

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
DENARNI NOMINALIZEM

Ljubljana, maj 2006

PETRA KLANČAR

IZJAVA

Študentka Petra Klančar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom profesorja dr. Ivana Ribnikarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23. maja 2006

Podpis:

KAZALO

1	Uvod	1
2	Denarni nominalizem	2
	2.1 Pomen načela denarnega nominalizma	2
	2.2 Posledice uporabe načela denarnega nominalizma	4
	2.3 Tehnike, s katerimi ublažimo posledice nominalizma	4
	2.4 Uporaba zaščitnih monetarnih klavzul kot konflikt med udeleženci poslovnih transakcij (mikroekonomska raven) in nosilci ekonomske politike (makroekonomska raven)	6
	2.5 Uporaba načela nominalizma v drugih državah	7
3	Teoretični koncept obrestne mere	8
	3.1 Zgodovina obrestne mere	8
	3.2 Vrste obrestnih mer	8
	3.3 Nominalna in realna obrestna mera	10
	3.4 Pomen inflacijskih pričakovanj pri oblikovanju višine obrestnih mer	12
	3.5 Raziskave na področju sprememb nominalne obrestne mere zaradi sprememb v pričakovani inflaciji	13
	3.5.1 Fisherjev učinek	13
	3.5.2 Mundell – Tobinov učinek	14
	3.5.3 Darby in Feldstein	15
	3.5.4 Mishkinova empirična analiza Fisherjevega učinka	16
	3.5.5 Taylorjevo pravilo določanja nominalne obrestne mere	16
4	Prehod od indeksacije do obrestnega nominalizma v Sloveniji .	18
	4.1 Splošno o indeksaciji	18
	4.2 Pomen indeksacije v slovenskem finančnem sistemu	19
	4.3 Ukinjanje indeksacije in uvajanje obrestnega nominalizma	22
	4.4 Prihodnost indeksacije po uvedbi evra	23
5	Referenčna obrestna mera	24
	5.1 Opredelitev referenčne obrestne mere	24
	5.2 Medbančne obrestne mere	27
	5.2.1 Slovenske medbančne obrestne mere	27
	5.2.1.1 Metodologija slovenskih medbančnih obrestnih mer	27
	5.2.1.2 Uveljavitev SITIBOR	28
	5.2.1.3 Primerjava SITIBOR in tujih referenčnih obrestnih mer	30
	5.3 Obrestne mere centralne banke	31
	5.4 Izbor primerne referenčne obrestne mere za slovenski finančni trg	33

5.4.1	EURIBOR kot slovenska referenčna obrestna mera	34
5.4.2	Prvovrstna obrestna mera NLB	36
5.4.3	Ukinjanje TOM-a v Banki Koper	36
5.4.4	SIOM – referenčna obrestna mera SKB banke	37
6	Vpliv obrestnega nominalizma na poslovanje poslovnih bank ..	38
7	Sklep	41
	Literatura	42
	Viri	44

Slovar prevodov angleških izrazov

Priloge

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1:</i>	Predpisana obrestna mera zamudnih obresti	6
<i>Tabela 2:</i>	Indeksacijska klavzula in obdobje za njen izračun	20
<i>Tabela 3:</i>	Struktura bruto dohodka poslovnih bank v letih 2002 – 2004	39

KAZALO SLIK

<i>Slika 1:</i>	Gibanje inflacije in TOM-a v obdobju od januarja 2000 do decembra 2005	21
<i>Slika 2:</i>	Primerjava vrednosti TOM in SIOM v obdobju od 1.2.2003 do 1.12.2005	37
<i>Slika 3:</i>	Prikaz naraščanja oziroma padanja deležev posameznih sestavin bruto dohodka bank	39

1 Uvod

Uvajanje nominalizma z odpravo indeksacije in tako imenovane temeljne obrestne mere (v nadaljevanju TOM) prinaša spremembe na slovenski finančni trg. S 1. julijem 2002 je začel veljati obrestni nominalizem za finančne instrumente z ročnostjo do enega leta, od junija 2003 tudi za dolgoročne posle, razen če se pogodbeniki ne dogovorijo drugače. Začelo se je intenzivno zniževanje višine domačih obrestnih mer na evropsko raven. Skladno s procesom uvajanja nominalnih obrestnih mer je začel teči proces iskanja domače referenčne obrestne mere. S tem smo korak naprej pri razvoju denarnega trga. Z vstopom v evropski mehanizem deviznih tečajev (ERM2) in kasneje v Evropsko monetarno unijo (EMU), pa se približujemo ravni obrestnih mer, ki veljajo na področju evra.

Slovenija je trenutno na poti prevzemanja evra. Le še slabo leto nas loči do prevzema skupne valute. Obrestna politika zato ne more biti neodvisna, temveč je podrejena doseganju tečajne stabilnosti. Spreminjanje domačih obrestnih mer bi zaradi spreminjanja finančnih tokov vplivalo na spreminjanje tečaja. Banka Slovenije je zato začela ključne nominalne obrestne mere zniževati že pred vstopom Slovenije v ERM2.

V okviru diplomske naloge o denarnem nominalizmu želim prikazati teoretični koncept denarnega nominalizma in ugotoviti, kakšne spremembe so nastale s procesom uvajanja nominalnih obrestnih mer v Sloveniji. Z ukinjanjem indeksacije, ki predstavlja nasprotje nominalizmu, so se namreč pojavile potrebe po spreminjanju načina določanja in izračunavanja obrestnih mer.

Diplomska naloga je razdeljena na sedem poglavij. Uvodu sledi poglavje o pojmu denarnega nominalizma. V prvem delu izpostavim pravni vidik nominalizma, v nadaljevanju diplomskega dela pa obravnavam ekonomski vidik. V tretjem poglavju je opisan teoretični koncept obrestnih mer, s poudarkom na razlikovanju med nominalno in realno obrestno mero in raziskavam na tem področju.

V naslednjem poglavju opisujem prehod od indeksacije do uporabe obrestnega nominalizma v Sloveniji. Gre za pomen indeksacije v našem finančnem sistemu, njeno ukinjanje in iskanje nove referenčne obrestne mere. Referenčne obrestne mere se uporabljajo kot izhodišče za določanje spremenljivih obrestnih mer. Opredelitev in izbiro primerne obrestne mere za predstavljanje referenčne obrestne mere opisujem v petem poglavju.

V šestem poglavju opisujem odzivanje slovenskih bank na odpravljanje indeksacije in uvajanje referenčne obrestne mere ter posledice v njihovem poslovanju, ki so nastale z vstopom Slovenije v EU. Ugotovitve diplomske naloge navajam v sklepu. Diplomsko nalogo zaključim z navedbo literature in virov.

2 Denarni nominalizem

2.1 Pomen načela denarnega nominalizma

Načelo denarnega nominalizma je v svetu splošno sprejeto za določanje obsega in vsebine denarnih obveznosti. Določa, da je za sam pojem denarja in njegovo vrednost po nastanku obveznosti odločilna njegova zunanja (nominalna) vrednost in da le-ta predstavlja predmet denarne obveznosti (Jus, 2002, str. 10).

Načelo denarnega nominalizma pomeni, da dolžnik izpolni svojo denarno obveznost s plačilom tistega števila denarnih enot, na katero se glasi obveznost, ne glede na dejansko (realno) vrednost zneska. V razmerah nominalizma se torej upošteva dogovorjeno število denarnih enot in ne kupna moč denarja ob dospelosti plačila. Posledice načela o denarnem nominalizmu nastanejo takrat, kadar pride do dejanskega plačila obveznosti v nekem časovnem trenutku v prihodnosti.

Implicitna predpostavka načela je stabilna vrednost denarja. Nominalizem namreč pogodbenim strankam zagotavlja določeno stopnjo zaščite in pravne varnosti ter obema stranema zagotavlja enako izpostavljenost tveganjem. V sodobnih gospodarstvih pa denarja, katerega vrednost se s časom ne bi spreminjala, ni. Uporaba načela nominalizma bi bila logična, če bi obstajal denar, ki bi predstavljal v času nespremenljivo mero vrednosti (numéraire). Načelo denarnega nominalizma bi bilo odveč, če bi v svetu vladale stabilne gospodarske razmere, ki ne bi povzročale nihanja valut in neprestanih spreminjanj razmerij kupne moči denarja (Strnad, 2001, str. 8). V primeru nestabilnih monetarnih razmer uporaba nominalizma pripelje do monetarnih tveganj pri pogodbenih udeležencih.

Zato že stoletja traja spor med t.i. nominalisti in "valoristi", samo načelo monetarnega nominalizma v polnem pomenu in za vse primere pa verjetno ni nikjer v svetu sprejeto brez omejitev in uveljavljenih do skrajnih meja, kot kogentna norma, ki v nobenem primeru ne dopušča izjem (Jus, 2002, str. 10). Odstopanja od načela nominalizma so pogostejša v državah z nestabilnimi ekonomskimi razmerami. Tam se zaradi negativnih posledic uporabe nominalizma denarne obveznosti indeksirajo. Na ta način smo določali vrednosti denarnih obveznosti tudi pri nas.

Načelo nominalizma lahko obravnavamo z vidika ekonomije in vidika prava. V ekonomskem smislu pomeni uporaba nominalizma zaupanje v stabilnost domače valute. Pravni vidik nominalizma pa zaradi tega, ker so obveznosti pogodbenih subjektov točno določene, nudi določeno pravno varnost. Z upoštevanjem načela ekvivalence pogodbenih izpolnitev strank je zagotovljena tudi pravičnost. Kadar je trenutek izpolnitve denarne obveznosti različen od trenutka nastanka te obveznosti, je nujno zaščititi stranke

obligacijskega razmerja tako, da se jim nudi določen pravni okvir o pravilni izpolnitvi obveznosti.

Glede pravne narave načela denarnega nominalizma teorija in praksa nista popolnoma enotni. Določila so lahko dispozitivne ali kogentne narave. Načelo denarnega nominalizma je navadno dispozitivne narave, ki pa jo lahko pogodbeniki spremenijo. Kot kogentna norma brez dopuščanja izjem ni načelo nominalizma sprejeto nikjer v svetu. Izjema je Nemčija, kjer je bila indeksacija z zakonom prepovedana.

Navadno pravna ureditev za določanje vrednosti denarnih obveznosti odstopa od popolne uporabe nominalizma in dovoljuje različne oblike indeksacije. Z indeksacijo denarnih obveznosti lahko tudi slab denar opravlja funkcijo merila vrednosti. Pravna ureditev tako omogoča, da lahko stranke v obligacijskih razmerjih v okviru dispozitivnosti norme o denarnem nominalizmu uporabljajo različne zaščitne monetarne klavzule.

Norme o denarnem nominalizmu so v slovenskem pravu del civilnopravne regulative v okviru Obligacijskega zakonika (v nadaljevanju OZ) in Zakona o obligacijskih razmerjih (ZOR). Norme za različna razmerja pa so prisotne tudi v različnih monetarnih predpisih. Pri presojanju dopustnosti uporabe zaščitnih klavzul je potrebno upoštevati zakone in pravni sistem.

Načelo monetarnega nominalizma je v OZ (2001) zapisano v 371. členu, ki pravi: *»Če je predmet obveznosti vsota denarja, mora dolžnik plačati tisto število denarnih enot, na katero se glasi obveznost, če se upnik in dolžnik v skladu z zakonom ne dogovorita drugače.«*

394. člen ZOR (1989) se od zgoraj navedenega 371. člena OZ (2001) razlikuje le minimalno, in sicer v delu, ki določa dopustne izjeme: *»Če je predmet obveznosti vsota denarja, mora dolžnik plačati tisto število denarnih enot, na katero se glasi obveznost, razen če zakon določa kaj drugega.«*

V okviru zaščitnih monetarnih klavzul so razne blagovne ali indeksne klavzule lahko izpostavljene tudi posebnim pravilom o obrestih (Jus, 2002, str. 10). Na tak način je bila pri nas oblikovana temeljna obrestna mera, pri kateri se je tveganje sprememb kupne moči denarja vkalkuliralo v skupne obresti. S tem je bila z zakonom dopuščena uporaba indeksacije kot ohranjanje realne vrednosti denarnih obveznosti skozi obresti, ki navadno nimajo tega namena. OZ (2001) je ponovno vzpostavil stanje, po katerem sta indeksacija denarnih obveznosti in obresti, kot nadomestilo za rabo denarja, ločeni.

2.2 Posledice uporabe načela denarnega nominalizma

Načelo denarnega nominalizma ne povzroča negativnih posledic ob stabilni valuti. Težave se pojavijo, kadar je v gospodarstvu prisotna inflacija. Čim večja je, tem bolj očitno postaja, da so posledice nominalizma v nasprotju z nekaterimi temeljnimi načeli obligacijskega prava, predvsem z načelom enake vrednosti dajatev ter načelom vestnosti in poštenja (Stanovnik, 1996, str. 617).

Zaradi spremembe kupne moči denarja ni upoštevano načelo enakosti pogodbenih strank, s tem pa je lahko kršeno tudi načelo pravičnosti. Zato ni mogoče vedno dopuščati uporabe nominalizma brez izjem, ki so predstavljene v nadaljevanju.

2.3 Tehnike, s katerimi ublažimo posledice nominalizma

Negativne posledice uporabe načela nominalizma je možno odpraviti ali vsaj omiliti na več načinov:

- z uporabo valutne, zlate, blagovne ali indeksne klavzule,
- z uporabo drsne lestvice,
- z odločanjem po cenah na dan sojenja,
- z obrestmi.

Zlata klavzula je pogodbeno določilo, na podlagi katerega dolžnik dolguje svojo obveznost v zlatu oziroma glede na vrednost zlata, pri valutni klavzuli pa v tuji valuti ali v vrednosti tuje valute na dan plačila (Strnad, 2001, str. 8). Take klavzule pri nas načeloma niso dovoljene, saj je po zakonu denarno obveznost, ki se glasi na plačilo v zlatu ali tuji valuti, potrebno izpolniti v domači valuti.

Za prilagoditev denarno izraženih obveznosti se uporablja tudi indeksna klavzula. Indeks je lahko izražen v obliki indeksa cen dobrin, blaga ali storitev. Indeksna klavzula praviloma ni dovoljena, zanjo zakon določa najstrožjo obliko neveljavnosti – ničnost¹. Uporaba indeksne klavzule je dovoljena le izjemoma (Strnad, 2001, str. 9):

- izbrani indeks mora biti v neposredni gospodarski zvezi s predmetom posla;
- ne sme biti podan špekulativni namen (indeksacija je uporabljena zaradi ohranjanja obveznosti, kakršne so bile ob sklenitvi pogodbe) ali
- indeks je dogovorjen za zavarovanje življenjske ravni pogodbene stranke (za povišanje najemnine sorazmerno z rastjo cen življenjskih stroškov, za povišanje kupnine v skladu s povišanjem cen kvadratnega metra stanovanjske površine).

¹ 396. člen ZOR (1989)

Odstopanja od načela nominalizma v obliki indeksne in valutne klavzule obravnava OZ (2001) v 372. členu².

Drsna lestvica se uporablja pri pogodbah, kjer je realizirana cena odvisna od sprememb cen za material ali delo v določenem času. Uporaba te klavzule je dovoljena le v primerih, kadar se pogodbeni stranka zavezuje, da bo izdelala in dobavila določene predmete v določenem času. Bistvena razlika med indeksno klavzulo in drsno lestvico je v tem, da se pri indeksni klavzuli za indeksacijski faktor uporablja indeks cen, pri drsni lestvici pa se poveča nominalna vrednost za povečanje cene materiala in dela.

V okviru zaščitnih monetarnih klavzul se pojavljajo tudi posebna pravila o obrestih. V oddelku o denarnih obveznostih so v okviru OZ (2001) urejene zamudne in pogodbene obresti. V primerih, kadar dolžnik predčasno izpolni svojo denarno obveznost, ima pravico od dolga odbiti obresti za čas od dneva plačila do dneva zapadlosti. Dolžnik je do obresti za predčasno plačilo upravičen takrat, kadar je to dogovorjeno v pogodbi ali pa je to običaj v poslovni praksi.

V našem pravnem sistemu imajo zamudne obresti poseben pomen. Obresti so postale z zakonom sredstvo za ohranjanje vrednosti terjatev in obveznosti. Dvojna vloga obresti, to je indeksacijska in prvotna kot sankcija za zamudo pri plačilu, se kaže tudi v dveh uzakonjenih obrestnih merah. Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in o temeljni obrestni meri (1995) je ti dve funkciji ločil tako, da je temeljno obrestno mero opredelil za ohranjanje realne vrednosti terjatev, izraženih v domači valuti, za plačilno zamudo pa zamudno obrestno mero. Z določbo o TOM je bila dopustna čista indeksacija. Skupaj z uzakonitvijo valutne klavzule je bilo s strani zakonodajalca omogočeno preprečevanje negativnih posledic, ki bi jih v danih gospodarskih okoliščinah povzročala dosledna uporaba nominalizma. Ureditev denarnih obveznosti po OZ (2001) vrača obrestim prvotni pomen, ker jih loči od indeksacije. Načelo denarnega nominalizma pa dopušča kljub temu izjeme, saj je predvidena možnost zakonske ureditve indeksacije pod določenimi pogoji.

Zamudno obrestno mero je v skladu z zakonom³ od avgusta 1995 do junija 2003 izračunavala in objavljala BS. Od julija 2003 dalje pa je zamudna obrestna mera določena:

² 372. člen OZ (2001): *"Pogodbeni stranki se lahko dogovorita, da se višina dolžnikove denarne obveznosti določi glede na spremembe cen za blago in storitve, izraženih z indeksom cen, ki ga ugotavlja pooblaščen organizacija (indeksna klavzula), ali glede na gibanje tečaja tuje valute (valutna klavzula), ali glede na spremembe drugih cen, če ni takšen dogovor v nasprotju z zakonom. Kadar se pogodbeni stranki dogovorita za valorizacijo denarnih obveznosti, se valorizacija opravi za obdobje od nastanka obveznosti do njene izpolnitve, če se stranki ne dogovorita drugače."*

³ Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Ur. l. RS, št. 45/95, 109/01)

Tabela 1: Predpisana obrestna mera zamudnih obresti

<i>Obdobje</i>	<i>Zamudna obrestna mera p.a.</i>	<i>Predpis</i>
Od 01.01.2006 dalje	13,5 %	Sklep o spremembi predpisane obrestne mere zamudnih obresti (Ur.l. RS, št. 118/05)
Od 01.01.2004 do 31.12.2005	15,5 %	Sklep o spremembi predpisane obrestne mere zamudnih obresti (Ur.l. RS, št. 135/03)
Od 28.06.2003 do 31.12.2003	17,0 %	Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti (Ur.l. RS, št. 56/03)

Vir: Finančni podatki, 2006.

2.4 Uporaba zaščitnih monetarnih klavzul kot konflikt med udeleženci poslovnih transakcij (mikroekonomska raven) in nosilci ekonomske politike (makroekonomska raven)

Nosilci makroekonomske, predvsem monetarne politike, imajo za primarni cilj zagotavljanje stabilne vrednosti denarja. Kadar pri doseganju tega cilja niso uspešni, pride do negativnih posledic tako na makro kot tudi na mikro ravni. Na mikroekonomski ravni se želijo udeleženci poslovnih transakcij z uporabo zaščitnih monetarnih klavzul zavarovati pred neugodnimi posledicami tveganj sprememb vrednosti valut, na makro ravni pa z ukrepi makroekonomske politike.

Zaščitne monetarne klavzule upoštevajo pričakovano inflacijo, ki jo udeleženci vgradijo v nominalno obrestno mero. V razmerah zniževanja inflacije je vgrajevanje pričakovanj na podlagi pretekle stopnje inflacije v konfliktu s cilji nosilcev ekonomske politike. Cilj makroekonomske politike je med drugim zniževanje stopnje inflacije in obrestnih mer, udeleženci poslovnih transakcij pa z vključevanjem pretekle inflacije v svoja pričakovanja ohranjajo visoke obrestne mere in ne pripomorejo k zniževanju inflacije. S tem pride do konflikta interesov med izvajalci ekonomske politike in udeleženci poslovnih transakcij.

Konflikt se ne pojavi v okolju s stabilno vrednostjo denarja. Udeleženci poslovnih transakcij ne pričakujejo sprememb vrednosti valut, zato ne uporabljajo zaščitnih klavzul. Kadar monetarna politika v zagotavljanju stabilne vrednosti denarja ni uspešna, bi morala dovoliti udeležencem na mikroekonomski ravni uporabo zaščitnih klavzul. Za nestabilno makroekonomsko okolje z visoko stopnjo inflacije je namreč odgovorna prav makroekonomska politika. V takem okolju je smiselno, da se dovoli uporaba ustreznih instrumentov za zaščito pred tveganji sprememb vrednosti valut. Indeksacija omogoča, da lahko tudi slab denar opravlja funkcijo merila vrednosti in plačilnega sredstva (Jus, 2002, str. 12).

Zaščitne monetarne klavzule bodo udeleženci poslovnih transakcij uporabljali toliko časa, dokler ne bodo verjeli v dolgoročno stabilno vrednost denarja. Dokler obstaja tveganje spremembe vrednosti valut, je kljub pravni prepovedi indeksacije le-ta na nek način prisotna v nominalno izraženih obrestnih merah.

2.5 Uporaba načela nominalizma v drugih državah

Nemčija

V Nemčiji je bila uporaba indeksacije prepovedana, zato velja, da se načelo denarnega nominalizma uporablja za vse denarne obveznosti. Načeloma velja uporaba nominalizma tudi za dolgoročne denarne obveznosti, vendar sodna praksa dopušča tudi uporabo valorizacije. Glede dogovorov o valorizaciji je zakonodaja ubrala srednjo pot med njihovo popolno prepovedjo in možnostjo neomejenega dogovarjanja. Omejitve določajo predvsem predpisi s področja denarja in bančništva (Strnad, 2001, str. 10).

Avstrija

Avstrijski zakon o obligacijskih razmerjih ločuje med čistimi in nečistimi denarnimi terjatvami. Med prve spadajo terjatve, kjer je znesek denarnih enot točno določen, tveganje zmanjšanja notranje vrednosti denarja nosi upnik. Za te terjatve velja načelo denarnega nominalizma. Nečiste denarne terjatve so tiste, za katere načelo denarnega nominalizma ne velja. To pomeni, da dejanska vrednost obveznosti oziroma terjatev v denarju še ni znana. Za te terjatve nosi tveganje dolžnik.

Avstrijski zakon dopušča, da pogodbeniki izberejo metodo indeksacije v primeru spremembe kupne moči denarja. Kot merilo vrednosti se lahko uporablja katerokoli merilo, pogoj je le, da je določeno oziroma določljivo. Najpogosteje se uporabljajo blagovne klavzule, indeksi cen, plačne klavzule. Zakon prepoveduje uporabo zlate klavzule, kar pomeni, da dogovor med pogodbeniki o plačilu denarnega zneska, izraženega v številu zlatnikov ali količini zlata, ni dovoljen.

Švica

Na splošno v Švici velja načelo, da se za izpolnitev denarne obveznosti uporablja načelo denarnega nominalizma, čeprav v zakoniku to ni izrecno zapisano. Določeno je le, da se denarne obveznosti plačujejo v domači valuti. Tveganje zmanjšanja kupne moči denarja nosi v pogodbenih razmerjih upnik. Vendar pa se stranke lahko dogovorijo o načinu indeksacije, saj je njena uporaba le redko prepovedana. Kot klavzule o zavarovanju vrednosti denarja se najpogosteje uporabljata devizna in indeksna klavzula (uporablja se deželni indeks cen na drobno).

3 Teoretični koncept obrestne mere

Obrestna mera nam predstavlja ceno za čas in tveganje. Predstavlja nam oportunitetni strošek trošenja, saj se odpovedujemo sedanji potrošnji v korist negotove potrošnje v prihodnosti. V razmerju med posojilojemalcem in posojilodajalcem predstavlja obrestna mera ceno, ki jo dolžnik plača upniku za izposajo.

Obrestne mere so pomembne tako z mikroekonomskega kot makroekonomskega vidika. Za posameznega ekonomskega subjekta vpliva višina obrestne mere na njegove odločitve o naložbah in posojilih. Z vidika celotne ekonomije pa obrestne mere vplivajo na agregatno funkcijo potrošnje, varčevanja in investicij in predstavljajo enega od pomembnih ekonomskih kazalnikov.

Na finančnih trgih se vrši prenos sredstev od celic s finančnimi presežki (suficitne celice) k celicam s finančnimi primanjkljaji (deficitne celice). Suficitna gospodarska celica se odloča o naložbi finančnih presežkov na podlagi pričakovane realne donosnosti, ki jo bo dosegla za naložbo svojih prihrankov. Prav tako se deficitna gospodarska celica odloča o obsegu in smiselnosti zadolževanja glede na višino realne obrestne mere. Odločitve so namreč pravilne le v primeru, kadar je pričakovana (ex ante) inflacija, vgrajena v nominalno obrestno mero, enaka dejanski (ex post) inflaciji. Takrat je tudi realna obrestna mera enaka pričakovani, odločitve ekonomskih subjektov pa pravilne.

3.1 Zgodovina obrestne mere

Konceptu obrestne mere so nasprotovali že v antični Grčiji in Rimu. Aristotel je nasprotoval uporabi obrestne mere pri posojanju denarja, ker je denar neživa stvar in ne more biti predmet obrestovanja. Prav tako je imel odklonilen odnos do uporabe obresti Tomaž Akvinski. Do obresti je imel negativno stališče zato, ker vsebuje obrestna mera plačilo za uporabo časa. Za uporabo časa pa imajo vsi enako naravno pravico, saj je bil čas dan od boga. Proti uporabi obresti so bili tudi socialisti. Vendar pa kljub razširjenemu mnenju, da so obresti nekaj nenaravnega, v zgodovini ni bilo obdobja, ko ne bi obstajala obrestna mera, kar dodatno potrjuje njen pomen in smiselnost (Kelemen, 2003, str. 24).

3.2 Vrste obrestnih mer

Obrestne mere lahko delimo po različnih kriterijih. V diplomskem delu je poudarek na razliki med nominalno in realno obrestno mero. Obrestne mere pa lahko delimo tudi glede na ročnost sklenjenega posla, glede na spremenljivost obrestne mere v času, glede na način določanja obrestne mere in glede na način obračuna obresti.

Glede na način obračuna obresti ločimo relativno in konformno obrestno mero. Ločimo linearni (navadni) in konformni način obračuna obresti. Relativno obrestno mero izračunamo tako, da letno obrestno mero delimo s številom enot celega leta. Mesečna obrestna mera je tako 1/12 letne obrestne mere, dnevna pa 1/365 letne obrestne mere. Slabost tega izračuna se pokaže, če obresti, ki se obračunavajo na linearen način, plačujemo pogosteje kot v enem letu. Vrednost glavnice je na koncu višja kot pri uporabi enake izhodiščne obrestne mere pri celoletni kapitalizaciji⁴. Razlika je tem višja, čim pogostejša je kapitalizacija in čim višja je obrestna mera. To slabost odpravlja konformni način obračuna obresti. S konformno obrestno mero dobimo iz začetne glavnice z novo obrestno mero pri pogostejši kapitalizaciji enako končno vrednost glavnice kot pri celoletni kapitalizaciji in izhodiščni letni obrestni meri (Čibej, 1998, str. 23). Konformni način obračunavanja obresti zagotavlja, da so pri večkratnih kapitalizacijah znotraj dobe, za katero je določena obrestna mera, obresti ves čas pod ravno navadnih obresti. Z njimi se izenačijo šele po preteku dobe, za katero je obrestna mera določena (Hieng, 2002, str. 84). Kadar se obresti po izteku dobe, za katero je dogovorjena obrestna mera, pripišejo glavnici in se v nadaljevanju obračunavajo od tega seštevka, pride do obrestovanja obresti.

Formula za izračun relativne obrestne mere:

$$p_r = \frac{p}{M} \quad [1]$$

p_r relativna obrestna mera
 p izhodiščna letna obrestna mera
 M dolžina kapitalizacijskega obdobja, pri čemer 1/M pomeni delež leta

Formula za izračun konformne obrestne mere:

$$p_{km} = 100 \times \left(\left(1 + \frac{p}{100} \right)^{\frac{1}{M}} - 1 \right) \quad [2]$$

p_{km} konformna obrestna mera
 p izhodiščna letna obrestna mera
 M dolžina kapitalizacijskega obdobja, pri čemer 1/M pomeni delež leta

⁴ Kapitalizacijsko obdobje je obdobje med dvema zaporednima obračunoma obresti, osnovna enota je eno leto, lahko pa je tudi krajše obdobje. V praksi srečujemo poleg letne kapitalizacije tudi polletno ($M=2$), četrtno ($M=4$), mesečno ($M=12$) in dnevno ($M=365$ ali $M=366$, če je prestopno leto) (Čibej, 1998, str. 21).

Obrestne mere lahko delimo po ročnosti posojila. Tako ločimo kratkoročno in dolgoročno obrestno mero. Kratkoročna velja za obdobje, krajše od enega leta, dolgoročna pa za obdobje, daljše od enega leta.

Glede na spremenljivost obrestne mere v času ločimo med fiksno in spremenljivo obrestno mero. Kadar se obrestna mera v času ne spreminja, govorimo o fiksni obrestni meri. Obratno se spremenljiva obrestna mera v času spreminja. Obrestna mera pa je lahko sestavljena iz obeh komponent, fiksne in spremenljive. Taka je npr. obrestna mera, ki je sestavljena po vzorcu: referenčna obrestna mera (spremenljivi del) + pribitek (fiksni del).

Glede na način oblikovanja in določanja obrestnih mer ločimo med administrativno in tržno obrestno mero. O administrativno določeni obrestni meri govorimo, kadar je obrestna mera določena s strani neke institucije ali z zakonom. Tržna obrestna mera pa se oblikuje na trgu na podlagi ponudbe in povpraševanja po finančnih sredstvih.

3.3 Nominalna in realna obrestna mera

Kriterij za delitev obrestnih mer na nominalne in realne obrestne mere je upoštevanje inflacije. Nominalna obrestna mera je obrestna mera, ki je izražena v enem številu. V svoji sestavi vključuje realno donosnost glavnice in donosnost, ki zagotavlja ohranjanje vrednosti glavnice. Realna obrestna mera je obrestna mera, ki upošteva inflacijo. Izraža nam realno povečanje glavnice. Razliko med realno in nominalno obrestno mero moramo poznati, saj je realna obrestna mera tista, ki vpliva na obseg varčevanja.

Nominalno obrestno mero lahko opredelimo kot vsoto štirih ključnih sestavin, ki so (Tavčar, 2004, str. 11):

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

Nominalna obrestna mera je s temi sestavinami odvisna od časa in tveganja. Zaradi napovedovanja obrestne mere v prihodnosti so pri vseh sestavinah ključna pričakovanja. Večje spremembe v višini nominalne obrestne mere so običajno posledica sprememb pričakovane inflacije in ne posledica sprememb realne obrestne mere.

Nominalne obrestne mere odražajo splošno raven obrestnih mer v gospodarstvu. V razvitih tržnih gospodarstvih je nominalna obrestna mera sestavljena iz realne obrestne mere in pričakovane inflacije. Pri primerjavi obrestnih mer različnih držav lahko ugotovimo, da so realne obrestne mere približno enake, medtem ko se nominalne obrestne mere med državami precej razlikujejo.

Medtem ko nam nominalna obrestna mera izraža stopnjo rasti denarja, nam realna kaže stopnjo rasti kupne moči. Pove nam, za koliko se nam bo povečala kupna moč, če se bomo odpovedali današnji potrošnji v korist prihodnje. Predstavlja nadomestilo vlagatelju, ker se je odpovedal sedanji potrošnji v korist bodoče. Realna obrestna mera je tista, ki najpomembneje vpliva na ekonomske odločitve, saj vsebuje pričakovanja o prihodnji ravni cen. To je t.i. ex-ante realna obrestna mera, ki je prilagojena pričakovanim spremembam ravni cen (Kelemen, 2003, str. 25). Obrestno mero pa lahko prilagodimo tudi dejanskim spremembam ravni cen, kar nam predstavlja ex-post realna obrestna mera.

Tako kot je značilno za ostale ekonomske kategorije, je tudi pri določanju višine realne obrestne mere pomemben vpliv ponudbe in povpraševanja. Povečanje investicijskega povpraševanja in zmanjšanje obsega varčevanja povzroči povišanje realne obrestne mere. Na oblikovanje realne obrestne mere vpliva tudi interakcija med monetarno politiko, inflacijo in inflacijskimi pričakovanji.

V nasprotju z nominalno obrestno mero je realna obrestna mera lahko tudi negativna. To se pojavi v primeru, kadar je dejanska inflacija višja od upoštevane pričakovane inflacije pri izračunu nominalne obrestne mere. V tem primeru negativna realna obrestna mera izraža izgubo kupne moči glavnice.

Realno stopnjo rasti oziroma realno obrestno mero izračunamo iz enačb za realno vrednost glavnice ob koncu leta (Čibej, 1998, str. 28):

$$G_0 \frac{1 + \frac{n}{100}}{1 + \frac{\pi}{100}} = G_0 \left(1 + \frac{r}{100} \right) \quad [3]$$

$$r = \frac{n - \pi}{1 + \frac{\pi}{100}} \quad [4]$$

pri čemer je:

G_0	začetna vrednost glavnice
r	realna obrestna mera
n	nominalna letna obrestna mera
π	stopnja inflacije

Enačba [4] pomeni, da realno obrestno mero izračunamo tako, da razliko nominalne obrestne mere in stopnje inflacije delimo z inflacijskim faktorjem $(1 + \pi / 100)$. V primeru

nizke stopnje inflacije imenovalec predstavlja vrednost zelo blizu ena. Zato je poenostavljena enačba za izračun realne obrestne mere v primeru nizke inflacije le razlika med nominalno obrestno mero in stopnjo inflacije:

$$r = n - \pi \quad [5]$$

Kadar računamo realno obrestno mero zaradi potreb različnih statističnih analiz, imamo za izračun na voljo vse potrebne podatke iz preteklih časovnih vrst. Rezultati izračuna so vprašljivi, kadar je namen izračuna napovedovanje višine obrestnih mer v prihodnosti. Takrat je rezultat izračuna odvisen predvsem od točnosti napovedi pričakovane inflacije za obdobje, na katerega se izračun nanaša.

3.4 Pomen inflacijskih pričakovanj pri oblikovanju višine obrestnih mer

Za oblikovanje pravilne ravni obrestnih mer so ključna pričakovanja udeležencev finančnih transakcij o stopnji inflacije za časovno obdobje, na katero se nanaša naložba prihrankov oziroma izposoja sredstev. Problem pričakovane inflacije ni zgolj v oceni inflacije v tekočem letu, saj je približna višina inflacije na letni ravni bolj ali manj znana. Pri določanju nominalnih obrestnih mer je predvsem pomembno dejansko mesečno gibanje inflacije (Dolenc, Grum, 2002, str. 11).

Inflacijska pričakovanja so pomembna z dveh vidikov. Po eni strani vplivajo na raven realnih obrestnih mer ter s tem vplivajo na oblikovanje nominalnih obrestnih mer, po drugi strani pa vplivajo na oblikovanje ravni cen in plač in dejansko povzročijo uresničitev višje stopnje inflacije. Visoke nominalne obrestne mere bi lahko razložili kot strošek visokih inflacijskih pričakovanj, kar pomeni, da bi z njihovim znižanjem znižali te stroške in višino nominalne obrestne mere.

Zaradi ohranitve realne vrednosti premoženja investitorji spreminjajo nominalno obrestno mero skladno s pričakovanimi spremembami v inflaciji. Tej razliki med nominalno in realno obrestno mero pravimo inflacijska premija.

Nominalna obrestna mera je takrat, kadar so pričakovanja uresničena, to je v ravnotežju, enaka pričakovani nominalni obrestni meri. V razmerah spreminjajoče se inflacije igrajo pri spremembah višine nominalne obrestne mere pomembno vlogo predvsem pričakovanja glede inflacijske stopnje. V takih razmerah prehajajo nominalne obrestne mere iz enega ravnotežja v drugo s spreminjanjem njihove višine.

Kadar v gospodarstvu ne obstaja neka referenčna obrestna mera, ki bi zadovoljivo odsevala inflacijska pričakovanja, pride do prerazdelitve bogastva zaradi različnih inflacijskih pričakovanj. Z znanimi pričakovanji imajo ekonomski subjekti približno enako

informacijsko osnovo pri anticipiranju inflacije in prerazdeljevanja kupne moči zaradi različnih informacij ni. Če je na voljo ustrezna referenčna obrestna mera, uporaba nominalnih obrestnih mer ne predstavlja nobenih težav. V primeru, da take obrestne mere ni, je uporaba nominalizma pri obrestnih merah brez večjih negativnih posledic mogoča le v stabilnem makroekonomskem okolju z razmerami nizkih inflacijskih pričakovanj.

3.5 Raziskave na področju sprememb nominalne obrestne mere zaradi sprememb v pričakovani inflaciji

Povezavo med obrestnimi merami in inflacijo so proučevali številni ekonomisti. Najpomembnejši je prispevek Irwinga Fisherja, ki je s proučevanjem povezave med obrestno mero in pričakovano stopnjo inflacije razvil Fisherjev zakon ("Fisher's Law"). Pravilnost njegovih ugotovitev so kasneje presojali Mundell, Tobin, Darby, Feldstein, Mishkin, Gottschalk.

3.5.1 Fisherjev učinek

Fisherjeva analiza velja za poenostavljene ekonomske razmere. Za izračun nominalne obrestne mere je Irving Fisher razvil enačbo, ki predstavlja multiplikativen odnos med realno obrestno mero in inflacijo. Enačba, znana kot Fisherjev efekt, predpostavlja, da je nominalna obrestna mera enaka realni obrestni meri, povečani za nadomestilo za pričakovano inflacijo.

$$1 + n = (1 + r) \times (1 + \pi^e)$$

$$1 + n = 1 + \pi^e + r + r \pi^e$$

$$n = r + \pi^e + r \pi^e \quad [6]$$

pri čemer je:

n	nominalna obrestna mera
r	realna obrestna mera
π^e	pričakovana stopnja inflacije

Bistveno sporočilo Fisherjevega efekta je, da nominalna obrestna mera vključuje dva elementa: dovolj visoko inflacijsko premijo, ki posojilodajalcem nadomesti izgubo zaradi razvrednotenja kupne moči denarja, ki ga bo dobil šele v prihodnosti, ter realno obrestno mero, ki je funkcija donosov produktivnih realnih naložb in premije za tveganje posameznega posojilojemalca (Bohnec et al., 2002, str. 32).

Fisherjev efekt predpostavlja, da bo ob povišanju inflacijske stopnje višja tudi nominalna obrestna mera. Pri tem pa ni predvideval popolne povezanosti med povišanjem nominalne obrestne mere zaradi povišanja inflacije. Enačba namreč ne določa, da za odstotek višja inflacija pomeni tudi za odstotek višjo nominalno obrestno mero. Če pričakovano inflacijo odštejemo od nominalne obrestne mere, dobimo pričakovano realno obrestno mero, za katero je Fisher predvideval, da je razmeroma konstantna. Izražala naj bi mejno stopnjo donosnosti narodnogospodarskih naložb.

Glavne ugotovitve Fisherjeve študije so (Kelemen, 2003, str. 26):

- obrestna mera je v splošnem visoka v obdobju naraščajoče inflacije in nizka v obdobju padajoče inflacije, ob predpostavki idealnih razmer;
- neposredna primerjava med stopnjo inflacije in obrestnimi merami ne daje želenih rezultatov, ker obstaja določen časovni zamik med spremembo stopnje inflacije in spremembo obrestne mere;
- povezava med spremenljivkami je močna, če primerjamo spremembe spremenljivk v določenem časovnem obdobju z uporabo ponderjev ter z enoletnim časovnim zamikom.

Pri določanju nominalne obrestne mere predstavlja problem določitev pričakovane stopnje inflacije, saj se le-ta v večini primerov razlikuje od dejanske stopnje inflacije. V razmerah nizkih inflacijskih stopenj (med 0 in 20 odstotkov) se zadnji del Fisherjeve enačbe ($r \times \pi$) zaradi zanemarljivega vpliva na višino nominalne obrestne mere izpusti. Enačba [6] se zreducira v enačbo [5]: $n = r + \pi$.

3.5.2 Mundell – Tobinov učinek

S tem, kakšna je povezava med spremembami pričakovane inflacije in spremembami nominalne obrestne mere, so se ukvarjali tudi ekonomisti po Fisherju. Teorijo, po kateri se zaradi spremenjene stopnje pričakovane inflacije nominalna obrestna mera spremeni za manj, kot znaša sprememba pričakovane inflacije, sta razvila R. Mundell in J. Tobin.

V njunem modelu povišanje pričakovane inflacije pomeni povišanje nominalne obrestne mere in znižanje realne obrestne mere, pri čemer je sprememba razlike med obema stopnjama enaka zvišanju pričakovane stopnje inflacije. Nasprotno se zgodi ob znižanju pričakovane stopnje inflacije. Realna obrestna mera se poviša in nominalna obrestna mera se zniža za manj, kot se spremeni pričakovana stopnja inflacije. Nominalna obrestna mera se spremeni za manj, kot se spremeni pričakovana inflacija (Bohnec et al., 2002, str. 32).

Mundell – Tobinov učinek pomeni, da ima spreminjanje pričakovane inflacije realni ekonomski učinek. Višja stopnja pričakovane inflacije vpliva na povišanje nominalnih

obrestnih mer in znižanje realnih obrestnih mer. Nižja realna obrestna mera vpliva na povečanje realne ekonomske aktivnosti. Te spremembe vplivajo na spremenjeno ravnovesje med realnimi in denarnimi imetji. Visoka inflacija namreč povzroči, da se v portfelju investorjev gotovinska imetja zmanjšajo, sočasno pa se povečajo realna imetja. Na podlagi povezave iz že omenjene enačbe $n = r + \pi^e$ sta ugotovila, da velja $\Delta n < \Delta \pi^e$, kar pomeni, da je odziv nominalne obrestne mere na spremembe v pričakovani inflaciji manj kot ena-ena (Kelemen, 2003, str. 27).

3.5.3 Darby in Feldstein

Darby in Feldstein zagovarjata mnenje, da dvig pričakovane inflacije povzroči še večji dvig nominalne obrestne mere, saj posojilodajalce zanima pričakovana neto realna obrestna mera.

Po njuni teoriji naj bi bila za investitorje odločilna realna obrestna mera po obračunanih davkih ("after tax real rate"). Dvig pričakovane inflacije povzroči še večji dvig nominalne obrestne mere. Sprememba tržne obrestne mere je večja od spremembe pričakovane inflacije zato, da se investitorju kompenzira dodatno plačani davek zaradi višjega nominalnega donosa (Kelemen, 2003, str. 27).

Neto realna obrestna mera se izračuna kot:

$$r_{at} = i \times (1 - t) - \pi^e \quad [7]$$

Nominalna obrestna mera se izračuna kot:

$$i = \frac{r_{at}}{(1-t)} + \frac{\pi^e}{(1-t)}$$

$$i = \frac{1}{(1-t)} (r_{at} + \pi^e) \quad [8]$$

pri čemer je:

r_{at}	neto realna obrestna mera
i	nominalna obrestna mera
t	davčna stopnja
π^e	pričakovana inflacija

Darby-Feldsteinova teorija se od Fisherjeve razlikuje zaradi vpliva davkov na realno obrestno mero, kar se v enačbi upošteva kot davčni faktor $1/(1-t)$.

3.5.4 Mishkinova empirična analiza Fisherjevega učinka

Z uporabo sodobnih tehnik časovnih vrst je Mishkin preverjal veljavnost Fisherjevega učinka. Ugotavljal je, zakaj učinek velja samo v določenih obdobjih. Z analizo časovnih serij podatkov o kratkoročnih obrestnih merah in gibanjih inflacijskih pričakovanj je ugotovil, da ne obstaja močna kratkoročna povezava med spremenljivkami, obstaja pa povezava na dolgi rok. To se sklada z ugotovitvami Fisherja, saj je tudi on zagovarjal veljavnost učinka le na dolgi rok.

Povezavo med obrestno mero in inflacijskimi pričakovanji je ugotavljal za Združene države Amerike v povojnem obdobju. Ugotovil je, da sta spremenljivki izpostavljeni stohastičnemu trendu gibanja. To pomeni, da povezava med kratkoročnimi obrestnimi merami in inflacijskimi pričakovanji ni skladna z ugotovitvami Fisherja. Močno korelacijo med spremenljivkama je ugotovil na dolgi rok. Empirični rezultati Mishkina potrjujejo Fisherjev zakon, postavljen na podlagi povezanosti inflacije in obrestnih mer iz leta 1930. Z drugo empirično študijo je Mishkin preverjal veljavnost Fisherjevega učinka na primeru Avstralije. Rezultat analize je prav tako potrdil veljavnosti učinka na dolgi rok.

Mishkinove ugotovitve in potrditve povezanosti med inflacijskimi pričakovanji in obrestno mero so pomembne z več vidikov, predvsem za oblikovanje monetarne politike. Če njegove ugotovitve veljajo, potem je kratkoročna obrestna mera neprimerna za monetarno ciljanje zato, ker je dolgoročna obrestna mera lahko visoka zaradi visokih inflacijskih pričakovanj in ne kot posledica restriktivne monetarne politike (Kelemen, 2003, str. 27). Kratkoročna nominalna obrestna mera naj bi se spreminjala predvsem zaradi sprememb realne obrestne mere, ne pa zaradi sprememb pričakovane inflacije.

3.5.5 Taylorjevo pravilo določanja nominalne obrestne mere

John Taylor je oblikoval pravilo na podlagi proučevanja izvajanja monetarne politike ameriške centralne banke (Fed) v osemdesetih letih. Fed uporablja kot instrument monetarne politike kratkoročno obrestno mero in določa njeno višino na podlagi opazovanja realnih spremenljivk v gospodarstvu.

Taylor je v študiji ugotavljal, zakaj je bila monetarna politika Feda v proučevanem obdobju tako učinkovita. Ugotovil je, da se je Fed v proučevanem obdobju bolj agresivno odzival na spremembe v inflaciji s pogostejšimi spremembami ciljne fed funds obrestne mere.

Izvirna različica Taylorjevega pravila se glasi (Kelemen, 2003, str. 28):

$$i_t = 2 + \pi_t + g_\pi \times (\pi_t - \pi^*) + g_x \times x_t \quad [9]$$

pri čemer so:

i_t	fed funds obrestna mera
2	konstanta, ki predstavlja dolgoročno povprečje realne obrestne mere
π_t	pretekla četrtletna stopnja inflacije
π^*	ciljna stopnja inflacije Feda
x_t	odstotna deviacija realnega BDP od potencialnega BDP ("output gap")
g_π, g_x	konstanta = 0,5

Taylorjevo pravilo je bilo s študijo avstrijske centralne banke izvedeno za območje EMU. Narejeni so bili izračuni Taylorjevega pravila za različne ravni ravnovesne kratkoročne realne obrestne mere (2,5%, 3%, 3,5%) za obdobje 1987-2000, v katerem naj bi veljala stopnja inflacije, ki zagotavlja cenovno stabilnost (manj kot 2%).

Aplikacija Taylorjevega pravila za model EMU podaja naslednje sklepe:

- V začetku devetdesetih let je Taylorjeva nominalna obrestna mera močno odstopala od dejanske višine obrestne mere. Vzrok za to je bilo povišanje obrestne mere nemške centralne banke, čemur so sledile tudi centralne banke ostalih držav, da bi se zaščitile pred depreciacijo domače valute glede na močno nemško marko.
- Do leta 1998 je bilo dejansko gibanje obrestne mere primerljivo s Taylorjevo obrestno mero, ki v izračunu upošteva ravnovesno realno obrestno mero v višini 3,5%. Z začetkom elovanja EMU pa je za napovedovanje višine kratkoročne nominalne obrestne mere primernejša uporaba ravnovesne realne obrestne mere v višini 2,5%.
- Monetarna politika Evropske centralne banke je usmerjena v prihodnost ("forward looking"), saj vplivajo na oblikovanje ključnih obrestnih mer pričakovanja glede prihodnje stopnje inflacije in gospodarske rasti (inflacijsko odstopanje in odstopanje BDP v prihodnjem letu) (Kelemen, 2003, str. 29).

4 Prehod od indeksacije do obrestnega nominalizma v Sloveniji

Slovenski finančni sistem je začel svojo pot z visoko stopnjo inflacije in nizkim zaupanjem v domačo valuto. Zaupanje v sistem je bilo možno okrepiti s sposobnostjo ohranjanja realnih vrednosti. V takratnih inflacijskih razmerah je indeksacija obrestnih mer predstavljala instrument, ki je zagotavljal "normalno" delovanje finančnega sistema.

4.1 Splošno o indeksaciji

Indeksacija se navadno uporablja takrat, kadar pride zaradi prisotnosti inflacije do zmanjšanja kupne moči denarja. Indeksacija pomeni, da se nominalna vrednost denarja poveča za določen indeks cen, npr. indeks cen življenjskih potrebščin, indeks cen na drobno, indeks cen proizvajalcev. Indeks cen je tisti, ki nam pove, kakšno je razvrednotenje denarja. Z indeksacijo nominalne vrednosti prilagodimo realnim vrednostim. Pri nas se je namesto izraza indeksacija bolj uveljavil izraz revalorizacija.

V povezavi z obrestno mero indeksacija pomeni, da je nominalna obrestna mera enaka realni obrestni meri.

Indeksacija je lahko:

- obvezna ali zakonska (določena z zakonom) in prostovoljna ali pogodbeno (pomeni, da jo ekonomski subjekti v pogodbenem odnosu sami določijo). Na splošno v ekonomski teoriji velja odklonilno stališče do obvezne indeksacije, prostovoljni pa načeloma ne nasprotuje;
- splošna, kar pomeni, da je indeksirano vse (tudi gotovina, kar pa je v praksi skoraj neizvedljivo);
- stoodstotna (nominalne vrednosti terjatev in obveznosti se v celoti povečajo za indeks cen oziroma inflacijo) in delna (nominalne vrednosti se povečajo za manj, kot znaša indeks cen).

Ekonomsko smiselnost oziroma učinkovitost indeksacije naj bi bila odvisna od tega, kaj je vzrok inflacije. Kadar so vzroki inflacije v celoti denarni, je ekonomsko najboljša splošna in stoodstotna indeksacija. Če so vzroki inflacije nedenarni oziroma realni, bi bila najboljša ničelna indeksacija. V primeru, če se v vzrokih inflacije prepletajo denarni in nedenarni vzroki, naj bi bil indeks takšen, kolikor prispevajo denarni vzroki k povišanju cen (Ribnikar, 1996, str. 45). Uporaba indeksacije je celo zaželena v inflacijskih razmerah, saj ugodno vpliva na zniževanje inflacije. V razmerah inflacije prebivalstvo načeloma na varčuje, z uporabo indeksacije pa se spodbuja varčevanje. Navadno se pojavlja indeksacija v gospodarstvih z visoko inflacijo ali hiperinflacijo. V Sloveniji smo jo uvedli v obdobju visoke inflacije in jo ohranjali skozi več letno obdobje stalne inflacije pod 10 odstotki. V

primeru realno previsokih obrestnih mer zaradi indeksacije pa se pojavijo negativni učinki, saj previsoke obrestne mere dušijo gospodarstvo.

4.2 Pomen indeksacije v slovenskem finančnem sistemu

Revalorizacija je bila zakonsko uvedena v Sloveniji leta 1988. Namesto nominalne obrestne mere se je določila oblika prilagajanja donosnosti glede na gibanje domače splošne ravni cen. Revalorizacijski faktor za tekoči mesec, tako imenovani "veliki R", je bil določen s stopnjo rasti cen na drobno v preteklem mesecu. Zaradi variabilnosti mesečnih stopenj inflacije so se pojavila precejšnja nihanja v nominalnih obrestnih merah med meseci. Omenjeni zamik je povzročil občutno variabilnost tudi v dejanskih realnih donosnostih (O obrestih in inflaciji, 2005).

V obdobju od 1992 do 1994 se je inflacija v Sloveniji precej znižala, zato je Banka Slovenije z Zakonom o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (1995) uvedla nov način indeksacije, tako imenovano temeljno obrestno mero. Zakon je tudi določil, da se kratkoročne obveznosti in terjatve z ročnostjo do 30 dni izkazujejo nominalno, torej se ne indeksirajo s TOM-om. Predpisana osnova za izračun TOM-a je bila aritmetično povprečje mesečnih stopenj rasti cen na drobno v Republiki Sloveniji⁵ v preteklih treh mesecih. Sprva so bila prisotna precejšnja nihanja pri obrestnih merah, ki pa so bila izravnana s podaljševanjem osnove za izračun. S podaljšanjem obdobja izračuna na 4, 6 in sedaj veljavnih 12 mesecev (Sklepi Sveta Banke Slovenije v Uradnih listih RS: 1/96, 61/96, 3/97, 23/97) je bila dosežena nadaljnja stabilizacija indeksacijskih stopenj med meseci.

Cene na drobno so se kasneje nadomestile s cenami življenjskih potrebščin⁶. Prvič se je stopnja rasti cen življenjskih potrebščin upoštevala pri izračunu temeljne obrestne mere za mesec februar 1998, in sicer tako, da se je stopnja rasti cen življenjskih potrebščin za mesec januar 1998 dodala, izpustila pa se je stopnja rasti cen na drobno za mesec januar 1997. Tako se je s postopnim nadomeščanjem stopenj rasti cen na drobno s stopnjami rasti cen življenjskih potrebščin do konca leta 1998 zagotovilo, da je bil TOM za mesec januar 1999 izračunan izključno na podlagi stopenj rasti cen življenjskih potrebščin.

⁵ Rast cen na drobno v Republiki Sloveniji je podatek, ki pove, za koliko odstotkov so se povečale drobno prodajne cene v določenem mesecu.

⁶ Rast cen življenjskih potrebščin v Republiki Sloveniji je podatek, ki pove, za koliko odstotkov so se povečale cene življenjskih potrebščin v določenem mesecu. Objavlja ga Statistični urad RS in se uporablja za izračun temeljne obrestne mere od meseca februarja 1998.

Osnovna formula za izračun TOM-a na letni ravni:

$$TOM\ p.a. = (1 + TOM\ p.m.)^{M/N} - 1 \quad [10]$$

TOM p.a. TOM na letni ravni (%)

TOM p.m. TOM na mesečni ravni (%)

M dejansko število dni v letu

N dejansko število dni v mesecu, za katerega se računa TOM

Tabela 2: Indeksacijska klavzula in obdobje za njen izračun

<i>Način izračuna</i>	<i>Dolžina obdobja (meseči)</i>	<i>Od</i>	<i>Do</i>
R	1		04.08.1995
TOM	3	05.08.1995	31.01.1996
TOM	4	01.02.1996	30.11.1996
TOM	6	01.12.1996	30.04.1997
TOM	12	01.05.1997	

Vir: O obrestih in inflaciji, 2005.

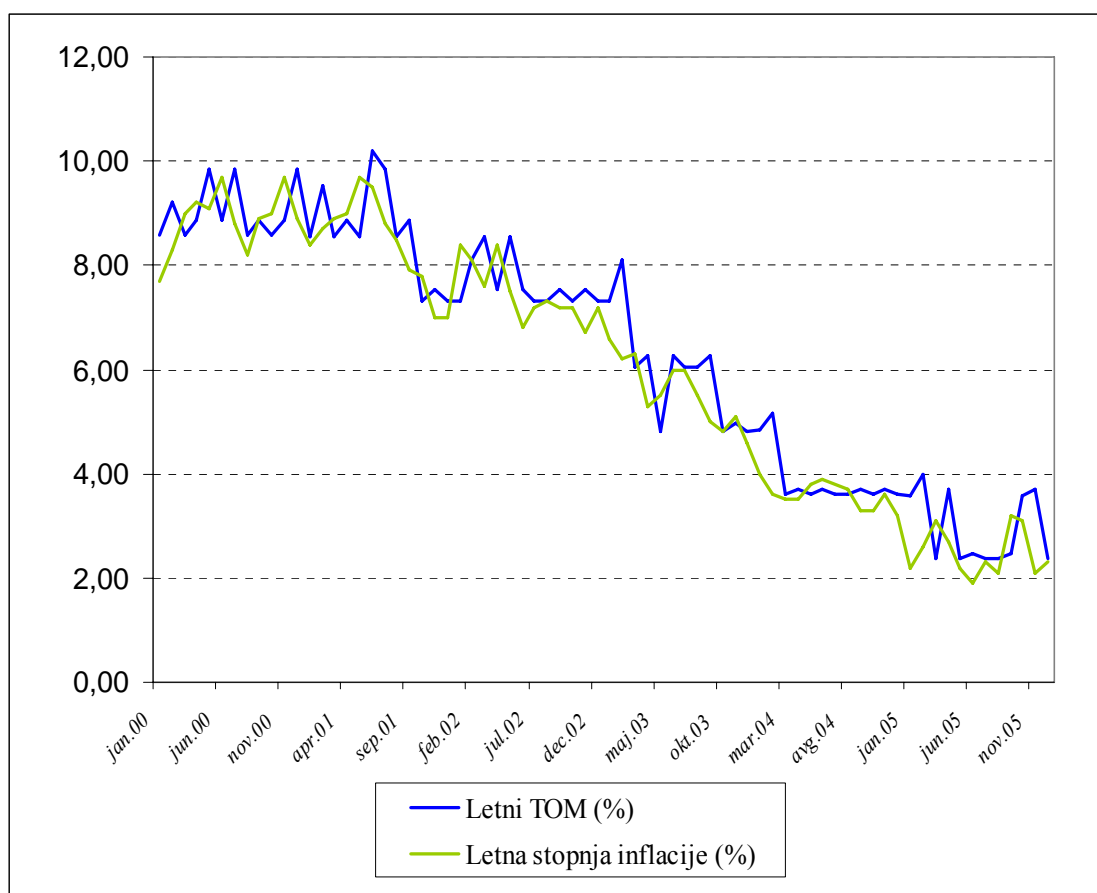
Revalorizacijsko stopnjo je objavljalo Združenje bank Slovenije. Izračunana je bila kot aritmetično povprečje mesečnih stopenj rasti cen na drobno v Sloveniji v preteklih treh mesecih. Pri pravnih osebah se je uporabljala od 10.7.1995, pri občanah pa za kratkoročne kredite od 1.6.1995 in za dolgoročne kredite od 1.8.1995. V juniju 1995 je bila revalorizacijska stopnja 0,30, v juliju 0,40, v avgustu pa 0,50. 1.9.1995 se je za revalorizacijo začel uporabljati TOM.

TOM predstavlja letno obrestno mero za ohranjanje realne vrednosti denarnih obveznosti in terjatev v domačem denarju. Obresti pa v poslovni praksi navadno niso instrument za ohranjanje nespremenjene vrednosti denarja, ampak so nadomestilo za prepustitev rabe denarja. Z zakonom je bilo torej udeležencem poslovnih transakcij omogočeno vkalkuliranje tveganj sprememb notranje vrednosti domačega denarja v obresti. V poslovni praksi se je TOM kot metoda indeksacije močno uveljavila, tudi zaradi odsotnosti ostalih obrestnih mer, ki bi bile primerne za referenčno obrestno mero. Tudi sam sistem določanja obrestnih mer je bil pregleden in učinkovit.

Ker je TOM izračunan s pomočjo pretekle inflacije, ni nikoli realno predstavljal razmer na slovenskem finančnem trgu. Pravi indeksacijski faktor bi moral temeljiti na pričakovani in ne na pretekli inflaciji. Prikazuje nam gibanje inflacije v preteklem obdobju. Zaradi razlik med pričakovano in dejansko inflacijo indeksacija škoduje eni od pogodbenih strani. Čim večja je razlika, tem večja je inflacijska izguba.

V pogojih padajoče inflacije je glavni problem uporabe TOM-a po predpisani metodologiji preračunov bogastva. Čim večja je razlika med preteklimi stopnjami inflacije in tekočo stopnjo inflacije, tem bolj je indeksacijski faktor neustrezen. Kadar je povprečna stopnja inflacije v preteklem obdobju nižja od dejanske stopnje inflacije, bo imel izgubo posojilodajalec. V primeru višje povprečne stopnje inflacije v preteklem obdobju od stopnje inflacije v tekočem obdobju pa ima izgubo dolжник.

Slika 1: Gibanje inflacije in TOM-a v obdobju od januarja 2000 do decembra 2005



Vir: Statistični indikatorji, 2006.

S primerjavo gibanja TOM-a in stopnje inflacije lahko ugotovimo, da gibanje TOM-a zaostaja za gibanjem inflacije. V tekočem mesecu je izračunani TOM višji od tekoče inflacije, ker se v izračunu upošteva pretekla stopnja inflacije, ki je višja od tekoče. Na podlagi prikazanih podatkov lahko ugotovimo, da kratkoročna povezava med inflacijo in indeksacijskim faktorjem ni ustrezna.

4.3 Ukinjanje indeksacije in uvajanje obrestnega nominalizma

Ugotovili smo že, da je ohranjanje indeksacije v razmerah nizke inflacije ekonomsko neučinkovito. V Sloveniji se v zadnjih letih inflacija znižuje in se približuje ravni inflacije v EU. K zniževanju inflacije naj bi pripomoglo usklajeno delovanje monetarne in fiskalne politike, v okviru tega predvsem politike nadzorovanih cen in ukinjanje indeksacije. Slabosti uporabe TOM-a so bile v takem okolju še posebej opazne.

Indeksacija povzroča največ težav v povezavi z obrestno mero. Je razlog za višje domače obrestne mere od tujih obrestnih mer. Zaradi indeksacije je onemogočeno neposredno tržno usklajevanje obrestnih mer. To pa ima za odprto gospodarstvo, kakršno je slovensko, negativne gospodarske posledice.

Tuja kreditna obrestna mera postane za ekonomske udeležence ugodnejša od domače, zato se zadolževanje v tujini povečuje. Posledice visoke domače obrestne mere se kažejo v precenjenosti domače valute, stroški ohranjanja deviznega tečaja so visoki zaradi financiranja dodatnih deviznih rezerv. Domač bančni sistem se sooča z višjimi stroški in ostro konkurenco tujih bank na domačem bančnem trgu, hkrati pa zaradi precenjenosti domače valute izgublja konkurenčnost celotno domače gospodarstvo.

Vedno bolj pereči zgoraj opisani problemi so sprožili problematiko spreminjanja sistema indeksacije v Sloveniji. Za večino gospodarsko razvitih držav velja, da terjatev in obveznosti ne indeksirajo, temveč uporabljajo nominalizem. Z zniževanjem domače stopnje inflacije in povezanostjo domačega gospodarstva z ostalimi državami, predvsem članicami EU, je bila nadaljnja uporaba indeksacije pri nas ekonomsko neučinkovita.

Odprava indeksacije je lahko administrativna ali prostovoljna, tržna. Tržni prehod na nominalizem ni bil uspešen, saj je bil proces ukinjanja indeksacije predolg in neučinkovit, zato so bile spremembe uvedene administrativno s spremembo Zakona o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri, ki je začel veljati s 1.7.2002. Zakon je prepovedal uporabo indeksacijske klavzule za vse kratkoročne posle. Administrativna odprava pa je uspešna le pod pogojem, da je inflacija na dolgoročno nizki ravni. Za prehod na stabilno nominalno obrestno mero je tudi nujna vzdržna stopnja inflacije.

Po oceni ECB je inflacija v Sloveniji še vedno previsoka. Proces zniževanja inflacije je otežen zaradi povečevanja nadzorovanih cen in naraščajočega domačega povpraševanja. Zato ECB svetuje nadaljevanje strukturnih reform, predvsem na področju deindeksacije.

Opustitev TOM-a in indeksacije na področju obrestnih mer ter uvajanje ustrežnejše referenčne obrestne mere je cilj uvajanja sprememb na področju politike obrestnih mer v

Sloveniji. Z uvajanjem nominalizma pa so se pojavile potrebe po spremembah na ostalih področjih:

- iskanje ustrezne osnove za določanje spremenljivih obrestnih mer,
- oblikovanje medbančnih obrestnih mer,
- prehod iz konformnega na linearni način obrestovanja,
- vključevanje višine inflacije v višino nominalne obrestne mere.

Problem za banke predstavlja tudi informacijska tehnologija. Banke bodo morale poleg novih programov hkrati obdržati informacijsko podporo za izračun obresti s TOM-om vse do izteka takšnih pogodb. Jože Andrej Čibej pravi, da je strošek vzdrževanja sedanje računalniške podpore občutno višji od morebitnih preplačanih obresti varčevalcem (Križnik, 2005, str. 17). Predlaga, da bi banke za vsak mesec posebej izračunale skupno obrestno mero in iz nje navadne obresti po linearni metodi. Obrestna mera bi bila s tem za malenkost višja od obrestne mere, izračunane na konformni način, za banko pa bi bil skupni strošek nižji, saj ji ne bi bilo potrebno vzdrževati dvojnih programov. Zato predlaga, da bi s prevzemom evra sprejeli tudi klavzulo, ki bi dovoljevala prehod med različnimi obrestovalnimi načini, če to ne bi prizadelo komitentov. Dinjaški (Vozel, 2005a, str. 4), vodja projekta evro v NLB, pravi, da bi z dohodkovnega stališča banki ustrezalo, da TOM ostane. Ocenili pa so, da so stroški, tveganja in poraba časa pri prilagajanju informacijske tehnologije večji od pričakovanih koristi. Zato je dala NLB prek združenja bank pobudo, da se TOM čim prej odpravi.

4.4 Prihodnost indeksacije po uvedbi evra

Kakšna pa je prihodnost indeksacije po uvedbi evra v Sloveniji? Glede na to, da velja za prehod na evro evropska uredba, da se s prevzemom evra ne sme spreminjati nič drugega razen valute, v kateri je pogodba izvršljiva (načelo kontinuitete), bo tolar zamenjal evro, obrestna mera pa bo ostala do izteka pogodbe v enaki obliki. Torej tudi indeksirana. Edina izjema je določilo o uporabi spremenljive obrestne mere SITIBOR, ki jo bo zamenjal EURIBOR.

Kreditna obrestna mera s TOM-om bo postala relativno visoka, devizni krediti pa se bodo pocenili. Na depozitni strani bo obrestna mera s TOM-om, ob višji inflaciji kot v evro območju, višja. Varčevalcem torej ohranitev TOM-a ustreza. Banke pa ne bodo prizadete toliko časa, dokler bodo imele več kreditov s TOM-om kot depozitov z indeksacijsko klavzulo.

Zaradi dolgoročnih pogodb bo potrebno TOM izračunavati še precej let. Ob pričakovanju, da bo inflacija kakšno odstotno točko višja od povprečne evropske, bo tudi obrestna mera višja od primerljivih. To pa je slabo z vidika zadolževanja države, saj je zadolžena z

dolgoročnimi obveznicami s TOM-om. Tako bo država ob nespremenjeni metodologiji izračunavanja obrestne mere za izdane obveznice plačevala višje obrestne mere kot ostali udeleženci na trgu, kljub najmanjšemu tveganju države kot posojilojemalca.

Največji problem glede obsega in ročnosti pogodb predstavlja nacionalna stanovanjska varčevalna shema (v nadaljevanju NSVS), saj so pogodbe najbolj dolgoročne, obresti pa ugodne. Konec leta 2004 je bilo prihrankov iz vseh shem 63 milijard tolarjev, vseh vezanih vlog je bilo 778 milijard, vezanih nad eno leto (skupaj z NSVS) pa 146 milijard (Križnik, 2005, str. 17). Z zakonom pa je določeno, da TOM izračunava Statistični urad RS, vse do prenehanja obveznosti in terjatev iz pogodbenih razmerij, ki so nastala pred uveljavitvijo zakona in so vezana na TOM. Zakon pa ne predpisuje izračunavanja TOM-a za pogodbe, ki so bile sklenjene kasneje. Med take sodijo tudi posojila iz NSVS. Zato bi bilo potrebno naknadno sprejeti določilo o ustreznem časovnem izračunavanja TOM-a.

Do njegove ukinitve je TOM predstavljal neko "kvazi" referenčno obrestno mero. Z uvedbo spremenljivih obrestnih mer se je na našem finančnem trgu pojavila potreba po iskanju obrestne mere, ki bi predstavljala pravo referenčno obrestno mero. Kaj referenčna obrestna mera pomeni in izbor primerne reference za slovenski finančni trg, opisujem v naslednjem poglavju.

5 Referenčna obrestna mera

5.1 Opredelitev referenčne obrestne mere

Referenčna obrestna mera odseva pričakovanja udeležencev finančnih trgov o razmerah na teh trgih v določenem obdobju. Uporablja se pri spremenljivih obrestnih merah. Spremenljive obrestne mere se namreč določa tako, da se referenčni obrestni meri doda pribitek, ki izraža večje kreditno tveganje posojilojemalca ali daljšo ročnost posojila ali vrednostnega papirja. Tako se nominalne obrestne mere navzven izražajo z enotnim podatkom, v svoji sestavi pa vključujejo spremenljivo osnovo zaradi inflacijskih gibanj in fiksen dodatek.

Spremenljivost obrestne mere pomeni, da se obrestna mera, ki jo dolžnik plačuje občasno, spremeni, če se spremeni referenčna obrestna mera. Spreminja se lahko tudi pribitek k referenčni obrestni meri. Kdaj se to zgodi, je v naprej določeno (Ribnikar, 2001a, str. 50).

Referenčno obrestno mero v pogodbah sporazumno izbereta dolžnik in upnik. Iz tega izhaja izraz referenčna, saj pomeni, da se nanjo sklicujemo ("refer to"). Predstavlja tisto obrestno mero, ki jo plačujejo prvovrstni dolžniki za sredstva, ki jih dobijo na kratek rok. Dogovor o dodatku je premija za večje kreditno tveganje ali tveganje dolžnikovega

bankrota. Kadar je popolnoma razvidno, kakšna je terjatev, za katero se plačuje obrestna mera, ki se upošteva kot referenca, je dogovor o pribitku lažji (Ribnikar, 2001a, str. 51).

Prej omenjeno pomeni, da je referenčna obrestna mera obrestna mera z minimalnim kreditnim tveganjem. Obrestnih mer, ki opravljajo funkcijo referenčne obrestne mere pri posojilih s spremenljivo obrestno mero, je v vsaki državi navadno več. V večini držav se kot referenčna obrestna mera uporabljajo medbančne obrestne mere, obrestne mere prvovrstnih dolžnikov ali obrestne mere centralne banke. Referenčno obrestno mero morata sprejeti posojilojemalec in posojilodajalec. Lahko izbereta eno izmed že uveljavljenih referenčnih obrestnih mer (LIBOR, EURIBOR) ali pa se dogovorita o referenčni obrestni meri, ki ustreza samo njima.

Referenčna obrestna mera kaže razmere na denarnem trgu. V njej se odražajo pričakovanja udeležencev finančnega trga o pričakovanih razmerah v določenem obdobju. Kadar pride do sprememb razmer na finančnem trgu, se spremeni tudi referenčna obrestna mera. Referenčna obrestna mera pa se ne more oblikovati, če denarni trg ni dovolj razvit. Ključna vloga referenčne obrestne mere je v učinkovitem prilagajanju nominalnih obrestnih mer spremenjeni dinamiki inflacije in zagotavljanju stabilnih ex ante realnih obrestnih mer.

Če želimo imeti pravo informacijo o dogajanju na finančnem trgu, mora referenčna obrestna mera izpolnjevati naslednje pogoje (Dermol, 2002, str. 13):

1. Odzivnost na spremembe denarne politike centralne banke: centralna banka s spreminjanjem obrestnih mer skrbi za stabilnost razmer na trgu. Temu sledijo spremembe ostalih obrestnih mer. Prav tako se zaradi spremenjenih razmer na trgu spremeni referenčna obrestna mera, kar pomeni, da mora slediti gibanjem glavne obrestne mere centralne banke.
2. Odzivnost na spremembe v likvidnosti denarnega trga: referenčna obrestna mera se mora ob nespremenjenih drugih pogojih znižati, ko na trgu vlada obdobje ugodne likvidnosti in povišati, ko je likvidnost slabša.
3. Korektno izražanje inflacijskih pričakovanj: v referenčni obrestni meri se morajo izražati pravilna pričakovanja o inflaciji, pričakovanja o nižji inflaciji morajo zniževati raven obrestnih mer, s tem tudi referenčno obrestno mero.
4. Čim manjši vpliv posameznega subjekta denarnega trga na oblikovanje referenčne obrestne mere: metodologija referenčne obrestne mere mora biti oblikovana tako, da en sam udeleženec finančnega trga ne more vplivati na njeno višino, saj mora le-ta prikazovati razmere celotnega trga in ne samo obrestne politike enega udeleženca.
5. Usklajenost poslov s kotacijami referenčne obrestne mere: posli na denarnem trgu se morajo sklepati po obrestnih merah, ki ne odstopajo veliko od kotacij referenčne obrestne mere.
6. Kot referenčno obrestno mero jo morajo sprejeti udeleženci na trgu: mora se izoblikovati prosto na trgu, vanjo morajo zaupati udeleženci trga. Sprejemljivost za

poslovni svet pomeni, da so ekonomski subjekti pripravljeni opravljati finančne transakcije po tako določeni ceni v dovolj velikem obsegu in številu transakcij. Šele ko je ta kriterij izpolnjen, lahko rečemo, da je to prava referenčna obrestna mera.

Vlogo referenčne obrestne mere lahko opravljajo različne obrestne mere denarnega trga:

- Medbančne obrestne mere ("Interbank Offer Rate"), predstavljajo obrestno mero na dane medbančne depozite referenčnih bank.
- Obrestna mera zakladnih menic ("Treasury Bill Rate"), ki navadno služi kot orientacijska obrestna mera.
- Obrestne mere centralne banke (diskontna, lombardna, depozitna, posojilna, repo)
- Obrestna mera za prvovrstne komitente ("Prime Rate"), predstavlja obrestno mero za posojila podjetjem, ki imajo relativno nizko kreditno tveganje in je praviloma nižja od drugih obrestnih mer za kratkoročna posojila podjetjem.
- Obrestna mera medbančnih posojil iz rezerv bank pri Fedu ("Federal Funds Rate"), ki predstavlja medbančno obrestno mero v ZDA. Gre za obrestno mero medbančnega posojanja sredstev na računu pri centralni banki, največkrat gre za posojanje čez noč.

Referenčne obrestne mere se ne določi, temveč jo mora izoblikovati trg. Kratkoročna referenčna obrestna mera se izoblikuje na denarnem trgu, dolgoročna referenčna obrestna mera pa na kapitalnem trgu.

Poleg spremenljivih obrestnih mer imamo tudi fiksne obrestne mere, kjer ravno tako potrebujemo neko obrestno mero, ki naj bi izražala razmere na finančnem trgu. Pri oblikovanju trdnih obrestnih mer se ne določa samo pribitek na referenčno obrestno mero, ampak kar celotna nominalna obrestna mera. (Ribnikar, 2001a, str. 51).

Pri oblikovanju fiksnih obrestnih mer nam standardna obrestna mera služi kot orientacijska obrestna mera. Izraža splošne razmere na finančnem trgu. Ravno tako kot referenčna obrestna mera pomeni obrestno mero brez kreditnega tveganja. Iz razmer na finančnem trgu je razvidno, kakšna je. Po tej obrestni meri se udeleženci trga orientirajo, služi kot merilo oziroma standard. Funkcijo standarda za obrestne mere opravlja krivulja donosnosti vrednostnih papirjev. To morajo biti vrednostni papirji brez kreditnega tveganja. Zato se za standardno obrestno mero uporabljajo državni vrednostni papirji (državne obveznice) ali pa obrestne mere centralne banke, ki so brez tveganja dolžnikovega bankrota. V ZDA so kot standardna obrestna mera sprejete obrestne mere vrednostnih papirjev Ministrstva za finance ("Treasuries"), za katere jamči vlada in s tem predstavljajo vrednostne papirje brez kreditnega tveganja.

5.2 Medbančne obrestne mere

Najbolj uveljavljena oblika referenčne obrestne mere nastaja na medbančnem denarnem trgu. Določi se jo na podlagi kotacij obrestnih mer referenčnih bank. Medbančne obrestne mere predstavljajo obrestne mere na dane medbančne depozite ("Interbank Offer Rate").

Da bi obrestne mere na medbančnem trgu postale referenčne obrestne mere, morajo biti na denarnem trgu, katerega sestavni del je tudi medbančni trg, izpolnjeni naslednji pogoji (Bohncet et al., 2002, str. 15):

1. Globina denarnega trga: na denarnem trgu mora biti sklenjeno dovolj veliko število poslov, kar zagotavlja objektivnost določanja višine obrestne mere.
2. Širina denarnega trga: obstajati morajo različne vrste poslov kot podlaga za financiranje likvidnosti na trgu (valutne zamenjave, repo posli, nezavarovane vloge).
3. Konkurenca na denarnem trgu: poleg bank morajo biti aktivni udeleženci denarnega trga še institucionalni investitorji, državna zakladnica, finančno močna podjetja.

Na medbančnem denarnem trgu se vrši trgovanje s primarnim denarjem med poslovnimi bankami. Namen tega trgovanja je uravnavanje likvidnosti bank, torej izravnavanje začasnih presežkov in primanjkljajev. Te transakcije ne ustvarjajo dodatnih sredstev, sredstva se le prelivajo med bankami. Za oblikovanje ustrezne referenčne obrestne mere na denarnem trgu je nujen pregleden in informacijsko podprt medbančni denarni trg. Tudi same poslovne banke morajo biti tehnološko zmožne spremljati dnevno spreminjanje obrestnih mer. Skupaj s centralno banko in Ministrstvom za finance si morajo prizadevati za razvoj trga v smislu globine in širine denarnega trga.

5.2.1 Slovenske medbančne obrestne mere

5.2.1.1 Metodologija slovenskih medbančnih obrestnih mer

Projekt slovenskih medbančnih obrestnih mer je nastal po zgledu uveljavljenih metodologij določanja spremenljivih tržnih obrestnih mer v razvitih državah (LIBOR, EURIBOR) z namenom, oblikovati slovenske medbančne obrestne mere.

Združenje bank Slovenije (v nadaljevanju ZBS) se je v septembru 2001 lotilo oblikovanja metodologije za izračunavanje slovenskih medbančnih obrestnih mer z dvema prednostnima ciljema (Saje, 2002, str. 44):

- informiranja vseh udeležencev domačega denarnega trga o dnevni višini medbančnih obrestnih mer za likvidnostna posojila in depozite različnih ročnosti ter
- oblikovanja metodologije, ki bo omogočala uporabo javno objavljenih medbančnih obrestnih mer kot referenčnih obrestnih mer za domačo valuto.

ZBS in deset največjih bank⁷ po velikosti bilančne vsote v Sloveniji, so Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer (v nadaljevanju Dogovor) sklenile 19.12.2001, ga dopolnile 25.2.2002 in na novo oblikovale 14.7.2003.

S podpisom Dogovora so poslovne banke prevzele obveznost dnevnega kotiranja obrestnih mer za najeta medbančna likvidnostna posojila in najete medbančne depozite v tolarjih standardnih ročnosti, ZBS pa obveznost zbiranja, izračunavanja in dnevnega objavljanja višine medbančnih obrestnih mer (Saje, 2002, str. 44).

Slovenske medbančne obrestne mere (v nadaljevanju SITIBOR) so obrestne mere za dane vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu. Osnovo za izračun SITIBOR predstavljajo zavezujoče kotacije medbančnih obrestnih mer osmih največjih slovenskih bank ob 11. uri, deveta in deseta pa kotirata obrestne mere informativno. Vse sodelujoče banke so dolžne dnevno objavljati vse medbančne obrestne mere, ki morajo biti enake obrestnim meram, pod katerimi je ta banka na trgu pripravljena sklepati posle. Kadar posamezna banka kotira prevelik obrestni razmik ali ne sklepa poslov po objavljenih obrestnih merah, jo lahko nadzorna skupina nadomesti z drugo banko. V primeru nadomestitve ene od osmih največjih domačih bank, prispeva svojo kotacijo deveta oziroma deseta banka.

Rok za denarno poravnavo izpolnitve sklenjenega posla za depozite preko noči je isti dan po sklenitvi posla (T+0), za ostale posle pa je rok za poravnavo drugi delovni dan po sklenitvi posla (T+2).

Kotacije obrestnih mer so vezane na produkte, ki niso na noben način posebej zavarovani. Sodelujoče banke kotirajo medbančne obrestne mere za dane medbančne depozite v tolarjih za devet različnih ročnosti: preko noči (SITIBORO/N), 1 teden (SITIBOR1W), 2 tedna (SITIBOR2W), 1 mesec (SITIBOR1M), 2 meseca (SITIBOR2M), 3 mesece (SITIBOR3M), 6 mesecev (SITIBOR6M), 9 mesecev (SITIBOR9M), 1 leto (SITIBOR1Y).

5.2.1.2 Uveljavitev SITIBOR

Bistveno za uveljavitev SITIBOR je, da se poleg objavljanja tudi dejansko uporablja pri sklepanju poslov. V razmerah, kadar na trgu eden od igralcev igra pomembnejšo vlogo, se lahko zgodi, da se posli sklepajo po obrestni meri, ki odstopa od objavljene višine SITIBOR-ja. Kadar so možni taki vplivi posameznih udeležencev na obrestno mero, le-ta

⁷ Banke, podpisnice Dogovora, so: Nova Ljubljanska banka, Nova Kreditna banka Maribor, Abanka Vipava, SKB banka, Banka Koper, Banka Celje, Gorenjska banka, Bank Austria Creditanstalt, Raiffeisen Krekova banka in Poštna banka Slovenije.

ne more predstavljati reference. Kljub ustrezni metodologiji je vpliv največje banke na višino SITIBOR velik, saj ostale banke spremljajo kotiranje obrestnih mer in prilagajajo politiko obrestnih mer politiki največje banke.

Poleg kriterija, da eden od udeležencev ne sme bistveno vplivati na oblikovanje referenčne obrestne mere, je problematično tudi to, da slovenski medbančni denarni trg nima ustrezne globine. Premajhna je tudi konkurenca na denarnem trgu. Kotacije obrestnih mer bi morale biti oblikovane na podlagi dovolj velikega števila poslov in izražati dejanske kotacije. Slovenski bančniki pa so v začetnem obdobju izračunavanja SITIBOR-ja opazili, da se banke v praksi ne držijo kotacij obrestnih mer, ki jih objavljajo.

Značilnosti slovenskega denarnega trga, med katere sodijo plitek in ne močno razvit trg ter kratkoročnost poslov, naj ne bi bili ovira za oblikovanje medbančne obrestne mere kot referenčne obrestne mere. Centralna banka in vsi udeleženci denarnega trga, ki imajo največji vpliv na oblikovanje ustrezne medbančne obrestne mere, bi s skupnim sodelovanjem močno prispevali k oblikovanju prave reference. Problematično pa bi lahko bilo, da bi postala referenčna obrestna mera preveč odvisna od politike BS ali obrestne politike posamezne poslovne banke. Posebnosti slovenskega medbančnega trga, med katere sodijo presežek v strukturnem položaju denarnega trga, nepredvidljive ocene prilivov kapitala iz tujine, ki porušijo predvidevanja o gibanju denarnih tokov, omejeno število finančnih instrumentov, s katerimi poslovne banke medsebojno trgujejo ter majhnost in nelikvidnost trga z vidika trgovanja, onemogočajo, da bi se na trgu samostojno oblikovala "prava" referenca, ki ne bi bila preveč pod vplivom glavnih udeležencev.

Zaradi omenjenih značilnosti slovenskega medbančnega trga je oblikovanje referenčne mere, ki bi jo trg sprejel kot referenco, oteženo. Za odpravo teh slabosti si pospešeno prizadevajo tako BS, kot tudi poslovne banke in Ministrstvo za finance.

Evropska centralna banka kot denarni trg pojmuje tako ožji kot tudi širši denarni trg. V ožji denarni trg spadajo nezavarovane transakcije, repo posli in valutne zamenjave. Širši denarni trg sestavljata trga s kratkoročnimi vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti. To navajam zato, ker je v Sloveniji še vedno daleč najpomembnejši medbančni depozitni trg, ostali segmenti denarnega trga so bolj v ozadju. Razvoj teh segmentov denarnega trga pa je eden bistvenih pogojev za vzpostavitev referenčne obrestne mere. Poleg tega omogoča razvit denarni trg poslovnim bankam učinkovitejše uravnavanje likvidnosti na trgu, centralni banki pa omogoča učinkovitejše delovanje transmisijskega mehanizma.

SITIBOR ali katerakoli druga referenčna obrestna mera pa bo aktualna samo toliko časa, dokler ne bo doseženo stalno menjalno razmerje med tolarjem in evrom. Takrat bomo prevzeli referenčne obrestne mere za evro.

5.2.1.3 Primerjava SITIBOR in tujih referenčnih obrestnih mer

Navadno se na razvitih trgih uporabljajo kot referenčne medbančne obrestne mere. Na območju EMU sta glavni obrestni meri EURIBOR in EONIA, na področju Velike Britanije LIBOR ter v ZDA obrestna mera "fed funds".

V ZDA predstavlja referenčno obrestno mero obrestna mera na posojila preko noči na podlagi rezerv bank pri Fedu oziroma "fed funds" obrestna mera. Gre za obrestno mero za izposajo primanjkljaja poslovnih bank od bank, ki imajo presežek rezerv. Obrestna mera se oblikuje na medbančnem trgu na podlagi ponudbe in povpraševanja po rezervah. S tem predstavlja trg rezerv konkurenčen in učinkovit medbančni trg. Zato je postala ta obrestna mera glavni indikator stanja monetarne politike in pomembno vpliva na ostale obrestne mere ter predstavlja ključno obrestno mero, preko katere Fed vpliva na denarni trg.

Referenčna obrestna mera na evropskem finančnem trgu je EURIBOR. Predstavlja obrestno mero za dane medbančne depozite v evrih, ki jo kotirajo prvovrstne banke. EURIBOR je bil prvič objavljen 30. decembra 1998. Nadomestil je referenčne obrestne mere posameznih držav članic evro območja (PARIBOR – Francija, VIBOR – Avstrija, FIBOR – Nemčija, MIBOR - Španija...).

Banke, ki so vključene v izbor kotacij, so bile izbrane po tržnem kriteriju. Izbor bank naj bi ustrezal raznolikosti denarnega trga, za katerega se oblikuje obrestna mera. Sodelujoče banke imajo prvovrstni kreditni rating. Kotacije obrestnih mer medbančnih depozitov banke sporočajo dnevno, EURIBOR pa se izračuna kot njihovo aritmetično povprečje za 15 različnih ročnosti. Pri izračunu se izloči 15 odstotkov najnižjih in najvišjih objavljenih obrestnih mer.

Kriterije za ustreznost za referenčno obrestno mero EURIBOR v celoti izpolnjuje. V izračun je vključeno veliko število bank, kar zagotavlja, da ena sama banka ne more vplivati na višino EURIBOR-ja. Prilagaja se spremembam na finančnem področju EMU in se odziva na politiko Evropske centralne banke. Prav tako je izpolnjen kriterij o usklajenosti poslov s kotacijami referenčne obrestne mere, saj se posli na denarnem trgu sklepajo po obrestnih merah, ki ne odstopajo veliko od kotacij EURIBOR-ja.

Če SITIBOR primerjamo z EURIBOR-jem, v tehničnem smislu ni veliko razlik. Le-te pa se pojavijo pri primerjavi same vsebine posamezne obrestne mere. EURIBOR je namreč široko sprejeta referenčna obrestna mera, ki se najpogosteje uporablja kot osnova za določanje obrestnih mer pri posojilih različnih ročnosti (tako kratkoročnih kot dolgoročnih). Oblikuje se na razvitem denarnem trgu, na katerem je opravljeno veliko število različnih vrst poslov, pri katerih posamezni udeleženec nima vpliva na spremembo obrestne mere. Zaradi konkurenčnosti finančnih trgov so cene medbančnega zadolževanja, ki ga predstavlja EURIBOR, in cene primerljivih naložb na približno enaki ravni.

Posojilojemalci z nizkim tveganjem se tako lahko zadolžijo po podobni obrestni meri kot banke. Pri nas pa se cene zadolževanja bank in podjetij precej razlikujejo. Tako znaša razmik med obrestnimi merami sklenjenih poslov s 3-mesečnimi zakladnimi menicami oz. cenami zadolževanja na medbančnem denarnem trgu ter efektivnimi obrestnimi merami posojil strank s prvovrstno boniteto od 2 do 3 odstotne točke (Arhar et al., 2004, str. 20).

V nasprotju z evropskim je slovenski medbančni trg po obsegu trgovanja majhen. Na oblikovanje referenčne obrestne mere na medbančnem trgu pomembno vplivajo obrestne mere centralne banke. Na oblikovanje SITIBOR-ja pomembno vpliva obnašanje BS, ki pa obrestne politike ne postavlja na prvo mesto. Njen prednostni cilj je namreč monetarni agregat M3.

Zaradi prevladujoče vloge BS v preteklih letih, se je pri oblikovanju referenčne obrestne mere poskušalo zagotoviti primeren vpliv instrumentov BS na oblikovanje obrestnih mer poslovnih bank. Kadar pride do presežka v strukturnem položaju denarnega trga, BS učinkoviteje vpliva prek obrestnih mer za blagajniške zapise Banke Slovenije kot prek obrestnih mer za posojila. Zato so bile na začetku kot osnova za izračun SITIBOR izbrane kotacije bank za najete medbančne depozite in ne za dane depozite. V tem se je metodologija SITBOR-ja razlikovala od metodologije EURIBOR-ja, kjer kotirajo banke kotacije za dane depozite. Sedaj velja, da predstavlja SITIBID obrestno mero za zahtevane ("asked") in SITIBOR obrestno mero za ponujene ("offered") bančne depozite.

Obe obrestni meri se izračunavata za različne ročnosti do enega leta. Standardizirane ročnosti za EURIBOR so en teden, dva tedna, tri tedne ter dvanajst ročnosti od enega do dvanajst mesecev, skupaj torej 15 ročnosti. SITIBOR se kotira za 9 različnih ročnosti. V primerjavi z EURIBOR-jem ne objavlja vrednosti za tri tedne in 4, 5, 7, 8, 10, 11 mesecev. EURIBOR pa se za razliko od SITIBOR-je ne izračunava za ročnost preko noči, za ta namen je namreč oblikovana EONIA.

5.3 Obrestne mere centralne banke

Tako kot večina trgov tudi denarni trg ni popoln, saj ima centralna banka na njem odločilno vlogo. Moč vpliva centralne banke je omejena s finančno odprtostjo gospodarstva. Zaradi močne odvisnosti od tujine in s tem vplivom tujih obrestnih mer centralna banka ne more voditi neodvisne politike obrestnih mer. Takšno odprto denarno območje predstavlja Slovenija, zato ne moremo imeti neodvisne politike obrestne mere.

Obrestne mere centralne banke predstavljajo na razvitih finančnih trgih signal za oblikovanje obrestnih mer na denarnem trgu. Obrestni razpon, v katerem se oblikujejo tržne obrestne mere, je določen z obrestno mero za posojila čez noč pri centralni banki (zgornja meja) in obrestno mero za deponiranje presežnih sredstev čez noč (spodnja meja).

Ti obrestni koridorji se običajno gibljejo v razponu 2 odstotnih točk. Pri nas BS postavlja na prvo mesto uravnavanje količine denarja v obtoku (širši monetarni agregat M3), uravnavanje obrestnih mer in deviznega tečaja pa prilagaja temu cilju. Obrestni koridor je v Sloveniji širši, znaša okrog 6 odstotnih točk.

Centralna banka vpliva z instrumenti monetarne politike (obvezna rezerva, repo posli, posojila centralne banke, intervencije na medbančnem trgu, valutne zamenjave) na raven obrestnih mer na denarnem trgu. Na oblikovanje kratkoročnih obrestnih mer ima njena politika neposreden vpliv, na dolgoročne obrestne mere pa lahko vpliva posredno. Pri določanju dolgoročnih obrestnih mer je pomembna kredibilnost njene politike v daljšem obdobju. S tem neposredno vpliva na pričakovanja ekonomskih subjektov glede inflacije. Obrestne mere centralne banke neposredno vplivajo na obrestne mere na denarnem trgu, te pa naprej na depozitne in kreditne obrestne mere ter na spreminjanje ostalih ekonomskih kategorij.

Kadar centralna banka začasno odkupi od poslovnih bank vrednostne papirje ali tujo valuto z namenom posojanja denarja poslovni banki, se oblikuje repo obrestna mera. Določena je kot razlika med prodajno in nakupno ceno vrednostnega papirja. Poslovne banke lahko pridejo do denarja centralne banke tudi z diskontom vrednostnih papirjev. S tem se oblikuje diskontna obrestna mera. Centralna banka omogoča bankam kredite, ki so zavarovani z neko premičnino, gre za lombardno posojilo in s tem oblikovanje lombardne obrestne mere. Le-ta je navadno višja od diskontne obrestne mere, ker se posojila lahko vrnejo pred rokom dospelja.

Primarna vloga centralne banke je vodenje ustrezne monetarne politike. Vsaka centralna banka si izbere cilj, kateremu podredi ostale cilje. Temeljni cilj politike BS je stabilnost cen (4. člen Zakona o BS). Za doseganje tega končnega cilja ima centralna banka na voljo več kratkoročnih oz. bližnjih ciljev (količina denarja v obtoku, raven obrestnih mer, spreminjanje tečaja). BS ima za bližnji cilj širok denarni agregat M3. Vpliv na obrestne mere in tečaj je s tem podrejen uravnavanju količine denarja v obtoku. Z vključitvijo v ERM2 pa so nastale spremembe v delovanju denarne politike in politike deviznega tečaja. Bistveno je doseganje zelenega tečaja oz. zunanje vrednosti domače valute, politika obrestnih mer pa je temu podrejena.

Ključni obrestni meri BS, ki najbolj vplivata na druge obrestne mere, sta:

- obrestna mera refinanciranja, ki predstavlja obrestno mero, po kateri lahko banke pridobijo likvidnost pri BS (Priloga 1);
- obrestna mera 60-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa, s katerim BS jemlje presežno količino denarja iz obtoka. Glede na to, da je slovenski denarni trg v strukturnem presežku, ko mora BS jemati denar iz obtoka, je vpliv te obrestne mere eden izmed najpomembnejših za oblikovanje ostalih obrestnih mer na trgu (Priloga 5).

Ključna obrestna mera za umik primarnega denarja pri nas predstavlja vsoto obrestne mere v EMU in rizične premije za deželno in valutno tveganje. Rizična premija se znižuje in bo s prevzemom evra enaka nič.

Poglejmo si še glavne obrestne mere ECB. Osrednja obrestna mera ECB je obrestna mera, ki jo plačujejo banke za sredstva, ki jih dobivajo od centralne banke na tedenskih ponudbah. Sprva so se licitirale količine pri določeni obrestni meri s strani ECB ("Main Refinancing Rate"), kasneje tudi obrestne mere (od 28. junija 2000). Do tedaj središčna obrestna mera ECB je s tem postala najnižja obrestna mera, ki jo lahko banke licitirajo navzgor ("Minimum Bid Rate"). Za eno odstotno točko višja je obrestna mera, ki jo plačujejo banke za zadolževanje čez noč. Imenuje se mejna posojilna obrestna mera ("Marginal Lending Rate"). Za eno odstotno točko nižja je obrestna mera za deponiranje presežnih rezerv čez noč pri centralni banki ("Deposit Rate"). Okrog obrestne mere ECB oziroma v razponu (koridorju) med mejno posojilno obrestno mero in depozitno obrestno mero niha medbančna obrestna mera za posojila čez noč – EONIA (Ribnikar, 2001, str. 54). Praviloma znaša ta razpon 2 odstotni točki. S tem omogoča zanesljivo referenco.

V Sloveniji predstavljata obrestni koridor obrestna mera likvidnostnega posojila za izhod v sili oz. lombardno posojilo (zgornja meja) in obrestna mera za plasiranje presežne likvidnosti čez noč (spodnja meja). Razpon znaša okrog 6 odstotnih točk, kar je precej več kot znaša razpon pri ECB. V širšem razponu so obrestne mere bolj podvržene večjim nihanjem, s tem pa se zanesljivost reference poslabšuje.

Na velikost obrestnega razpona vpliva tudi občasna nesistematičnost pri določanju cen tolarških instrumentov, ki se oblikujejo zaradi procesa sterilizacije presežkov bančnega sistema (Kelemen, 2004, str. 52). Tak primer je bila izdaja 360-dnevnih tolarških blagajniških zapisov novembra 2003 z nadpovprečno donosnostjo. Bankam so bili ponujeni predvsem z namenom sterilizacije začasnega presežka devizni pritokov od prodaje Leka Novartis.

5.4 Izbor primerne referenčne obrestne mere za slovenski finančni trg

Slovenski bančni trg SITIBOR-ja kot referenčne obrestne mere ni v celoti sprejel, zato so banke začele iskati svoje primernejše rešitve. Vlogo referenčne obrestne mere lahko poleg medbančnih obrestnih mer predstavljajo tudi obrestne mere banke za prvovrstne posojilojemalce. Slabost takega določanja spremenljive obrestne mere je v tem, da to predstavlja odločitev posamezne poslovne banke, ne pa celotnega trga.

Po drugi strani naj bi čez slabo leto v Sloveniji prevzeli evro, takrat pa bo postal EURIBOR avtomatično naša referenčna obrestna mera. Iskanje slovenske referenčne

obrestne mere v tako kratkem obdobju zato po mnenju nekaterih ne more obroditi sadov. Že sedaj pa je že več kot polovica posojil vezana na tuje valute, predvsem evro.

Kljub temu pa bo do prevzema evra potrebno imeti neko referenčno obrestno mero za domačo valuto. Ena izmed možnosti za izbiro reference sta tudi obrestna mera na državne zakladne menice in blagajniški zapisi Banke Slovenije, predvsem 60-dnevni.

5.4.1 EURIBOR kot slovenska referenčna obrestna mera

EURIBOR se bo lahko uporabljal kot referenčna obrestna mera v Sloveniji takrat, ko bodo razmere na področju evra popolnoma vplivale na slovenski finančni trg. To pa se bo zgodilo takrat, ko se bomo morali odpovedati samostojni denarni politiki in vezati tolar na evro. Z vstopom Slovenije v EU smo s pogodbo sprejeli tudi to, da bomo čimprej dosegli konvergenčne kriterije za prevzem evra. Tako naj bi v naslednjem letu postal evro naša valuta in EURIBOR referenčna obrestna mera.

Nekateri so zato mnenja, da je iskanje referenčne obrestne mere pri nas nepotrebno delo, saj trg potrebuje precej časa, da sprejme neko obrestno mero kot referenčno. Iskanje ne bo dalo ustreznega rezultata, saj bo takrat pri nas veljavna valuta evro. Tako bi bilo najbolje že zdaj kot slovensko referenčno obrestno mero sprejeti EURIBOR.

V prehodnem obdobju od prevzema evra bi lahko oblikovali referenčno obrestno mero po vzorcu (Kelemen, 2004, str. 55):

$$ROM = D + EURIBOR + m \quad [11]$$

pri čemer pomeni:

ROM referenčna obrestna mera
D sprememba deviznega tečaja za evro
m marža poslovne banke

Z vstopom v EU lahko država članica zaprosi za vstop v evropski tečajni mehanizem ERM 2⁸. Slovenija je vključena v sistem od 28. junija 2004. V okviru ERM 2 ohranjamo

⁸ ERM 2 je poseben sistem, ki fiksira tečaj valute z dovoljenim nihanjem tržnega tečaja okoli osrednjega tečaja za +/-15 odstotkov. Za posamezno valuto je obvezna udeležba v mehanizmu najmanj dve leti, ne da bi valuta v primerjavi z evrom devalvirala.

nacionalno valuto. Aktivnosti BS so usmerjene k doseganju maastrichtskih konvergenčnih⁹ kriterijev in iskanju tečaja, po katerem se bo ob prevzemu evra zamenjal tolar za evro. V centralni banki so oblikovali cilj, da tečaj, s katerim bomo prevzeli evro, ne bo veliko odstopal od tečaja, ki je bil določen ob vstopu v ERM 2 (239,640 tolarja za evro). Ob upoštevanju dovoljenega nihanja tečajev okrog centralne paritete, ki znaša +/-15%, znaša najvišja meja 275,586 sit/evro in najnižja 203,694 sit/evro. Centralni paritetni tečaj med tolarjem in evrom je bil oblikovan na podlagi pogajanj in pogledov o dolgoročni stabilni vrednosti tolarja med predstavniki Slovenije (BS, Vlada RS) in predstavniki EU (predstavniki ECB, Evropske komisije, finančnih ministrov držav s skupno valuto).

Od 1. maja 2004 BS ni več popolnoma samostojna pri oblikovanju obrestne mere. Njene aktivnosti so usmerjene k odpravljanju razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami. V ravnotežju naj bi bile tolarske obrestne mere višje od obrestnih mer za evro le za rizično premijo Slovenije. Avtonomnost oblikovanja obrestnih mer za domačo valuto je tako omejena le na deželno in tečajno tveganje. Premija za tveganje se je s članstvom v integraciji zmanjšala, saj so se bonitetne ocene za Slovenijo s strani ocenjevalnih agencij zvišale. K znižanju premije za tveganje prispevajo tudi pozitivna pričakovanja o znižanju dinamike rasti domačega tečaja za evro.

Konec leta 2002 je premija za deželno tveganje, izražena kot razlika med slovensko državno evroobveznico in primerljivo nemško državno obveznico, presegala 0,6 odstotne točke. V letu 2004 se je premija ustalila na ravni 0,2 odstotne točke (Košak, Košak, 2005, str. 46). Ker sta deželno in tečajno tveganje v primeru Slovenije dokaj majhni ter ob predpostavki nadaljnjega zniževanja premije za tveganje, naj bi se v ravnotežju SITIBOR čimbolj približal EURIBOR-ju.

Za čimprejšnji prevzem evra sta se v skupnem programu opredelili BS in Vlada RS. Ključnega pomena je nadaljevanje zniževanja stopnje inflacije in njeno približanje maastrichtski stopnji. Skladno s tem se znižuje tudi raven obrestnih mer. Pri tem pa je pomembno poudariti, da mora biti proces zniževanja tolarskih obrestnih mer usklajen z realnimi dejavniki (gospodarsko rastjo in zaposlenostjo).

⁹ Maastrichtski konvergenčni kriteriji predstavljajo zagotovilo, da vstop nove članice v enotni denarni trg ne bo prinesel nestabilnosti na ta trg. Kriteriji so določeni na naslednjih področjih:

1. *stabilnost cen*: inflacija ne sme preseči povprečne inflacije treh držav z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke;
2. *vzdržnost konvergence*: povprečna dolgoročna nominalna obrestna mera ne sme preseči povprečne obrestne mere treh držav z najnižjo inflacijo za več kot dve odstotni točki;
3. *prevelik proračunski in javni dolg*: proračunski primanjkljaj ne sme preseči treh odstotkov BDP, javni dolg pa ne sme presegati 60 odstotkov BDP;
4. *ERM 2*: članica mora sodelovati v mehanizmu deviznih tečajev najmanj dve leti, ne da bi valuta v primerjavi z evrom devalvirala.

V prid EURIBOR-ja govori tudi delovni osnutek zakona o uvedbi evra. Ureja nadomestitev referenčne obrestne mere SITIBOR z referenčno obrestno mero EURIBOR ustrezne ročnosti, kar predstavlja edino pravo rešitev problematike referenčnih obrestnih mer. Glede ostalih referenčnih obrestnih mer pa le določa, da spremembe v obrestnih merah, metodah izračuna, indeksov ali tečajev ne vplivajo na veljavnost aktov. Če se referenčno merilo vrednosti spremeni z drugim referenčnim merilom vrednosti velja, da se akti sklicujejo na novo določeno referenco (Vidmar, 2005, str. 46).

5.4.2 Prvovrstna obrestna mera NLB

Domače banke so zaradi neenotne in splošno sprejete referenčne obrestne mere začele iskati svoje rešitve. Za oblikovanje dolgoročnih nominalnih obrestnih mer in odpravo indeksacije s TOM-om se je prva odločila Nova Ljubljanska banka (v nadaljevanju NLB). Od novembra 2002 ponuja komitentom obrestne mere za dolgoročna posojila na podlagi nespremenljive nominalne obrestne mere za posojila fizičnim osebam z ročnostmi do treh let in t.i. prvovrstne obrestne mere za dolgoročna posojila pravnim osebam

Prvovrstno obrestno mero ("prime rate") je NLB oblikovala zaradi neobstoja domače obrestne mere. Vezana je na spreminjanje obrestne mere za 60-dnevne blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih. "NLB prime" je obrestna mera za prvovrstne komitente. Gre torej za enostransko odločitev banke o spremenljivi obrestni meri. Ob izračunu celotne obrestne mere banka doda še pribitek za ročnost posojila in boniteto posojilojemalca. Če bi na podoben način izračunavale prvovrstno obrestno mero ostale banke, bi lahko s povprečno prvovrstno mero vseh bank dobili primerno referenčno obrestno mero za celoten bančni sistem.

BS določa obrestno mero za 60-dnevne blagajniške zapise z dodajanjem pribitka na obrestno mero refinanciranja glede na cilje denarne politike. Spremembe obrestne mere centralne banke se tako odražajo v obrestnih merah na trgu. NLB prime s tem predstavlja primerno referenco. Ker pa bodo s prevzemom evra blagajniški zapisi v tolarjih izginili, bo morala NLB spremeniti način izračunavanja prvovrstne obrestne mere.

5.4.3 Ukinjanje TOM-a v Banki Koper

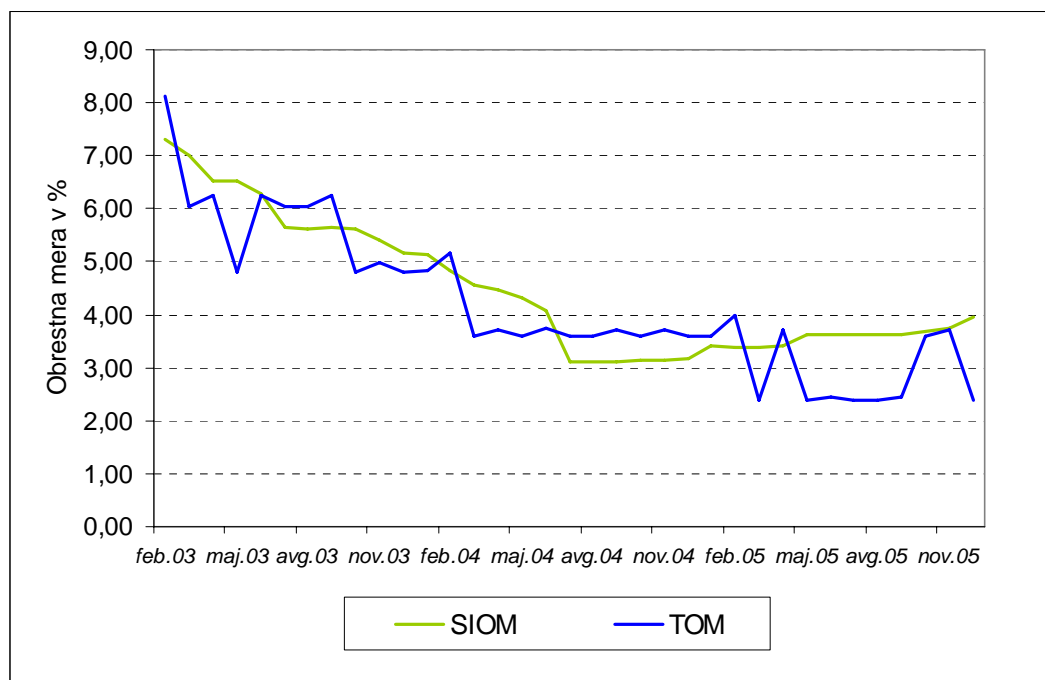
Z 11. aprilom 2005 je Banka Koper ukinila TOM za celotno kreditno in depozitno ponudbo, tako za prebivalstvo kot za gospodarstvo. Ohranila ga je le pri stanovanjskih kreditih iz naslova varčevanja v NSVS, ker so takšne obrestne mere določene zakonsko, ter pri depozitnih in kreditnih ponudbah, sklenjenih pred 11. aprilom 2005. Banka nudi možnost izbire med fiksno in spremenljivo obrestno mero. V okviru spremenljive obrestne mere nudi nominalno spremenljivo obrestno mero in obrestno mero, vezano na EURIBOR.

5.4.4 SIOM – referenčna obrestna mera SKB banke

V SKB banki so 17. februarjem 2003 v svojo ponudbo uvedli kredite in depozite z obrestno mero, vezano na referenco, imenovano SIOM. S tem so iz ponudbe umaknili bančne produkte, katerih obrestne mere so bile vezane na TOM. Obrestne mere za kredite in depozite predstavljajo vsoto referenčne obrestne mere SIOM in marže. Višina marže je odvisna od ročnosti posla, obsega sodelovanja stranke z banko, pri kreditih pa tudi od bonitete stranke.

Osnova za izračun je trimesečni EURIBOR in cena 7-dnevnega tolarskega posojila BS poslovnim bankam na podlagi začasno prodanih deviz ("swap"). Na višino obrestne mere tako vplivata monetarni politiki ECB in BS. Sama konstrukcija je pregledna in sorazmerno enostavna, kar omogoča strankam enostavno spremljanje njene vrednosti. Referenčno obrestno mero banka izračunava in objavlja dnevno. S prevzemom evra bo prehod na EURIBOR z uporabo reference SIOM tehnično enostaven, saj bo s fiksiranjem deviznega tečaja swap obrestna mera znašala 0 odstotkov, ostala bo le vrednost za trimesečni EURIBOR.

Slika 2: Primerjava vrednosti TOM in SIOM v obdobju od 1.2.2003 do 1.12.2005



Vir: SIOM namesto TOM, 2006.

Na Sliki 2 lahko opazimo, da se v opazovanem obdobju gibanje TOM-a bolj spreminja glede na gibanje SIOM. Opazen je tudi trend zniževanja obeh obrestnih mer, kar se sklada z ugotovitvijo, da se v Sloveniji nominalne obrestne mere znižujejo.

6 Vpliv obrestnega nominalizma na poslovanje poslovnih bank

Slovenske poslovne banke so se z vstopom Slovenije v EU in ERM2 ter uvajanjem obrestnega nominalizma soočile s številnimi spremembami, ki bodo vplivale na njihovo ustaljeno poslovanje. Okolje, v katerem se Slovenija trenutno nahaja, lahko opišemo z naslednjimi glavnimi dejavniki:

- zniževanje obrestnih mer,
- rast bančnih posojil,
- povečevanje domače potrošnje,
- fiksni tečaj tolarja do evra,
- naraščajoča gospodarska rast in
- upadanje stopnje inflacije.

Prost pretok kapitala ponuja domačim podjetjem in posameznikom pridobivanje sredstev in nalaganje naložb na širšem trgu. Domače banke so s tem soočene z vedno večjo konkurenco. Po drugi strani bankam, kot do sedaj glavnim finančnim posrednikom, konkurirajo tudi ostali finančni posredniki. Zniževanje pasivnih obrestnih mer pa povzroča odmik iz tradicionalnih bančnih produktov k bolj donosnim alternativnim naložbam. Hkrati se zmanjša nagnjenost prebivalstva k varčevanju in poveča nagnjenost k potrošnji.

Na poslovanje bank poleg povečane konkurence vpliva tudi dolgoletna uporaba indeksacije, saj je le-ta še vedno prisotna v dolgoročno sklenjenih pogodbah, ki se še niso iztekle. Na varčevalni strani se bodo dolgoročno sklenjene pogodbe iztekale še po prevzemu evra. Varčevalci verjetno ne bi bili pripravljeni zamenjati indeksirane obrestne mere za neko drugo referenco. Po drugi strani na strani naložb kreditorejmalci hitreje sprejmejo drugo obliko obrestovanja kredita. S tem se pri bankah hitreje zmanjšujejo donosi na naložbeni strani od upadanja stroškov zbiranja sredstev na pasivni strani, kar vpliva na manjšo dobičkonosnost bank in jih sili v hitro prilagajanje stroškov poslovanja (Arhar et al., 2004, str. 29).

Obrestni nominalizem predstavlja bankam povečano izpostavljanje obrestnim tveganjem. Za obvladovanje teh tveganj banke potrebujejo ustrezne mehanizme, med njimi tudi obstoj referenčne obrestne mere, kateri prilagodijo obrestno politiko. Kot referenca jim je do uvedbe obrestnega nominalizma služil TOM. Na odpravljanje TOM-a so se banke odzvale različno, saj so poleg medbančne obrestne mere začele objavljati tudi druge obrestne mere, ki naj bi služile za referenco. Tako je začela Nova ljubljanska banka objavljati NLB Prime, SKB banka pa SIOM. S tem se na našem že tako majhnem denarnem trgu zmanjšuje verjetnost izbora prave referenčne obrestne mere.

Znižanje tolarskih kreditnih obrestnih mer zaradi vse večje konkurence pomeni za domače banke zmanjšanje obrestnih prihodkov. Po drugi strani pa lahko banke ravno zaradi večje

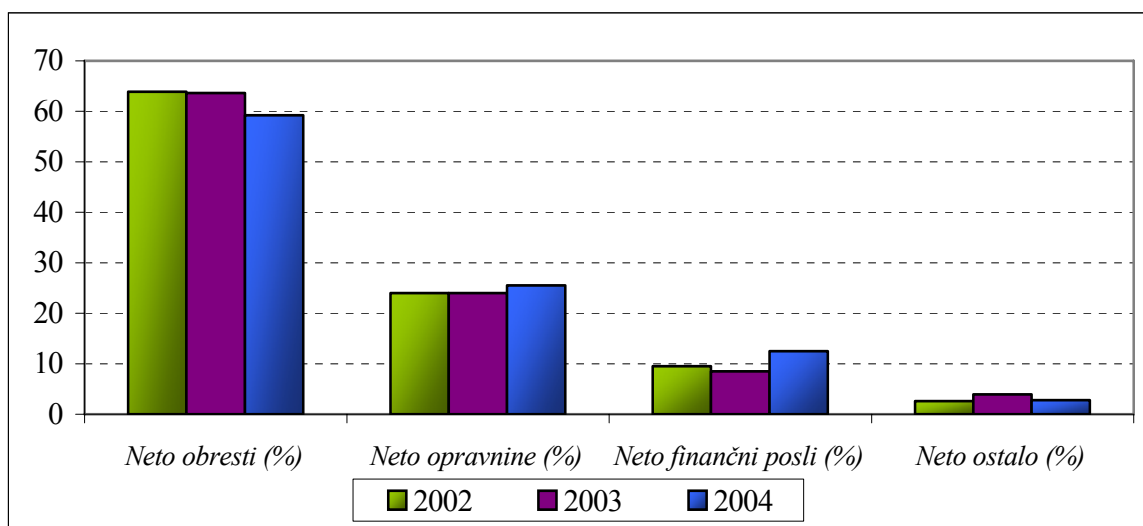
konkurenčnosti tolarskega kredita povečajo obseg poslovanja. S povečanjem kreditov se namreč poleg obrestnih povečajo tudi neobrestni prihodki. Med njih spadajo različne provizije in zavarovanja kreditov. Izpad prihodka lahko nadomestijo tudi s trženjem produktov, ki ustvarjajo neobrestne prihodke. To so npr. zavarovalniške storitve, hipotekarno kreditiranje in ostali produkti, vezani na značilnosti finančnih trgov. Za doseganje boljših poslovnih rezultatov pa se je začelo tudi zniževanje operativnih stroškov.

Tabela 3: Struktura bruto dohodka poslovnih bank v letih 2002 – 2004

	2002	2003	2004
Neto obresti (%)	63,9	63,6	59,2
Neto opravnine (%)	24,0	24,0	25,5
Neto finančni posli (%)	9,5	8,5	12,5
Neto ostalo (%)	2,6	3,9	2,8
Bruto dohodek (%)	100	100	100
Bruto dohodek (mrd SIT)	224,4	228,9	242,0

Vir: Košak, Košak, 2005, str. 44.

Slika 3: Prikaz naraščanja oz. padanja deležev posameznih sestavin bruto dohodka bank



Vir: Tabela 3.

V letu 2004 so se močno povečali neto prihodki iz finančnega posredništva. Predstavljali so 12,5 % bruto dohodka bank, kar je 55 % rast glede na preteklo leto. Prihodki od neto obresti so se v letu 2004 zmanjšali za 4,4 odstotnih točk glede na leto 2003. Celotni neto neobrestni prihodki v strukturi dohodka bank so v letu 2002 znašali 36,1 %, v letu 2003 36,4 % in v letu 2004 40,8 %, kar je primerljivo s povprečno strukturo dohodka bank EU.

Nekatere banke z namenom povečanja obsega poslovanja prehitro znižujejo posojilne obrestne mere. S tako poslovno politiko se povečuje njihovo kreditno tveganje, ki negativno vpliva na kapitalsko ustreznost banke.

Zaradi konkurence se obrestne mere na trgu posojil znižujejo, s tem pa se zmanjšujejo tudi obrestne marže. Obrestna marža je v letu 2004 znašala 2,6 %, v prvem četrtletju leta 2005 se je znižala za 0,2 odstotni točki na 2,4 %. Kljub temu je neto obrestna marža slovenskih bank za 1,2 odstotne točke višja od povprečne neto obrestne marže evropskih bank, ki je v letu 2003 znašala 1,38 %. Slovenske banke z vidika celotnega bančnega trga EU uvrščamo med majhne banke. Pri primerjavi podatkov za podobno velike banke v EU, za katere znaša marža 2,54%, lahko ugotovimo, da pri povprečni neto obrestni marži slovenske banke relativno malo odstopajo od primerljivih bank v starih državah članicah (Košak, Košak, 2005, str. 45).

Tolarske obrestne mere se bodo še zniževale do ravni, podobne evropski. Tolarsko varčevanje upada, hkrati se povečuje dolgoročno kreditiranje, kar pomeni, da se povečuje razlika v ročnosti naložb in prihrankov. Poslabšuje se tudi odzivnost pri prilagajanju tolarskih aktivnih obrestnih mer pasivnim. Povprečno obdobje prilagajanja aktivnih obrestnih mer na spremembe pasivnih obrestnih mer, je konec leta 2003 znašalo 4 mesece, konec leta 2004 pa 6 mesecev (Košak, Košak, 2005, str. 48). Do naraščanja izpostavljenosti obrestnemu tveganju prihaja od leta 2002, torej od odprave indeksacije obrestnih mer. S povečevanjem deleža na novo odobrenih posojil s spremenljivo obrestno mero se pričakuje zaustavitev trenda naraščanja obrestnega tveganja.

Zniževanje nominalnih in realnih obrestnih mer ima velik vpliv na nagnjenost k varčevanju. Banke, kot glavni finančni posredniki pri nas, se upravičeno bojijo, da bodo varčevalci zamenjali bančne vloge za bolj donosne naložbe. V zadnjih letih se naložbe v vzajemne sklade povečujejo, zanimive pa postajajo tudi naložbe na tujih finančnih trgih.

V teoriji in praksi obstajajo različne domneve, ali s padanjem pasivnih obrestnih mer pada tudi nagnjenost k varčevanju. Cvikl (Arhar et al., 2004, str. 24) pravi, da so v nekaterih državah nizke obrestne mere pomenile povečano potrošnjo in hkrati povečano potrošniško kreditiranje, v nekaterih državah pa zniževanje obrestnih mer ni bistveno vplivalo na spremembo obnašanja potrošnikov. Odzivanje na spremembe naj bi bilo pogojeno z običaji, navadami, tradicijo in kulturo, ki pa se kratkoročno gledano ne spreminjajo. V Sloveniji zato na kratek rok bančniki kljub padanju obrestnih mer ne pričakujejo velikih sprememb, saj se varčevalci zavedajo tveganj, ki jim jih prinašajo donosnejše naložbe. Slovenci naj bi namreč veljali za previdne in k tveganjem ne preveč nagnjene. Lahko pa kljub temu predvidevamo, da se obseg varčevanja v bankah ne bo povečeval. Povečale se bodo predvsem naložbe v vzajemne in pokojninske sklade, domače in tuje vrednostne papirje ter zavarovalniške produkte.

7 Sklep

Indeksacija je bila do ukinitve glavni dejavnik določanja vrednosti denarnih obveznosti pri nas in je deloma še vedno prisotna pri dolgoročno sklenjenih pogodbah. Uveljavljena je bila z namenom ohranjanja realnih vrednosti denarnih obveznosti in terjatev v domačem denarju. S tem se je kljub visoki stopnji inflacije omogočalo "normalno" delovanje ekonomskih procesov. Poleg indeksacije je negativne učinke visoke inflacije možno omiliti tudi z uporabo vzporednega denarja oziroma devizne klavzule. Z vezavo vrednosti na tuj denar preidemo na nižje domače obrestne mere, do nižje stopnje inflacije in stabilnega deviznega tečaja. Za sočasno uporabo obeh oblik nevtralizacije negativnih učinkov inflacije na vrednost denarja se je pri nas uveljavil izraz revalorizacija.

Nominalizem predstavlja nasprotje indeksaciji. Osnovna predpostavka načela je nespremenjena zunanja vrednost denarja. To pomeni, da se morajo denarne obveznosti tudi ob spremembi vrednosti denarja izpolniti v nespremenjenem številu denarnih enot.

Uporaba nominalizma je povzročila precejšnjo zmedo na področju oblikovanja obrestnih mer v Sloveniji. Uporaba temeljne obrestne mere je pomenila pregleden, enostaven in splošno razumljiv način določanja obrestnih mer. Ukinjanje indeksacije pomeni prehod na uporabo nominalnih obrestnih mer, ki v svoji sestavi vključujejo del za ohranjanje nespremenjene vrednosti denarnih terjatev in obveznosti ter del za nadomestilo za prepustitev rabe denarja. Pri samem določanju obrestne mere pa je namesto pogleda v preteklost z uporabo preteklih stopenj inflacije uporabljen pogled v prihodnost s pričakovanji o prihodnji stopnji inflacije. S pravilnimi predvidevanji se zagotovi čim bolj pravilen del obrestne mere za zagotavljanje ohranitve vrednosti.

Anticipiranje bodoče inflacije je bistvenega pomena pri oblikovanju nominalnih obrestnih mer, razen če gre za spremenljive obrestne mere, ki so vezane na obrestno mero, katera odseva pravilna pričakovanja dobro informiranih udeležencev denarnega trga. To vlogo ima referenčna obrestna mera. Izražena je nominalno, torej vključuje realni del in pričakovano inflacijo. Na razvitih finančnih trgih jo največkrat predstavlja medbančna obrestna mera. Zmotno je mišljenje, da se medbančne obrestne mere oblikujejo izključno na podlagi kotacij prvovrstnih bank. Pomemben signal pri njihovem oblikovanju predstavljajo ključne obrestne mere centralne banke, preko katerih centralna banka vpliva na višino tržnih obrestnih mer.

V Sloveniji se je z uveljavitvijo obrestnega nominalizma pojavilo več obrestnih mer, ki bi lahko predstavljale referenco. To je sicer običajen pojav, saj trg potrebuje čas, da sprejme novo referenco. To vnaša na trg zmedo in nepreglednost, lahko pa sklenemo, da bo pravo referenčno obrestno mero predstavljala tista obrestna mera, ki bo omogočala čim lažji, v tehničnem in vsebinskem smislu, prehod na EURIBOR ob prehodu na evro prihodnje leto.

Literatura

1. Arhar France et al.: Obrestna politika bank v času približevanja EMU. Okrogla miza bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 1/2, str. 17-34.
2. Bergant Živko: Nekateri vidiki revalorizacije. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 3, str. 7-12.
3. Bohnec Darko et al.: Obrestna politika bank v luči nominalizma. Okrogla miza bančnega vestnika. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 13-33.
4. Božič Katja: Obrestne mere na slovenskem finančnem trgu. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 1999, 127 str.
5. Cetinski Andrej: Revalorizacija – resen sistemski problem. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 3, str. 2-6.
6. Čibej Jože Andrej: Kako banke računajo obresti. Druga, predelana in dopolnjena izdaja. Ljubljana : Združenje bank Slovenije, 1998. 69 str.
7. Čibej Jože Andrej: Koliko življenj ima TOM?. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 9, 28-30.
8. Čibej Jože Andrej: Aktualna vprašanja metodologije obračunavanja obresti. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 11, str. 32-34.
9. Čibej Jože Andrej: Ohranjanje TOM-a in obrestovalni algoritmi. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 9, str. 31-34.
10. Dermol Tina: Zakladne menice in referenčna obrestna mera. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 2002, 42 str.
11. Dolenc Primož, Grum Andraž: Obrestni nominalizem in problem pričakovane inflacije. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 1/2, str. 10-17.
12. Dolenc Primož, Tomaž Oplotnik, Tina Dermol: Novosti na trgu zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 5, str. 31-34.
13. Ferjančič Cilka: Odprava TOM-a kot priložnost za vzpostavitev referenčne obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 6, str. 19-22.

14. Hieng Romana: O obrestih po novem. IKS, Ljubljana, 29(2002), 3, str. 82-85.
15. Hieng Romana: O obrestih ob novem komentarju Obligacijskega zakonika in pojasnilu Ministrstva za finance. IKS, Ljubljana, 30(2003), 12, str. 51-59.
16. Jašovič Božo, Jazbec Boštjan: Obrestne mere po vključitvi v ERM2. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 7/8, str. 35- 41.
17. Jurančič Iztok: Banke se otepajo tolarjev. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2005, 6, str. 22–24.
18. Jus Miran: Monetarni obrestni nominalizem ter valorizacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 4, str. 9-12.
19. Kelemen Nina: Perspektive referenčne obrestne mere v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 1/2, str. 51-56.
20. Kelemen Nina: Teoretični koncept obrestnega nominalizma. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 10, str. 24-30.
21. Košak Marko, Košak Tomaž: Poslovanje bank v režimu ERM2. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 7/8, str. 42–49.
22. Križnik Božena: Trdoživi tom: Nekje bo dajal, drugje jemat. Delo, Ljubljana, 29. junij 2005, str. 17.
23. Ribnikar Ivan: Indeksacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 3, str. 44-46.
24. Ribnikar Ivan: Obrestna mera ali obrestne mere centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 4, str. 52-54.
25. Ribnikar Ivan: Referenčna in druge obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001a), 3, str. 50-53.
26. Saje Janez: Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 1/2, str. 44-46.
27. Stanovnik Tit: Denarni nominalizem, valorizacija in obresti. Podjetje in delo, 22(1996), 5/6, str. 617-621.
28. Strnad Igor: Denarni nominalizem. Pravna praksa, 20(2001), 25, str. 8-10.

29. Štiblar Franjo: Vloga temeljne obrestne mere v slovenskem finančnem sistemu. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 1/2, str. 7-12.
30. Tavčar Kristina: Oblikovanje in vloga referenčne obrestne mere na slovenskem in evropskem denarnem trgu. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 110 str.
31. Vidmar Nadja: Kako se slovenske banke pripravljajo na uvedbo evra. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 9, str. 45–47.
32. Vozel Mojca: Kako se znebiti stare klavzule TOM + r. Finance, Ljubljana, 79, 25. april 2005, str. 20.
33. Vozel Mojca: Okrogla miza o prevzemanju evra: Prve dileme in predlogi. Finance, Ljubljana, 125, 30. junij 2005a (priloga Slovensko bančništvo), str. 2–6.

Viri

1. Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer.
[URL: http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni_dogovori/dog.SITIbor.htm], 14.7.2003.
2. Dogovor o izračunavanju in objavljanju slovenskih medbančnih obrestnih mer.
[URL: http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni_dogovori/dog.SITIbor.reuters.htm], 15.7.2003.
3. Dolgoročna obrestna mera po konvergenčnem kriteriju. Banka Slovenije - spletna stran.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/dolg_obr_konv.html], 20.01.2006 .
4. Finančni podatki. Banka Slovenije – spletna stran.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/temeljna_zamudna.html], 27.2.2006.
5. Nove obrestne mere brez TOM. Sporočilo za javnost Banke Koper.
[http://www.banka-koper.si/press/arhiv.php?action=show&id=150405_1&mesec=10], 15.4.2005.
6. Obligacijski zakonik (Uradni list RS, št. 83/01).

7. Obrestna mera refinanciranja. Banka Slovenije - spletna stran.
[URL: http://bsi.si/html/financni_podatki/hit/repo.html], 12.3.2006.
8. O obrestih in inflaciji. Banka Slovenije - spletna stran.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/tom.html], 20.4.2005.
9. SIOM namesto TOM. SKB banka - spletna stran.
[URL: <http://www.skb.si/info/info-siom-dodatnapojasnila.html>], 6.1.2006.
10. Sklep o spremembi predpisane obrestne mere zamudnih obresti (Uradni list RS, št. 135/03, 118/05).
11. Sklep o spremembi sklepa o temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 3/97, 23/97, 81/97).
12. Sklep o temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 1/96, 61/96).
13. Statistični indikatorji. Statistični urad RS - spletna stran.
[URL: http://www.stat.si/indikatorji_list.asp], 7.2.2006.
14. Tolarski blagajniški zapisi. Banka Slovenije - spletna stran.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/dnevni/pregled_obrestnih_mer_arhiv.asp], 10.3.2006.
15. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 58/02).
16. Zakon o obligacijskih razmerjih (Uradni list SFRJ, št. 29/78, 39/85, 57/89).
17. Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti in temeljni obrestni meri (Uradni list RS, št. 45/95).
18. Zakon o predpisani obrestni meri zamudnih obresti (Uradni list RS, št. 56/03).
19. 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

After Tax Real Rate – obrestna mera po obračunanih davkih

Benchmark – merilo, standard, orientir

Deposit Rate – depozitna obrestna mera

Euro Overnight Index Average (EONIA) – medbančna obrestna mera za posojila čez noč

Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) – medbančna obrestna mera za depozite v evrih, ki se oblikuje na evropskem medbančnem trgu.

Federal Funds Rate - obrestna mera medbančnih posojil iz rezerv bank pri Fedu

Fisher's Law – Fisherjev zakon

Floating Rate – spremenljiva obrestna mera

Indexation - indeksacija

Interbank Offer Rate – medbančna obrestna mera

London Interbank Offered Rate (LIBOR) - referenčna obrestna mera na londonskem medbančnem denarnem trgu, po kateri so banke pripravljene plasirati sredstva v posamezni valuti.

Margin - marža

Marginal Lending Rate – mejna posojilna obrestna mera

Minimum Bid Rate – najnižja obrestna mera

Prime Bank – prvovrstna banka

Prime Rate – obrestna mera za prvovrstne komitente

Reference Bank – referenčna banka

Reference Rate – referenčna obrestna mera

Swap - zamenjava

Treasury Bill Rate – obrestna mera zakladnih menic

Yield – donosnost

SEZNAM PRILOG

PRILOGA 1: Obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije	1
PRILOGA 2: Stopnja inflacije in TOM v obdobju januar 2000 – december 2005	2
PRILOGA 3: Vrednosti TOM in SIOM od februarja 2003 do decembra 2005	4
PRILOGA 4: Harmonizirana dolgoročna obrestna mera za namene ocenjevanja konvergence.....	5
PRILOGA 5: Tolarski blagajniški zapisi (60 dni)	6

PRILOGA 1: Obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije.

Obrestna mera refinanciranja BS predstavlja reprezentativno obrestno mero BS ("The Main Refinancing rate at the Bank of Slovenia")

Obdobje veljave	Obrestna mera p.a. (%)
03.03.2006 -	3,25
10.02.2006 – 02.03.2006	3,50
06.12.2005 – 09.02.2006	3,75
08.04.2005 – 05.12.2005	3,50
23.12.2004 – 07.04.2005	3,25
28.06.2004 – 22.12.2004	3,00
17.06.2004 – 27.06.2004	3,50
04.06.2004 – 16.06.2004	3,75
07.05.2004 – 03.06.2004	4,00
02.04.2004 – 06.05.2004	4,25
06.02.2004 – 01.04.2004	4,50
09.01.2004 – 05.02.2004	4,75
07.11.2003 – 08.01.2004	5,00
24.10.2003 – 06.11.2003	5,25
11.06.2003 – 23.10.2003	5,50
09.06.2003 – 10.06.2003	6,00
12.03.2003 – 08.06.2003	6,50
10.03.2003 – 11.03.2003	7,00
01.02.2003 – 09.03.2003	7,25

Vir: Obrestna mera refinanciranja, 2006.

Obrestna mera refinanciranja pri BS predstavlja letno reprezentativno obrestno mero BS od februarja 2003. Uvedena je bila oktobra 2001. Izračunana je kot vsota cene začasne prodaje deviz ("foreign exchange swap") BS in reprezentativne obrestne mere refinanciranja ECB. V obdobju od avgusta 2000 do januarja 2003 je reprezentativno obrestno mero predstavljala obrestna mera za začasni odkup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom čez 60 dni.

PRILOGA 2: Stopnja inflacije in TOM v obdobju januar 2000 – december 2005.

Mesec	TOM p.a. (%)	Stopnja inflacije p.a. (%)
December 2005	2,38	2,3
November 2005	3,71	2,1
Oktober 2005	3,59	3,1
September 2005	2,46	3,2
Avgust 2005	2,38	2,1
Julij 2005	2,38	2,3
Junij 2005	2,46	1,9
Maj 2005	2,38	2,2
April 2005	3,71	2,7
Marec 2005	2,38	3,1
Februar 2005	3,98	2,6
Januar 2005	3,59	2,2
December 2004	3,60	3,2
November 2004	3,72	3,6
Oktober 2004	3,60	3,3
September 2004	3,72	3,3
Avgust 2004	3,60	3,7
Julij 2004	3,60	3,8
Junij 2004	3,72	3,9
Maj 2004	3,60	3,8
April 2004	3,72	3,5
Marec 2004	3,60	3,5
Februar 2004	5,17	3,6
Januar 2004	4,83	4,0
December 2003	4,81	4,6
November 2003	4,98	5,1
Oktober 2003	4,81	4,8
September 2003	6,26	5,0
Avgust 2003	6,05	5,5
Julij 2003	6,05	6,0
Junij 2003	6,26	6,0
Maj 2003	4,81	5,5
April 2003	6,26	5,3
Marec 2003	6,05	6,3
Februar 2003	8,11	6,2
Januar 2003	7,30	6,6
December 2002	7,30	7,2

Nadaljevanje Priloge 2

November 2002	7,55	6,7
Oktober 2002	7,30	7,2
September 2002	7,55	7,2
Avgust 2002	7,30	7,3
Julij 2002	7,30	7,2
Junij 2002	7,55	6,8
Maj 2002	8,56	7,5
April 2002	7,55	8,4
Marec 2002	8,56	7,6
Februar 2002	8,11	8,1
Januar 2002	7,30	8,4
December 2001	7,30	7,0
November 2001	7,55	7,0
Oktober 2001	7,30	7,8
September 2001	8,86	7,9
Avgust 2001	8,56	8,5
Julij 2001	9,84	8,8
Junij 2001	10,18	9,5
Maj 2001	8,56	9,7
April 2001	8,86	9,0
Marec 2001	8,56	8,9
Februar 2001	9,52	8,7
Januar 2001	8,56	8,4
December 2000	9,86	8,9
November 2000	8,88	9,7
Oktober 2000	8,58	9,0
September 2000	8,88	8,9
Avgust 2000	8,58	8,2
Julij 2000	9,86	8,8
Junij 2000	8,88	9,7
Maj 2000	9,86	9,1
April 2000	8,88	9,2
Marec 2000	8,58	9,0
Februar 2000	9,20	8,3
Januar 2000	8,58	7,7

Vir: Statistični indikatorji, 2006.

Letna stopnja inflacije je izračunana iz letnega indeksa inflacije, ki kaže spremembe cen življenjskih potreb v tekočem mesecu glede na isti mesec preteklega leta.

PRILOGA 3: Vrednosti TOM in SIOM od februarja 2003 do decembra 2005.

Datum	SIOM (%)	TOM (%)
1.2.03	7,31	8,11
1.3.03	7,02	6,05
1.4.03	6,52	6,25
1.5.03	6,53	4,81
1.6.03	6,29	6,26
1.7.03	5,65	6,05
1.8.03	5,62	6,05
1.9.03	5,65	6,26
1.10.03	5,63	4,81
1.11.03	5,4	4,98
1.12.03	5,15	4,81
1.1.04	5,13	4,83
1.2.04	4,84	5,17
1.3.04	4,55	3,6
1.4.04	4,46	3,72
1.5.04	4,32	3,6
1.6.04	4,09	3,73
1.7.04	3,12	3,6
1.8.04	3,12	3,6
1.9.04	3,12	3,72
1.10.04	3,15	3,6
1.11.04	3,15	3,72
1.12.04	3,18	3,6
1.1.05	3,41	3,59
1.2.05	3,39	3,98
1.3.05	3,39	2,38
1.4.05	3,4	3,71
1.5.05	3,63	2,38
1.6.05	3,63	2,46
1.7.05	3,61	2,38
1.8.05	3,63	2,38
1.9.05	3,63	2,46
1.10.05	3,68	3,59
1.11.05	3,74	3,71
1.12.05	3,97	2,38

Vir: SIOM namesto TOM, 2006.

PRILOGA 4: Harmonizirana dolgoročna obrestna mera za namene ocenjevanja konvergence.

V tabeli so navedeni donosi do dospelja reprezentativne desetletne državne obveznice, izdane v tolarjih in z nominalno obrestno mero.

Mesec	Donos do dospelja (%)
December 2005	3,69
November 2005	3,62
Oktober 2005	3,62
September 2006	3,74
Avgust 2005	3,79
Julij 2005	3,78
Junij 2005	3,90
Maj 2005	3,92
April 2005	3,95
Marec 2005	3,88
Februar 2005	3,92
Januar 2005	3,87
December 2004	4,07
November 2004	4,30
Oktober 2004	4,47
September 2004	4,63
Avgust 2004	4,66
Julij 2004	4,65
Junij 2004	4,69
Maj 2004	4,77
April 2004	4,83
Marec 2004	4,99
Februar 2004	5,01
Januar 2004	5,14
December 2003	5,27
November 2003	5,54
Oktober 2003	6,16
September 2003	6,65
Avgust 2003	6,65
Julij 2003	6,65
Junij 2003	6,65
Maj 2003	6,65
April 2003	6,65
Marec 2003	6,65
Februar 2003	6,65

Vir: Dolgoročna obrestna mera po konvergenčnem kriteriju, 2006.

PRILOGA 5: Tolarski blagajniški zapisi (60 dni).

Obdobje veljave	Obrestna mera p.a. (%)
03.03.2006 -	3,50
10.02.2006-02.03.2006	3,75
17.06.2004-09.02.2006	4,00
04.06.2004-16.06.2004	4,25
07.05.2004-03.06.2004	4,50
02.04.2004-06.05.2004	4,75
18.03.2004-01.04.2004	5,25
06.02.2004-17.03.2004	5,50
09.01.2004-05.02.2004	5,75
07.11.2003-08.01.2004	6,00
03.10.2003-06.11.2003	6,25
11.06.2003-02.10.2003	6,50
14.05.2003-10.06.2003	7,25
12.03.2003-13.05.2003	7,50
12.12.2002-11.03.2003	8,25
16.05.2002-11.12.2002	8,75
30.04.2002-15.05.2002	8,25
29.03.2002-29.04.2002	8,00
31.01.2002-28.03.2002	7,75
03.01.2002-30.01.2002	7,50
21.12.2002-02.01.2002	8,00
03.12.2001-20.12.2001	8,50
02.11.2001-02.12.2001	9,00
12.03.2001-01.11.2001	11,00
03.01.2001-11.03.2001	10,00

Vir:Tolarski blagajniški zapisi, 2006.