st century approach. ECB Working Paper No. 298, december 2003. 39 str.
37. Friedman M. Benjamin: The role of interest rates in Federal Reserve Policymaking. National Bureau of Economic Research: Working Paper No. w8047, december 2000. 42 str.
38. Fry J. Maxwell: Money, Interest and Banking in Economic Development. London: John Hopkins University Press, 1998. 522 str.
39. Gambacorta Leonardo: How do banks set interest rates?. Cambridge: National Bureau of Economic Research: Working Paper No. w10295, februar 2004. 39 str.
40. Gambacorta Leonardo, Mistrulli Paolo Emilio: Il capitale delle banche e il credito: evidenza empirica per l'Italia. Banca d'Italia: Tema di discussione n. 486, september 2003. 50 str.

41. Gaspar Vitor, Quirós Pérez Gabriel, Mendizábal Rodrigues Hugo: Interest rate determination in the interbank market. ECB Working Paper No. 351, april 2004. 50 str.
42. Grenko Barbara: Internacionalizacija bank v srednji in vzhodni Evropi. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 4, str. 36 – 41.
43. Hribar Marko: Linearni obračuni obresti. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 6, str. 32 – 34.
44. Jašovič Božo: SMOM namesto TOM-a. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 3, str. 20 – 22.
45. Jernejčič Marko: Ključni dejavniki oblikovanja obrestnih mer pri nas. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 7-8, str. 46 – 49.
46. Jernejčič Marko: Medbančni denarni trg v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 46 (1997), 5, str. 35 – 37.
47. Jernejčič Marko: Oblikovanje referenčne obrestne mere na domačem denarnem trgu. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998a), 10, str. 31 – 33.
48. Jurančič Iztok: SMOM slovenski EURIBOR?. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 28.01.2002, str. 30 – 31.
49. Kelemen Nina: Perspektive referenčne obrestne mere v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 1-2, str. 51 – 56.
50. Kelemen Nina: Referenčne obrestne mere razvitih finančnih trgov. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 11, str. 25 – 32.
51. Kelemen Nina: Teoretični koncept obrestnega nominalizma. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003a), 10, str. 24 – 30.
52. Khan Aubhik, King G. Robert, Wolman L. Alexander: Optimal Monetary Policy. Cambridge: National Bureau of Economic Research: Working Paper No. w9402, december 2002. 51 str.
53. Kopše Brigita: Značilnosti monetarne politike EMU. Gradivo za seminar: Posvet zakladnikov. Ljubljana: Združenje bank Slovenije – Izobraževalni center, 2003. 12 str.
54. Košak Marko, Tomaž Aljoša: Konkurenčnost bančnega sektorja ob vključitvi v EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 61 – 69.
55. Košak Marko: Denarni trg in njegov pomen za denarno politiko: splošne značilnosti ter posebnosti v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 100 str.
56. Košak Marko: Variabilnost obrestnih mer kot dejavnik oblikovanja obrestne marže pri slovenskih bankah. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 5, str. 2 – 8.
57. Košak Tomaž: TOM ni samo indeksacijski faktor obrestne mere. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 10, str. 23 – 24.
58. Košak Tomaž: Vpliv centralne banke na kratkoročne tržne obrestne mere prek spreminjanja centralnobančne obrestne mere ter ugotavljanje likvidnostnega učinka: analiza na primeru Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000a. 99 str.
59. Krašovec Vesna: Medbančni denarni trg: opredelitev in splošne značilnosti. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 9, str. 53 – 56.

60. Lavrač Vladimir: Izpolnjevanje Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in Slovenija. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 13 – 21.
61. MacDonald S. Scott, Koch W. Timothy: Bank Management. Fourth Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 2000. 968 str.
62. Masciandaro D., Riolo F.: Il governo delle banche in Italia. Quarto rapporto sul sistema finanziario Italiano. Roma: Fondazione Rosselli, Bancaria Editrice Spa, 1999. 581 str.
63. Miller Roger LeRoy, Pulsinelli Robert W.: Modern Money and Banking. New York: Mc Graw Hill, 1985. 661 str.
64. Mishkin S. Frederic, Eakins G. Stanley: Financial Markets and Institutions. Third Edition. Reading: Addison Wesley, 2000. 697 str.
65. Mishkin S. Frederic: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Sixth Edition. Boston: Addison Wesley, 2001. 737 str.
66. Mizen Paul, Hofmann Boris: Base rate pass-through: evidence from banks' and building societies' retail rates. The Bank of England: Working Paper No. 170, december 2002. 42 str.
67. Mojon Benoît: Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy. ECB Working Paper No. 40, november 2000. 47 str.
68. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
69. Myers C. Stewart, Brealey A. Richard: Financing and Risk Management. New York: Mc Graw Hill, 2003. 477 str.
70. Paganetto Luigi: Banche e concorrenza in Europa. Bologna: Societa' editrice il Mulino, 1999. 181 str.
71. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
72. Ribnikar Ivan, Košak Tomaž: Denarna politika Banke Slovenije do priključitve Slovenije EMU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 23 – 31.
73. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999b), 10, str. 47 – 49.
74. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 12, str. 41 – 44.
75. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999a), 9, str. 12 – 15.
76. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Druga izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 471 str.
77. Ribnikar Ivan: Obrestna mera ali obrestne mere centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 50 (2001), 4, str. 52 – 54.
78. Ribnikar Ivan: Referenčna in druge obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 50 (2001a), 3, str. 50 – 53.
79. Rigobon Roberto, Sack P. Brian: The Impact of Monetary Policy on Asset Prices. National Bureau of Economic Research: Working Paper No. w8794, februar 2002. 40 str.
80. Ritter S. Lawrence, Silber L. William, Udell F. Gregory: Principles of Money, Banking, and Financial Markets. Tenth Edition. Reading: Addison Wesley Longman, 2000. 627 str.

81. Saje Janez: Nekatera aktualna vprašanja obrestne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2001), 12, str. 33 – 35.
82. Saje Janez: Obrestni nominalizem in obrestna tveganja. Portorož: Zbornik 8. strokovnega posvetovanja o bančništvu: Basel 2, 10. – 11.10.2002, str. 145 – 150.
83. Saje Janez: SMOM ne bo splošno sprejemljiva referenčna obrestna mera. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 1-2, str. 44 – 45.
84. Samuelson Paul A., Nordhaus William D.: Economics. Fifteenth Edition. New Baskerville: McGraw Hill, Inc., 1995. 789 str.
85. Saunders Anthony, Cornett Marcia Millon: Financial Institutions Management. A Risk Management Approach. Fourth Edition. Boston: Mc Graw Hill/Irwin, 2003. 778 str.
86. Schinasi Garry J.: Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. International Monetary Fund: Working Paper No. 03/121, 01.06.2003. 17 str.
87. Stephens J. John: Managing interest rate risk using financial derivatives. West Sussex: John Wiley&Sons, Ltd., 2002. 184 str.
88. Stigum Marcia L.: The Money Market. Third Edition. Homewood: Dow Jones – Irwin, 1990. 1252 str.
89. Škrinjar Ladi: Obrestna politika bank in nove konkurenčne razmere. Okrogla miza Bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 1 – 2, str. 33 – 34.
90. Škrinjar Ladi: Obrestno tveganje z zornega kota domačih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 1-2, str. 55 – 57.
91. Štiblar Franjo: Obrestne mere v Evropski monetarni uniji in primerjava s Slovenijo. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 6, str. 12 – 15.
92. Štiblar Franjo: Primerjava bančnih obrestnih mer pri nas in v tujini. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 7 – 8, str. 8 – 15.
93. Štiblar Franjo: Vloga temeljne obrestne mere v slovenskem finančnem sistemu. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999a), 1 – 2, str. 7 – 12.
94. Veselinovič Draško: Slovenski finančni trg in EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 5, 53 (2004), str. 81 – 87.
95. Würtz Reinhardt Flemming: A comprehensive model on the Euro overnight rate. ECB Working Paper No. 207, januar 2003. 44 str.

9 VIRI

1. A bank lending survey for the Euro area. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt: European central bank, april 2003, str. 65 – 75.
2. About BBA LIBOR. [URL: <http://www.bba.org.uk/public/libor/>], British Bankers' Association, 12.3.2004.
3. About EONIA. [URL: http://www.euribor.org/html/content/eonia_about.html], EURIBOR, 12.3.2004.
4. About EURIBOR. [URL: http://www.euribor.org/html/content/euribor_about.html], EURIBOR, 12.3.2004.

5. Bankers Almanac. Elektronska publikacija podatkov o bankah. Banka Koper, 2004.
6. Bilten Banke Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/index.html>]. Ljubljana: Banka Slovenije, več števil, različni datumi.
7. Bohnec Darko: Denarna politika in denarni trg. Gradivo za seminar: Bančna šola. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 2003. 9 str.
8. Bohnec Darko: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Gradivo za seminar: Denarna politika in banke v letu 2004. Ljubljana: CISEF, 2004. 11 str.
9. Dnevna informacija o rezervah bank. Poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, več števil, različni datum.
10. Dogovor o določanju zgornje meje pasivnih obrestnih mer v bankah. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 29.10.1997 in 27.1.1999.
11. Dogovor o izračunavanju in objavljanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 15.7.2003.
12. Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 18. in 19.12.2001.
13. Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 14.7.2003.
14. Dolenc Primož, Ferjančič Cilka: Pomen in razvoj sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev (primerjava RS z EU). Prosojnice. Gradivo za seminar: Posvet zakladnikov 2004. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 2004. 19 str.
15. ECB Monthly Bulletin. [URL: <http://www.ecb.int/> pod rubriko »Publications«]. Frankfurt: ECB, različni datumi.
16. ECB Statistics Pocket Book. Frankfurt: ECB, različni datumi.
17. EURIBOR and EONIA. [URL: <http://www.euribor.org>], EURIBOR, 12.3.2004.
18. Euro Money Market. Frankfurt: ECB, 2001.
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/euromoneymarket.pdf>], ECB, 15.3.2004.
19. Finančni podatki – SMOM, SITIBOR. [URL: <http://www.zbs.giz.si>]. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, različni datumi.
20. Finančni podatki. [URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/index.html]. Ljubljana: Banka Slovenije, različni datumi.
21. Finančni trgi. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/financni_trgi/index.html]. Ljubljana: Banka Slovenije, več števil, različni datumi.
22. Global Economic Perspectives. Zurich: UBS, 9.9.2004. 32 str.
23. Gradivo za seminar: Posvet zakladnikov. Portorož: Združenje bank Slovenije, junij 2003.
24. Informacija o dogajanjih na denarnem trgu.
[URL: http://www.bsi.si/html/denarni_trg/mesecna_informacija/inf_na_denarnem_trgu.html]. Ljubljana: Banka Slovenije, več števil, različni datumi.
25. Interest rate forecast database. Zurich: UBS, 16.09.2004.
26. Interni podatki Banke Koper.
27. Interni podatki banke San Paolo IMI, Torino.
28. Jazbec Boštjan: Nominalna in realna konvergenca. Gradivo za seminar: Denarna politika in banke v letu 2004. Ljubljana: CISEF, 2004. 13 str.

29. Money market study 2002. Frankfurt: ECB, november 2003. 57 str.
30. Money market study 2003. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/moc2003en.pdf>]. Frankfurt: ECB, 24.4.2004. 15 str.
31. Newsletter Settimanale. Torino: San Paolo IMI, 13.09.2004. 9 str.
32. Panel Banks. [URL: <http://www.euribor.org/html/content/panelbanks.html>]. EURIBOR, 12.3.2004.
33. Podatki o obrestnih merah Nove Ljubljanske banke d.d., Ljubljana. [URL: <http://www.nlb.si>]. Ljubljana: NLB, različni datumi.
34. Podatki o obrestnih merah SKB banke. [URL: <http://www.skb.si>]. Ljubljana: SKB, različni datumi.
35. Ponudbe Banke Slovenije (za različne instrumente). Ljubljana: Banka Slovenije, junij 2004.
36. Priporočilo za linearni obračun obresti in zamudnih obresti na terjatve in obveznosti ročnosti do enega letav tolarjih, devizah in v tolarjih z valutno klavzulo. Osnutek in izhodišča. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 12.2.2002.
37. Različni podatki iz spletnih strani banke San Paolo IMI, Torino. [URL: <http://www.sanpaoloimi.com/>]. Torino: San Paolo IMI, različni datumi.
38. Recent developments in financial structures of the euro area. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt: ECB, oktober 2003, str. 39 – 52.
39. Recent developments in the euro area banking sector. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt: ECB, avgust 2003, str. 55 – 66.
40. Ribnikar Ivan: Nepokrita (ne)enakost obrestnih mer. Gradivo za seminar: Denarna politika in banke v letu 2004. Ljubljana: CISEF, 2004. 15 str.
41. Ribnikar Ivan: Spremembe denarnega sistema (in denarne politike) Slovenije na poti v EU in EMU. Gradivo za seminar: Aktualni problemi denarne politike in bank v letu 2003. Ljubljana: CISEF, 2003a. 11 str.
42. Sklep o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 103/02).
43. Sklep o obvezni rezervi bank in hranilnic (Uradni list RS, št. 80/94).
44. Slovenske medbančne obrestne mere. Gradivo Odbora za zakladništvo. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 25.10.2001.
45. Splošni poslovni pogoji bank. Ljubljana: Združenje bank Slovenije, 1.7.2003.
46. Technical features.
[URL: http://www.euribor.org/html/content/euribor_tech.html]. EURIBOR, 12.3.2004.
47. The BBA LIBOR Panels. [URL: <http://www.bba.org.uk/public/libor/41629/129637>]. British Bankers' Association, 12.3.2004.
48. The implementation of monetary policy in the Euro Area. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/gendoc2004en.pdf>]. Frankfurt: European Central Bank, februar 2004.
49. The integration of Europe's financial markets. ECB Monthly Bulletin. Frankfurt: ECB, oktober 2003, str. 53 – 66.
50. The monetary policy of the ECB 2004. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/monetarypolicy2004en.pdf>]. Frankfurt: ECB, 24.4.2004. 128 str.

51. Tomaž Aljoša: Konkurenčnost bank ob vstopu Slovenije v EU. Gradivo za seminar: Denarna politika in banke v letu 2004. Ljubljana: CISEF, 2004. 15 str.
52. Trend d'Investimento. Prospettive Economiche e Strategie di Mercato. Torino: San Paolo IMI, september 2004. 27 str.
53. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, april 2004. 50 str.
54. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, oktober 2003. 52 str.
55. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, maj 2003. 84 str.
56. Zakon o bančništvu (Uradni listi RS, št. 7/99, 59/01 in 55/03).
57. Zakon o potrošniških kreditih (Uradni list RS, št. 70/00).
58. Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 45/95).
59. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 109/01).

SLOVAR PREVODOV ANGLEŠKIH IZRAZOV

- Ask – kotacija obrestne mere za dane medbančne depozite.
- Bad loans – krediti, dani komitentom s slabo boniteto, za katere obstaja velika verjetnost, da ne bodo vrnjeni.
- Bank capital channel – kanal bančnega financiranja, ki vpliva na oblikovanje obrestnih mer v bankah.
- Bank lending channel – kanal bančnih posojil v transmisijskem mehanizmu denarne politike.
- Bankassurance – storitve zavarovanja, ki jih ponujajo banke.
- Base risk – tveganje osnove.
- Benchmark interest rate – orientacijska obrestna mera.
- Bid – kotacija obrestne mere za prejete medbančne depozite.
- Budget plan – letni plan prihodkov in odhodkov.
- Code of conduct - pravilnik za izbor bank, ki sodelujejo pri izračunu referenčne obrestne mere EURIBOR.
- Collateral – zastavljeni vrednostni papirji za zavarovanje posojilnega posla.
- Corporate banking – poslovanje banke z gospodarskimi družbami.
- Cross-border transactions – trgovanje preko meja.
- Currency swap – valutna zamenjava.
- Discount rate – diskontna stopnja.
- Discount window – diskontna posojila ameriške centralne banke.
- Efficient – structure hypothesis – hipoteza, da je večja koncentracija v panogi bančništva posledica prevzemov manj učinkovitih bank s strani bolj učinkovitih bank. Večja učinkovitost poslovanja vpliva na oblikovanje manjših razmikov med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami.
- EONIA (Euro Overnight Index Average) – obrestna mera za posojila čez noč, izračunana na podlagi ponderiranega povprečja vseh nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu znotraj evro območja.
- EURIBOR (Euro Area Interbank Offered Rate) – fiksing medbančnih obrestnih mer za standardne ročnosti v evro območju.
- Federal funds rate – povprečna medbančna obrestna mera depozitov preko noči pri ameriški centralni banki Fed.
- Fine-tuning operations – operacije finega uravnavanja – instrument ECB, ki se izvaja neredno, za stabiliziranje nepredvidenih nihanj v likvidnosti bančnega sistema in obrestnih mer na denarnem trgu.
- Fixed rate tender – licitacija, na kateri je obrestna mera vnaprej znana, licitira pa se količina ali obratno.
- Future – standardizirana terminska pogodba.
- General collateral repo – splošni zavarovani repo posel, pri katerem služijo kot zavarovanje vrednostni papirji določene kvalitete.

- Governing council – izvršilni odbor ECB.
- Interest rate channel – kanal obrestnih mer v transmisijem mehanizmu denarne politike.
- Interest rate swap (IRS) – obrestna zamenjava.
- LIBOR (London Interbank Offered Rate) – fiksing medbančnih obrestnih mer za standardne ročnosti na londonskem medbančnem trgu.
- Longer-term refinancing operations – operacije dolgoročnejšega refinanciranja; instrument ECB za zagotavljanje dela potrebne likvidnosti v bančnem sistemu, ki je rezultat permanentno deficitarne strukturne pozicije denarnega trga z ročnostjo treh mesecev.
- Main refinancing operations – operacije glavnega refinanciranja; instrument denarne politike, preko katerega ECB posoja likvidnost bankam ali pa odkupuje presežke likvidnosti od bank z ročnostjo en teden.
- Marginal deposit facility – možnost deponiranja presežkov čez noč pri ECB oz. pri NCB v evro območju po vnaprej določeni obrestni meri.
- Marginal lending facility – obrobna možnost zadolžitve; instrument odprte ponudbe bank pri ECB.
- Market maker – uradni vzdrževalec sekundarnega trga določenih vrednostnih papirjev oz. finančni posrednik, ki objavlja nakupno in prodajno ceno določenih vrednostnih papirjev, po katerih je pripravljen kadarkoli izvršiti nakup oz. prodajo.
- Merger – združitev.
- Minimum reserves – obvezne rezerve bank.
- Open market operations – operacije na odprtem trgu; instrument denarne politike ECB.
- Outright transactions – dokončne transakcije nakupa ali prodaje.
- Prime rate – izhodiščna obrestna mera za kredite komitentom z najboljšo boniteto oz. najnižjim kreditnim tveganjem
- Quick tender – licitacija, katere rezultati so znani še isti dan oz. po preteku nekaj ur.
- Rating – bonitetna ocena komitenta ali določene institucije.
- Reserve computation period – obdobje izračuna obveznih rezerv.
- Reserve maintenance period – obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv.
- Retail banking – poslovanje banke s prebivalstvom (poslovna mreža).
- Reverse transactions –časne transakcije nakupa ali prodaje.
- Screen service provider – informacijsko – trgovanjski sistem, ki je uradno izbran in zadolžen za izračunavanje referenčnih obrestnih mer (npr. Moneyline Telerate za EURIBOR).
- Special repo – posebni repo posel, ki se sklepa z namenom izmenjave določenih vrednostnih papirjev, za zavarovanje pa se šteje denarno plačilo.
- Spread – obrestni razmik oz. razmik med kotacijama za dane in za prejete medbančne depozite.
- Standing facilities – odprte ponudbe bankam.
- Steering committee/group – nadzorna komisija.
- Structural operations – strukturne operacije ECB, ki se izvajajo za uravnavanje strukturnega položaja evro denarnega trga.

- Structure – performance hypothesis – hipoteza, da večja panožna koncentracija v bančništvu vpliva na oligopolistično obnašanje bank. Manjša konkurenčnost med bankami vpliva na oblikovanje večjih razmikov med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami.
- Substitute rate – nadomestna obrestna mera za referenčno obrestno mero, ki se določi v primeru, ko ni mogoče izvršiti postopka fiksinga kotacij medbančnih obrestnih mer.
- TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) – sistem bruto poravnave v realnem času v evro območju.
- Time deposit – vezana vloga.
- Tommorrow next – valutacija posla, katerega poravnava se izvrši naslednji dan.
- Variable rate tender – licitacija, na kateri se licitira tako količina kot tudi cena.
- Yield curve – krivulja donosnosti državnih vrednostnih papirjev, ki opisuje razmerje obrestnimi merami z različno dospelostjo v določeni časovni točki.

SLOVAR PREVODOV ITALIJANSKIH IZRAZOV

- Direttore d'Area – direktor območja.
- Fondi comuni di investimento – vzajemni investicijski skladi.
- Fusione – združitev.
- Gestione di risparmi – upravljanje prihrankov.
- Gruppo bancario – bančna skupina.
- Mercato finanziario – finančni trg.
- Prime rate ABI – ponderirana povprečna obrestna mera koriščenih limitov na tekočih računih prvovrstnih kreditojemalcev, ki jo izračunava iz sporočenih obrestnih mer sodelujočih italijanskih bank Združenje italijanskih bank in služi kot referenčna obrestna mera za kredite.
- Pronti contro termine – vezane vloge na odpoklic.
- Raccolta a vista – vpogledne vloge.
- Raccolta depositi – vezane vloge.
- Servizi finanziari – finančne storitve.
- Tasso base – izhodiščna obrestna mera.
- Tasso di riferimento – referenčna obrestna mera.
- Tasso parametrato – referenčna obrestna mera.
- Testo Unico Bancario – Zakon o bančništvu v Italiji.

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

- ABI (Associazione Bancaria Italiana) – Združenje italijanskih bank.
- ACI (Financial Markets Association) – Združenje finančnih trgov v evro območju.
- BBA (British Bankers Association) – Združenje bank v Veliki Britaniji.
- BPRČ – bruto poravnava v realnem času.

- BS – Banka Slovenije.
- ECB (European Central Bank) – Evropska centralna banka.
- EMU – Evropska monetarna unija.
- ERM2 (Exchange Rate Mechanism 2) - sistem deviznih tečajev, ki je pogoj za vstop v EMU in za prevzem evro valute.
- ESCB – evropski sistem centralnih bank.
- EU – Evropska Unija.
- FBE (European Banking Federation) – Združenje evropskih bank.
- FED – Ameriška centralna banka.
- FOMC (Federal Open Market Committee) – Komisija za operacije odprtega trga FED.
- ISDA (International Swaps and Derivatives Association) – Mednarodno združenje za zamenjave in izvedene finančne instrumente.
- KDD – klirinško depotna družba.
- LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) – Londonska borza za standardizirane terminske pogodbe in opcije.
- NCB – nacionalne centralne banke držav članic EU.
- NLB – Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana.
- OIS Market (Overnight-Interest-Swap Market) – trg obrestnih zamenjav čez noč v evro območju.
- OM – obrestna mera.
- RTGS (Real Time Gross Settlement) – sistem bruto poravnave v realnem času.
- SIOM – referenčna obrestna mera v SKB banki, ki je definirana kot vsota 3-mesečnega EURIBOR-ja in cene 7-dnevne začasne prodaje deviz Banki Slovenije.
- SITIBID – slovenske medbančne obrestne mere za prejete medbančne depozite.
- SITIBOR – slovenske medbančne obrestne mere za dane medbančne depozite.
- SMOM – slovenske medbančne obrestne mere za prejete medbančne depozite.
- S.p.A. (Società per azioni) – delniška družba.
- TAEG (Tasso Annuo Effettivo Globale) – efektivna obrestna mera odobrenega kredita (ki vključuje vse spremljajoče stroške), izražena na letni ravni.
- T.U.R. (Tasso Ufficiale di Riferimento) – obrestna mera glavnega refinanciranja pri ECB, ki služi kot referenčna obrestna mera nekaterim italijanskim bankam.
- T.U.S. (Tasso Ufficiale di Sconto) – obrestna mera refinanciranja pri italijanski centralni banki (aktualna je bila pred EMU).
- TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) – sistem bruto poravnave v realnem času na evro območju.
- TBZ – tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije.
- TOM – temeljna obrestna mera.

SEZNAM PRILOG:

PRILOGA 1: Seznam bank, ki sestavljajo panel za izračun EURIBOR-ja in EONIA-e.....	1
PRILOGA 2: Seznam bank, ki sestavljajo panel bank za izračun obrestnih mer LIBOR	2
PRILOGA 3: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in povprečne mesečne tržne obrestne mere za depozite čez noč EONIA (v % p.a.)	4
PRILOGA 4: Kotacije in razmiki SITIBOR/SITIBID SW in 1M ter MBOM (v % p.a.)	5
PRILOGA 5: Povprečni SITIBOR od julija 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.)	8
PRILOGA 6: Tabela in prikaz gibanja »prime rate ABI« od januarja 2000 do februarja 2004 (v % p.a.)	9
PRILOGA 7: Izračun standardnega odklona obrestnih mer SITIBOR o/n v času od januarja 2004 do marca 2004	10
PRILOGA 8: Izračun standardnega odklona obrestnih mer SITIBOR o/n v času od aprila 2004 do junija 2004.....	12
PRILOGA 9: Izračun standardnega odklona realiziranih medbančnih obrestnih mer za depozite do 30 dni v času od januarja 2004 do marca 2004	14
PRILOGA 10: Izračun standardnega odklona realiziranih medbančnih obrestnih mer za depozite do 30 dni v času od aprila 2004 do junija 2004.....	16

PRILOGA 1: Seznam bank, ki sestavljajo panel za izračun EURIBOR-ja in EONIA-e

Država:	Banka:
Avstrija	Erste Bank der Oesterreichischen Sparkassen RZB - Reiffeisen Zentralbank Oesterreich AG
Belgija	Dexia Bank KBC Bank Fortis Bank
Finska	Nordea Bank
Francija	BNP Paribas CDC IXIS HSBC CCF Societe Generale Natexis Banques Populaires Credit Agricole S.A. Credit Industriel et Commercial CIC
Nemčija	Bankgesellschaft Berlin Bayerische Landesbank Girozentrale Deutsche Bank Dresdner Bank Landesbank Hessen - Thueringen Girozentrale WestLB AG Bayerische Hypo-und Vereinsbank Commerzbank DZ Bank Deutsche Genossenschaftsbank Landesbank Baden-Wuerttemberg Girozentrale Norddeutsche Landesbank Girozentrale
Grčija	National Bank of Greece
Irska	AIB Group Bank of Ireland
Italija	IntesaBci Banca Nazionale del Lavoro Monte dei Paschi di Siena Capitalia SpA Istituto San Paolo di Torino UniCredito Italiano
Luksemburg	Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat
Nizozemska	ABN Amro Bank ING Bank Rabobank
Portugalska	Caixa Geral De Depositos (CGD)
Španija	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Banco Santander Central Hispano Confederacion Espanola de Cajas de Ahorros
Ostale EU banke	Barclays Capital Svenska Handelsbanken Den Danske Bank
Mednarodne banke	Bank of Tokyo - Mitsubishi Citibank J.P. Morgan Chase & Co. UBS/Warburg Dillon Read

Vir: www.euribor.org, 2004.

**PRILOGA 2: Seznam bank, ki sestavljajo panel bank za izračun obrestnih mer LIBOR
(z veljavnostjo od 29.03.2004 dalje)**

a) 4 paneli po 16 bank:

1. LIBOR za EUR:	2. LIBOR za GBP:
Bank of America Barclays Bank PLC Citibank NA Credit Suisse First Boston Deutsche Bank AG HBOS HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc Rabobank Royal Bank of Canada Societe Generale The Bank of Tokyo – Mitsubishi The Royal Bank of Scotland Group UBS AG Westdeutsche Landesbank	Abbey National Plc Bank of America BNP Paribas Barclays Bank PLC Bayerische Landesbank Deutsche Bank AG HBOS HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc Rabobank Royal Bank of Canada The Bank of Tokyo - Mitsubishi The Royal Bank of Scotland Group UBS AG Westdeutsche Landesbank
3. LIBOR za JPY:	4. LIBOR za USD:
Bank of America Barclays Bank PLC Citibank NA Deutsche Bank AG HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc Mizuho Corporate Bank Rabobank Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Ltd (SMBCE) The Bank of Tokyo – Mitsubishi The Norinchukin Bank The Royal Bank of Scotland Group UBS AG UFJ Bank Ltd Westdeutsche Landesbank	Abbey National Plc Bank of America Barclays Bank PLC Citibank NA Credit Suisse First Boston Deutsche Bank AG HBOS HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc Rabobank The Bank of Tokyo - Mitsubishi The Norinchukin Bank The Royal Bank of Scotland Group UBS AG Westdeutsche Landesbank

Vir: BBA Libor panels, 2004.

b) 3 paneli po 8 bank:

1. LIBOR za AUD:	2. LIBOR za DKK:	3. LIBOR za NZD:
Commonwealth Bank of Australia Deutsche Bank AG HBOS JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc National Australia Bank Ltd The Royal Bank of Scotland Group UBS AG	Barclays Bank PLC Deutsche Bank AG HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc Rabobank The Royal Bank of Scotland Group UBS AG	Commonwealth Bank of Australia Deutsche Bank AG HSBC JP Morgan Chase Lloyds TSB Bank Plc National Australia Bank Ltd Rabobank The Royal Bank of Scotland Group

Vir: BBA Libor panels, 2004.

c) 2 panela po 12 bank:

1. LIBOR za CAD:	2. LIBOR za CHF:
Bank of Montreal	Barclays Bank PLC
Bank of Nova Scotia	Citibank NA
Canadian Imperial Bank of Commerce	Credit Suisse First Boston
Deutsche Bank AG	Deutsche Bank AG
HSBC	HSBC
HBOS	Societe Generale
JP Morgan Chase	JP Morgan Chase
Lloyds TSB Bank Plc	Lloyds TSB Bank Plc
National Bank of Canada	The Bank of Tokyo - Mitsubishi
Rabobank	The Royal Bank of Scotland Group
Royal Bank of Canada	UBS AG
The Royal Bank of Scotland Group	Westdeutsche Landesbank

Vir: BBA Libor panels, 2004.

PRILOGA 3: Gibanje ključnih obrestnih mer ECB in povprečne mesečne tržne obrestne mere za depozite čez noč EONIA (v % p.a.)

	OM za depozit čez noč	OM za posojilo čez noč	OM glavnega refinanciranja	EONIA
Jul.02	2,25	4,25	3,25	3,30
Avg.02	2,25	4,25	3,25	3,29
sept.02	2,25	4,25	3,25	3,32
Okt.02	2,25	4,25	3,25	3,30
Nov.02	2,25	4,25	3,25	3,30
Dec.02	1,75	3,75	2,75	3,09
Jan.03	1,75	3,75	2,75	2,79
Feb.03	1,75	3,75	2,75	2,76
Mar.03	1,50	3,50	2,50	2,75
Apr.03	1,50	3,50	2,50	2,56
Maj.03	1,50	3,50	2,50	2,56
Jun.03	1,00	3,00	2,00	2,21
Jul.03	1,00	3,00	2,00	2,08
Avg.03	1,00	3,00	2,00	2,10
sept.03	1,00	3,00	2,00	2,02
Okt.03	1,00	3,00	2,00	2,01
Nov.03	1,00	3,00	2,00	1,97
Dec.03	1,00	3,00	2,00	2,06
Jan.04	1,00	3,00	2,00	2,02
Feb.04	1,00	3,00	2,00	2,03
Mar.04	1,00	3,00	2,00	2,01
Apr.04	1,00	3,00	2,00	2,08
Maj.04	1,00	3,00	2,00	2,02
Jun.04	1,00	3,00	2,00	2,03
Jul.04	1,00	3,00	2,00	2,07
Avg.04	1,00	3,00	2,00	2,04

Vir: ECB Statistics Pocket Book, avgust 2003, str. 30, ECB Statistics Pocket Book, maj 2004, str. 23 in 30 in ECB Monthly Bulletin, september 2004, str. 40.

PRILOGA 4: Kotacije in razmiki SITIBOR/SITIBID SW in 1M ter MBOM (v % p.a.)

	SITIBIDSW	SITIBORSW	SITIBID1M	SITIBOR1M	MBOM	Razmik 1M	Razmik SW
09.02.04	5,33	6,3	5,2	5,95	5,8	0,75	0,97
10.02.04	5,38	6,31	5,2	5,95	5,8	0,75	0,93
11.02.04	5,43	6,28	5,2	5,9	5,7	0,7	0,85
12.02.04	5,39	6,23	5,19	5,89	5,7	0,7	0,84
13.02.04	5,33	6,2	5,2	5,95	5,6	0,75	0,87
16.02.04	5,3	6,11	5,2	5,94	5,5	0,74	0,81
17.02.04	5,3	6,1	5,2	5,94	5,5	0,74	0,8
18.02.04	5,3	6,03	5,2	5,93	5,5	0,73	0,73
19.02.04	5,25	5,98	5,2	5,86	5,3	0,66	0,73
20.02.04	5,2	5,93	5,2	5,83	5,4	0,63	0,73
23.02.04	5,43	6,3	5,2	5,85	5,7	0,65	0,87
24.02.04	5,48	6,33	5,21	5,85	5,8	0,64	0,85
25.02.04	5,5	6,38	5,21	5,85	5,9	0,64	0,88
26.02.04	5,5	6,35	5,2	5,85	6,1	0,65	0,85
27.02.04	5,48	6,23	5,21	5,88	5,8	0,67	0,75
01.03.04	5,45	6,2	5,19	5,88	5,8	0,69	0,75
02.03.04	5,4	6,08	5,16	5,85	5,7	0,69	0,68
03.03.04	5,38	6,08	5,18	5,86	5,7	0,68	0,7
04.03.04	5,3	6	5,18	5,85	5,7	0,67	0,7
05.03.04	5,26	5,98	5,16	5,88	5,9	0,72	0,72
08.03.04	5,26	5,94	5,18	5,84	5,9	0,66	0,68
09.03.04	5,36	6,1	5,19	5,84	5,6	0,65	0,74
10.03.04	5,35	6,1	5,18	5,83	5,6	0,65	0,75
11.03.04	5,35	6,08	5,18	5,85	5,9	0,67	0,73
12.03.04	5,35	5,94	5,18	5,84	5,6	0,66	0,59
15.03.04	5,34	5,96	5,18	5,85	5,6	0,67	0,62
16.03.04	5,33	5,95	5,19	5,84	5,7	0,65	0,62
17.03.04	5,41	6,11	5,18	5,8	5,7	0,62	0,7
18.03.04	5,35	6,08	5,14	5,78	5,6	0,64	0,73
19.03.04	5,28	5,94	5,11	5,75	5,3	0,64	0,66
22.03.04	5,21	5,9	5,11	5,71	5,1	0,6	0,69
23.03.04	5,05	5,73	5,13	5,71	5,1	0,58	0,68
24.03.04	5,06	5,71	5,08	5,69	5,1	0,61	0,65
25.03.04	5,04	5,68	5,05	5,65	5	0,6	0,64
26.03.04	4,88	5,55	5,01	5,58	4,4	0,57	0,67
29.03.04	4,95	5,58	5	5,56	5,1	0,56	0,63
30.03.04	5,06	5,73	5	5,56	5,4	0,56	0,67
31.03.04	5,05	5,69	5	5,58	5,4	0,58	0,64
01.04.04	5,06	5,7	5	5,55	5,2	0,55	0,64
02.04.04	4,98	5,5	4,69	5,25	5,1	0,56	0,52
05.04.04	4,93	5,48	4,68	5,24	5,1	0,56	0,55
06.04.04	4,94	5,46	4,66	5,21	5,2	0,55	0,52
07.04.04	4,94	5,46	4,66	5,21	5,1	0,55	0,52
08.04.04	4,94	5,46	4,65	5,21	5,1	0,56	0,52
09.04.04	4,95	5,46	4,66	5,23	5,1	0,57	0,51
13.04.04	4,94	5,45	4,65	5,21	5,2	0,56	0,51
14.04.04	4,88	5,38	4,64	5,18	5,1	0,54	0,5
15.04.04	4,88	5,33	4,63	5,16	5	0,53	0,45
16.04.04	4,84	5,3	4,62	5,14	4,9	0,52	0,46
19.04.04	4,8	5,28	4,6	5,13	4,9	0,53	0,48

	SITIBIDSW	SITIBORSW	SITIBID1M	SITIBOR1M	MBOM	Razpon 1M	Razpon SW
20.04.04	4,75	5,26	4,6	5,11	4,7	0,51	0,51
21.04.04	4,61	5,08	4,6	5,1	4,6	0,5	0,47
22.04.04	4,6	5,1	4,6	5,1	4,7	0,5	0,5
23.04.04	4,68	5,14	4,6	5,09	4,8	0,49	0,46
26.04.04	4,6	5,1	4,6	5,08	4,8	0,48	0,5
28.04.04	4,65	5,13	4,6	5,06	4,8	0,46	0,48
29.04.04	4,66	5,11	4,6	5,08	4,9	0,48	0,45
30.04.04	4,59	5,1	4,58	5,05	4,8	0,47	0,51
03.05.04	4,59	5,1	4,54	5,01	4,8	0,47	0,51
04.05.04	4,59	5,1	4,54	5,01	4,8	0,47	0,51
05.05.04	4,6	5,08	4,51	5	4,8	0,49	0,48
06.05.04	4,6	5,09	4,5	5	4,8	0,5	0,49
07.05.04	4,6	5,06	4,5	4,96	4,8	0,46	0,46
10.05.04	4,58	5,03	4,5	4,91	4,8	0,41	0,45
11.05.04	4,56	5,04	4,49	4,91	4,7	0,42	0,48
12.05.04	4,59	5,04	4,49	4,91	4,8	0,42	0,45
13.05.04	4,6	5,05	4,49	4,91	4,7	0,42	0,45
14.05.04	4,63	5,05	4,49	4,91	4,8	0,42	0,42
17.05.04	4,61	5,06	4,49	4,91	4,8	0,42	0,45
18.05.04	4,6	5,01	4,49	4,9	4,7	0,41	0,41
19.05.04	4,6	5,01	4,44	4,9	4,7	0,46	0,41
20.05.04	4,59	5,01	4,43	4,9	4,6	0,47	0,42
21.05.04	4,55	5	4,41	4,9	4,6	0,49	0,45
24.05.04	4,5	4,99	4,4	4,9	4,6	0,5	0,49
25.05.04	4,54	4,98	4,41	4,9	4,6	0,49	0,44
26.05.04	4,53	4,98	4,4	4,9	4,7	0,5	0,45
27.05.04	4,53	4,94	4,4	4,9	4,7	0,5	0,41
28.05.04	4,53	4,94	4,4	4,9	4,7	0,5	0,41
31.05.04	4,55	4,98	4,4	4,9	4,7	0,5	0,43
01.06.04	4,51	4,94	4,4	4,88	4,6	0,48	0,43
02.06.04	4,5	4,91	4,4	4,86	4,6	0,46	0,41
03.06.04	4,5	4,91	4,4	4,86	4,6	0,46	0,41
04.06.04	4,5	4,88	4,33	4,78	4,6	0,45	0,38
07.06.04	4,5	4,85	4,3	4,75	4,7	0,45	0,35
08.06.04	4,5	4,85	4,29	4,74	4,6	0,45	0,35
09.06.04	4,5	4,88	4,29	4,71	4,6	0,42	0,38
10.06.04	4,5	4,88	4,29	4,69	4,7	0,4	0,38
11.06.04	4,51	4,9	4,29	4,69	4,7	0,4	0,39
14.06.04	4,5	4,86	4,28	4,69	4,6	0,41	0,36
15.06.04	4,49	4,83	4,28	4,66	4,5	0,38	0,34
16.06.04	4,46	4,81	4,26	4,65	4,5	0,39	0,35
17.06.04	4,31	4,73	4,13	4,59	4,4	0,46	0,42
18.06.04	4,3	4,69	4,09	4,53	4,4	0,44	0,39
21.06.04	4,3	4,7	4,09	4,53	4,3	0,44	0,4
22.06.04	4,3	4,68	4,06	4,51	4,2	0,45	0,38
23.06.04	4,23	4,63	4,05	4,5	4,2	0,45	0,4
24.06.04	4,21	4,66	4,04	4,5	4,2	0,46	0,45
28.06.04	4,15	4,55	4	4,46	4,1	0,46	0,4
29.06.04	3,96	4,43	3,81	4,29	4,1	0,48	0,47
30.06.04	3,98	4,43	3,79	4,28	4,1	0,49	0,45

	SITIBIDSW	SITIBORSW	SITIBID1M	SITIBOR1M	MBOM	Razpon 1M	Razpon SW
01.07.04	3,98	4,44	3,79	4,28	4,1	0,49	0,46
02.07.04	3,98	4,43	3,8	4,26	4,1	0,46	0,45
05.07.04	3,99	4,45	3,8	4,26	4,2	0,46	0,46
06.07.04	3,98	4,41	3,8	4,26	4,1	0,46	0,43
07.07.04	3,94	4,39	3,8	4,26	4	0,46	0,45
08.07.04	3,9	4,31	3,8	4,25	3,9	0,45	0,41
09.07.04	3,89	4,31	3,8	4,23	3,9	0,43	0,42
12.07.04	3,89	4,3	3,8	4,23	3,9	0,43	0,41
13.07.04	3,86	4,3	3,79	4,21	3,9	0,42	0,44
14.07.04	3,84	4,29	3,78	4,21	3,9	0,43	0,45
15.07.04	3,84	4,29	3,78	4,21	3,9	0,43	0,45
16.07.04	3,85	4,29	3,78	4,21	3,9	0,43	0,44
19.07.04	3,83	4,29	3,78	4,2	3,9	0,42	0,46
20.07.04	3,81	4,26	3,76	4,19	3,9	0,43	0,45
21.07.04	3,79	4,26	3,75	4,19	3,9	0,44	0,47
22.07.04	3,78	4,25	3,75	4,19	3,9	0,44	0,47
23.07.04	3,78	4,25	3,75	4,19	3,9	0,44	0,47
26.07.04	3,75	4,24	3,74	4,2	3,8	0,46	0,49
27.07.04	3,75	4,21	3,74	4,18	3,9	0,44	0,46
28.07.04	3,75	4,21	3,73	4,18	3,9	0,45	0,46
29.07.04	3,75	4,23	3,7	4,16	3,9	0,46	0,48
30.07.04	3,75	4,21	3,7	4,16	3,8	0,46	0,46
02.08.04	3,73	4,19	3,7	4,15	3,8	0,45	0,46
03.08.04	3,7	4,15	3,7	4,14	3,8	0,44	0,45
04.08.04	3,7	4,15	3,7	4,15	3,8	0,45	0,45
05.08.04	3,7	4,15	3,7	4,15	3,8	0,45	0,45
06.08.04	3,7	4,13	3,7	4,13	3,8	0,43	0,43
09.08.04	3,7	4,11	3,7	4,13	3,8	0,43	0,41
10.08.04	3,7	4,11	3,7	4,13	3,8	0,43	0,41
11.08.04	3,7	4,11	3,7	4,13	3,8	0,43	0,41
12.08.04	3,7	4,11	3,7	4,13	3,9	0,43	0,41
13.08.04	3,7	4,1	3,7	4,13	3,9	0,43	0,4
16.08.04	3,73	4,13	3,7	4,13	3,8	0,43	0,4
17.08.04	3,74	4,14	3,69	4,11	3,8	0,42	0,4
18.08.04	3,68	4,05	3,64	4,08	3,7	0,44	0,37
19.08.04	3,61	3,99	3,63	4,08	3,7	0,45	0,38
20.08.04	3,6	3,99	3,63	4,05	3,7	0,42	0,39
23.08.04	3,61	4,01	3,63	4,04	3,7	0,41	0,4
24.08.04	3,6	4,01	3,63	4,04	3,6	0,41	0,41
25.08.04	3,5	3,96	3,63	4,05	3,2	0,42	0,46
26.08.04	3,51	3,94	3,61	4,05	3,2	0,44	0,43
27.08.04	3,55	3,94	3,61	4,05	3,6	0,44	0,39
30.08.04	3,59	4,01	3,61	4,06	3,7	0,45	0,42
31.08.04	3,59	4	3,61	4,06	3,7	0,45	0,41

Vir: Finančni podatki Združenja bank Slovenije in Banke Slovenije 2004, lastni izračuni.

PRILOGA 5: Povprečni SITIBOR od julija 2002 do avgusta 2004 (v % p.a.)

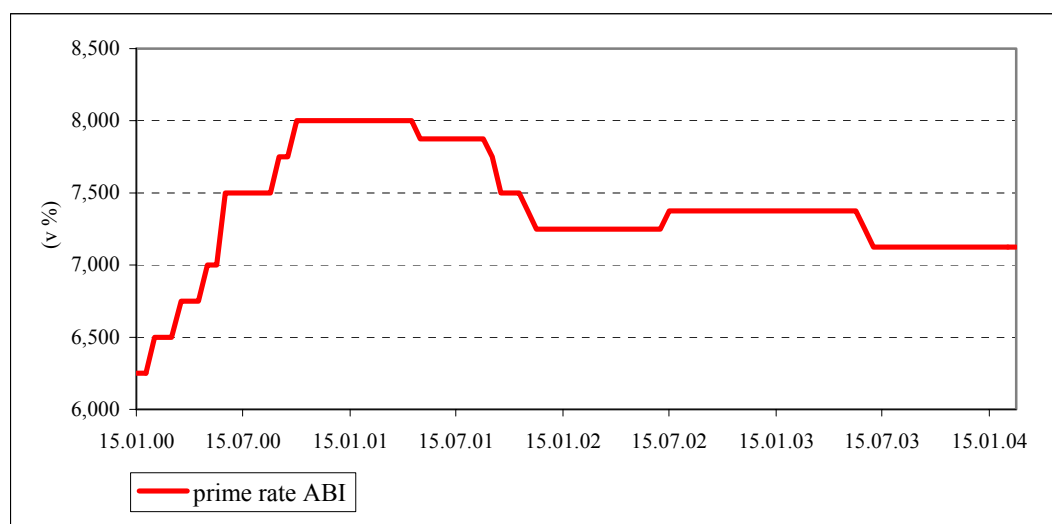
	O/N	SW	2W	1M	2M	3M	6M	9M	1Y
jul.02	4,26	5,22	5,93	7,88	8,6	8,75	8,64	8,85	8,97
aug 02	4,45	5,37	5,88	7,7	8,49	8,59	8,22	8,32	8,48
sept.02	4,35	5,33	5,91	7,7	8,48	8,56	8,12	8,26	8,42
oct 02	4,47	5,31	5,99	7,65	8,32	7,75	8	8,18	8,31
nov.02	4,33	5,26	5,98	7,5	6,61	6,98	7,99	8,1	8,44
dec.02	4	4,57	4,85	5,46	6,41	6,87	7,99	8,1	8,68
jan.03	4,48	5,15	5,61	7,1	7,47	7,64	8,08	8,28	8,66
feb.03	5,26	6,09	6,46	7,2	7,72	7,77	8,13	8,29	8,41
mar.03	5,13	5,85	6,24	6,9	7,21	7,33	7,65	7,83	7,81
apr.03	5,48	6,1	6,31	6,79	7,07	7,12	7,26	7,38	7,19
may 03	5,47	6,2	6,43	6,73	6,99	7,01	7,12	7,27	6,99
jun.03	5,36	5,84	5,99	6,18	6,32	6,36	6,39	6,49	6,38
jul 03	5,18	5,8	5,93	6,13	6,3	6,34	6,34	6,37	6,34
aug 03	5,78	6,21	6,25	6,4	6,52	6,52	6,53	6,57	6,5
sept.03	6,54	6,48	6,48	6,52	6,56	6,55	6,54	6,57	6,5
oct 03	5,96	6,19	6,33	6,39	6,41	6,41	6,41	6,49	6,4
nov.03	5,56	5,87	6,02	6,15	6,21	6,22	6,18	6,23	6,11
dec.03	5,64	5,69	5,81	5,88	6,1	6,11	6,11	6,22	6,07
jan.04	6,07	6,04	6,07	6,02	6,01	6,01	6,01	6,06	5,9
feb.04	6,33	6,23	6,09	5,91	5,82	5,8	5,77	5,77	5,63
mar.04	5,21	5,92	5,88	5,76	5,67	5,62	5,53	5,51	5,33
apr.04	5,33	5,31	5,31	5,17	5,09	4,99	4,93	4,89	4,81
maj.04	5,02	5,03	4,99	4,93	4,84	4,76	4,68	4,60	4,48
jun.04	4,79	4,76	4,73	4,63	4,53	4,46	4,39	4,32	4,23
jul.04	4,28	4,30	4,27	4,21	4,15	4,03	3,92	3,87	3,85
avg.04	4,01	4,07	4,09	4,10	4,09	4,01	3,92	3,92	3,89

Vir: Finančni podatki Združenja bank Slovenije in lastni izračuni.

PRILOGA 6: Tabela in prikaz gibanja »prime rate ABI« od januarja 2000 do februarja 2004 (v % p.a.)

	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2004
15.jan	6,250	8,000	7,250	7,375	7,125
31.jan	6,250	8,000	7,250	7,375	7,125
15.febr	6,500	8,000	7,250	7,375	7,125
28./29. febr.	6,500	8,000	7,250	7,375	7,125
15.mar	6,500	8,000	7,250	7,375	
31.mar	6,750	8,000	7,250	7,375	
15.apr	6,750	8,000	7,250	7,375	
30.apr	6,750	8,000	7,250	7,375	
15.maj	7,000	7,875	7,250	7,375	
31.maj	7,000	7,875	7,250	7,375	
15.jun	7,500	7,875	7,250	7,250	
30.jun	7,500	7,875	7,250	7,125	
15.jul	7,500	7,875	7,375	7,125	
31.jul	7,500	7,875	7,375	7,125	
15.avg	7,500	7,875	7,375	7,125	
31.avg	7,500	7,875	7,375	7,125	
15.sept	7,750	7,750	7,375	7,125	
30.sept	7,750	7,500	7,375	7,125	
15.okt	8,000	7,500	7,375	7,125	
31.okt	8,000	7,500	7,375	7,125	
15.nov	8,000	7,375	7,375	7,125	
30.nov	8,000	7,250	7,375	7,125	
15.dec	8,000	7,250	7,375	7,125	
31.dec	8,000	7,250	7,375	7,125	

Vir: www.abi.it., 2004.



Vir: www.abi.it., 2004.

PRILOGA 7: Izračun standardnega odklona obrestnih mer SITIBOR o/n v času od januarja 2004 do marca 2004

N	Datum:	SITIBOR o/n (x_i) (v %)	($x_i - \mu$)	($x_i - \mu$) ²
1	05.01.04	5,83	-0,28	0,08
2	06.01.04	5,8	-0,31	0,10
3	07.01.04	5,8	-0,31	0,10
4	08.01.04	5,76	-0,35	0,12
5	09.01.04	5,79	-0,32	0,10
6	12.01.04	5,8	-0,31	0,10
7	13.01.04	5,83	-0,28	0,08
8	14.01.04	5,98	-0,13	0,02
9	15.01.04	5,93	-0,18	0,03
10	16.01.04	5,93	-0,18	0,03
11	19.01.04	6,43	0,32	0,10
12	20.01.04	6,43	0,32	0,10
13	21.01.04	6,75	0,64	0,41
14	22.01.04	6,53	0,42	0,18
15	23.01.04	6,53	0,42	0,18
16	26.01.04	6,53	0,42	0,18
17	27.01.04	6,53	0,42	0,18
18	28.01.04	5,55	-0,56	0,31
19	29.01.04	5,68	-0,43	0,18
20	30.01.04	6,08	-0,03	0,00
21	02.02.04	6,55	0,44	0,19
22	03.02.04	6,48	0,37	0,14
23	04.02.04	6,45	0,34	0,12
24	05.02.04	6,43	0,32	0,10
25	06.02.04	6,35	0,24	0,06
26	09.02.04	6,45	0,34	0,12
27	10.02.04	6,46	0,35	0,12
28	11.02.04	6,43	0,32	0,10
29	12.02.04	6,45	0,34	0,12
30	13.02.04	6,3	0,19	0,04
31	16.02.04	6,21	0,10	0,01
32	17.02.04	6,13	0,02	0,00
33	18.02.04	6	-0,11	0,01
34	19.02.04	5,88	-0,23	0,05
35	20.02.04	5,85	-0,26	0,07
36	23.02.04	6,4	0,29	0,08
37	24.02.04	6,5	0,39	0,15
38	25.02.04	6,51	0,40	0,16
39	26.02.04	6,5	0,39	0,15
40	27.02.04	6,3	0,19	0,04
41	01.03.04	6,3	0,19	0,04
42	02.03.04	6,15	0,04	0,00
43	03.03.04	6,08	-0,03	0,00
44	04.03.04	6,03	-0,08	0,01
45	05.03.04	6,05	-0,06	0,00
46	08.03.04	6,23	0,12	0,01
47	09.03.04	6,18	0,07	0,00

48	10.03.04	6,13	0,02	0,00
49	11.03.04	6,15	0,04	0,00
50	12.03.04	6,03	-0,08	0,01
51	15.03.04	6,05	-0,06	0,00
52	16.03.04	6,08	-0,03	0,00
53	17.03.04	6,15	0,04	0,00
54	18.03.04	6,1	-0,01	0,00
55	19.03.04	5,99	-0,12	0,01
56	22.03.04	5,9	-0,21	0,04
57	23.03.04	5,65	-0,46	0,21
58	24.03.04	5,66	-0,45	0,20
59	25.03.04	5,61	-0,50	0,25
60	26.03.04	5,18	-0,93	0,86
61	29.03.04	5,54	-0,57	0,32
62	30.03.04	5,73	-0,38	0,14
63	31.03.04	5,81	-0,30	0,09
SKUPAJ:				<u>6,626</u>

Povprečje (μ):	6,11
-------------------------	------

0,107	VARIANCA
-------	----------

0,33	STANDARDNI ODKLON (v odstotnih točkah)
-------------	---

PRILOGA 8: Izračun standardnega odklona obrestnih mer SITIBOR o/n v času od aprila 2004 do junija 2004

N	Datum:	SITIBOR o/n (x_i) (v %)	($x_i - \mu$)	($x_i - \mu$) ²
1	01.04.04	5,73	0,69	0,47
2	02.04.04	5,5	0,46	0,21
3	05.04.04	5,5	0,46	0,21
4	06.04.04	5,49	0,45	0,20
5	07.04.04	5,5	0,46	0,21
6	08.04.04	5,49	0,45	0,20
7	09.04.04	5,54	0,50	0,25
8	13.04.04	5,5	0,46	0,21
9	14.04.04	5,44	0,40	0,16
10	15.04.04	5,36	0,32	0,10
11	16.04.04	5,35	0,31	0,10
12	19.04.04	5,28	0,24	0,06
13	20.04.04	5,15	0,11	0,01
14	21.04.04	5	-0,04	0,00
15	22.04.04	5,03	-0,01	0,00
16	23.04.04	5,13	0,09	0,01
17	26.04.04	5,13	0,09	0,01
18	28.04.04	5,13	0,09	0,01
19	29.04.04	5,2	0,16	0,03
20	30.04.04	5,05	0,01	0,00
21	03.05.04	5,05	0,01	0,00
22	04.05.04	5,05	0,01	0,00
23	05.05.04	5,13	0,09	0,01
24	06.05.04	5,13	0,09	0,01
25	07.05.04	5,08	0,04	0,00
26	10.05.04	5,04	0,00	0,00
27	11.05.04	5,06	0,02	0,00
28	12.05.04	5,06	0,02	0,00
29	13.05.04	5,05	0,01	0,00
30	14.05.04	5,06	0,02	0,00
31	17.05.04	5,1	0,06	0,00
32	18.05.04	5,04	0,00	0,00
33	19.05.04	5,01	-0,03	0,00
34	20.05.04	5	-0,04	0,00
35	21.05.04	4,98	-0,06	0,00
36	24.05.04	4,91	-0,13	0,02
37	25.05.04	4,93	-0,11	0,01
38	26.05.04	4,95	-0,09	0,01
39	27.05.04	4,95	-0,09	0,01
40	28.05.04	4,95	-0,09	0,01
41	01.06.04	4,9	-0,14	0,02
42	02.06.04	4,9	-0,14	0,02
43	03.06.04	4,93	-0,11	0,01
44	04.06.04	4,91	-0,13	0,02
45	07.06.04	4,89	-0,15	0,02
46	08.06.04	4,89	-0,15	0,02

47	09.06.04	4,89	-0,15	0,02
48	10.06.04	4,9	-0,14	0,02
49	11.06.04	5	-0,04	0,00
50	14.06.04	4,94	-0,10	0,01
51	15.06.04	4,88	-0,16	0,03
52	16.06.04	4,85	-0,19	0,04
53	17.06.04	4,76	-0,28	0,08
54	18.06.04	4,78	-0,26	0,07
55	21.06.04	4,74	-0,30	0,09
56	22.06.04	4,64	-0,40	0,16
57	23.06.04	4,54	-0,50	0,25
58	24.06.04	4,61	-0,43	0,19
59	28.06.04	4,54	-0,50	0,25
60	29.06.04	4,5	-0,54	0,29
61	30.06.04	4,5	-0,54	0,29
SKUPAJ:				4,432

Povprečje (μ):	5,04
-------------------------	------

0,074 VARIANCA

0,27 STANDARDNI ODKLON (v odstotnih točkah)

PRILOGA 9: Izračun standardnega odklona realiziranih medbančnih obrestnih mer za depozite do 30 dni v času od januarja 2004 do marca 2004

N	Datum:	MOM (x_i) (v %)	($x_i - \mu$)	($x_i - \mu$) ²
1	05.01.04	5,2	-0,31	0,09
2	06.01.04	5	-0,51	0,26
3	07.01.04	5	-0,51	0,26
4	08.01.04	5,1	-0,41	0,17
5	09.01.04	5,1	-0,41	0,17
6	12.01.04	5,3	-0,21	0,04
7	13.01.04	5,5	-0,01	0,00
8	14.01.04	5,4	-0,11	0,01
9	15.01.04	5,5	-0,01	0,00
10	16.01.04	5,9	0,39	0,15
11	19.01.04	6	0,49	0,24
12	20.01.04	6,4	0,89	0,80
13	21.01.04	6,2	0,69	0,48
14	22.01.04	5,7	0,19	0,04
15	23.01.04	5,1	-0,41	0,17
16	26.01.04	4,4	-1,11	1,22
17	27.01.04	4,9	-0,61	0,37
18	28.01.04	4,8	-0,71	0,50
19	29.01.04	5,1	-0,41	0,17
20	30.01.04	5,5	-0,01	0,00
21	02.02.04	5,6	0,09	0,01
22	03.02.04	5,8	0,29	0,09
23	04.02.04	5,6	0,09	0,01
24	05.02.04	5,6	0,09	0,01
25	06.02.04	5,8	0,29	0,09
26	09.02.04	5,8	0,29	0,09
27	10.02.04	5,8	0,29	0,09
28	11.02.04	5,7	0,19	0,04
29	12.02.04	5,7	0,19	0,04
30	13.02.04	5,6	0,09	0,01
31	16.02.04	5,5	-0,01	0,00
32	17.02.04	5,5	-0,01	0,00
33	18.02.04	5,5	-0,01	0,00
34	19.02.04	5,3	-0,21	0,04
35	20.02.04	5,4	-0,11	0,01
36	23.02.04	5,7	0,19	0,04
37	24.02.04	5,8	0,29	0,09
38	25.02.04	5,9	0,39	0,15
39	26.02.04	6,1	0,59	0,35
40	27.02.04	5,8	0,29	0,09
41	01.03.04	5,8	0,29	0,09
42	02.03.04	5,7	0,19	0,04
43	03.03.04	5,7	0,19	0,04
44	04.03.04	5,7	0,19	0,04
45	05.03.04	5,9	0,39	0,15
46	08.03.04	5,9	0,39	0,15

47	09.03.04	5,6	0,09	0,01
48	10.03.04	5,6	0,09	0,01
49	11.03.04	5,9	0,39	0,15
50	12.03.04	5,6	0,09	0,01
51	15.03.04	5,6	0,09	0,01
52	16.03.04	5,7	0,19	0,04
53	17.03.04	5,7	0,19	0,04
54	18.03.04	5,6	0,09	0,01
55	19.03.04	5,3	-0,21	0,04
56	22.03.04	5,1	-0,41	0,17
57	23.03.04	5,1	-0,41	0,17
58	24.03.04	5,1	-0,41	0,17
59	25.03.04	5	-0,51	0,26
60	26.03.04	4,4	-1,11	1,22
61	29.03.04	5,1	-0,41	0,17
62	30.03.04	5,4	-0,11	0,01
63	31.03.04	5,4	-0,11	0,01
SKUPAJ:				9,343

Povprečje (μ):	5,51
----------------------	------

0,15 VARIANCA

0,39 STANDARDNI ODKLON (v odstotnih točkah)

PRILOGA 10: Izračun standardnega odklona realiziranih medbančnih obrestnih mer za depozite do 30 dni v času od aprila 2004 do junija 2004

N	Datum:	MOM (x_i) (v %)	($x_i - \mu$)	($x_i - \mu$) ²
1	05.01.04	5,2	-0,31	0,09
2	06.01.04	5	-0,51	0,26
3	07.01.04	5	-0,51	0,26
4	08.01.04	5,1	-0,41	0,17
5	09.01.04	5,1	-0,41	0,17
6	12.01.04	5,3	-0,21	0,04
7	13.01.04	5,5	-0,01	0,00
8	14.01.04	5,4	-0,11	0,01
9	15.01.04	5,5	-0,01	0,00
10	16.01.04	5,9	0,39	0,15
11	19.01.04	6	0,49	0,24
12	20.01.04	6,4	0,89	0,80
13	21.01.04	6,2	0,69	0,48
14	22.01.04	5,7	0,19	0,04
15	23.01.04	5,1	-0,41	0,17
16	26.01.04	4,4	-1,11	1,22
17	27.01.04	4,9	-0,61	0,37
18	28.01.04	4,8	-0,71	0,50
19	29.01.04	5,1	-0,41	0,17
20	30.01.04	5,5	-0,01	0,00
21	02.02.04	5,6	0,09	0,01
22	03.02.04	5,8	0,29	0,09
23	04.02.04	5,6	0,09	0,01
24	05.02.04	5,6	0,09	0,01
25	06.02.04	5,8	0,29	0,09
26	09.02.04	5,8	0,29	0,09
27	10.02.04	5,8	0,29	0,09
28	11.02.04	5,7	0,19	0,04
29	12.02.04	5,7	0,19	0,04
30	13.02.04	5,6	0,09	0,01
31	16.02.04	5,5	-0,01	0,00
32	17.02.04	5,5	-0,01	0,00
33	18.02.04	5,5	-0,01	0,00
34	19.02.04	5,3	-0,21	0,04
35	20.02.04	5,4	-0,11	0,01
36	23.02.04	5,7	0,19	0,04
37	24.02.04	5,8	0,29	0,09
38	25.02.04	5,9	0,39	0,15
39	26.02.04	6,1	0,59	0,35
40	27.02.04	5,8	0,29	0,09
41	01.03.04	5,8	0,29	0,09
42	02.03.04	5,7	0,19	0,04
43	03.03.04	5,7	0,19	0,04
44	04.03.04	5,7	0,19	0,04
45	05.03.04	5,9	0,39	0,15
46	08.03.04	5,9	0,39	0,15

47	09.03.04	5,6	0,09	0,01
48	10.03.04	5,6	0,09	0,01
49	11.03.04	5,9	0,39	0,15
50	12.03.04	5,6	0,09	0,01
51	15.03.04	5,6	0,09	0,01
52	16.03.04	5,7	0,19	0,04
53	17.03.04	5,7	0,19	0,04
54	18.03.04	5,6	0,09	0,01
55	19.03.04	5,3	-0,21	0,04
56	22.03.04	5,1	-0,41	0,17
57	23.03.04	5,1	-0,41	0,17
58	24.03.04	5,1	-0,41	0,17
59	25.03.04	5	-0,51	0,26
60	26.03.04	4,4	-1,11	1,22
61	29.03.04	5,1	-0,41	0,17
62	30.03.04	5,4	-0,11	0,01
63	31.03.04	5,4	-0,11	0,01
SKUPAJ:			9,343	

Povprečje (μ):	5,51
----------------------	------

0,15 VARIANCA

0,39 STANDARDNI ODKLON (v odstotnih točkah)