

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**OBRESTNE MERE BANKE  
SLOVENIJE**

Ljubljana, november 2003

KARMEN LEBAN

## **IZJAVA**

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

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_ .

Podpis: Karmen Leban

\_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
<b>1 BANKA SLOVENIJE .....</b>	<b>6</b>
1.1 DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE .....	7
1.2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE .....	11
<b>2 VRSTE IN ZNAČILNOST OBRESTNIH MER BANKE SLOVENIJE .....</b>	<b>13</b>
2.1 OBRESTNA MERA OBVEZNE REZERVE .....	14
2.2 OBRESTNA MERA ZA NEIZPOLNJEVANJE OBVEZNE REZERVE.....	15
2.3 OBRESTNE MERE ZA BLAGAJNIŠKE ZAPISE BANKE SLOVENIJE.....	15
2.3.1 Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih (TBZ).....	15
2.3.2 Blagajniški zapis z nakupnim bonom.....	16
2.3.3 Dvodelni blagajniški zapisi Banke Slovenije .....	17
2.3.4 Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju (DBZ).....	17
2.4 OBRESTNA MERA ZA KRATKOROČNA POSOJILA BANKE SLOVENIJE .....	17
2.5 LOMBARDNA OBRESTNA MERA IN OBRESTNA MERA ZA DEPOZIT ČEZ NOČ .....	18
2.6 REPO OBRESTNA MERA.....	19
2.7 OBRESTNA MERA ZA LIKVIDNOSTNA POSOJILA BANKE SLOVENIJE	21
2.8 OBRESTNE MERE ZA VLOGE DRŽAVE PRI BANKI SLOVENIJE IN POSOJILA, DANA DRŽAVI.....	23
2.9 ZAKONSKA ZAMUDNA IN ESKONTNA OBRESTNA MERA .....	23
<b>3 OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE .....</b>	<b>25</b>
3.1 AKTIVNE OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE.....	27
3.2 PASIVNE OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE.....	34
3.3 RAZLIKA MED AKTIVNIMI IN PASIVNIMI OBRESTNIMI MERAMI BANKE SLOVENIJE .....	40

<b>4</b>	<b>EVROPSKA CENTRALNA BANKA IN NJENE OBRESTNE MERE .....</b>	<b>42</b>
<b>4.1</b>	<b>EVROPSKA CENTRALNA BANKA .....</b>	<b>42</b>
<b>4.2</b>	<b>OBRESTNE MERE EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN PRIMERJAVA S SLOVENIJO .....</b>	<b>43</b>
	<b>SKLEP .....</b>	<b>47</b>
	<b>LITERATURA .....</b>	<b>49</b>
	<b>VIRI .....</b>	<b>50</b>

## UVOD

Obrestne mere vplivajo na naše odločitve tako v privatnem kot tudi v poslovnem življenju ter so kazalec nekega splošnega gospodarskega stanja v državi. Poznamo različne vrste obrestnih mer in izrednega pomena je, da znamo ločevati različne pomene pojma obrestne mere.

Namen diplomskega dela je predstaviti vrste in značilnosti obrestnih mer Banke Slovenije ter njihovo gibanje. Lahko ga razumemo tudi kot nekakšen vodnik po področju obrestnih mer Banke Slovenije, ki ponuja nek splošen pregled nad njenimi obrestnimi merami in hkrati usmerja bralce preko seznama literature in virov v bolj podrobne analize o posameznih značilnostih in gibanjih le-teh.

Delo se prične s splošnim opisom Banke Slovenije kot centralne banke Republike Slovenije in njenega delovanja. Posebej so predstavljeni njena denarna politika in instrumenti, s katerimi vodi denarno politiko in sledi zastavljenim ciljem.

Centralna banka s svojo denarno politiko vpliva tudi na obrestne mere. To je očitno, kadar izbere višino obrestne mere kot bližnji cilj denarne politike, vendar tudi v primeru, če je bližnji cilj denarne politike kaj drugega.

V drugem poglavju predstavljam vrste in značilnosti obrestnih mer Banke Slovenije kot le enega izmed instrumentov denarne politike. Med obrestne mere Banke Slovenije spadajo: obrestna mera obvezne rezerve, obrestna mera za neizpolnjevanje obvezne rezerve, obrestne mere za blagajniške zapise, za kratkoročna, lombardna in likvidnostna posojila, repo obrestna mera in obrestna mera za depozit čez noč, obrestne mere za vloge države pri Banki Slovenije in posojila dana, državi, ter zakonska zamudna in eskontna obrestna mera. Nekatere od teh obrestnih mer je sicer Banka Slovenije že ukinila, vendar bom kljub temu podala kratko razlago o njih.

Centralna banka vpliva predvsem na kratkoročne obrestne mere. Nekatere od teh, in sicer svoje aktivne, neposredno določi. V posameznih državah je samo ena obrestna mera centralne banke in se imenuje »Bank Rate«. V drugih državah jih je več. Kar zadeva dolgoročne obrestne mere, je možnost vpliva centralne banke na njihovo višino zelo omejena. Centralna banka z oblikovanjem svojih obrestnih mer pomembno vpliva na njihovo raven na medbančnem trgu in s tem tudi na višino bančnih obrestnih mer.

V naslednjem poglavju bom le-te razčlenila na aktivne obrestne mere, to so tiste, ki jih poslovne banke plačujejo Banki Slovenije, in pasivne, ki jih centralna banka plačuje bankam za njihove naložbe pri njej. V tem poglavju bom predstavila tudi gibanje posameznih obrestnih mer Banke Slovenije v zadnjih štirih letih.

V zadnjem poglavju bom na kratko podala opis Evropske centralne banke in predstavila njene tri obrestne mere, ki jih uporablja pri vodenju denarne politike, ter njihovo gibanje in jih skušala primerjati z obrestnimi merami, ki jih uporablja Banka Slovenije.

## **1 BANKA SLOVENIJE**

Banka Slovenije je emisijska in centralna banka Republike Slovenije. Je banka bank in nadzorni organ bančnega sistema. Ustanovljena je bila 25. junija 1991 s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije, ki ureja pravni vidik poslovanja banke. Efektivni denarni nadzor je prevzela 8. oktobra istega leta.

Preteklo leto je začel veljati nov Zakon o Banki Slovenije, ki je skladen z evropsko zakonodajo in zahtevami Evropske centralne banke. Novi zakon je pričel veljati julija 2002. V skladu z njim je temeljni cilj Banke Slovenije stabilnost cen. Z zagotavljanjem le-te Banka Slovenije podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost, upoštevajoč načeli odprtega tržnega gospodarstva in proste konkurence.

Edini komitenti Banke Slovenije so ministrstva in druge vladne institucije. Lahko so tudi druge pravne osebe, na primer podjetja in posamezniki, vendar predvsem kot upniki na osnovi njenih bankovcev v obtoku. Nima neposrednih poslovnih stikov z gospodarstvom, temveč samo s poslovnimi bankami, na katere lahko vpliva s svojim delovanjem. Mora pa delovati v smeri gospodarskega razvoja in ohranjanja visoke stopnje proizvodnje in zaposlitve. Banka se ne sme zadolževati v tujini ne v svojem imenu za svoj račun ne v svojem imenu za tuj račun. Pri opravljanju svojih nalog je načeloma neodvisna od trenutnih političnih razmer, do določene mere je tudi finančno neodvisna, saj v veliki meri svoje stroške in investicije krije z lastnimi prihodki. Kot denarna oblastna institucija praviloma ne sme dajati posojil podjetjem in posameznikom. Če jih mora dajati v povezavi z opravljanjem osnovne funkcije – urejanjem denarnega obtoka, jih lahko daje tako, da ne more biti obtožena, da komurkoli daje prednost. Novost novega zakona je tudi prepoved kreditiranja in financiranja javnega sektorja, po kateri Banka Slovenije ne sme odobravati okvirnih in drugih kreditov organom Republike Slovenije.

Banko Slovenije vodi guverner Banke Slovenije, je predsednik Sveta Banke Slovenije in vodi njeno poslovanje ter organizira delo, jo zastopa, izdaja sklepe in druge splošne akte s

področja poslovanja banke, ki niso v pristojnosti Sveta Banke Slovenije. Drugi izvršilni organ Banke Slovenije je Svet Banke Slovenije, ki ga sestavlja devet članov, od tega štirje zunanji člani neodvisnih in na nobeno s strani Banke kontrolirano institucijo vezani strokovnjaki, guverner banke in štirje vice guvernerji. Svet BS določa denarno politiko in sprejema ukrepe za njeno izvajanje, sprejema sklepe in ukrepe ter odloča o drugih vprašanih, določenih z zakonom in statutom BS. Člani organov odločanja so neodvisni in pri opravljanju nalog niso vezani na sklepe ali stališča državnih ali drugih organov.

Leto 2002 je bilo za Banko Slovenije pomembno z vidika več področij. Zaključen je bil projekt prenosa plačilnega prometa z Agencije za plačilni promet na poslovne banke. Narejeni so bili prvi koraki na področju deindeksacije finančnih instrumentov. Pogajanja o vstopu Republike Slovenije v Evropsko unijo so bila zaključena decembra 2002. Za področje prostega pretoka storitev je bilo doseženo prehodno obdobje do konca leta 2004, medtem ko je bil pravni red EU za prosti pretok kapitala ter za Evropsko ekonomsko in monetarno unijo sprejet v celoti (Letno poročilo Banke Slovenije. Banka Slovenije, 2003. str. 7).

## **1.1 DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE**

Banka Slovenije je v skladu s preteklim zakonom o Banki Slovenije skrbela za stabilnost domače valute in splošno likvidnost plačevanja doma in do tujine. Končni cilj denarne politike je bil tudi zniževanje inflacije. Pri doseganju zastavljenega dolgoročnega inflacijskega cilja se je od leta 1997 uporabljal široki denarni agregat M3 kot bližnji cilj denarne politike.

S sprejetjem novega zakona o Banki Slovenije, ki je začel veljati julija 2002, je postal temeljni cilj denarne politike Banke Slovenije stabilnost cen.

Banka Slovenije uresničuje svoj glavni cilj glede na izbrani režim deviznega tečaja tako, da hkrati uravnava količino denarja v obtoku in devizni tečaj. Soodvisno mora uravnati obrestne mere in tečaj, da ohrani nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku v pogojih sproščenih kapitalskih tokov.

Banka vodi denarno politiko v pogojih uravnavanega drsečega deviznega tečaja. Le ta ji dopušča določeno stopnjo prostosti pri vodenju njene politike. Pri tem je pomembno, da je sposobna z instrumenti, ki jih ima v svojih rokah, sterilizirati učinke neto deviznih pritokov. Tako zagotavlja kontrolirano rast primarnega denarja kot način obvladovanja cenovne stabilnosti.

Sredi leta 1999 so bile dokončno sproščene vse glavne omejitve za finančne tokove s tujino. Prostost kapitalskih tokov postavlja domače obrestne mere v odvisnost od zunanjega okolja. Izbira tečajnega režima določa, ali lahko centralna banka tudi ob prostem pretoku kapitala ohrani nadzor nad obrestnimi merami in vodi avtonomno denarno politiko ali pa nadzor nad trošenjem prepusti učinkom fiskalne politike. Med tremi tipičnimi izbirami (režim trdne vezave, drseči režim, režim mehke vezave) samo režim drsečega tečaja (vključno z uravnavanim drsenjem) zagotavlja možnost vodenja avtonomne denarne politike. Režim trdne vezave denarni politiki takšno vlogo odvzema in uvaja prevlado fiskalne politike (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, maj 2003, str. 59 – 60).

V letu 2002 je Banka Slovenije večino primarnega denarja izdala z deviznimi transakcijami preko instrumenta začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom in ga umikala z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov.

Pri vodenju denarne politike je z namenom kontroliranja rasti denarja uporabljala dve instrumentalni spremenljivki: obrestne mere in devizni tečaj. Spreminjanje deviznega tečaja mora zapirati razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, da ne bi prihajalo do špekulativnega, predvsem kratkoročnega pritoka oziroma odtoka denarja. Raven obrestnih mer pa je spreminjala skladno s ciljano stopnjo restriktivnosti in v odvisnosti od inflacije in inflacijskih pričakovanj.

V pogojih prostih kapitalskih tokov in visokih pritokov kapitala je za uravnavanje deviznega tečaja pomemben mehanizem posegov Banke Slovenije na deviznem trgu. Le ta temelji na dogovoru Banke Slovenije z bankami o sodelovanju na trgu tujega denarja, ki Banki omogoča določanje možnega razpona tečajev, po katerih banke sklepajo posle z drugimi komitenti. Podpisnice pogodbe imajo možnost začasne prodaje deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni, občasno pa tudi začasne prodaje deviz z možnostjo dokončne prodaje čez 270 dni. S tem Banka Slovenije spreminja ponudbo oziroma povpraševanje na deviznem trgu, bankam pa ta ponudba predstavlja možnost zapiranja devizne pozicije in je najpomembnejši vir likvidnosti. Presežno likvidnost pa Banka Slovenije sterilizira s tolarskimi blagajniškimi zapisi.

Izvajanje sterilizacije deviznih prilivov je Banki Slovenije zagotavljalo obvladovanje ponudbe primarnega denarja in transakcijskega denarja v obtoku. Zaradi narave visokih neposrednih finančnih prilivov, ki so posledica prevzema večjih slovenskih podjetij s strani nerezidentov in s tem povezanega spreminjanja kapitalskih deležev slovenskih lastnikov v bančne vloge, sta močnejše porasla širša denarna agregata M2 in M3. Prav zaradi izvajanja politike sterilizacije se »avtonomna« rast denarnih agregatov ni spremenila v povečano kreditno ekspanzivnost. Banka Slovenije je s tem prispevala k ohranjanju nizkega



končnega trošenja (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, maj 2003, str. 59).

Zniževanje inflacije v preteklem letu je bilo počasnejše od predvidenega. Ob koncu leta 2002 je bila inflacija še vedno na ravni 7,2% predvsem zaradi inflacijskih pritiskov s strani nadzorovanih cen in davčnih ukrepov. Ne glede na velike inflacijske šoke s strani ponudbe in ne glede na močan pritisk na količino denarja v obtoku zaradi kapitalskih tokov je Banki Slovenije uspelo ohraniti zmerno inflacijo in visoko stabilnost. Prava denarna politika in visoke obrestne mere so Banki Slovenije omogočile, da so se kapitalski pritoki odrazili predvsem v prestrukturiranju premoženja iz kapitalskih oblik v dolgoročneje bančne vloge in ne kot kreditna ekspanzija ter posledično kot povečanje končnega trošenja prebivalstva.

Banka Slovenije si je prizadevala za večjo koordinacijo ekonomskih politik. Razlog, da so v prvi polovici leta cene dosegle dokaj visoko rast, so bili ponudbeni šoki. Banka Slovenije se je zavedala, da je doseganje cenovne stabilnosti v veliki meri odvisno od koordinacije ekonomskih politik, zato si je ves čas prizadevala, da se podobni ponudbeni šoki ne bi več ponavljali.

V letošnjem letu se je ključno povečala usklajenost med denarno politiko Banke Slovenije in fiskalno politiko Vlade Republike Slovenije, ki je ključnega pomena za vzdržno znižanje inflacije. Naslednji skupni cilj je tudi čim prejšnji prevzem evra, eden od pogojev za uspešno vključevanje pa je vzdržno nizka inflacija. Brez podpore makroekonomskih politik pod nadzorom Vlade RS bi bila za znižanje inflacije potrebna še dodatna restriktivna denarna politika. Le ta bi lahko povzročila gospodarsko škodo, ki se ji je v danih okoliščinah še mogoče izogniti. Banka Slovenije zato pričakuje od Vlade še nadaljnje sodelovanje pri protiinflacijskem delovanju (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, maj 2003, str. 57).

Denarna politika Banke Slovenije bo še naprej zmerno restriktivna s poudarkom na nadzoru denarnih agregatov in z omejevanjem trošenja. Z uravnavanjem obrestnih mer centralna banka vpliva na denarne agregate, preko ustreznega odzivanja finančnih posrednikov pa na domače trošenje. Na ta način želi doseči zeleno restriktivnost ali ekspanzivnost denarne politike.

Ker je v pogojih polne kapitalske prostosti težko postaviti operativni cilj v smislu denarnega agregata, je centralna banka uporabo obrestne mere kot instrumenta za uravnavanje restriktivnosti na denarnem trgu oziroma agregatnega povpraševanja vezala na indikatorje realne in denarne aktivnosti. Izbiro uravnavanja gospodarske aktivnosti in vplivanja na inflacijo z uravnavanjem realnih obrestnih mer (ali denarja v obtoku) podpirajo tudi rezultati moderne makroekonomske teorije odprtega gospodarstva

(Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, maj 2003, str. 59).

Z ustrežno visokimi obrestnimi merami Banka Slovenije zagotavlja ustrezen umik denarja (sterilizira presežno likvidnost iz naslova obrestno neelastičnih kapitalskih pritokov iz tujine) in zadrževanje trošenja in kreditiranja in s tem agregatnega povpraševanja na ravni, ki znižuje inflacijske pritiske (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, 2003, str. 59).

Delovanje denarne politike bo še naprej zaznamovano s ciljem učinkovitega in vzdržnega stabiliziranja cen ter ustvarjanja pogojev za vstopanje v evropske monetarne integracije. Nadaljevanje načrtane politike postopnega, a vseskozi prisotnega delovanja zoper inflacijo predpostavlja ohranjanje relativno visokih realnih obrestnih mer, kar preprečuje, da bi nenaden pojav prekomernega trošenja ali kreditne ekspanzije povzročil dodatne inflacijske pritiske. Hkrati je s tem omogočena visoka stopnja sterilizacije obrestno neelastičnih kapitalskih pritokov iz tujine, oziroma umik presežne likvidnosti iz finančnega sistema (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, 2003, str. 65).

Banka Slovenije bo še naprej postopoma in usklajeno prilagajala nominalne obrestne mere in dinamiko nominalnega tečaja tolarja v skladu s pogoji za uspešno delovanje v programu ERM2 (specifični mehanizem fiksnih, toda prilagodljivih deviznih tečajev), kar je predpogoj za prevzem evra kot domače valute.

S svojimi kratkoročnimi ukrepi pa bo skušala vplivati, da bi se kompenzirali negativno ocenjeni učinki na gibanje inflacije v letu 2004 in bi se skušala doseči raven okoli 3,5% na medletni ravni ob koncu leta 2004.

Hkrati s procesom zniževanja inflacije je v pripravi tudi proces priprave ekonomskih politik na sodelovanje v ERM2 in prevzem evra. Čeprav so pogoji sodelovanja Slovenije v ERM2 v veliki meri še vedno nedefinirani, pa je že sedaj jasno, da bo v času po vstopu v ERM2 in vse do prevzema evra denarna politika rahlo ekspanzivna, saj se bodo obrestne mere v tem obdobju spustile na relativno nizko raven in se približale obrestnim meram za evro. Ekonomski politiki, fiskalna in dohodkovna, se bosta morali zato aktivno vključiti v proces omejevanja inflacijskih pritiskov in končnega domačega trošenja.

## 1.2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE

Glavna skrb vsake centralne banke je uravnavanje količine denarja v obtoku, zato le-ta uporablja različne instrumente.

Banka Slovenije poskuša prek svojih instrumentov zagotoviti stabilno ekonomsko okolje, v katerem lahko ekonomski subjekti zanesljivo načrtujejo svojo ekonomsko aktivnost v prihodnosti.

V zakonu ima zapisanih osem instrumentov, s katerimi lahko vodi denarno politiko in zasleduje svoje cilje (Špacapan, 2000, str. 8):

- nakup in prodaja tujih plačilnih sredstev;
- nakup in prodaja državnih vrednostnih papirjev;
- nakup in prodaja domačih in tujih prenosljivih kratkoročnih vrednostnih papirjev;
- izdaja in odkup blagajniških zapisov;
- kratkoročno kreditiranje bank na podlagi prenosljivih kratkoročnih vrednostnih papirjev;
- kratkoročno kreditiranje bank ob zastavi vrednostnih papirjev;
- določanje obveznih (potrebnih) rezerv;
- spreminjanje obrestnih mer.

Od navedenih osmih instrumentov ima prvih šest neposreden vpliv na količino denarja v obtoku. Z njihovo pomočjo Banka Slovenije izdaja primarni denar. Preostala dva instrumenta, določanje obveznih (potrebnih) rezerv in spreminjanje obrestnih mer, delujeta na količino denarja v obtoku bolj posredno (Cestnik, 1999, str. 11).

Na instrumente denarne politike je treba gledati z vidika postavljenega vmesnega in končnega cilja centralne banke. Banka Slovenije kontrolira količino primarnega denarja v obtoku in cilja monetarni agregat M3. Končni cilj je dosegala delno tudi z uravnavanjem tečaja.

Najpomembnejši instrumenti denarne politike v preteklem letu so bili tolarski blagajniški zapisi. To so lastni vrednostni papirji Banke Slovenije, ki se glasijo na določen znesek z določenim rokom zapadlosti in določeno obrestno mero. Banka je z njihovo izdajo umikala presežno tolarsko likvidnost, ki je nastala kot posledica povečanja začasnih odkupov deviz.

Banka Slovenije je v letu 2002 izdajala 60-dnevne, 270-dnevne in 360-dnevne tolarske blagajniške zapise. 60-dnevni so bili bankam na voljo prek odprtih ponudb čez vse leto, 270-dnevne je Banka ponujala na licitacijah. Število le teh je bilo junija povečano z dveh na štiri licitacije v mesecu. Od začetka novembra do 12. januarja 2003 so sodelujoče banke lahko vpisovale tudi 360-dnevne tolarske blagajniške zapise. Obrestna mera teh blagajniških zapisov je bila dve odstotni točki višja od obrestne mere 270-dnevnih blagajniških zapisov. 360-dnevni tolarski blagajniški zapisi so bili 14. januarja 2003 ukinjeni.

Banka je konec oktobra ob uvedbi posojila čez dan ukinila likvidnostno posojilo za izhod v sili in znižala zahtevani odstotek kritja lombardnega posojila.

Sprememba instrumenta obvezne rezerve ima lahko velike učinke na likvidnost bančnega sistema, zato se le redko uporablja. V letu 2002 pa je centralna banka kar dvakrat spremenila metodologijo instrumenta obveznih rezerv. Najprej s spremembo obravnavanja repo poslov, tako da se le ti na podlagi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev ne vključujejo več v osnovo za izračun obveznih rezerv, in drugič je razširila osnovo obveznih rezerv s tolarskih obveznosti bank še na obveznosti v tuji valuti in na novo določila stopnje obveznih rezerv.

Banka Slovenije je v letu 2002 večkrat dvignila obrestne mere za instrumente denarne politike in na ta način povečevala razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, vendar le do meje, ki še ni sprožala dodatnih finančnih pritokov. Banka je obrestne mere instrumentov denarne politike znižala šele decembra in s tem sledila gibanju obrestnih mer Evropske centralne banke. Obsežna sterilizacija je sicer povečevala stroške denarne politike, vendar le ti zaenkrat še niso omejevalni dejavnik pri vodenju denarne politike.

V preteklem letu je centralna banka nadaljevala z racionalizacijo ter s prilagajanjem instrumentov denarne politike instrumentom Evropske centralne banke. Tako je oktobra ukinila likvidnostno posojilo čez noč ter likvidnostno posojilo v skrajni sili in prilagodila lombardno posojilo tako, da le-to opravlja funkcijo preostalih dveh ukinjenih posojil. Uvedla je posojilo čez dan za premostitev likvidnostnih potreb bank znotraj dneva. Prilagodila je metodologijo izračunavanja obveznih rezerv ter ukinila eskontno obrestno mero, saj je z novim zakonom o Banki Slovenije ni več zavezana določati.

## 2 VRSTE IN ZNAČILNOST OBRESTNIH MER BANKE SLOVENIJE

Obrestne mere Banke Slovenije so obrestne mere za instrumente, ki jih uporablja Banka Slovenije za vodenje denarne in fiskalne politike za doseganje končnega cilja.

Med obrestne mere Banke Slovenije spadajo:

- obrestna mera obvezne rezerve;
- obrestna mera za neizpolnjevanje obvezne rezerve;
- obrestna mera za blagajniške zapise Banke Slovenije;
- obrestna mera za kratkoročna posojila Banke Slovenije;
- lombardna obrestna mera in obrestna mera za depozit čez noč;
- repo obrestna mera;
- obrestna mera za likvidnostna posojila Banke Slovenije;
- obrestne mere za vloge države pri Banki Slovenije in posojila, dana državi;
- zakonska zamudna in eskontna obrestna mera.

Za večino instrumentov, ki jih Banka Slovenije uporablja za doseganje denarne politike, je značilno, da ne skuša nanje vplivati s spremembo obrestnih mer, temveč z dodatnimi pogoji. Zato se večina obrestnih mer ne oblikuje tržno, ampak so administrativno določene z zakonom ali posebnimi ukrepi.

Pravna regulativa pokriva področje oblikovanja aktivnih in pasivnih obrestnih mer Banke Slovenije (Božič, 1999, str. 42):

- splošne eskontne mere Banke Slovenije;
- lombardne obrestne mere;
- zamudne obrestne mere Banke Slovenije;
- obrestne mere za izločeno obvezno rezervo;
- obrestne mere za neizpolnjevanje obvezne rezerve.

Obrestne mere za ostale, v nadaljevanju naštete instrumente denarne politike, pa Banka Slovenije določa s posebnimi sklepi.

Z zakonom je določeno (Sklep o aktivnih in pasivnih obrestnih merah Banke Slovenije, Uradni list RS, št. 17/91), da se obračunava, zaračunava in plačuje obresti za kredite in druge terjatve ter za sredstva, ki so v depozitu Banke Slovenije na način, določen s tem sklepom.

Za kredite in druge terjatve obračunava Banka Slovenije obresti mesečno in najpozneje v petih dneh po preteku meseca za prejšnji mesec (Sklep o načinu obračunavanja, zaračunavanja in plačevanja aktivnih in pasivnih obresti Banke Slovenije, Uradni list RS, št. 21/91).

Banke plačajo zaračunane obresti najpozneje osmi dan v mesecu za prejšnji mesec.

Za izločeno obvezno rezervo bank na posebnem računu obračunava Banka Slovenije obresti mesečno in plačuje v osmih dneh po preteku meseca za prejšnji mesec.

Za znesek neizpolnjene povprečne obveznosti izločene obvezne rezerve obračuna banka in plača Banki Slovenije predpisane obresti sočasno s predložitvijo poročila o izpolnjevanju obveznosti.

Pri obračunu obresti se uporablja mesečna konformna obrestna mera za koledarsko število dni v mesecu, za katerega se obračunavajo obresti. Za obdobje, krajše od enega meseca, se obresti obračunavajo po proporcionalni metodi (Borak, 1999, str. 79).

## **2.1 OBRESTNA MERA OBVEZNE REZERVE**

Banke, hranilnice in druge hranilno-kreditne službe morajo imeti pri Banki Slovenije določeno količino finančnih sredstev, ki jim rečemo obvezne rezerve. Obvezne rezerve so predpis, s katerim centralna banka kontrolira količino denarja v obtoku.

Obrestna mera obveznih rezerv je mera, po kateri Banka Slovenije plača bankam obresti od izločenih obveznih rezerv na račun obveznih rezerv. Obrestna mera obvezne rezerve znaša od oktobra 1991 dalje en odstotek letno. Plačevanje obresti za obvezne rezerve je avtonomen dejavnik, ki povečuje presežek strukturnega položaja denarnega trga.

Finančna sredstva obvezne rezerve lahko banke, hranilnice in druge hranilno-kreditne službe uporabljajo tudi za tekočo likvidnost. Polovico obveznih rezerv morajo imeti dnevno na posebnem računu in jo lahko uporabljajo za likvidnost čez noč, če plačajo nadomestilo po zakonski zamudni obrestni meri.

## **2.2 OBRESTNA MERA ZA NEIZPOLNJEVANJE OBVEZNE REZERVE**

Najprej je bilo določeno, da banka, ki ne izpolnjuje predpisane povprečne obveznosti izločene obvezne rezerve po sklepu o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank, plača centralni banki obresti po obrestni meri, ki je višja od splošne eskontne mere Banke Slovenije za 100%.

Od junija 1992 dalje pa velja, da tista banka, ki ne izpolnjuje predpisane povprečne obveznosti obveznih rezerv bank, plača Banki Slovenije obresti po obrestni meri zamudnih obresti, predpisanih z vsakokratnim veljavnim zakonom o obrestni meri zamudnih obresti. Od 1. 1. 2002 le-ta znaša TOM plus 13,5 odstotne točke. Znesek, za katerega se obračunajo obresti, dobimo tako, da od obveznega zneska odštejemo dosežen povprečni znesek izločenih obveznih rezerv za celotno obdobje, v katerem banka ne izpolnjuje obveznosti.

Sočasno s predložitvijo poročila o izpolnjevanju obveznosti plača banka, za znesek neizpolnjene povprečne obveznosti izločene obvezne rezerve Banki Slovenije predpisane obresti.

## **2.3 OBRESTNE MERE ZA BLAGAJNIŠKE ZAPISE BANKE SLOVENIJE**

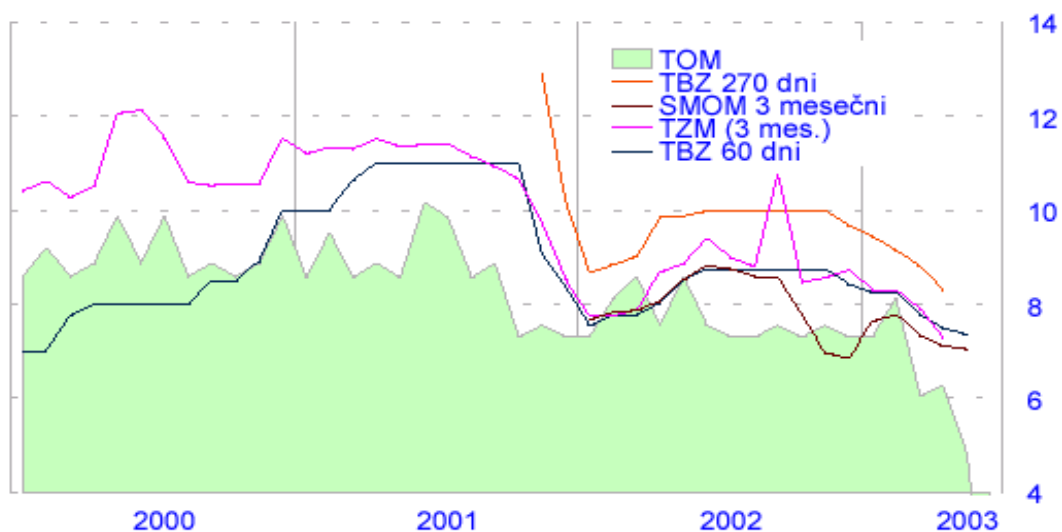
Banka Slovenije izdaja štiri vrste blagajniških zapisov:

- blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih;
- blagajniške zapise z nakupnim bonom;
- dvodelne blagajniške zapise;
- blagajniške zapise v tujem denarju.

### **2.3.1 Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih (TBZ)**

Tolarski blagajniški zapisi so kratkoročni, nematerializirani, imenski vrednostni papirji, ki jih Banka Slovenije ponuja bankam in hranilnicam le še za šestdeset in dvesto sedemdeset dni. Aprila 2000 so bili ukinjeni blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih z ročnostjo sedem, štirinajst in trideset dni, julija istega leta je sledila ukinitvev blagajniških zapisov z ročnostjo dva dni. Decembra leta 2001 je centralna banka ukinila dvanajstdnevne blagajniške zapise. 14. januarja 2003 pa se je odločila, da ukine tudi tristošestdeset dnevne tolarske blagajniške zapise. 60-dnevne tolarske blagajniške zapise Banka Slovenije ponuja preko odprte ponudbe, 270-dnevne pa od novembra 2001 prodaja preko avkcij. Centralna banka določa le izklicno obrestno mero, ki je najvišja možna. Obrestna mera za navedene blagajniške zapise je podana nominalno. Z januarjem 2002 je Banka Slovenije prešla s konformnega na linearni način izračunavanja obresti tolarskih blagajniških zapisov.

Slika 1: Pregled višine obrestne mere Banke Slovenije za 60- in 270-dnevne tolarske blagajniške zapise



Vir: Denarni pregledi. Banka Slovenije, maj 2003, str. 20.

### 2.3.2 Blagajniški zapisi z nakupnim bonom

Gre za prinosniški, serijski, materializiran vrednostni papir v nominalni vrednosti pol milijona tolarjev. Vplačal se je z diskontom v tolarjih in bil obrestovan po nominalni letni obrestni meri. Blagajniškemu zapisu je bil dodan nakupni bon, ki je bil sestavljen iz petih, med seboj ločljivih delov, ki je kupcu zagotavljal zavarovanje pred tveganjem višje inflacije in tveganjem manjše spremembe deviznega tečaja od uradno pričakovane inflacije. Pravico iz nakupnega bona je imetnik uveljavljal tako, da je s popustom kupil nov



blagajniški zapis v tolarjih (brez dodatnih nakupnih bonov) ali blagajniški zapis v tujem denarju. Obrestoval se je po nominalni obrestni meri, obrestna mera pa je bila določena posebej za vsako izdajo blagajniških zapisov z nakupnim bonom in potekala ob posebni ponudbi prek avkcij. Banka Slovenije je decembra 1999 izdala še zadnjo, štirinajsto izdajo tega blagajniškega zapisa z rokom dospelosti 25. 05. 2000.

### **2.3.3 Dvodelni blagajniški zapisi Banke Slovenije**

Dvodelni blagajniški zapis je bil kratkoročni, prinosniški, serijski vrednostni papir, izdan v materialni obliki. V primarni prodaji so ga lahko s posredovanjem bank kupile pravne in fizične osebe. Sestavljala sta ga dva dela, tolarski in devizni, vplačal se je z diskontom v tolarjih, izplačal pa polovico v tolarjih in polovico v nemških markah. Tolarski del se je tekoče revaloriziral s temeljno obrestno mero, devizni del pa se je izplačal v tujem denarju. Banka Slovenije je decembra leta 1999 izdala še zadnjo, dvanajsto izdajo tega blagajniškega zapisa z rokom dospelosti 16. 03. 2000.

### **2.3.4 Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju (DBZ)**

Blagajniški zapis v tujem denarju je imenski, prenosljiv in neserijski vrednostni papir Banke Slovenije. Je eden izmed pomembnih instrumentov denarne politike, s katerim Banka uravnava količino deviz, začasno preprečuje monetizacijo s sterilizacijo in s tem posredno vpliva tudi na tečaj tolarja. Marca leta 2001 so bili ukinjeni 180-, 270- in 360-dnevni blagajniški zapisi v tujem denarju. Po stalno odprti ponudbi ga lahko vpisujejo banke (do 3. maja 2000 prek njih tudi druge pravne osebe). Vplača se z diskontom v evrih ali ameriških dolarjih z ročnostjo od šestdeset do sto dvajset dni. Obrestne mere določa Banka Slovenija glede na obrestne mere podobnih instrumentov na tujih denarnih trgih.

Blagajniški zapis v tujem denarju v aktivni premoženjske bilance bank je osnova za različna posojila, ki jih lahko dobijo banke od Banke Slovenije. Te blagajniške zapise banke lahko zastavijo za lombardno posojilo ali začasno prodajo Banki Slovenije, ter so podlaga za likvidnostna in kratkoročna posojila, terjatev iz blagajniškega zapisa v tujem denarju pa se zastavlja tudi za zavarovanje sklenjenih poslov (Božič, 1999, str. 51).

## **2.4 OBRESTNA MERA ZA KRATKOROČNA POSOJILA BANKE SLOVENIJE**

Banka Slovenije je redno enomesečno kratkoročno posojilo prvič ponudila bankam leta 1994. Septembra naslednjega leta pa je uvedla dodatno kratkoročno posojilo, da bi nevtralizirala učinek prenosa likvidnostnih presežkov v vezano vlogo pri Banki Slovenije.

Redno kratkoročno posojilo je namenjeno uravnavanju likvidnosti bank v okviru enega meseca. Banka Slovenije redna kratkoročna posojila daje na podlagi enomesečnih ponudb, delež posamezne banke v skupnem znesku pa je odvisen od njenega deleža v skupni poziciji bank. Okvirni skupni znesek posojila Banka Slovenije določi vsak mesec.

Dodatno kratkoročno posojilo centralna banka ponudi ostalim bankam, ko Ministrstvo za finance odobri znesek vezanih vlog. Obdobje črpanja posojila je enako obdobju vezave vloge, le-to pa lahko traja največ tri mesece. Tudi obrestna mera za dodatno kratkoročno posojilo je določena na podlagi obrestne mere za vezane vloge, ki se ji prišteje določeno število odstotnih točk. Obrestna mera za vezane vloge pa se oblikuje glede na obrestne mere blagajniških zapisov primerljivih ročnosti. Delež posamezne banke v skupnem znesku je določen z uporabo koeficienta za črpanje kratkoročnega posojila.

## **2.5 LOMBARDNA OBRESTNA MERA IN OBRESTNA MERA ZA DEPOZIT ČEZ NOČ**

Lombardna obrestna mera je mera za lombardno posojilo, ki je ponujeno bankam in hranilnicam z odprto ponudbo za en delovni dan na podlagi zastavljenih blagajniških zapisov Banke Slovenije ali državnih vrednostnih papirjev v višini 110% od zneska posojila. Obrestna mera posojila je določena s Sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč.

Obrestna mera za depozit čez noč je tista obrestna mera, po kateri se obrestujejo depoziti, ki jih banke in hranilnice čez noč vežejo pri Banki Slovenije. Banka Slovenije je bankam in hranilnicam julija 2001 prvič ponudila možnost vezave depozita čez noč. To je instrument odprte ponudbe, ki omogoča, da banke in hranilnice pri Banki Slovenije naložijo presežna likvidna sredstva. Obrestno mero določi Svet Banke Slovenije s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč ter predstavlja spodnjo mejo za medbančno obrestno mero čez noč. Po uvedbi depozita čez noč so se v povprečju znižale tudi presežne rezerve bančnega sistema (Letno poročilo Banke Slovenije. Banka Slovenije, 2001, str. 35).

Tabela 1: Obrestne mere Banke Slovenije za depozit čez noč v % p.a.

	2001	2002	2003
<b>Januar</b>	-	4,00	4,00
<b>Februar</b>	-	4,00	4,00
<b>Marec</b>	-	4,00	4,00
<b>April</b>	-	4,00	4,00
<b>Maj</b>	-	4,00	4,00
<b>Junij</b>	-	4,00	-
<b>Julij</b>	5,50	4,00	-
<b>Avgust</b>	5,50	4,00	-
<b>September</b>	5,50	4,00	-
<b>Oktober</b>	4,50	4,00	-
<b>November</b>	4,50	4,00	-
<b>December</b>	4,00	4,00	-

Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, junij 2003, str. 22.

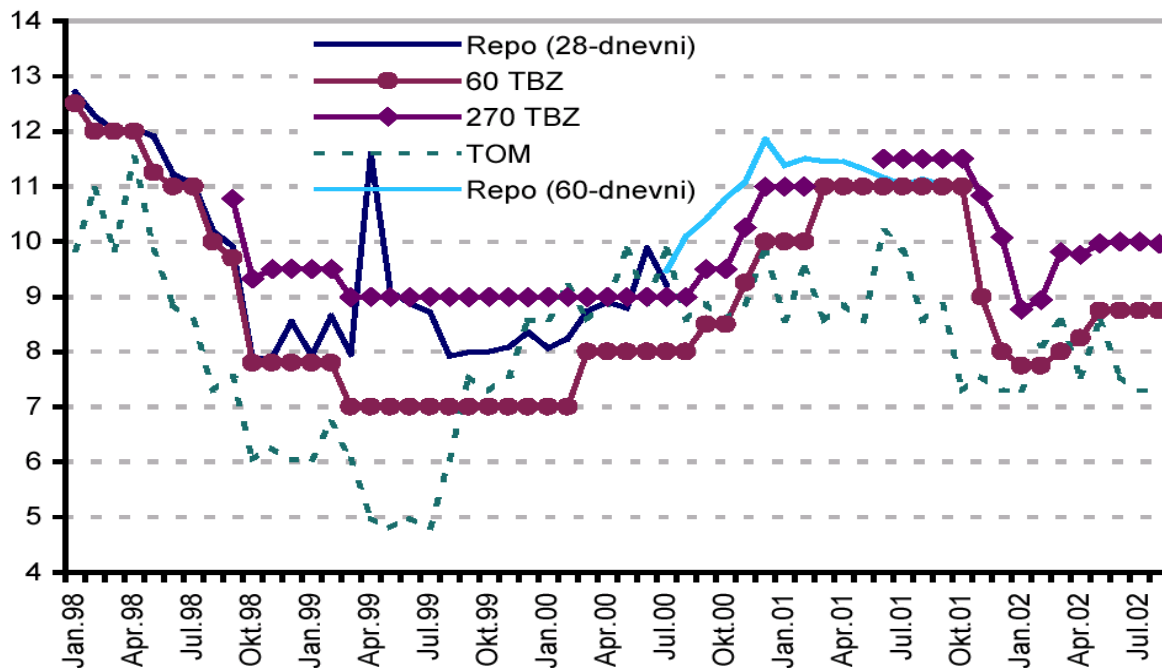
Obrestna mera Banke Slovenije za depozit čez noč je ob uvedbi leta 2001 znašala 5,50%, na tej ravni ostala samo tri mesece in se v oktobru znižala za odstotno točko na 4,50%, na koncu leta pa je znašala 4,00%. Obrestne mere se v letu 2002 niso spremenile, znižanje ali zvišanje le-teh pa ni bilo prisotno niti v letu 2003, tako da obrestne mere ostajajo še vedno 4,00%.

## 2.6 REPO OBRESTNA MERA

Repo obrestna mera za posojila, odobrena na osnovi začasnega odkupa blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom čez sedem, osemindvajset ali šestdeset dni, je ponderirano povprečje dnevni repo obrestnih mer. Repo obrestna mera je podana kot efektivna obrestna mera.

Povprečne efektivne obrestne mere so izračunane kot ponderirana aritmetična sredina obrestnih mer vseh repo poslov v določenem obdobju. Zaradi sprememb kontnega okvirja za banke in hranilnice se od maja 2002 ne izkazujejo več ločeno revalorizacijski in obrestni prihodki, zato ni več mogoče izračunati realnih efektivnih obrestnih mer.

Slika 2: Pregled višine nominalnih repo obrestnih mer Banke Slovenije v % p.a.



Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, september 2002, str. 2.

Tabela 2: Obrestne mere Banke Slovenije za 7-dnevni repo v % p.a.

	2001	2002	2003
Januar	10,75	-	9,03
Februar	10,59	9,54	9,27
Marec	11,22	-	9,27
April	11,37	9,61	8,53
Maj	11,18	-	8,32
Junij	11,03	10,42	-
Julij	-	9,5	-
Avgust	-	-	-
September	-	-	-

<b>Oktober</b>	-	9,67	-
<b>November</b>	-	9,50	-
<b>December</b>	-	9,01	-

Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, junij 2003, str. 22.

Obrestna mera Banke Slovenije za 7-dnevni repo se je skozi vsa zadnja tri leta zelo spreminjala. V januarju leta 2001 je bila 10,75%, do sredine leta pa je narasla na 11,03%. Sedemdnevni repo posli se v času od julija 2001 do februarja leta 2002 niso sklepali. Repo obrestna mera za sedemdnevne devizne blagajniške zapise Banke Slovenije se je tako v februarju 2002 v primerjavi z junijem 2001 znižala za skoraj 1,5 odstotne točke, junija istega leta se je še nekoliko zvišala in sicer na 10,42%, konec leta pa pristala pri 9,01%. V letu 2003 se je na začetku povečala za 0,02 odstotne točke v primerjavi z decembrom 2002 in znašala 9,03%, kasneje pa se je samo še zniževala in maja 2003 znašala 8,32%.

## **2.7 OBRESTNA MERA ZA LIKVIDNOSTNA POSOJILA BANKE SLOVENIJE**

Obrestna mera za likvidnostna posojila je mera za posojila Banke Slovenije, ki se uporabljajo za uravnavanje likvidnosti bančnega sistema, v krajših obdobjih pa izjemoma tudi za uravnavanje količine denarja v obtoku. Poznamo več vrst likvidnostnih posojil Banke Slovenije ( Baša, 2002, str. 37-38):

- **Likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov Banke Slovenije**

Banke, ki so vpisale dvanajstdnevne in tridesetdnevne tolarske blagajniške zapise, lahko črpajo to posojilo za obdobje do treh oziroma petih delovnih dni, toda največ do nominalne vrednosti vpisanih blagajniških zapisov. Obrestna mera za to posojilo se oblikuje na podlagi ustreznega blagajniškega zapisa, ki mu dodamo določeno število odstotnih točk.

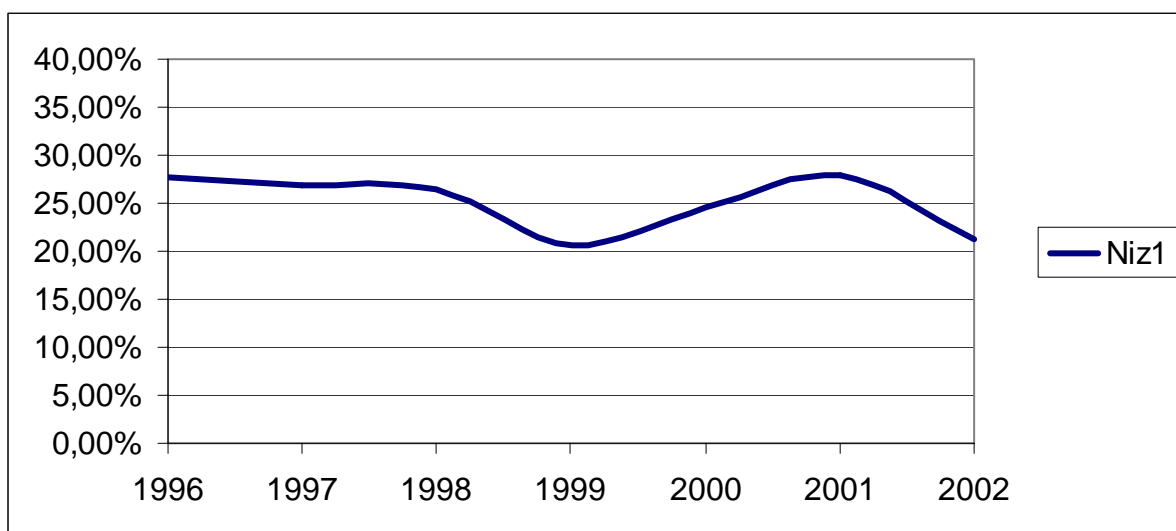
- **Likvidnostno posojilo čez noč**

Likvidnostnega posojila čez noč se največ poslužujejo banke, ki so neto dolžnice na medbančnem denarnem trgu. V tem primeru se banke zadolžijo pri Banki Slovenije po enotni obrestni meri. Likvidnostno posojilo lahko črpajo v določenem odstotku od vrednosti prvovrstnih vrednostnih papirjev, ki jih dajo v zavarovanje.

- **Likvidnostno posojilo v skrajni sili**

Likvidnostno posojilo v skrajni sili je bilo bankam in od aprila 2001 tudi hranilnicam na voljo neprekinjeno za primer nepričakovanih likvidnostnih težav, kot je izpolnjevanje obvezne rezerve, in za sprotno poravnavanje obveznosti. Obrestuje se po zakoniti zamudni obrestni meri, vendar mora banka v višini posojila zastaviti vrednostne papirje. Banka Slovenije je konec oktobra leta 2002 ob uvedbi posojila za čez dan ukinila likvidnostno posojilo za izhod v sili in znižala zahtevani odstotek kritja lombardnega posojila z zastavo blagajniških zapisov z 200% na 110%. Kako se je gibal obrestna mera likvidnostnega posojila v letu 2002 vse do tedaj, dokler ni bilo posojilo ukinjeno, pa je razvidno iz spodnje tabele.

Slika 3: **Pregled višine obrestne mere za likvidnostno posojilo – izhod v sili Banke Slovenije med leti 1996 in 2002**



Vir: Bilten Banke Slovenije. Banka Slovenije, april 2003, str. 38.

- **Posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank**

To posojilo se uporablja za banke, ki so v likvidnostnih težavah, ker enostavno niso zmožne financirati likvidnostnega primanjkljaja s pridobivanjem ali z zadolževanjem na medbančnem denarnem trgu niti nimajo ustreznih vrednostnih papirjev za zavarovanje posojila v skrajni sili pri Banki Slovenije. Te banke dobijo likvidnostno posojilo Banke Slovenije s sodelovanjem ene ali več bank, tako da sodelujoča banka pri Banki Slovenije zastavi vrednostne papirje Republike Slovenije ali Banke Slovenije. Po drugi strani pa mora banka v likvidnostnih težavah sodelujoči banki zastaviti druge prvovrstne vrednostne papirje.

Za posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank je bil v preteklem letu sklenjen sedmi dogovor o pripravljenosti za sodelovanje, ki ga je z Banko Slovenije podpisalo devetnajst bank. Banke podpisnice so bile upravičene do nadomestila za pripravljenost v višini 1,5% zneska pripravljenosti. Tudi v letu 2002, tako kot vse odkar posojilo obstaja, mehanizem sodelovanja bank podpisnic ni bil sprožen.

## 2.8 OBRESTNE MERE ZA VLOGE DRŽAVE PRI BANKI SLOVENIJE IN POSOJILA, DANA DRŽAVI

Pri Banki Slovenije lahko Ministrstvo za finance vplača tekoča presežna proračunska sredstva, ki so posledica večjih tekočih proračunskih prilivov od tekočih odlivov, kot vezano vlogo. Kasneje pa lahko na podlagi te vloge črpa posojilo za premostitev likvidnostnih težav, nastalih zaradi časovne neusklajenosti med prilivi in odlivi.

Pogoji vplačila in pogoji črpanja premostitvenega posojila vsake vezane vloge so določeni s sklepom guvernerja Banke Slovenije. Določeni so tako obrestna mera kot čas vezave, čas črpanja in višina posojila ter ostale podrobnosti.

## 2.9 ZAKONSKA ZAMUDNA IN ESKONTNA OBRESTNA MERA

Zakonska zamudna obrestna mera je tista letna obrestna mera, po kateri se obrestujejo denarne obveznosti v domačem denarju od dneva nastanka dolžnikove zamude do dneva plačila. Obrestna mera zamudnih obresti se ne uporablja, če se tako dogovorijo stranke oziroma če tako določa poseben zakon. V primeru, da Banka Slovenije ne izpolnjuje predpisane povprečne obveznosti obveznih rezerv, plača nadomestilo po zakonski zamudni obrestni meri.

Tabela 3: Način izračuna zakonske zamudne obrestne mere

Velja od	Metodologija	Uradni list RS
07. 10. 1989	nominalno = eskontna mera + 50% eskontne mere	57/89
28. 03. 1992	realno = 30%	14/92
13. 03. 1993	realno = 25%	13/93
05. 08. 1995	nominalno = 1,8 * eskontna mera + TOM	45/95
01. 01. 2002	nominalno = TOM + 13,5 odstotne točke	





Sprejet je bil nov zakon Banke Slovenije, po katerem le ta ni več zavezana določati splošne eskontne mere. Tudi v času veljavnosti prejšnjega zakona o Banki Slovenije, ki je eksplicitno predvideval njeno določanje, je Banka Slovenije splošno eskontno mero Banke Slovenije kot instrument denarne politike uporabljala le posredno, in sicer, kot sem že prej omenila, za določanje lombardne obrestne mere, in za dajanje signalov trgu o spremenjenih razmerah.

S sklepom, ki ukinja splošno eskontno mero, je še predpisano, da se v pogodbah, kjer se ta obrestna mera uporablja za določitev cene posojila oziroma depozita, upošteva namesto nje vsakokratna lombardna obrestna mera, zmanjšana za eno odstotno točko.

### **3 OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE**

Banka Slovenije spreminja količino primarnega denarja tako, da kupuje aktivo ali finančno premoženje, vendar ne katerokoli – kupuje terjatve ali daje posojila in kredite. Z dajanjem kreditov in posojil povečuje količino primarnega denarja, če pa kreditov in posojil ne obnavlja ob njihovem dospelju, s tem zmanjšuje le te in količino primarnega denarja.

Če torej centralna banka daje posojila in kredite, pobira obresti. S krediti lahko centralna banka povečuje količino primarnega denarja na tri različne načine. Obrestna mera pri posojilih je znana, pri kreditih pa je lahko prikrita. Zanima nas obrestna mera centralne banke, in to je njena aktivna obrestna mera, saj je centralna banka edina, ki se ji ni potrebno zadolževati.

Če bi centralna banka spreminjala količino primarnega denarja samo s kupovanjem in prodajanjem državnih papirjev, na primer zakladnih menic, bi morala pristati na njihovo ceno, ki jo določa trg. Cena bi se v primeru, da je ne bi v celoti določal trg, vsaj malo spremenila. V tem primeru bi lahko sklepali o višini obrestne mere, ki jo centralna banka posredno dobiva iz donosnosti državnih papirjev, ki jih ima med svojimi v aktivih.

Drugi od treh načinov, kako lahko centralna banka s krediti spreminja količino primarnega denarja, je, da kupuje in prodaja samo devize. Kaj je z njeno obrestno mero v skrajnih razmerah, ko centralna banka kupuje in ima samo devize? Če jih neomejeno kupuje in prodaja po za vselej točno določeni ceni, obrestne mere centralne banke ni in imamo denarno upravo ali urad.

Obrestne mere centralne banke ni tudi v primeru, da le ta kupuje in prodaja samo devize po tržni ceni – ceni, ki jo doseže na trgu. Situacija v Sloveniji ni veliko oddaljena od tega primera. Centralna banka nikomur doma ne daje posojil, dobiva pa obresti za tuja aktiva, ki

jih seveda ima, vendar pa ne moremo trditi, da je to njena aktivna obrestna mera. Kar pa ne pomeni, da ne vpliva na višino obrestnih mer doma.

Centralna banka kupuje tudi finančno premoženje začasno. Gre za transakcije, ki jim čez čas sledijo nasprotni transakcije, z drugimi besedami nakupom ali prodajam sledijo nasprotni posli, to je prodaje in nakupi. Takšni začasni finančni nakupi so lombardna ali s premičnim premoženjem zavarovana posojila, ki jih bankam daje centralna banka. Zavarovana so s premoženjem, ki ga centralna banka začasno kupi od bank. Tudi v tem primeru je obrestna mera še vedno prikrita, vendar jo je možno ugotoviti.

Pomembneje je to, da to obrestno mero določa centralna banka kot denarna oblastna institucija. Ona je namreč tista, ki določa ceno, po kateri bo čez čas kupila tisto finančno premoženje od bank, ki jim ga je najprej prodala (Ribnikar, 2001, str. 53).

V vseh primerih, razen ko centralna banka kupuje (prodaja) ter ima samo devize, poznamo oziroma imamo odkrito ali vsaj prikrito obrestno mero centralne banke.

Ko centralna banka dokončno kupuje finančna aktiva pred njihovim dospeljem, je njena obrestna mera ali diskontna obrestna mera sicer enaka kot siceršnja tržna obrestna mera za takšna finančna aktiva. Tudi drugi kupujejo vrednostne papirje po isti ceni. Njihova vrednost ob dospelju diskontira, če gre za diskontne vrednostne papirje, po isti diskontni obrestni meri kot drugi, če plačajo isto ceno. Drugače je, ko centralna banka kupuje finančna aktiva začasno. V tem primeru mora nastopiti kot oblastna institucija. Ona določa obrestno mero, po kateri daje bankam posojila, ki so zavarovana z ustrežno kakovostnim finančnim premoženjem (Ribnikar, 2001, str. 53).

Ne gre za to, da bi centralna banka obrestno mero prikrivala. Obrestna mera ali obrestne mere centralne banke so javne in ne kažejo samo na to, kakšna je denarna politika, ampak želi z njo ali z njimi centralna banka vplivati na obrestne mere na denarnem trgu.

Za obrestno mero centralne banke pravi Ribnikar (2001, povz. po J. – P. Patat 1993), da je obrestna mera za posojila v njenem denarju usmerjevalna obrestna mera.

Centralna banka želi vplivati in / ali vpliva na višino obrestne mere na denarnem trgu, to je na kratkoročne obrestne mere. Na dolgoročne obrestne mere ima lahko vpliv samo zelo posredno, in sicer tako, da vpliva na pričakovane kratkoročne obrestne mere v prihodnje (Ribnikar, 2001, str. 54).

V primeru, da so banke v takšni situaciji, da potrebujejo likvidnost od centralne banke, ki jo lahko dobijo prek diskonta ali pa od začasnih prodaj premoženja centralni banki in lombardnih posojil, lahko centralna banka vpliva na kratkoročne obrestne mere ali na

obrestne mere denarnega trga. Če je več obrestnih mer, niha medbančna obrestna mera med najvišjo in najnižjo obrestno mero centralne banke, najnižja pa je lahko tudi njena pasivna obrestna mera.

Če je več aktivnih obrestnih mer, potem je pri najnižjih obrestnih merah centralne banke več ovir (in čim nižja je, tem več je teh ovir), prek katerih se morajo banke prebiti, da bi prišle do denarja od centralne banke (Ribnikar, 2001, str. 54).

Poimenovanje obrestnih mer centralne banke je v različnih državah različno in tudi način, kako banke pridejo do tega denarja, se od države do države razlikuje. Seveda pa je sedaj aktualno tisto, kar je značilno za evropski sistem.

### **3.1 AKTIVNE OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE**

Poznamo aktivne in pasivne obrestne mere. Aktivne obrestne mere Banke Slovenije so obrestne mere, ki jih poslovne banke plačujejo Banki Slovenije za uporabo njenih tolarskih virov.

Med aktivne obrestne mere Banke Slovenije torej uvrščamo obrestne mere za vsa posojila Banke Slovenije in obrestne mere za repo posle:

- obrestno mero za repo devizne blagajniške zapise in repo devize;
- lombardno obrestno mero;
- obrestne mere za likvidnostna posojila Banke Slovenije;
- eskontno obrestno mero.

Za večino aktivnih obrestnih mer je značilno, da jih Banka Slovenije določa s posebnimi sklepi, izjema je le repo obrestna mera.

- **Obrestna mera za repo devizne blagajniške zapise**

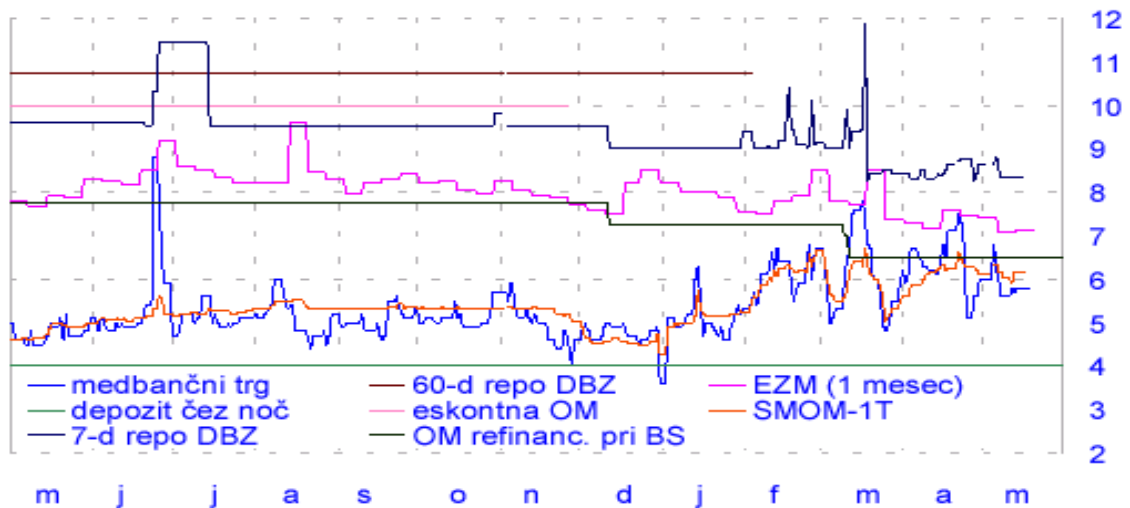
Banka Slovenije je v letu 2000 delno spremenila instrumente začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju, s katerimi v okviru operacij na odprtem trgu ponuja bankam likvidnost. Sredi leta sta začasni nakup blagajniških zapisov v tujem denarju za 28 dni zamenjala dva nova instrumenta.

Prvi novi instrument je bil začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni, s katerim imajo banke možnost uravnavanja likvidnosti znotraj meseca. Centralna banka se s spreminjanjem dnevno ponujene kvote začasnega odkupa odziva na razmere na denarnem trgu. Naslednji novi instrument je bil začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju

za dva meseca, s katerim banka uravnava ponudbo primarnega denarja. V tem letu je centralna banka kar nekajkrat zvišala izhodiščno obrestno mero za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju, in sicer s 7,8% v januarju na 10,5% v decembru, s čimer je podkrepila restriktivno naravnano denarno politiko.

V letu 2001 se je bankam vsak dan ponujala možnost začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni ter dvakrat na mesec začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju za 60 dni. S slednjimi Banka Slovenije omogoča bankam uravnati likvidnost znotraj meseca. Visoka likvidnost bančnega sistema se je odrazila tudi v manjšem zanimanju poslovnih bank za začasno prodajo deviznih blagajniških zapisov Banki Slovenije. Obseg poslov začasnega odkupa z ročnostjo 7 dni, namenjenih zlasti kratkoročnemu uravnavanju likvidnosti, je maja 2001 dosegel najnižjo vrednost od uvedbe (avgusta 2000). Povprečna dosežena obrestna mera se je v marcu 2001 povišala na 11,22%, kar je bil rezultat dviga izhodiščne obrestne mere za 7-dnevni začasni odkup na 11%. Maja 2001 je obrestna mera za 7-dnevni začasni odkup v povprečju dosegla 11,18%, junija 2001 pa 11,03%. Pri 60-dnevnem začasnem odkupu deviznih blagajniških zapisov ni prišlo do tako izrazitega upada zanimanja s strani poslovnih bank: mesečni znesek realizacije se je v marcu 2001 nekoliko znižal, kasneje pa je povpraševanje ponovno preseгло ponujeno kvoto. Obrestna mera, dosežena na avkcijah, se je od februarja 2001 zniževala in je maja 2001 znašala 11,32%, junija 2001 pa 11,16%. Izhodiščna obrestna mera je bila za oba posla začasnega odkupa enaka in je od marca 2001 znašala 11%. Poslovne banke se od julija 2001 niso več odzvale na ponudbo BS za 7-dnevni začasni odkup DBZ. Pri 60-dnevnem repo DBZ je kasneje prišlo do upada zanimanja bank. Zanimanje bank je povsem upadlo na drugi septembrski avkciji; zadnje črpanje 60-dnevnega repo DBZ je bilo tako v prvi polovici septembra 2001 z izlicitirano obrestno mero 11,03%.

**Slika 5: Repo obrestne mere Banke Slovenije za devizne blagajniške zapise in še nekatere druge obrestne mere**



Vir: Denarni pregledi. Banka Slovenije, maj 2003, str. 20.

Od konca septembra 2001 do januarja 2002 je bila likvidnost bančnega sistema še vedno precej visoka, banke niso pokazale zanimanja za začasno prodajo deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije. Februarja pa so se banke le odzvale na dnevno ponudbo 7-dnevnega repo, vendar le zaradi kratkoročnega premoščanja likvidnostnih težav. Povprečna obrestna mera, ki se je oblikovala na avkcijah 7-dnevnih repo deviznih blagajniških zapisov, je bila 9,54% in se potem skozi leto ni veliko spreminjala. V decembru pa se je obrestna mera začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju znižala z 9,5% na 9%. V zadnjih mesecih tega leta so banke ponovno začele kazati povečano zanimanje za repo devizne blagajniške zapise za 7 dni, kar se je pokazalo v povečani realizaciji.

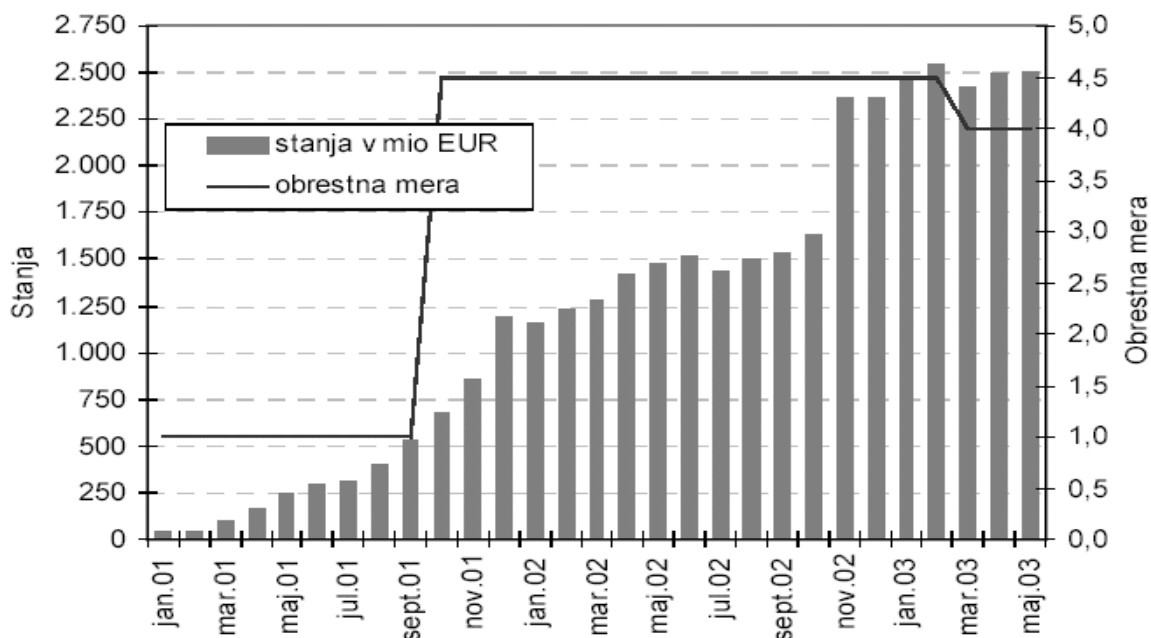
Izklicna obrestna mera za začasni odkup deviznih blagajniških zapisov Banke Slovenije za 7 dni se je marca 2003 znižala z 9,0% na 8,25% in maja na 8,0%. Obrestna mera 7-dnevnega repo, ki se oblikuje na avkcijah, je ob visokem prometu v marcu kljub znižani izklicni obrestni meri ostala na ravni iz februarja, aprila pa se je že znižala. Promet repo poslov se je v maju prepolovil, ob znižani izklicni obrestni meri pa se je znižala tudi realizirana obrestna mera na 8,32%.

- **Obrestna mera za repo odkup deviz**

Presežna likvidnost, ki je posledica velikih kapitalskih pritokov, je v slovenskem bančnem sistemu ustvarila potrebo po instrumentu denarne politike, s katerim bi lahko posegala na trge tujega denarja. Tečajno politiko Banke Slovenije sestavljajo trije elementi, med katerimi je tudi začasni nakup deviz s strani Banke Slovenije. Gre za enega najpomembnejših instrumentov v letih 2001 in 2002.

Tečajna politika se izvaja na podlagi začasnega odkupa deviz, prek instrumenta 7 dnevnega začasnega odkupa deviz in od novembra 2002 še 270-dnevnega začasnega odkupa deviz. Tolarska likvidnost, pridobljena z začasnim odkupom, je kratkoročna, ker bankam omogoča učinkovito upravljanje likvidnosti. Uporaba omenjenega instrumenta omogoča finančno vzdržne intervencije, saj je obrestna mera na ta instrument postavljena tako, da je celoten sklop operacij za Banko Slovenije in banke finančno nevtralen in ne povzroča dodatnih stroškov. Banka Slovenije praviloma določa ceno začasnega odkupa deviz po načelu nepokrite paritete obrestnih mer. Ta je določena v odvisnosti od obrestne mere refinanciranja pri ECB, stopnje deprecijacije tolarja ter obrestne mere na blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih.

Slika 6: Obrestna mera in stanje začasnih prodaj deviz Banki Slovenije na zadnji dan meseca



Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, junij 2003, str. 20.

Obrestna mera je ob uvedbi začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom marca leta 2001 znašala 1%, nato se je spremenila šele oktobra, in sicer se je povečala ter znašala 4,5%. Na tej ravni je ostala še celo leto 2002.

Začasna prodaja deviz Banki Slovenije je v letu 2003 še vedno naraščala, stanje swap poslov je na zadnji dan maja znašalo 2,5 milijard evrov. Cena tolarjev, ki jih banke pridobijo z začasno prodajo deviz centralni banki, se je marca znižala s 4,5% na 4,0%, v juniju pa na 3,5%. Presežno likvidnost, ki izhaja iz začasnih prodaj deviz, Banka Slovenije sterilizira z vpisom 60- in 270-dnevnih tolarških blagajniških zapisov.

- **Lombardna obrestna mera**

Lombardno posojilo je bilo v letu 2000 ponujeno bankam za pet delovnih dni po obrestni meri, ki je bila za eno odstotno točko višja od eskontne. Zaradi povečanja slednje se je obrestna mere tega posojila 1. junija 2000 zvišala z 9% na 10%, s 1. decembrom pa na 11%.

Sredi maja naslednjega leta – 2001 je Banka Slovenije skrajšala ročnost lombardnega posojila na en delovni dan. Julija pa je spremenila tudi način določanja obrestne mere za to posojilo, tako da le-ta ni več neposredno odvisna od eskontne mere, temveč je določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč. Odstotek črpanja posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev (blagajniških zapisov v tujem denarju oziroma zakladnih menic) pa je znašal 5%.

Obrestna mera za lombardno posojilo se v letu 2002 ni spreminjala. Z avgustom so se ponovno nekoliko spremenili pogoji najema lombardnega posojila, ki je namenjeno premoščanju likvidnostnih težav. Posojilo je poleg bankam ponujeno tudi hranilnicam, zraven deviznih blagajniških zapisov in državnih vrednostnih papirjev pa je v zastavo možno dati tudi tolarške blagajniške zapise Banke Slovenije.

V oktobru je centralna banka prilagodila lombardno posojilo tako, da le-to lahko hkrati opravlja tudi funkcijo likvidnostnega posojila čez noč in likvidnostnega posojila v skrajni sili. Pri lombardnem posojilu je Banka Slovenije povečala možnost črpanja le-tega glede na zastavljene vrednostne papirje. Zanj je bilo potrebno zastaviti blagajniške zapise Banke Slovenije v tujem denarju, tolarjih ali pa zakladne menice v vrednosti 110% od zneska posojila.

Tabela 4: **Lombardne obrestne mere Banke Slovenije v % p. a.**

	2001	2002	2003
--	------	------	------

<b>Januar</b>	11,00	11,00	10,50
<b>Februar</b>	11,00	11,00	10,50
<b>Marec</b>	11,00	11,00	9,75
<b>April</b>	12,00	11,00	9,75
<b>Maj</b>	12,00	11,00	9,00
<b>Junij</b>	12,00	11,00	8,25
<b>Julij</b>	12,00	11,00	-
<b>Avgust</b>	12,00	11,00	-
<b>September</b>	12,00	11,00	-
<b>Oktober</b>	12,00	11,00	-
<b>November</b>	12,00	11,00	-
<b>December</b>	12,00	10,50	-

Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, junij 2003, str. 22.

Kot je razvidno iz zgornje tabele, se obrestne mere Banke Slovenije za lombardno posojilo v letih 2001 in 2002 niso veliko gibale. Leta 2001 se je obrestna mera meseca marca zvišala za odstotno točko, in sicer z 11,00% na 12,00% in je na tej ravni ostala do konca leta. V januarju 2002 se je ponovno znižala na 11,00% ter ostala enaka skozi vse leto do meseca decembra, ko se je znižala za 0,5 odstotne točke. V letošnjem letu pa se je obrestna mera za lombardno posojilo spremenila (znižala) že trikrat. Najprej marca za 0,75 odstotne točke, do znižanja v enakem obsegu je prišlo še v mesecu maju in juniju.

- **Obrestne mere za likvidnostna posojila Banke Slovenije**

Banke so pred tremi leti črpale likvidnostna posojila na podlagi tolarskih blagajniških zapisov, posojila za izhod v sili in likvidnostnega posojila čez noč. Le-tega je Banka Slovenije ponujala zaradi slabše likvidnosti bančnega sistema med januarjem in julijem 2000, posojilo za izhod v sili pa le januarja. Na podlagi tolarskih blagajniških zapisov so lahko banke na začetku leta 2000 črpale posojilo za tri oziroma pet delovnih dni na podlagi vpisanih 12- oziroma 30-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov. Možnost črpanja posojila na podlagi 30-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov je bila še istega leta odpravljena. Obrestna mera za likvidnostno posojila na podlagi 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov pa se je povečala s 5,7% na 10,0%.

V letu 2001 so banke lahko črpale samo likvidnostno posojilo na podlagi 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, in sicer za tri delovne dni. Decembra je Banka Slovenije

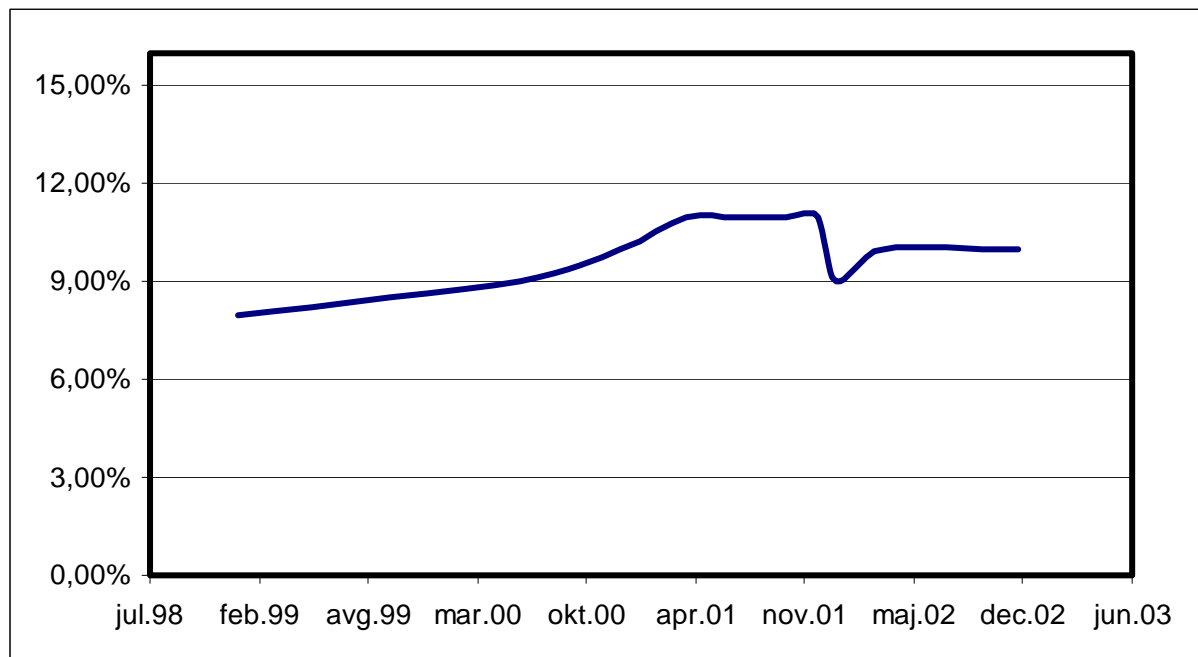


preklicala odprto ponudbo za vpis tolarskih blagajniških zapisov s takšno ročnostjo in tako umaknila možnost črpanja tovrstnega posojila.

Banka Slovenije je preteklo leto bankam in hranilnicam dnevno ponujala le likvidnostno posojilo za izhod v sili, konec oktobra pa je ukinila tudi to zaradi uvedbe posojila za čez dan. Likvidnostno posojilo za čez dan naj bi zagotavljalo stabilnost plačilnega prometa in zanj veljajo enaki pogoji kot za lombard, le Banka Slovenije zanj ne zaračunava obresti. Če posojilo ni vrnjeno v istem delovnem dnevu, se ob koncu dneva spremeni v lombardno posojilo. Banka zanj plača obresti kot za lombard plus penale v višini štirih odstotnih točk.

- **Eskontna obrestna mera**

**Slika 7: Pregled višine eskontne obrestne mere Banke Slovenije od julija 1998 do junija 2003**



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2003.

Eskontna obrestna mera se je v letu 2000 povečevala in na koncu leta dosegla raven 10%. Banka Slovenije je v prvi polovici leta 2001 zaradi vodenja restriktivne politike zviševala svoje obrestne mere tudi eskontno, in sicer za eno odstotno točko. Že januarja naslednje leto pa se je obrestna mera zopet znižala na 9%.

Po umiritvi inflacije v mesecu marcu 2002 je le ta bila v aprilu zopet visoka, v juniju pa smo bili prvič po avgustu 1996 celo priča deflaciji. Banka je tako v aprilu prilagodila eskontno stopnjo in jo z 9% dvignila na 10%, kjer je tudi ostala. Kot sem že omenila je, bila eskontna obrestna mera s 01. 01. 2003 ukinjena.

### 3.2 PASIVNE OBRESTNE MERE BANKE SLOVENIJE

Pasivne obrestne mere Banke Slovenije so cena, ki jo centralna banka plačuje suficitnim celicam za njihove tolarske in devizne naložbe pri njej.

Med pasivne obrestne mere Banke Slovenije torej uvrščamo obrestne mere za blagajniške zapise Banke Slovenije:

- obrestne mere za blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih;
- obrestne mere za blagajniške zapise v evrih in ameriških dolarjih;
- obrestne mere za blagajniške zapise z nakupnim bonom;
- obrestne mere za dvodelne blagajniške zapise;
- obrestno mero za depozit čez noč;
- obrestno mero za začasno prodajo deviz.

V nadaljevanju bom prikazala gibanje zgoraj navedenih obrestnih mer za posamezne vrste blagajniških zapisov v zadnjih štirih letih.

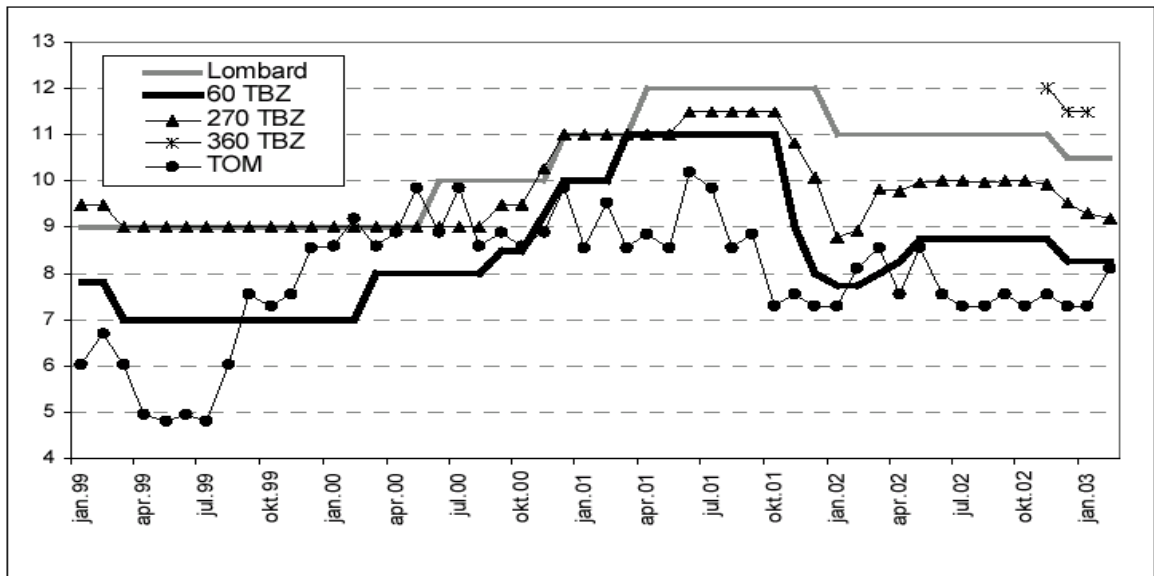
### • **Obrestne mere za blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih**

Banka Slovenije je v letih 1999 in 2000 zmanjšala izbiro blagajniških zapisov v tolarjih, ponujenih raznim skupinam investitorjev. Gre za nematerializirane imenske vrednostne papirje, ki jih Banka Slovenije ponuja bankam in hranilnicam z odprto ponudbo. Neserijske 2-, 12-, in 30-dnevne zapise so lahko vpisovale samo banke, 7- in 14-dnevne samo hranilnice, 60- in 270-dnevni zapisi, ki so bili izdani v serijah, pa so bili na voljo obojim. 28-dnevne zapise, ki so bili v nasprotju s preostalimi diskonti, so banke kupovale na rednih tedenskih licitacijah.

V letu 2000 je centralna banka zaradi naraščajočih domačih in tujih inflacijskih pritiskov postopoma dvigovala obrestne mere za svoje ključne instrumente. Od začetka leta so se obrestne mere za TBZ povečale z 1,7% na 5,0% pri 2-dnevnih, s 3,2% na 7,0% pri 12-dnevnih, s 7,0% na 10,0% pri 60-dnevnih in z 9,0% na 11,0% pri 270-dnevnih zapisih. Banka je nadaljevala racionalizacijo in povečevanje preglednosti svojega instrumentarija. Tako je v istem letu odpravila blagajniške zapise z nakupnim bonom, dvodelne blagajniške zapise in tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 7, 14 in 30 dni.

V naslednjem letu je najprej sledilo zvišanje obrestnih mer TBZ, konec oktobra in v začetku novembra je Banka Slovenije prvič znižala obrestne mere, in sicer je za dvanajstdnevne znašala 7,0% in za 60-dnevne 9,0%. Konec leta so bile še dodatno znižane obrestne mere za 60-dnevne TBZ na 8,0%. Donosnost 270-dnevnih TBZ, ki so se od novembra licitirali na rednih dražbah, se je do konca leta 2001 znižala na 8,9%.

**Slika 8: Nominalne obrestne mere Banke Slovenije v % p. a.**



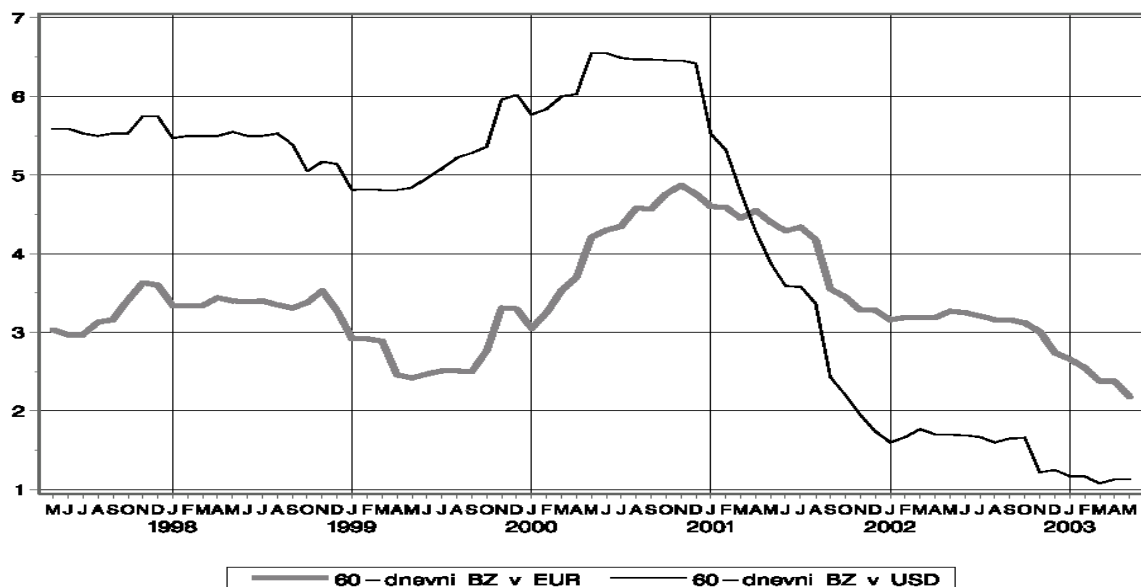
Vir: Finančni trgi. Banka Slovenije, marec 2003, str. 22.

V letu 2002 je banka izdajala 60-dnevne, 270-dnevne in 360-dnevne tolarske blagajniške zapise. S temi instrumenti je sterilizirala presežno tolarsko likvidnost bančnega sistema. Kot je razvidno iz slike 8, je bila obrestna mera 60-dnevnih TBZ v novembru 2002 na ravni 8,75%, ravno tako nespremenjena 10% je bila izklicna obrestna mera 270-dnevnih TBZ, ki so se prodajali na avkcijah. Obrestna mera 360-dnevnega TBZ je bila odvisna od dosežene obrestne mere na avkcijah 270-dnevnih TBZ. Izračuna se tako, da povprečni ponderirani obrestni meri 270-dnevnih TBZ prišteješ dve odstotni točki. Z znižanjem obrestnih mer Evropske centralne banke v začetku decembra preteklega leta so se znižale tudi obrestne mere 60-dnevnega TBZ in sicer na 8,25%, znižala se je tudi izklicna obrestna mera 270-dnevnega TBZ z 10,0% na 9,5%. Ker je obrestna mera 360-dnevnega TBZ vezana na obrestno mero 270-dnevnega TBZ, se je posledično znižala tudi ta. 31. decembra 2002 je Banka Slovenije posredovala bankam zadnjo ponudbo za vpis 360-dnevnih TBZ, po kateri so banke lahko vpisovale blagajniške zapise do vključno 13. januarja 2003. Ti blagajniški zapisi so bili uvedeni predvsem z namenom sterilizacije presežne tolarske likvidnosti, ki je izhajala iz deviznih pritokov od prodaje Leka Novartis.

V prvih mesecih leta 2003 se je nadaljevalo zniževanje obrestnih mer za tolarske blagajniške zapise. V marcu je obrestna mera za 60-dnevne TBZ znašala 7,5%, za 270-dnevne TBZ pa 8,75%. Ponovno znižanje obrestnih mer nekaterih instrumentov denarne politike je sledilo v sredini maja 2003. Na pasivni strani je Banka Slovenije znižala obrestne mere za 60-dnevne TBZ za 0,25 odstotne točke na 7,25% in za 0,5 odstotne točke na 8,25% pri 270-dnevnih TBZ. Omenjene obrestne mere so bile veljavne le kratek čas, saj je ponovno znižanje sledilo že naslednji mesec. V juniju so obrestne mere 60-dnevnih TBZ pristale na ravni 6,5%, za 270-dnevne TBZ pa na ravni 7,5%.

- **Obrestne mere za blagajniške zapise v evrih in ameriških dolarjih**

Slika 9: **Obrestne mere blagajniških zapisov v evrih in ameriških dolarjih Banke Slovenije (Letne realne obrestne mere v %)**



Vir: Bilten Banke Slovenije. Banka Slovenije, maj 2003, str. 16.

Pri določanju obrestnih mer za blagajniške zapise v tujem denarju (v nadaljevanju DBZ) je Banka Slovenije upoštevala spreminjanje obrestnih mer instrumentov enakih ročnosti na evrodenarnem trgu (Letno poročilo Banke Slovenije. Banka Slovenije, 2000, str. 31).

Blagajniški zapisi v tujem denarju so za banke podlaga za sodelovanje pri večini posojil Banke Slovenije. Lahko jih zastavijo za lombardno posojilo ali začasno prodajo Banki Slovenije, so podlaga za likvidnostna in kratkoročno posojilo, terjatev iz zapisov pa se zastavlja tudi za zavarovanje sklenjenih poslov. Večji del povpraševanja po blagajniških zapisih v tujem denarju je pogojen s predpisom »deviznega minimuma«, ki določa, da morajo imeti banke najmanj 60% izračunane obveznosti izpolnjene z blagajniškimi zapisi v tujem denarju z rokom dospelosti do vključno 120 dni. Tovrstni zapisi so predstavljali približno 85% skupnega stanja.

Obrestne mere za DBZ so januarja 2000 v evrih znašale od 3,31% za 60-dnevne BZ do 3,43% za 360-dnevne. Za BZ v ameriških dolarjih pa od 6,02% za 60-dnevne BZ do 6,16% za 360-dnevne. Konec leta 2000 so obrestne mere v evrih dosegale raven 4,76% za 60-dnevne BZ do 4,68% za 360-dnevne. Obrestna mera BZ, ki so bili nominirani v ameriških dolarjih, pa je znašala od 6,42% za 60-dnevne do 6,00% za 360-dnevne BZ.

Takoj v začetku leta 2001 je centralna banka odpravila BZ v evrih in ameriških dolarjih z ročnostmi 180, 270 in 360 dni. Z odprto ponudbo so na voljo ostali le še DBZ z ročnostmi 60, 90 in 120 dni.

V januarju 2002 se je nadaljeval trend nižanja obrestnih mer kot v celotnem letu 2001. V februarju 2002 pa je prišlo do preobrata, saj so se obrestne mere DBZ začele dvigovati. Povprečna obrestna mera za DBZ v evrih je v letu 2002 znašala od 3,16% do 3,17% za ročnosti 60, 90 in 120 dni. Povprečna obrestna mera DBZ v ameriških dolarjih enakih ročnosti pa je znašala od 1,62% do 1,67%. Konec leta 2002 je bilo vpisanih za 555,1 milijarde SIT blagajniških zapisov v evrih in ameriških dolarjih, to je za 20,2% več kakor konec leta 2001.

V letošnjem letu je znižanje obrestnih mer slovenske centralne banke med drugim posledica znižanja obrestnih mer Evropske centralne banke. Zaradi sprememb obrestnih mer za ameriški dolar in evro je Banka Slovenije z junijem spet znižala obrestne mere za blagajniške zapise Banke Slovenije v tujem denarju. Obrestne mere za zapise v evrih z ročnostjo 60 dni so 1,98%, za 90 dni znašajo 1,97% ter za 120 dni 1,95% na leto. Pri blagajniških zapisih v ameriških dolarjih so obrestne mere za 60-dnevne blagajniške zapise 1,06%, za 90-dnevne 1,03% ter za 120-dnevne 1,01% na leto.

- **Obrestne mere za blagajniške zapise z nakupnim bonom in obrestne mere za dvodelne blagajniške zapise Banke Slovenije**

Zaradi predstavitve celotne palete pasivnih obrestnih mer Banke Slovenije je prav, da se dotaknem tudi obrestnih mer za dvodelne blagajniške zapise Banke Slovenije in blagajniške zapise Banke Slovenije z nakupnim bonom.

Glede na to, da so bili blagajniški zapisi z nakupnim bonom in dvodelni blagajniški zapisi zadnjič izdani v letu 1999 z rokom dospelosti v začetku leta 2000, bom gibanje obrestnih mer le-teh predstavila zelo na kratko kar v spodnji tabeli.

**Tabela 5: Obrestne mere dvodelnih in blagajniških zapisov z nakupnim bonom Banke Slovenije v %**

LETO	Z NAKUPNIM BONOM	DVODELNI BLAGAJNIŠKI ZAPISI		
		TOLARSKI DEL		DEVIZNI DEL
	n	r	n	r
1994	-	6,00	25,96	5,25
1995	11,00	-	-	-
1996	8,58	4,08	14,24	2,83
1997	9,00	4,08	13,29	2,83
1998	8,80	2,90	11,70	3,00
1999	7,13	2,50	8,94	2,31
2000	8,50	2,50	11,50	2,00

Vir: Bilten Banke Slovenije. Banka Slovenije, april 2003, str. 39.

- **Obrestna mera za depozit čez noč**

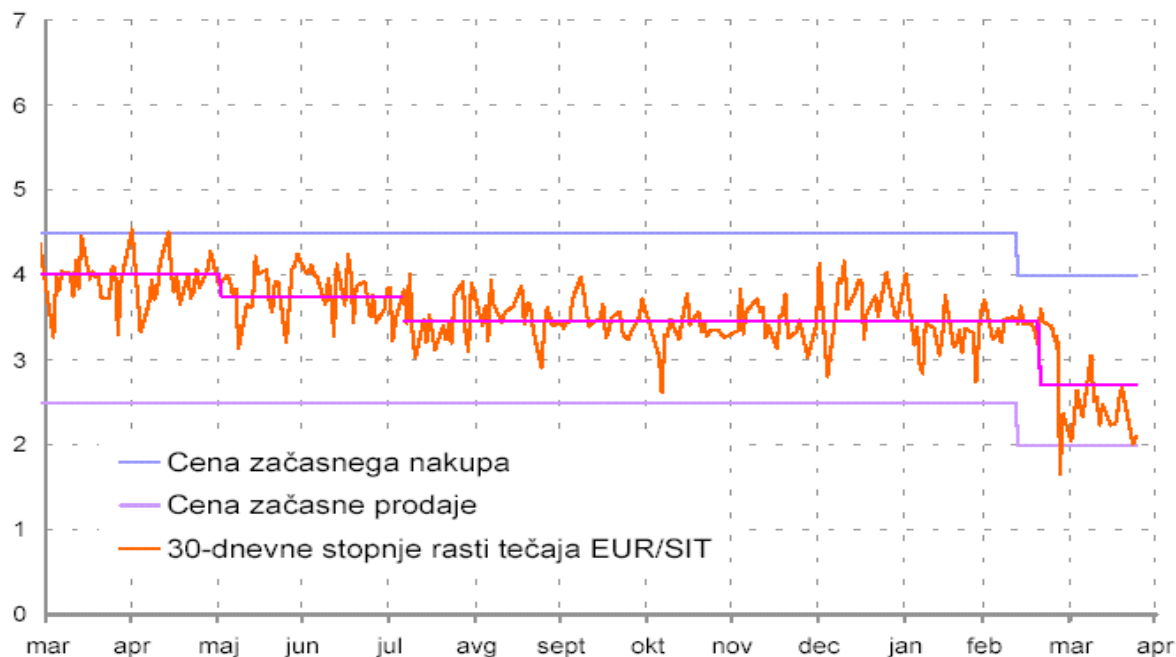
Obrestno mero za depozit čez noč je Banka Slovenije ves čas nižala že od prve ponudbe depozita v mesecu juliju leta 2001. Prvič jo je znižala v oktobru za eno odstotno točko, in sicer s 5,5% na 4,5%. Kasneje se je le-ta znižala celo na 4%. Obrestna mera se kasneje ni več spreminjala in je ostala na ravni 4%.

V normalnih razmerah predstavlja obrestna mera, po kateri lahko banke in hranilnice pri Banki Slovenije deponirajo denar v obliki depozita čez noč, najnižjo obrestno mero na denarnem trgu. Stanje depozita čez noč je začasno poraslo predvsem v obdobjih povečanih deviznih pritokov in se je kasneje prelilo v povečanje tolarskih blagajniških zapisov.

- **Obrestna mera za začasno prodajo deviz**

V letu 2001 je centralna banka devize prodajala bankam in jih od njih kupovala na podlagi ponudb, danih vsem bankam, ter prek instrumentov na podlagi pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja in aneksa k tej pogodbi. Devize je prodajala in kupovala tudi za izvajanje plačilnega prometa s tujino za potrebe proračuna in na podlagi drugih poslov za državo.

Slika 10: **Rast deviznega tečaja in cena začasnega nakupa in prodaje deviz**



Vir: Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Banka Slovenije, 2003, str. 27.

V letu 2002 je za potrebe plačilnega prometa s tujino za Ministrstvo za finance Banka Slovenije prodala za neto 51,2 milijarde SIT deviz. Obrestna mera za začasno prodajo deviz je oktobra 2001 znašala 2,5%, letos marca pa se je znižala za 0,5 odstotne točke in sedaj znaša 2,0%.

### 3.3 RAZLIKA MED AKTIVNIMI IN PASIVNIMI OBRETNIMI MERAMI BANKE SLOVENIJE

Razliko med aktivno in pasivno obrestno mero imenujemo obrestni razmik in je eden od pomembnih virov dohodka bank.

Najpogosteje proučujemo obrestni razmik pri poslovnih bankah, ki nam v poenostavljeni obliki predstavlja stroške bančnega finančnega posredništva. Banka kot finančni posrednik namreč sprejema vloge in daje posojila; pri čemer je obrestna mera, ki jo plačuje za vloge, nižja od obrestne mere, ki jo dobiva za posojila. Z velikostjo obrestnega razmika kot razlike med aktivno in pasivno obrestno mero se tako izraža učinkovitost bančnega finančnega posredništva (Božič, 1999, str. 109).



V praksi se operira z množico različnih aktivnih in pasivnih bančnih obrestnih mer, zato bi lahko obrestni razmik podrobneje opredelili kot (Božič, 1999, str. 109):

- razliko med obrestno mero za aktiven in pasiven posel iste ročnosti;
- razliko med povprečnimi kratkoročnimi ali dolgoročnimi aktivnimi oziroma pasivnimi obrestnimi merami;
- razliko med realiziranimi (obračunanimi, efektivnimi) obrestnimi merami za posamezen posel oziroma banko in povprečnimi realiziranimi obrestnimi merami;
- razliko med obrestnimi merami, ki vključujejo tudi tečajne razlike, ipd.

Analizo obrestnega razmika omogoča dejstvo, da finančni instrumenti med seboj niso popolni substituti. Na višino obrestne mere določenega finančnega instrumenta vpliva veliko dejavnikov, kot so: splošna višina obrestne mere v gospodarstvu, realna produktivnost gospodarstva, inflacijska pričakovanja, ročnost instrumenta, kreditna sposobnost kreditojemalca, davčni pogoji, likvidnost finančnega instrumenta itd. Nekateri raziskovalci verjamejo, da je lahko obrestni razmik verodostojen indikator prihodnjega gospodarskega razvoja, ker pričakovanja o prihodnji gospodarski rasti, inflaciji ali stopnji kreditnega tveganja predstavljajo informacije, ki se odražajo v višini obrestnih mer. Spremembe na finančnih trgih v sedanosti razkrivajo informacije o spremembah v realnem gospodarstvu v prihodnosti (Božič, 1999, str. 37).

Ker je velikost bančnih donosnih aktiv bistveno drugačna od velikosti vlog ali sredstev, za katera banka plačuje obresti, je obrestni razmik ali razmik v obrestni meri boljši kazalec učinkovitosti banke pri finančnem posredništvu od bančne obrestne marže (Ribnikar, 1996, str. 60).

Obrestni razmik nam pove, koliko odstotnih točk obresti plača posojilojemalec več, kot dobi obresti posojilodajalec, to je bančni upnik oziroma vlagatelj. Bančna obrestna marža pa nam pove, koliko ostane banki v odstotkih glede na njeno aktivo, ko le-ta od prejetih obresti za posojila odšteje obresti, ki jih je plačala za vloge ali sredstva.

Obrestni razmik kot razliko med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami pa lahko proučujemo tudi na področju obrestnih mer Banke Slovenije. Vendar imajo ti podatki zaradi administrativnega določanja večine aktivnih in pasivnih obrestnih mer Banke Slovenije manjšo informacijsko vrednost od podatkov o bančnem obrestnem razmiku.

Za instrumente Banke Slovenije je v splošnem značilno naraščanje višine obrestnega razmika, ki je razlika med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami različnih ročnosti. Gre pa bolj za administrativno določen obrestni razmik, saj sta, kot sem že omenila, tržno določeni le dve obrestni meri, in sicer repo obrestna mera in obrestna mera za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise, ki se oblikujeta na avkcijah.

## **4 EVROPSKA CENTRALNA BANKA IN NJENE OBRESTNE MERE**

### **4.1 EVROPSKA CENTRALNA BANKA**

Evropska centralna banka (ECB) je nastala 1. junija 1998, za sedež pa je bilo izbrano nemško mesto Frankfurt. Takrat ji je predsedoval Williem F. Duisenberg, njen podpredsednik pa je bil Christjan Noyer. Pri svojem delu je popolnoma samostojna in neodvisna, saj lahko le tako s pomočjo izbranih instrumentov in strategij dosega zastavljene vmesne in končne cilje ter tako z učinkovito monetarno politiko pripomore k razvoju in gospodarski rasti držav članic in držav, ki so z njimi tesno povezane.

Vodenje skupne denarne politike pa je ECB prevzela šele čez eno leto – 1. junija 1999. Nacionalne centralne banke posameznih držav so s sprejetjem evra kot edine valute izgubile samostojnost pri izvajanju denarne politike. Takrat je prenehal delovati tudi Evropski monetarni inštitut (EMI), nastal pa je Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki ga tvorijo ECB in NCB 15-ih držav Evropske unije (EU). Pomembno je, da ločimo med ESCB in Evrosistemom, ki ga sestavljajo ECB in CB 12 držav, ki so v denarnem področju evra. Tri države, ki se niso odrekle svoji nacionalni valuti in samostojni denarni politiki, so pa članice EU, ne morejo sodelovati ne pri vodenju ne pri upravljanju skupne denarne politike in zato niso članice Evrosistema.

ECB je tako glavna institucija Evropske monetarne unije, katere poglobitna naloga je z instrumenti denarne politike uresničevati cilje, ki si jih je zastavila, to je ohranjanje stabilnosti cen.

V povezavi s tem pa ne sme zanemarjati tudi ostalih pomembnih ciljev (Krašovec, 2002, str. 7):

- zaposlenosti;
- stabilne rasti;
- visoke stopnje tekmovalnosti;
- rasti denarnega agregata M3 itd.

Vendar ECB meni, da je stabilnost cen eden najpomembnejših dejavnikov, ki ga lahko prispeva h kvalitetnemu razvoju gospodarskega in finančnega sistema ter povečanju življenjskega standarda prebivalcev držav EU.

Za doseglo glavnega cilja – stabilnost cen ima na voljo različne instrumente denarne politike, pri čemer pa moramo vedeti, da nima moči, da bi neposredno vplivala na raven cen v gospodarstvu. Dejansko ECB s svojimi instrumenti najbolj vpliva na denarni trg, predvsem na obrestne mere le tega.

V letu 2002 je ECB še bolj okrepila bilateralne in multilateralne stike s centralnimi bankami držav kandidatk za vstop v EU. Banka Slovenije je poglobila sodelovanje na področjih centralnega bančništva, zakonodaje, povezane z ekonomsko in monetarno unijo, statistike in plačilnih sistemov. Centralna banka Slovenije je nadaljevala tudi s sodelovanjem pri pregledu usklajenosti slovenske zakonodaje s pravnim redom EU ter pripravi dodatnih pogajalskih izhodišč za področje prostega pretoka storitev, prostega pretoka kapitala, ekonomske in monetarne unije ter institucij. Pogajanja o vstopu Republike Slovenije v EU so bila zaključena konec leta 2002.

Z vstopom Slovenije v EU bo le-ta sodelovala v ekonomski in monetarni uniji, vendar bo imela prekluc glede uvedbe evra v skladu s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti. Po pristopu k EU bo morala Republika Slovenija ravnati v skladu s končnim ciljem uvedbe evra. Banka Slovenije bo postala del ESCB, njen guverner pa član Razširjenega sveta ECB. Z uvedbo evra pa bo centralna banka Slovenije postala del Evrosistema, njen guverner pa član sveta ECB.

## **4.2 OBRESTNE MERE EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN PRIMERJAVA S SLOVENIJO**

Med svojimi instrumenti Evropska centralna banka (ECB) uporablja tri glavne obrestne mere (Štiblar, 1999, str. 13):

- Mejna posojilna obrestna mera (marginal lending rate) – po njej si lahko banke izposojajo likvidnost od svojih centralnih bank, običajno le čez noč.
- Depozitna obrestna mera (deposit rate) – to je obrestna mera, ki jo dobijo banke, če čez noč naložijo odvečne rezerve pri centralnih bankah.

- Repo obrestna mera je osrednja obrestna mera ECB, ki jo plačujejo banke za sredstva, ki jih dobivajo od centralnih bank na tedenskih ponudbah. Je kratkoročna obrestna mera, ki niha v okviru meja, določenih s prejšnjima obrestnima merama. Mejna posojilna obrestna mera je praviloma eno odstotno točko višja, depozitna pa eno odstotno točko nižja od osrednje obrestne mere ECB. Kot sem že omenila, se oblikuje na tedenskih ponudbah.

Do 28. junija 2000 je bila ta obrestna mera določena. Licitirale naj bi se namreč količine, vendar je bilo povpraševanje bank po začasni prodajah ustreznega premoženja centralnim bankam tako veliko, da je morala ECB rezati pri količinah, čeprav naj bi se le-te pri obrestni meri, ki jo je ona določala, licitirale. Rezanje je postajalo vedno večje, kar je pomenilo, da se je ustreglo željam bank po likvidnosti z vedno manjšim odstotkom. Prišlo je celo na okrog 2%. 28. junija je ECB uvedla tudi licitiranje obrestne mere. Do takrat središčna obrestna mera ECB (»main refinancing rate«) je postala najnižja obrestna mera, ki jo lahko banke licitirajo navzgor. Imenuje se najnižja obrestna mera (»minimum bid rate«), saj se pri ponudbi za začasni nakup ustreznih aktiv lahko z licitiranjem tudi obrestna mera (»variable rate tender«) spreminja navzgor (Ribnikar, 2001, str.54).

Tabela 6: Pregled višine obrestnih mer Evropske centralne banke

Obrestna mera:	2001	2002	2003				
			Januar	Februar	Marec	April	Maj
<b>Za refinanciranje</b>	4,31	3,22	2,75	2,75	2,59	2,50	2,50
<b>Depozitna</b>	3,29	2,22	1,75	1,75	1,55	1,50	1,50
<b>Posojilna</b>	5,29	4,22	3,75	3,75	3,55	3,50	3,50

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. Banka Slovenije, 2003.

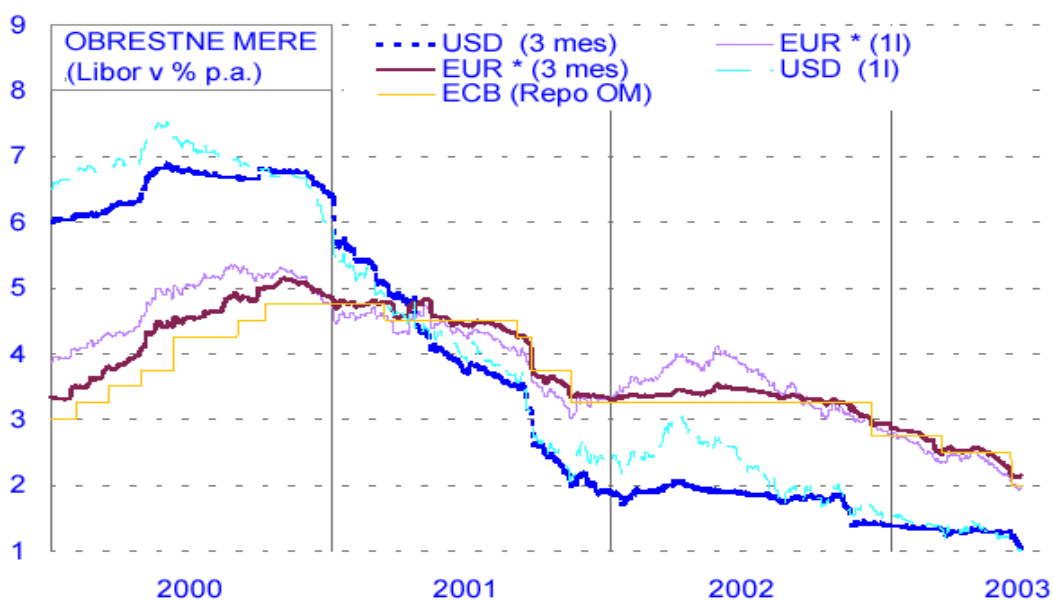
To so tri obrestne mere, ki jih določa Evropska centralna banka. Njihova struktura je zelo podobna strukturi pri nemški zvezni banki (Bundesbank). Obrestne mere ECB so zelo vplivne na denarnih trgih, vendar je večina pogodb na finančnih trgih vezana na medbančne obrestne mere za posojila čez noč (EONIA), ki se gibljejo okrog obrestne mere Evropske centralne banke ali v razponu med mejno posojilno obrestno mero in depozitno obrestno mero.

Banka Slovenije nima vseh običajnih instrumentov denarne politike z enakim poudarkom kot ECB. Predvsem je vloga obrestne mere pri Banki Slovenije manjša, vloga politike odprtega trga pa večja. Tudi medbančni denarni trg je v Sloveniji bistveno manj razvit kot

v Evrolandu, saj močno deluje le trg dnevnega denarja, s sredstvi daljše ročnosti v večjem obsegu še ne trgujemo.

Ker sem v prejšnjem poglavju podrobno predstavila gibanje posameznih obrestnih mer Banke Slovenije, bi se v nadaljevanju opredelila zgolj na obrestne mere Evropske centralne banke in spreminjanje le-teh.

Slika 11: **Gibanje vodilne obrestne mere Evropske centralne banke**



Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. Banka Slovenije, 2003.

ECB je v letu 2002 le enkrat spremenila obrestne mere, in sicer v decembru, ko so se le-te znižale za 50 bazičnih točk. Tudi januarja 2003 se za spremembo ni odločila. Tako je vodilna obrestna mera ECB ostala na 2,75%.

ECB odlaga odločitev o spremembi obrestnih mer zaradi nepredvidljivih gospodarskih gibanj v naslednjih mesecih. Tudi februarja se ECB kljub zaskrbljujoči ekonomski aktivnosti še ni odločila za spremembo obrestne mere, zato pa je to storila mesec dni pozneje in znižala obrestno mero za 0,25 odstotne točke na 2,5%. Znižanje obrestne mere so pogojevali: počasna gospodarska rast povezana z upadanjem zasebnega povpraševanja, zniževanje osnovne inflacije, apreciacija evra ter slabšanje razmer v svetovnem gospodarstvu. Napovedovalo se je, da bo ECB obrestne mere znižala za 0,5 odstotne točke, za kar pa se le-ta ni odločila. V naslednji polovici leta se, upoštevajoč gospodarske razmere Evro območja, pričakuje še nadaljnje zniževanje obrestnih mer.

Aprila se obrestne mere ECB niso spremenile, njen predsednik pa je menil, da nadaljnje znižanje obrestnih mer v takratni situaciji ne bi bil primeren instrument za oživljanje gospodarstva.

Na zadnjem zasedanju sveta Evropske centralne banke, ki je bilo v mesecu maju, obrestnih mer niso spremenili in tako vodilna obrestna mera še vedno znaša 2,5%. Do sprememb kljub apreciaciji evra ni prišlo najverjetneje zaradi svetovne in geopolitične negotovosti, ki je onemogočala objektivno ovrednotenje trendov prihodnjega gospodarskega razvoja.

ECB pa je spremenila definicijo stabilnosti cen, za katero se je zavzemala, ter sprejela sklep, da referenčne vrednosti za letno rast M3 ne bo vsako leto na novo izračunavala. Do sedaj je ECB definirala stabilnost cen kot doseganje letne inflacije pod 2,0% na srednji rok. Da bi se izognila deflaciji, je ECB dodala sklep, da se mora inflacija gibati blizu te vrednosti. Ker je referenčna vrednost letne rasti M3 dolgoročne narave, ECB te vrednosti ne bo več vsako leto na novo izračunavala. Novo referenčno rast M3 za naslednje leto je objavljala v decembru, le ta pa že od vsega začetka ostaja nespremenjena in znaša 4,5%.

Nizka gospodarska rast v državah članicah EU in nizka stopnja potrošniškega zaupanja, razen na Irskem in na Finskem, deflacija v nekaterih državah, apreciacija evra ter visoka stopnja brezposelnosti so glavni razlogi, da je ECB v juniju znižala vodilno obrestno mero za pol odstotne točke in sicer s 2,5% na 2,0%.

## SKLEP

Na raven obrestnih mer v Sloveniji vplivata predvsem stopnja inflacije ter stopnja konkurenčnih pritiskov na bančnem trgu. V preteklih letih so bile za slovenski bančni sistem značilne dokaj visoke obrestne mere. Predvideni vstop Slovenije v Evropsko unijo in kasneje še vstop slovenske nacionalne centralne banke v Evrosistem pomeni nekatere prilagoditve na tem področju. Vzrok temu so bila tudi letošnja postopna zniževanja realnih in nominalnih obrestnih mer na neko normalno raven.

Zgled za te prilagoditve nam lahko predstavljajo centralne banke, ki so v Evropsko ekonomsko in monetarno unijo že vstopile. Izkušnje držav članic Evropske unije namreč kažejo, da so se v Evropski uniji obrestne mere občutno znižale predvsem zaradi povečanega konkurenčnega pritiska. Potrebno bo postoriti vse, da bodo lahko slovenske banke z nižjimi obrestnimi merami konkurirale tujim bankam in na ta način tudi preživele.

Glede na trenutne razmere na denarnem področju, posebej glede na zniževanje obrestnih mer Evropske centralne banke, se bo morala tudi Banka Slovenije z različnimi kombinacijami instrumentov denarne politike temu stanju prilagoditi. Pri izbiri ukrepanja bo zasledovala potrebo po ohranjanju primernih realnih obrestnih mer in po dodatnem zapiranju obrestne razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami.

Slovenski gospodarski prostor je namreč premajhen, da bi lahko Banka Slovenije vodila bistveno drugačno denarno politiko od tiste, ki jo določa Evropska centralna banka. Banka Slovenije se kratko malo mora ravnati po ukrepih ECB, sicer tvega, da bo naš razmeroma ranljivi finančni trg izpostavljen špekulantom. Državne obveznice, zakladne menice in blagajniški zapisi Banke Slovenije so zaradi svoje donosnosti že postali privlačni tudi za tuje vlagatelje. Banka Slovenije se je očitno odločila, da bo raven svojih obrestnih mer približevala tisti, ki se določa v Evropski centralni banki.

Za obrestne mere Banke Slovenije je sicer značilno, da se ne oblikujejo tržno, ampak so administrativno določene z zakonom ali posebnimi ukrepi. Izjemi sta le obrestna mera Banke Slovenije za 270-dnevne blagajniške zapise in repo obrestna mera, ki se oblikujeta na avkcijah.

Glede na znižana inflacijska pričakovanja je Banka Slovenije izbrala kombinacijo prilagoditve, ki znižuje nominalne aktivne in pasivne obrestne mere. Ob takih prilagoditvah obrestnih mer se razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami zmanjšujejo.

Znižanje inflacije je tudi ena izmed prioritarnih nalog Slovenije, saj je to eden od pogojev za izpolnitev maastrihtskih kriterijev za uvedbo evra. Čeprav prevzem evra ne bo

sovpadal z vstopom v Evropsko unijo, bodo ukrepi za zniževanje inflacije in posledično obrestnih mer na reven držav članic EU v prihodnjih letih intenzivnejši. K zniževanju inflacije bo pripomoglo tako usklajeno delovanje monetarne, javnofinančne, dohodkovne in strukturne politike kakor tudi politike nadzorovanih cen in odprave indeksacije. Ker so obrestne mere v Sloveniji tudi odraz visoke stopnje inflacije, se bodo z načrtnim zniževanjem inflacije postopno zniževale tudi obrestne mere.



## LITERATURA

1. Baša Mitja: Obrestne mere in donosnosti obveznic v Republiki Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
2. Borak Neven, Savin Davor: Teorija in praksa obrestnih mer. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1999. 180 str.
3. Božič Katja: Obrestne mere na slovenskem finančnem trgu. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 127 str.
4. Cestnik Matevž: Bančni sistem Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 24 str.
5. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 4, str. 2-4.
6. Krašovec Tadej: Denarna politika Evropske centralne banke – operacije glavnega refinanciranja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
7. Lavrač Vladimir: Slovenija in oblikovanje Evropske monetarne unije (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 9, str. 2-5.
8. Lavrač Vladimir: Slovenija in oblikovanje Evropske monetarne unije (2). Bančni vestnik, Ljubljana, (1997a), 10, str. 2-5.
9. Ribnikar Ivan: Bančna obrestna marža. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 10, str. 58-60.
10. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III (Denarna teorija). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 203 str.
11. Ribnikar Ivan: Obrestna mera ali obrestne mere centralne banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 4, str. 52-54.
12. Špacapan Mojca: Bančni sistem v Sloveniji in njegova primerjava z bančnim sistemom v Nemčiji in ZDA. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 34 str.
13. Štibljar Franjo: Primerjava bančnih obrestnih mer pri nas in v tujini. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 7-8, str. 8-15.

14. Štiblar Franjo: Obrestne mere v evropski monetarni uniji in primerjava s Slovenijo. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 6, str. 12-15.

## VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, (2003), 2, 105 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, (2003), 3, 107 str.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, (2003), 4, 111 str.
4. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, (2003), 5, 111 str.
5. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, januar 2003, str. 20-21.
6. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, februar 2003, str. 20-21.
7. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, marec 2003, str. 20-21.
8. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, april 2003, str. 20-21.
9. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, maj 2003, str. 20-21.
10. Denarni pregledi. Ljubljana : Banka Slovenije, junij 2003, str. 20-21.
11. Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. Banka Slovenije, 2003.  
[URL:[http://bsi.si/html/arc/mednarodno\\_okolje/RD\\_junij03.pdf](http://bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/RD_junij03.pdf)],  
03.07.2003.
12. Finančni podatki. Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/temeljna\\_zamudna.html](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/temeljna_zamudna.html)],  
22.5.2003.
13. Finančni podatki. Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/eskontna\\_lombardna.html](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/eskontna_lombardna.html)],  
22.5.2003.
14. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, september 2002, 20 str.

15. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, december 2002, 22 str.
16. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, marec 2003, 22 str.
17. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, junij 2003, 20 str.
18. Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000. 96 str.
19. Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 105 str.
20. Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 104 str.
21. Sklep o aktivnih in pasivnih obrestnih merah Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 17/91).
22. Sklep o spremembi in dopolnitvi sklepa o aktivnih in pasivnih obrestnih merah Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 38/94).
23. Sklep o spremembi sklepa o aktivnih in pasivnih obrestnih merah Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 32/92).
24. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, maj 2003. 57 str.
25. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 58/02).

