

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE

Ljubljana, september 2003

MIHA POTRPIN

## **IZJAVA**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom

\_\_\_\_\_ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

Podpis:

\_\_\_\_\_

## KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. BANKA SLOVENIJE</b> .....	<b>2</b>
1.1. STATUS, CILJ IN POLOŽAJ BANKE SLOVENIJE .....	2
1.2. ORGANI BANKE SLOVENIJE .....	2
1.3. NALOGE BANKE SLOVENIJE .....	3
<b>2. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE</b> .....	<b>4</b>
2.1. DENARNA POLITIKA.....	4
2.2. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE .....	4
<b>3. TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE</b> .....	<b>5</b>
3.1. DVODELNI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE.....	5
3.1.1. Osnovne značilnosti.....	6
3.1.2. Analitični prikaz posameznih izdaj .....	6
3.1.3. Pomen in uporaba instrumenta .....	10
3.2. BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE Z NAKUPNIM BONOM .....	11
3.2.1. Osnovne značilnosti.....	12
3.2.2. Analitični prikaz posameznih izdaj .....	13
3.2.3. Pomen in uporaba instrumenta .....	18
3.3. BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE V TOLARJIH .....	19
3.3.1. Neserijski blagajniški zapisi .....	20
3.3.1.1. Dvodnevni blagajniški zapisi .....	21
3.3.1.1.1. Depozit čez noč.....	21
3.3.1.2. Sedemdnevni in štirinajstdnevni blagajniški zapisi .....	22
3.3.1.3. Dvanajstdnevni blagajniški zapisi .....	23
3.3.1.4. Tridesetdnevni blagajniški zapisi .....	25
3.3.2. Serijski blagajniški zapisi .....	28
3.3.2.1. Blagajniški zapisi za 28 dni.....	28
3.3.2.2. Dvomesečni (60-dnevni) blagajniški zapisi .....	30
3.3.2.2.1. Neposredna ponudba za vpis dvomesečnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih.....	31
3.3.2.3. 270-dnevni blagajniški zapisi.....	32
3.3.2.3.1. Ponudba za nakup blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih za 270 dni.....	34
3.3.2.4. 360-dnevni blagajniški zapisi.....	36
3.3.2.4.1. Neposredna ponudba za vpis 360-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih .....	37
3.3.3. Pomen in uporaba instrumenta .....	39
<b>4. METODE OBRESTOVANJA IN OBRESTNE MERE TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BANKE SLOVENIJE</b> .....	<b>40</b>
4.1. DEKURZIVNO IN ANTICIPATIVNO OBRESTOVANJE .....	40
4.2. NAVADNI OBRESTNI RAČUN IN OBRESTNOOBRESTNI RAČUN .....	40

4.3. DISKONTIRANJE .....	41
4.4. KONFORMNA OBRESTNA MERA .....	42
4.5. RELATIVNA OBRESTNA MERA .....	42
4.6. TOLARSKA REVALORIZACIJSKA KLAVZULA .....	43
<b>SKLEP.....</b>	<b>43</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>45</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>45</b>

## UVOD

Banka Slovenije je najpomembnejša finančna institucija v državi, saj je neposredno zadolžena za izvajanje denarne politike. Njena vloga je zelo izpostavljena in značilno zanjo je, da zasleduje predvsem narodnogospodarske interese.

Temeljna skrb vsake centralne banke, tako tudi Banke Slovenije, je uravnavanje količine denarja v obtoku. Banka Slovenije s tem namenom uporablja različne instrumente, prek katerih skuša zagotoviti stabilno ekonomsko okolje, v katerem bodo ekonomski subjekti lahko načrtovali svojo ekonomsko aktivnost (Festić, 2002, str. 2).

Glavni namen moje diplomske naloge je predstaviti tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije, ki so pomemben instrument denarne politike Banke Slovenije za uravnavanje količine denarja v obtoku in likvidnosti bank. Centralna banka blagajniških zapisov ne izdaja zato, da bi si napolnila blagajno, temveč zaradi denarne politike. Je namreč edina institucija, ki ji ni treba skrbeti za likvidnost oz. blagajno.

Diplomsko delo sem razdelil na štiri poglavja. V prvem poglavju sem zaradi novega Zakona o Banki Slovenije, ki je stopil v veljavo v drugi polovici julija 2002, namenil malce več prostora predstavitvi statusa, cilja in položaja Banke Slovenije, njenih organov in samih nalog.

Drugo poglavje obsega predstavitev denarne politike Banke Slovenije in njenih instrumentov, ki jih centralna banka uporablja glede na strukturni položaj denarnega trga.

Najpomembnejši del mojega diplomskega dela predstavlja tretje poglavje. V njem sem prikazal temeljito analizo tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije od leta 1992 do leta 2002, med katere štejemo dvodelne blagajniške zapise, blagajniške zapise z nakupnim bonom in blagajniške zapise v tolarjih (2-, 7-, 12-, 14-, 28-, 30-, 60-, 270- in 360-dnevne). Tako sem predstavil osnovne značilnosti, analitični prikaz in pomen ter uporabo dvodelnih blagajniških zapisov in blagajniških zapisov z nakupnim bonom. Blagajniške zapise v tolarjih sem razdelil na neserijske in serijske, prav tako prikazal tudi njihov pomen in uporabo, poleg tega pa sem aktualnim blagajniškim zapisom kot zanimivost dodal tudi konkretne ponudbe za vpis.

V zadnjem, četrtem poglavju, sem zaradi boljšega razumevanja obrestovanja posameznih blagajniških zapisov opisal različne metode obrestovanja in posamezne obrestne mere, uporabljene pri samih blagajniških zapisih.

# 1. BANKA SLOVENIJE

## 1.1. STATUS, CILJ IN POLOŽAJ BANKE SLOVENIJE

Banka Slovenije je bila kot centralna banka ustanovljena 25. junija 1991 z Zakonom o Banki Slovenije na podlagi ustavnega zakona za izvedbo Temeljne ustavne listine o samostojnosti in neodvisnosti Republike Slovenije. Ob uvedbi slovenske valute tolarja 8. oktobra 1991 je Banka Slovenije prevzela vse funkcije denarne oblasti (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000, str. 87).

V mesecu juliju 2002 je začel veljati nov Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 58/02), ki je skladen z evropsko zakonodajo in zahtevami Evropske centralne banke (ECB). Po tem zakonu je Banka Slovenije centralna banka Republike Slovenije in je pravna oseba javnega prava, ki samostojno razpolaga z lastnim premoženjem ter je v izključni državni lasti s finančno in upravljalno avtonomijo.

V skladu z novim zakonom je temeljni cilj Banke Slovenije stabilnost cen. V okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti Banka Slovenija podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost po načelih odprtega tržnega gospodarstva in proste konkurence.

Banka Slovenije ter člani njenih organov odločanja so neodvisni in pri opravljanju nalog niso vezani na sklepe, stališča in navodila državnih ali katerikoli organov, niti se ne smejo nanje obračati po navodila ali usmeritve (Zakon o Banki Slovenije, 2002).

## 1.2. ORGANI BANKE SLOVENIJE

Organa Banke Slovenije sta guverner Banke Slovenije in Svet Banke Slovenije.

Guverner vodi poslovanje in organizira delo ter zastopa Banko Slovenije, izvršuje odločitve Sveta Banke Slovenije in izdaja posamične in splošne akte, ki niso v pristojnosti Sveta Banke Slovenije in lahko izdaja navodila za izvajanje sklepov Sveta Banke Slovenije.

Svet Banke Slovenije sestavlja devet članov: guverner, štiri viceguvernerji in štiri člani. Guverner je predsednik Sveta Banke Slovenije in pooblasti enega od viceguvernerjev za namestnika.

Svet Banke Slovenije odloča o zadevah, ki so na podlagi tega ali drugih zakonov v pristojnosti Banke Slovenije, o zadevah iz svojega delovnega področja na sejah, sprejme

poslovnik o svojem delu in odloča z dvotretjinsko večino vseh svojih članov. Poleg tega odloča Svet Banke Slovenije tudi o drugih zadevah, ki zadevajo poslovanje Banke Slovenije.

Tako predlaga zunanjega revizorja, ureja pravice in obveznosti iz delovnih razmerij za člane Sveta Banke Slovenije, ugotavlja nezdržljivost opravljanja funkcij članov Sveta Banke Slovenije in se opredeljuje o notranjih administrativnih vprašanjih Banke Slovenije.

Na sejah Sveta Banke Slovenije lahko sodelujeta predstavnik odbora Državnega zbora, pristojnega za finance in monetarno politiko, in minister za finance, vendar nimata pravice glasovati.

Guvernerja Banke Slovenije, viceguvernerje in člane Sveta Banke Slovenije imenuje Državni zbor za šest let na predlog predsednika Republike Slovenije in so lahko ponovno imenovani (Zakon o Banki Slovenije, 2002).

### 1.3. NALOGE BANKE SLOVENIJE

V zvezi z izvajanjem denarne politike ima Banka Slovenije naslednje naloge (Zakon o Banki Slovenije, 2002):

1. oblikuje in uresničuje denarno politiko,
2. oblikuje in uresničuje denarni nadzor,
3. je odgovorna za splošno likvidnost bančnega sistema,
4. sodeluje pri transakcijah na deviznih in finančnih trgih,
5. sprejema v depozit sredstva bank in hranilnic,
6. odpira račune bankam in hranilnicam,
7. ureja plačilne sisteme.

Poleg zgoraj omenjenih nalog opravlja tudi druge naloge (Zakon o Banki Slovenije, 2002):

1. upravlja z deviznimi sredstvi, kakor tudi z drugo aktivo, ki ji je zaupana,
2. lahko deluje kot plačilni in/ali fiskalni agent države ter kot predstavnik države v mednarodnih finančnih organizacijah v skladu z zakonom,
3. odpira račune državnim organom in osebam javnega prava in drugim udeležencem na denarnem trgu,
4. v primeru potreb sprejema v depozit sredstva oseb iz prejšnje točke,
5. oblikuje, uveljavlja in nadzoruje sistem pravil za varno in skrbno poslovanje bank in hranilnic,
6. zagotavlja informacijski sistem za nemoteno opravljanje vseh svojih funkcij,
7. odpira račune drugim finančnim institucijam (klirinško depotni družbi in borzno posredniškimi družbam), s katerimi sklene pogodbo.

## 2. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE

### 2.1. DENARNA POLITIKA

Temeljno vprašanje za novo ustanovljeno banko je bilo, kako lahko s pomočjo stabilizacijsko naravnane denarne politike utrdi zaupanje v domačo valuto in s tem v nacionalno gospodarstvo.

Tako je temeljna strategija denarne politike od osamosvojitve naprej ostala nespremenjena, in sicer je njen končni cilj zmanjševanje inflacije za postopno izenačitev z ravniyo držav Evropske unije (EU). Kot bližnji cilj pri doseganju zastavljenega dolgoročnega inflacijskega cilja je Banka Slovenije izbrala količino denarja v obtoku, do leta 1997 je uporabljala denarni agregat M1, od tega leta naprej pa široki denarni agregat M3.

Denarni agregati - M1, M2, M3 so različno likvidni narodnogospodarski denarni agregati. Najlikvidnejši M1 zajema gotovino v obtoku ter vpogledne tolarske vloge pri bankah in Banki Slovenije. M2 je sestavljen iz M1 ter hranilnih in vezanih vlog pri bankah in Banki Slovenije, M3 poleg M2 obsega še vloge prebivalstva v tujem denarju pri bankah, od septembra 1999 pa vloge vseh nedenarnih sektorjev v tujem denarju pri bankah (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002, str. 100).

V mesecu novembru 2001 je Banka Slovenije v skladu s približevanjem Slovenije Evropski uniji (EU) na novo zasnovala strategijo za vodenje denarne politike v obdobju približevanja Ekonomski in monetarni uniji (EMU). Sprejela je tudi srednjeročni inflacijski cilj, to je znižanje inflacije na raven 4% do konca leta 2003, ki ga bo omogočilo zniževanje rasti denarnega agregata M3. Skladno z novo strategijo temelji izvajanje denarne politike na dveh stebrih. Prvi steber sestavlja količina denarja v obtoku oz. skupina indikatorjev, ki ga pojasnjujejo. Ti indikatorji so: likvidnost bančnega sistema, gibanje kratkoročnih obrestnih mer, sestava denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank. Za drugi steber denarne politike je značilno, da upošteva širši spekter informacij, indikatorje pa predstavljajo plačilna bilanca, obrestne mere v tujini in obrestni razmik, devizni tečaj, plače in rast nadzorovanih cen (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001, str. 23).

### 2.2. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE

Glede na strukturni položaj denarnega trga pri nas in denarne politike Banke Slovenije velja za Banko Slovenije, da uporablja štiri instrumente denarne politike. Ti instrumenti so (Ribnikar, 2001, str. 70):

- obvezne rezerve,
- posojila bankam,



- izdajanje tolarskih blagajniških zapisov,
- začasni nakup blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju.

Strukturni položaj denarnega trga je enak saldu avtonomnih postavk<sup>1</sup> premoženjske bilance centralne banke. Če je saldo avtonomnih postavk premoženjske bilance centralne banke pozitiven (denarni trg ima strukturni presežek), mora centralna banka odvzeti bankam del likvidnosti, ki je nastala z njenimi avtonomnimi transakcijami - prevladovali bodo instrumenti denarne politike, s katerimi bo centralna banka zmanjševala količino primarnega denarja<sup>2</sup>. V primeru strukturnega primanjkljaja pa bodo prevladovali instrumenti denarne politike, s katerimi centralna banka povečuje količino primarnega denarja (Ribnikar, 1999, str. 277).

Zaradi presežka strukturnega položaja denarnega trga Banka Slovenije z denarno politiko predvsem odvzema bankam odvečno likvidnost. To opravlja z obveznimi rezervami in izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov (samo še z ročnostjo 60 in 270 dni). Bankam pa dodaja likvidnost s posojili (posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank, lombardno posojilo za en dan in posojilo za čez dan) in začasnimi nakupi (za 7 dni in za 60 dni) svojih blagajniških zapisov v tujem denarju (Ribnikar, 2001, str. 70).

V nadaljevanju diplomskega dela se bomo osredotočili zgolj na tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije in jih podrobneje analizirali.

### **3. TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE**

Med tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije uvrščamo dvodelne blagajniške zapise, blagajniške zapise z nakupnim bonom in blagajniške zapise v tolarjih (2-, 7-, 12-, 14-, 28-, 30-, 60-, 270- in 360-dnevne).

#### **3.1. DVODELNI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE**

Podzakonska podlaga za izdajanje dvodelnih blagajniških zapisov je temeljila na sklepu o izdajanju blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 28/91, 3/92, 38/92) ter vsakokratnem sklepu o izdaji dvodelnega prenosljivega blagajniškega zapisa z različnimi dopolnitvami in spremembami.

---

<sup>1</sup> Gre za postavke, ki ne nastanejo zaradi vodenja denarne politike (čeprav zaradi njih nastaja primarni denar), ampak se pojavljajo v zvezi s politiko deviznega tečaja.

<sup>2</sup> Primarni denar obsega gotovino v obtoku, rezerve bank in knjižni denar (vloge na vpogled) pri Banki Slovenije (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002, str. 101).

### 3.1.1. Osnovne značilnosti

Banka Slovenije je z izdajo dvodelnih blagajniških zapisov pričela julija 1992, zadnjo osemnajsto serijo pa je izdala februarja 2000. S tem instrumentom si je centralna banka zagotavljala več prostora za posege na odprtem trgu, kupovale pa so ga lahko banke v svojem imenu in za svoj račun in preko njih vse druge domače pravne in fizične osebe.

Dvodelni blagajniški zapis je bil kratkoročni, prinosniški, serijski vrednostni papir, izdan v materialni obliki, in sicer v dveh različnih apoenih (mali in veliki). Vsak apoen je bil sestavljen iz tolarskega in deviznega dela (nominiranega v nemških markah), ki sta bila po vrednosti približno enakovredna.

Na primarnem trgu ga je kupec v celoti vplačal v tolarjih z diskontom za realne obresti, na sekundarnem trgu pa se je lahko trgovalo ločeno z vsakim delom. Uporabljeno je bilo dekurzivno diskontiranje z metodo obrestnega obrestovanja po konformni obrestni meri.

Za del blagajniškega zapisa, ki je bil izplačljiv v tolarjih, je bila cena za vplačilo odvisna od diskontnega faktorja za čas od dneva vpisa do dneva dospelosti in revalorizacijskih obresti od dneva izdaje do dneva vpisa. Za ohranjanje realne vrednosti je bila za tolarski del določena tekoča revalorizacija, ki se je izplačala ob dospelosti skupaj z glavnico v tolarjih.

Devizni del se je izplačal v tujem denarju, kar je glede na spreminjanje deviznega tečaja tudi ohranjalo realno vrednost. Cena za vplačilo tega dela je bila odvisna od diskontnega faktorja za čas od dneva vpisa do dneva dospelosti in korekcijskega faktorja, ki je odražal razmerje med srednjim tečajem Banke Slovenije za nemško marko (DEM) na dan vplačila in upoštevanim obračunskim tečajem. Vrednost blagajniškega zapisa se je namreč ob vplačilu pretvorila v DEM po veljavnem srednjem tečaju Banke Slovenije in se je izplačala ob dospelosti.

Centralna banka je pred pričetkom prodaje posamezne serije objavila začetek vpisovanja nove serije, hkrati pa je lahko ustavila tudi vpisovanje predhodne serije. V centralni banki se je dnevno sestavljala in objavljala tečajnica za dvodelni blagajniški zapis, ki je vsebovala tekočo nominalno vrednost za posamezno serijo, ki še ni dospela v izplačilo. Banka Slovenije je ob dospelosti posamezne serije unovčevala dvodelne blagajniške zapise na podlagi zahtevkov poslovnih bank, pravne in fizične osebe pa pri poslovnih bankah. Unovčevanje zapisov posamezne serije je bilo možno v roku petih let od dneva dospelosti posamezne serije.

### 3.1.2. Analitični prikaz posameznih izdaj

Dvodelne blagajniške zapise je Banka Slovenije izdajala v okviru emisije (izdaje), ki je bila sestavljena iz posameznih serij, vendar z dospelostjo največ do enega leta od izdaje emisije

oz. prve serije posamezne emisije. Število serij je bilo odvisno od predvidene kvote posamezne izdaje in trenutnih ciljev centralne banke.

**Tabela 1:** Pregled značilnosti posameznih emisij (izdaj) dvodelnih blagajniških zapisov

Emisija serija	Datum izdaje	Datum dospelosti	Nominalna vrednost (v 000 SIT)		Letna obr. mera tolarskega dela (v %)	Letna obr. mera deviznega dela (v %)
			Mali apoen	Veliki apoen		
<b>1.</b> 1.serija	01.07.1992	10.12.1992	100	1.000	R+10,00	8,000
2.serija	17.09.1992	15.03.1993	100	1.000	R+10,00	8,000
3.serija	19.01.1993	10.06.1993	100	1.000	R+10,00	8,000
<b>2.</b> 1.serija	10.04.1993	05.10.1993	130	1.300	R+9,00	7,000
2.serija	06.08.1993	20.01.1994	130	1.300	R+8,00	5,625
<b>3.</b> 1.serija	01.12.1993	10.05.1994	150	1.500	R+6,00	5,250
2.serija	15.03.1994	16.09.1994	150	1.500	R+6,00	5,250
<b>4.</b> 1.serija	01.08.1994	23.01.1995	150	1.500	R+6,00	5,250
2.serija	06.12.1994	12.05.1995	150	1.500	R+6,00	5,250
<b>5.</b> 1.serija	10.04.1995	05.10.1995	170	1.700	R+6,00	4,500
<b>6.</b> 1.serija	15.09.1995	20.03.1996	170	1.700	TOM+5,00	3,750
<b>7.</b> 1.serija	15.02.1996	12.09.1996	190	1.900	TOM+4,00	2,750
2.serija	27.08.1996	13.02.1997	190	1.900	TOM+4,00	2,750
<b>8.</b> 1.serija	01.02.1997	18.09.1997	190	1.900	TOM+4,00	2,750
<b>9.</b> 1.serija	01.09.1997	06.04.1998	190	1.900	TOM+4,25	3,000
<b>10.</b> 1.serija	20.03.1998	17.09.1998	190	1.900	TOM+2,75	3,000
<b>11.</b> 1.serija	31.08.1998	17.05.1999	190	1.900	TOM+2,50	3,000
<b>12.</b> 1.serija	31.05.1999	16.03.2000	190	1.900	TOM+2,50	2,000

\* R , TOM (temeljna obrestna mera) - indeksacijska klavzula oz. tolarska revalorizacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2000.

Centralna banka je v celotnem obdobju izdajanja dvodelnega blagajniškega zapisa v okviru dvanajstih emisij izdala osemnajst serij. Največ serij je izdala leta 1993 (štiri), najmanj leta 1999 (eno). Dne 16. februarja 2000 je ustavila prodajo prve serije dvanajste emisije z zapadlostjo 16. marca 2000, s to serijo pa je tudi prenehala izdajati dvodelne blagajniške zapise.

V vseh letih izdajanja tega blagajniškega zapisa sta se nominalni vrednosti malega in velikega apoena povečali kar štirikrat, in sicer pri drugi emisiji za 30%, ob tretji in peti za dobrih 15% oz. 13% in nazadnje ob sedmi emisiji za slabih 12%. Na podlagi zgornje tabele tudi ugotovimo, da je bila pri vseh serijah blagajniškega zapisa nominalna vrednost velikega apoena desetkratnik nominalne vrednosti malega apoena.

Letna obrestna mera je bila posebej določena za tolarski del blagajniškega zapisa in posebej za del blagajniškega zapisa, ki se je izplačal v tujem denarju. Obrestni meri sta se postopoma zniževali, obrestna mera tolarskega dela pa je bila praktično vseskozi višja od obrestne mere deviznega dela.

Za tolarski del je bila za ohranjanje realne vrednosti določena tekoča revalorizacija s stopnjo rasti cen v preteklem oz. preteklih mesecih (aritmetično povprečje), vključno s peto emisijo se je uporabljala indeksacijska klavzula "R", nato pa jo je nadomestila revalorizacijska klavzula TOM. Obrestna mera tolarskega dela je bila torej sestavljena iz letne realne obrestne mere in revalorizacijske klavzule ("R" ali TOM).

**Tabela 2:** Prodaja dvodelnih blagajniških zapisov

Emisija serija (ser.)	Nom. vrednost prodaje (v 000 SIT)	Mali apoen				Veliki apoen				
		Nom. vrednost (v SIT)	Št. izda- nih	Št. pro- danih	Delež pro- danih (v %)	Nom. vrednost (v SIT)	Št. izda- nih	Št. pro- danih	Delež pro- danih (v %)	
		1=2x4+6x8	2	3	4	5	6	7	8	9
1.	1.ser.	3.178.800	100.000	20.000	10.158	50,79	1.000.000	3.000	2.163	72,10
	2.ser.	3.424.400	100.000	15.000	5.614	37,43	1.000.000	4.500	2.863	63,62
	3.ser.	4.531.300	100.000	13.000	9.823	75,56	1.000.000	4.000	3.549	88,73
2.	1.ser.	5.018.130	130.000	15.000	10.761	71,74	1.300.000	4.500	2.784	61,87
	2.ser.	4.472.260	130.000	17.000	12.922	76,01	1.300.000	4.500	2.148	47,73
3.	1.ser.	3.128.550	150.000	17.000	9.047	53,22	1.500.000	4.500	1.181	26,24
	2.ser.	1.461.000	150.000	15.000	2.720	18,13	1.500.000	4.000	702	17,55
4.	1.ser.	3.139.650	150.000	10.000	8.571	85,71	1.500.000	1.500	1.236	82,40
	2.ser.	1.236.300	150.000	10.000	3.472	34,72	1.500.000	1.500	477	31,80
5.	1.ser.	7.454.840	170.000	20.000	19.882	99,41	1.700.000	3.000	2.397	79,90
6.	1.ser.	5.941.840	170.000	15.000	14.952	99,68	1.700.000	2.000	2.000	100,00
7.	1.ser.	2.209.700	190.000	35.000	5.330	15,23	1.900.000	2.000	630	31,50
	2.ser.	788.310	190.000	35.000	2.449	7,00	1.900.000	2.000	170	8,50
8.	1.ser.	6.365.380	190.000	35.000	22.952	65,58	1.900.000	2.000	1.055	52,75
9.	1.ser.	1.828.560	190.000	25.000	3.064	12,26	1.900.000	3.000	656	21,87
10.	1.ser.	3.096.430	190.000	15.000	137	0,91	1.900.000	4.000	1.616	40,40
11.	1.ser.	7.986.080	190.000	15.000	6.692	44,61	1.900.000	4.000	3.534	88,35
12.	1.ser.	4.198.430	190.000	15.000	257	1,71	1.900.000	4.000	2.184	54,60

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2000 in lastni izračuni.

Iz tabele 2 je razvidno, da je bilo vpisovanje dvodelnih blagajniških zapisov po posameznih serijah zelo različno. Največje zanimanje je bilo pri peti in šesti emisiji, kjer so bili prodani

skoraj vsi mali apoeni, hkrati pa je bil tudi odstotek prodaje velikih apoenov izjemno visok. Pri šesti emisiji so bili prodani celo vsi veliki apoeni, ta emisija pa je bila tudi edina, pri kateri je bila prodaja bodisi malega bodisi velikega apoena 100%.

Prodaja teh blagajniških zapisov je potekala zelo hitro predvsem takrat, ko je naraščal tečaj nemške marke in kadar se je večala razlika med menjalniškim tečajem ter srednjim tečajem Banke Slovenije za nemško marko.

Kot smo omenili že v uvodu, so dvodelne blagajniške zapise lahko vpisovale banke v svojem imenu in za svoj račun (lastni vpis), druge pravne in fizične osebe pa prek pooblaščenih bank (komisijski vpis). Tako je bila nebančnemu sektorju ponujena priložnost za varno in donosno naložbo, bankam pa dana osnova za črpanje likvidnostnega posojila.

Banke, ki so želele opravljati komisijski posel prodaje dvodelnih blagajniških zapisov, so z Banko Slovenije sklenile komisijsko pogodbo za vsako emisijo posebej. Bankam, ki so opravljale komisijski posel prodaje, je centralna banka ob vpisu in izplačilu priznavala provizijo.

**Tabela 3:** Vpis dvodelnih blagajniških zapisov (lastni-komisijski)

Emisija serija	Datum izdaje	Datum dospelosti	Lastni (v %)	Komisijski (v %)
<b>1.</b> 1.serija	01.07.1992	10.12.1992	15,5	84,5
2.serija	17.09.1992	15.03.1993	9,2	90,8
3.serija	19.01.1993	10.06.1993	12,3	87,7
<b>2.</b> 1.serija	10.04.1993	05.10.1993	8,5	91,5
2.serija	06.08.1993	20.01.1994	7,9	92,1
<b>3.</b> 1.serija	01.12.1993	10.05.1994	14,4	85,6
2.serija	15.03.1994	16.09.1994	5,1	94,9
<b>4.</b> 1.serija	01.08.1994	23.01.1995	0,0	100,0
2.serija	06.12.1994	12.05.1995	0,0	100,0
<b>5.</b> 1.serija	10.04.1995	05.10.1995	18,8	81,2
<b>6.</b> 1.serija	15.09.1995	20.03.1996	18,6	81,4
<b>7.</b> 1.serija	15.02.1996	12.09.1996	57,6	42,4
2.serija	27.08.1996	13.02.1997	53,0	47,0
<b>8.</b> 1.serija	01.02.1997	18.09.1997	65,9	34,1
<b>9.</b> 1.serija	01.09.1997	06.04.1998	97,2	2,8
<b>10.</b> 1.serija	20.03.1998	17.09.1998	97,7	2,3
<b>11.</b> 1.serija	31.08.1998	17.05.1999	98,2	1,8
<b>12.</b> 1.serija*	31.05.1999	16.03.2000	97,8	2,2

\* Vpis le v letu 1999

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1999.

Na podlagi tabele 3 lahko ugotovimo, da so bili deleži vpisanih lastnih dvodelnih blagajniških zapisov pri prvih emisijah zelo nizki. Pri prvi in drugi seriji četrte emisije vpisov bank v svojem imenu in za svoj račun sploh ni bilo, kar je bila predvsem posledica ponudbe drugih donosnejših instrumentov. Delež lastnih vpisanih se je začel povečevati s prvo serijo sedme emisije in je bil v vseh nadaljnjih serijah večji od deleža vpisanih v svojem imenu in za tuj račun. Za zadnje štiri emisije pa je značilno, da je vpis v svojem imenu in za svoj račun predstavljal večino (prek 90%) celotnega vpisa dvodelnih blagajniških zapisov.

### 3.1.3. Pomen in uporaba instrumenta

Prodaja dvodelnih blagajniških zapisov je omogočala umik tolarskih sredstev iz obtoka, ki so se ob dospelosti v višini tolarskega dela v obtok tudi vrnila. Pri deviznem delu zapisa pa je šlo za dokončni umik tolarskih sredstev v smislu prodaje deviz. V obdobju trajanja umika denarja je lahko Banka Slovenije v enakem obsegu izdala denar, z določanjem pogojev za pridobitev sredstev pa je uresničevala cilje svoje politike (Ribnikar, 1996, str. 5).

**Tabela 4:** Vplačila in izplačila dvodelnih blagajniških zapisov v mio SIT

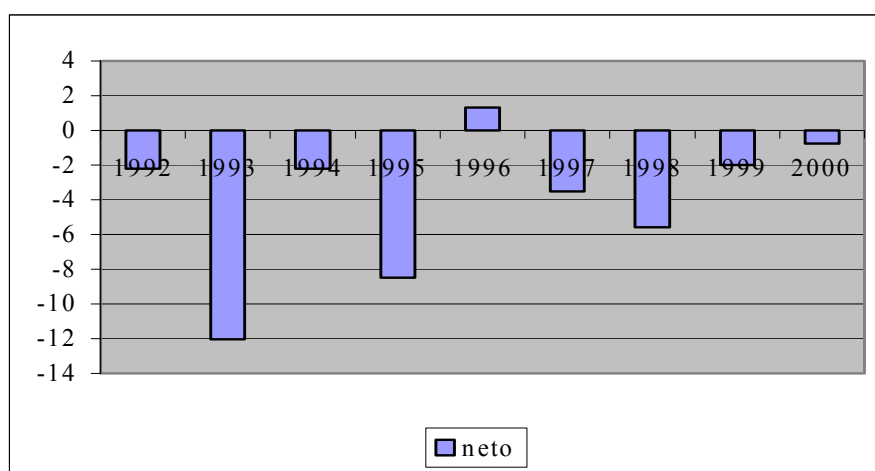
Leto	Vplačila	Delež (v %)	Izplačila*	Delež (v %)	Neto**
	1	2	3	4	5=3-1
1992	3.700,0	4,98	1.500,0	3,87	-2.200,0
1993	19.876,0	26,76	7.833,0	20,19	-12.043,0
1994	7.310,4	9,85	5.112,3	13,18	-2.198,1
1995	14.704,1	19,80	6.221,4	16,03	-8.482,7
1996	2.995,2	4,03	4.296,9	11,07	1.301,7
1997	8.396,6	11,31	4.870,8	12,55	-3.525,8
1998	8.156,9	10,98	2.584,0	6,66	-5.572,9
1999	6.150,1	8,28	4.164,7	10,73	-1.985,4
2000	2.978,1	4,01	2.218,9	5,72	-759,2
<b>Skupaj</b>	<b>74.267,4</b>	<b>100,00</b>	<b>38.802,0</b>	<b>100,00</b>	<b>-35.465,4</b>

\* upoštevana le izplačila tolarskih delov

\*\* (-) - zmanjšanje primarnega denarja v obtoku

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2000 in lastni izračuni.

**Slika 1:** Gibanje primarnega denarja v mlrd SIT



Vir: Tabela 4.

Na podlagi tabele 4 in zgornje slike je mogoče razbrati, da je Banka Slovenije s prodajo dvodelnih blagajniških zapisov v vseh letih, razen leta 1996, umikala primarni denar iz obtoka. Največ primarnega denarja je bilo vzetega iz obtoka leta 1993, dobrih 12 milijard tolarjev, skupno v vseh letih obstoja tega blagajniškega zapisa pa 35,5 milijard tolarjev.

Delovanje tega instrumenta je bilo avtomatično takrat, ko se je pojavila razlika med tekočim tečajem na posameznih segmentih deviznega trga (menjalniški in podjetniški) in uradno objavljenim tečajem Banke Slovenije; to pa je takrat, ko je potrebna restriktivna denarna politika zaradi preprečevanja inflacijskih pritiskov zaradi deprecijacije tolarja (Ribnikar, 1996, str. 9).

Z uvedbo dvodelnega blagajniškega zapisa je centralna banka pozitivno vplivala na razvoj denarnega trga - dvodelni blagajniški zapis je bil namreč prenosljiv vrednostni papir, toda poudarek je bil na razvoju primarnega trga, vidik sekundarnega trga pa je bil zapostavljen (Ribnikar, 1996, str. 9).

### 3.2. BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE Z NAKUPNIM BONOM

Podzakonska podlaga za izdajanje blagajniških zapisov z nakupnim bonom je temeljila na sklepu o izdajanju blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 28/91) ter vsakokratnem sklepu guvernerja o izdaji blagajniškega zapisa z nakupnim bonom.

### 3.2.1. Osnovne značilnosti

Banka Slovenije je blagajniške zapise z nakupnim bonom izdajala od 1. junija 1994 do 1. decembra 1999, ko je izšla zadnja štirinajsta izdaja brez nakupnega bona. Vpisovale so jih banke, preko njih pa tudi druge domače pravne in fizične osebe.

Blagajniški zapis z nakupnim bonom je bil serijski vrednostni papir, do vključno devete izdaje prinosniški in materializiran, od desete izdaje pa dematerializiran, prenosljiv, imenski vrednostni papir. Deseta emisija blagajniškega zapisa z nakupnim bonom (datum izdaje 1. december 1998) je bila namreč prva izdaja, ki je bila izdana v nematerializirani obliki preko klirinško depotne družbe v obliki imenskega vrednostnega papirja, tako da je Banka Slovenije imela vpogled v lastništvo vrednostnega papirja.

Blagajniški zapis je bilo možno na sekundarnem trgu kupovati ali prodajati skupaj z nakupnim bonom ali ločeno, ločeno pa se je lahko trgovalo tudi s posameznimi deli nakupnega bona.

Vseskozi se je izdajal v nominalni vrednosti pol milijona tolarjev (en lot predstavlja en blagajniški zapis) in se je vplačeval z diskontom v tolarjih, ki se izračuna anticipativno z navadnim (linearnim) dnevnim obračunom z uporabo relativne obrestne mere in ob upoštevanju dejanskega števila dni v mesecu oz. letu:

$$DV = NV * \frac{100 - \left( \frac{p * (n * 366 + m * 365)}{365 * 366} \right)}{100}$$

DV - diskontirana vrednost

NV - nominalna vrednost

p - letna nominalna obrestna mera

n - št. dni obrestovanja v navadnem letu

m - št. dni obrestovanja v prestopnem letu

S tem zapisom je Banka Slovenije začela uvajati obrestno mero izraženo v odstotku na letni ravni, saj se je blagajniški zapis z nakupnim bonom obrestoval po letni nominalni obrestni meri brez posebej določene revalorizacijske stopnje in realne obrestne mere. Obrestna mera je bila določena za vsako izdajo posebej in je nakazovala zgornjo mejo uradno pričakovane inflacije, za katero si je Banka Slovenije prizadevala, da ne bo presežena.

Blagajniški zapis je bil torej sestavljen iz plašča blagajniškega zapisa in nakupnega bona, ki je kupcu zagotavljal zavarovanje pred tveganjem višje inflacije od uradno pričakovane in



tveganjem manjše spremembe deviznega tečaja od uradno pričakovane stopnje inflacije. Do vključno devete izdaje v letu 1998 je nakupni bon vseboval pet med seboj ločljivih delov, nato pa le še tri ter vseskozi vsak mesec po izdaji enega manj. Prav tako z deseto emisijo se je tudi veljavnost delov nakupnega bona zmanjšala na šest mesecev od izdaje (prejšnje izdaje eno leto), to je do dospelja plašča blagajniškega zapisa. Za nakupni bon je bilo značilno, da se je ločil od vrednostnega papirja in ga je bilo možno samostojno uveljaviti.

Imetnik je lahko pravico iz nakupnega bona uveljavil tako, da je s popustom kupil nov blagajniški zapis v tolarjih (izdan v apoenih po pol milijona tolarjev, vendar brez nakupnega bona)<sup>3</sup>, pravne osebe pa tudi blagajniški zapis v tujem denarju (denominiran v nemških markah oz. evrih in ameriških dolarjih) z rokom dospelosti 180, 270 oz. 360 dni. Višina popusta je bila odvisna od stopnje rasti cen oz. srednjega tečaja Banke Slovenije v primerjavi s pričakovano inflacijo ter od števila nakupnih bonov, ki jih je kupec lahko uveljavil ob nakupu novega blagajniškega zapisa. Za vsako izdajo posebej je bilo namreč določeno največje število delov nakupnega bona, ki jih je imetnik lahko predložil pri nakupu novega blagajniškega zapisa. Popust se je izračunal v odstotku na dve decimalni mesti.

### 3.2.2. Analitični prikaz posameznih izdaj

Banka Slovenije je izdala štirinajst izdaj blagajniškega zapisa z nakupnim bonom. Prva izdaja zapisa se je prodajala na tri načine: prek avkcije 7,8% izdaje, po pogodbi o nakupu in prodaji 25,6% in komisijsko oz. po pogodbi o prevzemu in prodaji 66,6%. Nato so prodaje do vključno šeste emisije potekale prek avkcij, tako da so banke licitirale ceno, izraženo v odstotku od teoretične vrednosti na dan plačila. Za sedmo in deveto izdajo je bila značilna prodaja prek odprte ponudbe, osma pa se je prodajala tako prek odprte ponudbe kot tudi prek avkcije. Prodaje zadnjih petih emisij so zopet potekale prek avkcij.

---

<sup>3</sup> Izjema je bila prva izdaja, saj so investitorji ob predložitvi delov nakupnega bona te izdaje lahko kupili blagajniški zapis z nakupnim bonom.

**Tabela 5:** Pregled značilnosti posameznih izdaj blagajniškega zapisa z nakupnim bonom

Emisija oz. izdaja	Datum izdaje	Datum dospelosti	Letna nominalna obr. mera (v %)	Odstotek za izračun popusta	Št. delov nakup. bona za vpis blag. zapisa v apoenih po pol milijona tolarjev	Št. delov nakup. bona za vpis 180-, 270- oz. 360-dnevnih deviznih blag. zapisov
1.	01.06.1994	01.12.1994	17,0	1,08	5	35, 50 oz. 70
2.	01.12.1994	01.06.1995	14,0	0,83	5	6, 9 oz. 12
3.	01.06.1995	01.12.1995	9,0	0,60	5	3, 5 oz. 7
4.	01.12.1995	01.06.1996	8,0	0,50	5	2, 3 oz. 4
5.	01.06.1996	01.12.1996	9,0	0,50	5	3, 4 oz. 5
6.	01.12.1996	01.06.1997	9,0	0,50	5	3, 4 oz. 5
7.	01.06.1997	01.12.1997	9,0	0,50	5	3, 4 oz. 5
8.	01.12.1997	01.06.1998	9,0	0,50	5	3, 4 oz. 5
9.	01.06.1998	01.12.1998	9,0	0,50	5	3, 4 oz. 5
10.	01.12.1998	01.06.1999	7,0	0,40	5	2, 3 oz. 4
11.	01.03.1999	01.09.1999	7,0	0,40	5	2, 3 oz. 4
12.	01.06.1999	01.12.1999	7,0	0,40	5	2, 3 oz. 4
13.	01.09.1999	01.03.2000	7,0	0,40	3	2, 3 oz. 4
14.	01.12.1999	25.05.2000	8,5	-	-	-

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-1999.

Iz tabele 5 je razvidno, da je Banka Slovenije v letih 1994-1998 izdajala blagajniške zapise z nakupnim bonom dvakrat letno, vsakokrat z dospelostjo šest mesecev. Izdaje so si sledile tako, da je bil dan dospelja prejšnje izdaje enak datumu naslednje izdaje. Izjema so bile zadnje štiri v letu 1999, katerih datum izdaje je bil tri mesece pred dospelostjo predhodne izdaje, dospelost pa prav tako pol leta (zadnja emisija teden dni manj).

Za vsako emisijo posebej je bila določena letna nominalna obrestna mera, v kateri je bila upoštevana uradno pričakovana letna inflacija in realna obrestna mera oz realni donos. Tako je bila pri prvi emisiji uradno pričakovana 13% inflacija in realni 4% donos, pri drugi 10% inflacija, realni donos je ostal nespremenjen ter za tretjo izdajo v višini 7,2% in 1,8%. Pri naslednji izdaji sta pričakovana inflacija in realna obrestna mera znašali 6% ter 2%, od pete do vključno devete emisije je uradno pričakovana inflacija ostala nespremenjena na ravni 6%, realna obrestna mera pa je znašala 3%. Z deseto izdajo sta se pričakovana inflacija in realna obrestna mera znižali in sta do vključno trinajste izdaje znašali 4,8% in 2,2%. Pri zadnji emisiji je bila letna nominalna obrestna mera povečana, ker ni bilo izdanih delov nakupnega bona, s katerimi bi investitorji uveljavljali popust.

Odstotek za izračun popusta pri nakupu novega blagajniškega zapisa brez nakupnega bona oz. blagajniškega zapisa v tujem denarju z ročnostjo 180 dni in več je predstavljal mesečno

inflacijo, izračunano iz pričakovane letne inflacije. Popust za nakup blagajniškega zapisa v tolarjih se je tako izračunal kot razlika med stopnjo rasti cen (do vključno sedme izdaje cen na drobno, nato pa cen življenjskih potrebščin) v preteklem mesecu in tem odstotkom oz. pričakovano mesečno inflacijo, za nakup blagajniškega zapisa v tujem denarju pa kot razlika med pričakovano mesečno inflacijo in odstotkom rasti srednjega tečaja Banke Slovenije za nemško marko (od vključno enajste izdaje tečaja evra) v preteklem mesecu.

Investitorji so lahko ob nakupu novega tolarskega blagajniškega zapisa pri vseh izdajah, z izjemo trinajste, uveljavljali popust s predložitvijo največ petih delov nakupnega bona, pri trinajsti le še tri.

Pri vpisovanju blagajniških zapisov v tujem denarju pa je bilo dogajanje malce bolj razgibano. Tako je bilo za prvo izdajo značilno, da je bilo možno za nakup blagajniških zapisov v tujem denarju z ročnostjo 180, 270 oz. 360 dni predložiti največ 35, 50 oz. 75 delov nakupnega bona. Že z drugo emisijo se je število delov nakupnega bona za uveljavljanje popusta izrazito znižalo, s tem pa se je tudi zmanjšala donosnost blagajniških zapisov druge izdaje. Število delov nakupnega bona za vpis deviznih blagajniških zapisov se je z nadaljnjimi izdajami še dodatno zmanjšalo, tako da je investitor od desete do vključno trinajste emisije lahko uveljavil le še 2, 3 oz. 4 dele nakupnega bona. Kot smo že omenili, je bila zadnja štirinajsta izdaja blagajniškega zapisa brez nakupnega bona.

**Tabela 6:** Prodaja blagajniških zapisov (z nakupnim bonom)

Emi- sija oz. izdaja	Velikost emisije (v mlrd tolarjih)	Osnovna prodaja v lotih	Prodaja s popustom v lotih	Skupno število prodanih lotov	Število izdanih delov nakupnega bona	Vplačani (nominalni) znesek (v mlrd tolarjih)
	1	2	3	4 =2+3	5	6
1.	8; 16; 21; 26; 32; 38*	16.000	50.233	66.233	200.698	31,3 (33,1)
2.	8; 12**	22.603	2	22.605	92.871	10,6 (11,3)
3.	8	9.574	0	9.574	43.376	4,6 (4,8)
4.	8; 10***	17.344	10.444	27.788	53.543	13,4 (13,9)
5.	10	17.240	5.296	22.536	61.744	10,9 (11,3)
6.	30	29.670	28.674	58.344	135.251	27,4 (29,2)
7.	30	40.000	10.189	50.189	200.000	24,0 (25,1)
8.	30	36.492	46.934	83.426	182.460	39,3 (41,7)
9.	30	52.695	200	52.895	263.475	25,3 (26,4)
10.	30	24.150	45.244	69.394	72.450	33,3 (34,7)
11.	15	12.000	0	12.000	36.000	5,8 (6,0)
12.	15	20.000	18.094	38.094	60.000	18,0 (19,0)
13.	10	12.510	519	13.029	18.000	6,3 (6,5)
14.	10	5.605	4.281	9.886	0	4,4 (4,9)

\* Dne 7. junija 1994 se je velikost izdaje povečala na 16 milijard SIT, nato 10. avgusta 1994 najprej na 21 in 19. avgusta na 26 milijard SIT. V septembru istega leta sta sledili še dve povečanja, 5. septembra na 32 in 14. septembra na 38 milijard SIT.

\*\* Z dnem 16. januarja 1995 povečanje na 12 milijard SIT.

\*\*\* 13. marca 1996 povečanje na 10 milijard SIT.

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-2000.

V zgornji tabeli je prikazana prodaja blagajniškega zapisa z nakupnim bonom za vsako emisijo posebej. Velikost emisije se nanaša na osnovno prodajo, ki je potekala na avkcijah oz. po odprti ponudbi (odvisno od izdaje). Prodaja pa je potekala tudi na podlagi predloženih delov nakupnega bona - prodaja s popustom, pri kateri so investitorji kupili blagajniški zapis brez nakupnega bona.

Ponovno lahko poudarimo, da so investitorji le pri predložitvi delov nakupnega bona prve emisije kupili nov blagajniški zapis z nakupnim bonom, kar je seveda izrazito povečalo njihov interes za nakup blagajniškega zapisa s popustom. Prav zaradi tega dejstva je bilo ob prvi izdaji prodanih največ lotov s popustom, več kot 50 tisoč, skupno pa je bilo največ lotov prodanih pri osmi emisiji, dobrih 83,4 tisoč.

**Tabela 7:** Uveljavljanje delov nakupnega bona za nakup blagajniških zapisov s popustom

Emi- sija	Št. izdanih delov NB	Št. predloženih delov NB za nakup tolarskih BZ	Št. predloženih delov NB za nakup deviznih BZ	Št. neueljav- ljenih delov NB	Uveljavljeni popust (v mio) na podlagi delov NB posamezne emisije			
					SIT	DEM	EUR	USD
1.	200.698	50.233 NB 1	150.452	11	14,2	21,8	-	36,2
2.	92.871	2 NB 1	91.828	1.043	0,0	34,2	-	11,7
3.	43.376	0	16.082	37	81,8	3,7	-	1,2
4.	53.543	27.257 NB 3 24.958 NB 4	2.240	350	104,9	0,9	-	0,0
5.	61.744	25.995 NB 4 478 NB 5	35.573	62	162,9	12,3	-	1,9
6.	135.251	25.631 NB 5 117.720 NB 6	17.273	108	837,3	3,2	-	1,4
7.	200.000	150 NB 6 50.794 NB 7	69.640	790	462,8	17,0	-	7,1
8.	182.460	78.776 NB 7 155.887 NB 8	12.813	13.760	701,5	2,9	-	0,8
9.	263.475	1.000 NB 9	19.728	79.539	394,1	2,0	-	1,1
10.	72.450	163.208 NB 9 62.996 NB 10	0	9.454	541,7	0,0	0,0	0,0
11.	36.000	0	0	15	0,0	-	0,0	0,0
12.	60.000	35.985 NB 11 54.482 NB 12	4.814	159	588,0	-	0,5	0,3
13.	18.000	545 NB 12 1.230 NB 13	3.734	197	3,3	-	0,1	0,4
14.	-	12.839 NB 13	-	-	25,7	-	-	-
<b>Sku- paj</b>	1.419.868	890.166	424.177	105.525	3.918,2	98,0	0,6	62,1

\*NB 1,2, ...,13 - nakupni bon prve, druge, ...,trinajste emisije

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-2000 in lastni izračuni.

Na podlagi tabele 7 ugotovimo, da so investitorji pridno uveljavljali dele nakupnega bona za nakup blagajniških zapisov s popustom. Skupno je bilo predloženih 2,1-krat več delov nakupnega bona za nakup novih tolarskih blagajniških zapisov kot pa za vpis blagajniških zapisov v tujem denarju. Ostalo pa je tudi nekaj neueljavljenih delov nakupnega bona,

njihov delež je znašal 7,4% vseh izdanih delov nakupnega bona. Največ neuveljavljenih delov nakupnega bona je bilo pri blagajniškem zapisu devete emisije, delež je znašal kar dobrih 75% celotnega zneska neuveljavljenih delov.

Posebnosti lahko zaznamo pri tretji emisiji, za katero investitorji niso uveljavljali delov nakupnega bona za nakup tolarskih blagajniških zapisov. Pri deseti emisiji ni bilo uveljavljanja popusta za nakup deviznih blagajniških zapisov, ob enajsti izdaji pa nasploh ni bilo nakupov blagajniških zapisov s popustom. Zadnja, štirinajsta izdaja, je bila brez nakupnega bona, investitorji pa so lahko pri nakupu blagajniškega zapisa te izdaje uveljavili popust na podlagi delov nakupnega bona predhodne, trinajste izdaje.

### 3.2.3. Pomen in uporaba instrumenta

Banka Slovenije je s tem blagajniškim zapisom želela zagotoviti večjo stabilnost v povpraševanju po denarju oziroma večjo avtonomno prilagajanje količine primarnega denarja potrebam po njem. To naj bi privedlo do zmanjšanja potrebnih neposrednih posegov centralne banke na deviznem ali denarnem trgu, kar naj bi zmanjšalo neposreden vpliv na dvig obrestnih mer in/ali padec tečaja (Ribnikar, 1996, str. 5).

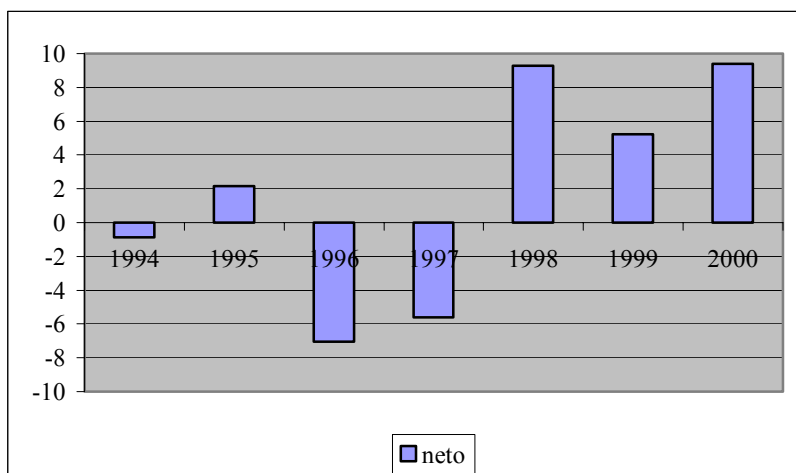
**Tabela 8:** Vplačila in izplačila blagajniških zapisov z nakupnim bonom v mio SIT

Leto	Vplačila	Delež (v %)	Izplačila	Delež (v %)	Neto*
	1	2	3	4	5=3-1
1994	33.970,7	13,30	33.103,0	12,35	-867,7
1995	13.951,3	5,46	16.100,5	6,01	2.149,2
1996	32.206,4	12,61	25.162,0	9,39	-7.044,4
1997	59.848,5	23,43	54.251,0	20,24	-5.597,5
1998	58.905,0	23,06	68.170,5	25,44	9.265,5
1999	54.505,9	21,33	59.749,0	22,29	5.243,1
2000	2.062,8	0,81	11.457,5	4,28	9.394,7
<b>Skupaj</b>	<b>255.450,6</b>	<b>100,00</b>	<b>267.993,5</b>	<b>100,00</b>	<b>12.542,9</b>

\* (-) - zmanjšanje primarnega denarja v obtoku

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-2000 in lastni izračuni.

**Slika 2:** Gibanje primarnega denarja v mlrd SIT



Vir: Tabela 8.

Poglavitni namen izdaje blagajniškega zapisa z nakupnim bonom je bil umikanje primarnega denarja iz obtoka. Banka Slovenije je vzela največ denarja iz obtoka leta 1996 v znesku 7 milijard tolarjev, v zadnjih treh letih (1998-2000) pa vseskozi beležimo povečano količino primarnega denarja v obtoku (v povprečju 8 milijard tolarjev na leto), saj so izplačila krepko presegala vplačila blagajniških zapisov z nakupnim bonom.

Poleg visokih presežkov v plačilni bilanci je njegovo izdajo narekovalo tudi doseženo zmanjšanje inflacije. Za razliko od dvodelnih blagajniških zapisov, ki so temeljili na ocenah investitorjev o možnih tečajnih dobičkih, so se pri tem zapisu ocenam o možnih tečajnih dobičkih pridružile še ocene o možnih inflacijskih dobičkih. Blagajniški zapis z nakupnim bonom je prvi instrument, ki je eksplicitno napovedal inflacijske cilje Banke Slovenije in v primeru njihovega nedoseganja je bila centralna banka pripravljena plačati razliko med napovedano in doseženo inflacijo. Ta instrument je napovedal začetek procesa deindeksacije in Banki Slovenije tudi omogočil potrebno sterilizacijo<sup>4</sup> viškov plačilne bilance in podporo tečaju. Brez tega instrumenta bi centralna banka denar v večjih količinah lahko umikala iz obtoka le po nekajkrat večjih stroških (Rant, 1995, str. 86-87).

### 3.3. BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE V TOLARJIH

Blagajniške zapise v tolarjih je Banka Slovenije izdajala na podlagi sklepa o izdajanju blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 28/91, 3/92, 38/92 in 52/98), sklepa o dajanju kratkoročnih kreditov bankam za zagotavljanje dnevne likvidnosti (Uradni list RS, št. 3/92 in 36/92) ter sklepa guvernerja Banke Slovenije. Od 10. decembra 2002 pa je v

<sup>4</sup> Pomeni prodajo tolarških blagajniških zapisov s strani Banke Slovenije, da se izniči učinek njenih nakupov deviz na količino primarnega denarja.

veljavi nov sklep o izdajanju tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št.103/02).

Blagajniški zapisi v tolarjih so kratkoročni, nematerializirani, imenski vrednostni papirji, ki jih lahko vpisujejo banke in hranilnice v svojem imenu in za svoj račun. Blagajniške zapise vplačajo na poravnalni račun Banke Slovenije, ob dospelosti pa jih centralna banka izplača skupaj z obrestmi brez posebne zahteve banke.

Banka Slovenije je izdajala 2-, 7-, 12-, 14-, 28-, 30-, 60-, 270- in 360-dnevne blagajniške zapise, sedaj pa samo še za 60 in 270 dni.

V nadaljevanju bomo blagajniške zapise v tolarjih razdelili na neserijske in serijske ter bolj podrobno predstavili in analizirali njihove značilnosti. V predstavitev bomo vključili tudi konkretne ponudbe za vpis aktualnih blagajniških zapisov (tudi 360-dnevnih, saj le-ti dospejo konec leta 2003).

### 3.3.1. Neserijski blagajniški zapisi

Neserijski blagajniški zapisi so bili 2-, 7-, 12-, 14- in 30-dnevni blagajniški zapisi.

Za vse neserijske blagajniške zapise je veljalo vpisovanje na podlagi odprte ponudbe, bili so obrestovani vrednostni papirji, skupna značilnost je bilo tudi obrestno obrestovanje na dekurzivni način po konformni obrestni meri:

$$o = G * \left( \left( 1 + \frac{r}{100} \right)^{\frac{n*366+m*365}{365*366}} * \left( 1 + \frac{R(TOM)}{100} \right)^{\frac{x}{y}} - 1 \right)$$

o - znesek obresti

G - glavnica

r - letna realna obrestna mera

n - št. dni obrestovanja v navadnem letu

m - št. dni obrestovanja v prestopnem letu

R(TOM) - mesečna revalorizacijska stopnja (mesečna temeljna obrestna mera)

x - št. dni obrestovanja v posameznem mesecu

y - dejansko št. dni v posameznem mesecu

Dne 3. maja 1995 se je začela pri vseh neserijskih blagajniških zapisih namesto "R" plus realna obrestna mera uporabljati letna nominalna obrestna mera:



$$o = G * \left( \left( 1 + \frac{p}{100} \right)^{\frac{n*366+m*365}{365*366}} - 1 \right)$$

p - letna nominalna obrestna mera

### 3.3.1.1. Dvodnevni blagajniški zapisi

Dvodnevne blagajniške zapise so vsak delovni dan, neprekinjeno od avgusta 1992, vpisovale izključno banke, hranilnicam pa je Banka Slovenije ponudila možnost vpisovanja 29. marca 2000.

**Tabela 9:** Spremembe letne obrestne mere 2-dnevnega blagajniškega zapisa

Datum	Letna obr. mera (v %)		Datum	Letna obr. mera (v %)
10.08.1992	R+6,0		29.03.2000	2,0
25.08.1992	R+2,0		01.09.2000	4,0
03.09.1992	R+1,0		14.11.2000	4,5
03.05.1995	5,0		01.12.2000	5,0
17.05.1995	2,5		12.03.2001	6,5
16.01.1998	2,4			
02.10.1998	1,7			

\*R - indeksacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2001.

Banka Slovenije je te blagajniške zapise odpravila 2. julija 2001 in jih nadomestila z odprto ponudbo za depozit čez noč.

#### 3.3.1.1.1. Depozit čez noč

Depozit čez noč je instrument odprte ponudbe, ki bankam in hranilnicam omogoča, da pri Banki Slovenije naložijo presežna likvidna sredstva. Ta sredstva lahko vežejo čez noč vsak delovni dan na podlagi plačilnega naloga in s prenosom denarnih sredstev v dobro poravnalnega računa Banke Slovenije. Vezana sredstva dobijo banke skupaj z obrestmi naslednji delovni dan zjutraj brez posebne zahteve.

Banka Slovenije s ponudbo sporoči bankam obrestno mero in druge podrobnejše pogoje za vezavo depozita čez noč. Ob uvedbi instrumenta v začetku julija 2001 je bila obrestna mera

določena na ravni 5% letno, konec oktobra se je znižala na 4,5%, konec novembra 2001 pa na 4% letno, kolikor je znašala tudi v letu 2002.

Leta 2001 so se obresti obračunavale na konformni način, od 1. januarja 2002 pa se tako kot pri vseh instrumentih denarne politike obračunavajo linearno.

**Tabela 10:** Vezava depozita čez noč po mesecih

Mesec	Leto 2001		Leto 2002	
	Znesek (v mlrd SIT)	Delež (v %)	Znesek (v mlrd SIT)	Delež (v %)
Januar	-	-	176,8	9,69
Februar	-	-	116,1	6,36
Marec	-	-	150,0	8,22
April	-	-	129,0	7,07
Maj	-	-	127,6	6,99
Junij	-	-	63,7	3,49
Julij	80,1	12,06	186,7	10,23
Avgust	57,3	8,62	74,7	4,09
September	111,4	16,77	48,3	2,65
Oktober	76,7	11,54	46,2	2,53
November	150,6	22,66	385,4	21,12
December	188,4	28,35	320,4	17,56
<b>Skupaj</b>	<b>664,5</b>	<b>100,00</b>	<b>1.824,9</b>	<b>100,00</b>

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 2001, 2002 in lastni izračuni.

Na podlagi zgornje tabele ugotovimo, da so banke največ sredstev čez noč vezale meseca novembra in decembra 2002, in sicer dobrih 21% ter 17,6% celotnega zneska v letu 2002. Velik delež v obeh mesecih je posledica priliva kupnine iz naslova prodaje farmacevtskega podjetja Lek d.d.. Celoten znesek depozita čez noč se je v letu 2002 v primerjavi z letom 2001 povečal kar 2,7-krat, vendar moramo upoštevati, da je ta instrument aktiven šele od meseca julija 2001.

### 3.3.1.2. Sedemdnevni in štirinajstdnevni blagajniški zapisi

Blagajniške zapise z ročnostjo 7 oz. 14 dni so lahko vpisovale izključno samo hranilnice in hranilno kreditne službe (HKS). S temi blagajniškimi zapisi so tako tudi hranilnice dobile možnost, da svoje likvidnostne presežke varno in donosno naložijo, saj na medbančnem večernem denarnem trgu niso mogle sodelovati.

**Tabela 11:** Spremembe letne obrestne mere 7- in 14-dnevnega blagajniškega zapisa

Datum	Letna obr. mera (v %)	
	7-dnevni TBZ	14-dnevni TBZ
31.07.1992	R+10,0	R+12,0
06.08.1992	R+8,0	R+10,0
03.09.1992	R+7,0	R+9,0
15.11.1993	R+6,0	R+8,0
13.02.1995	R+5,0	R+6,0
22.03.1995	R+4,5	R+5,5
03.05.1995	8,5	9,5
18.05.1995	5,5	6,5
28.09.1995	5,0	5,5
02.04.1996	5,0	6,0
24.10.1996	4,0	5,0
16.01.1998	3,8	4,7
27.01.1998	3,8	4,5
02.10.1998	2,7	3,3

\*R - indeksacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-1998.

Vpisovanje je bilo možno neprekinjeno od 3. avgusta 1992 do 3. aprila 2000, ko je Banka Slovenije te blagajniške zapise odpravila.

### 3.3.1.3. Dvanajstdnevni blagajniški zapisi

Blagajniški zapisi za 12 dni so bili namenjeni izključno bankam, ki so jih vpisovale v poljubnem znesku ob predhodni napovedi. Na podlagi vpisa teh blagajniških zapisov je banka pridobila tudi možnost črpanja likvidnostnega posojila za največ tri delovne dni neprekinjeno ali s prekinitvami, vendar največ do višine vpisanih blagajniških zapisov.

Blagajniški zapisi so bili aktualni od sredine septembra 1992 do 20. decembra 2001, likvidnostno posojilo pa do 31. decembra 2001.

**Tabela 12:** Spremembe letne obrestne mere 12-dnevnega blagajniškega zapisa in likvidnostnega posojila za tri dni

Datum	Letna obr. mera (v %)	
	12-dnevni TBZ	Likv.pos. za 3 dni
17.09.1992	R+5,0	R+5,0
24.01.1994	R+7,0	R+7,0
18.11.1994	R+4,5	R+7,0
09.03.1995	R+4,0	R+7,0
21.03.1995	R+3,5	R+5,5
03.05.1995	7,5	9,5
17.05.1995	5,5	7,5
02.04.1996	6,0	8,0
24.10.1996	5,0	7,0
16.01.1998	4,7	7,0
27.01.1998	4,5	7,0
02.10.1998	3,2	5,7
29.03.2000	4,0	7,0
01.09.2000	6,0	9,0
14.11.2000	6,5	9,5
01.12.2000	7,0	10,0
12.03.2001	8,5	11,0
27.07.2001	8,5	12,0
29.10.2001	7,0	12,0
03.12.2001	6,5	12,0

\*R - indeksacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2001.

Iz tabele 12 je razvidno, da je bila obrestna mera za likvidnostno posojilo za tri dni, črpano na osnovi dvanajstdnevnega blagajniškega zapisa, do sredine novembra 1994 enaka obrestni meri za vpisane blagajniške zapise. Takrat pa se je obrestna mera blagajniškega zapisa znižala, obrestna mera za likvidnostno posojilo je ostala nespremenjena, tako da je bila slednja 2,5 odstotne točke nad obrestno mero blagajniškega zapisa.

V naslednjih letih se je razlika med obrestnima merama gibala med dvema in tremi odstotnimi točkami, konec julija 2001 pa je znašala 3,5 odstotne točke. Nato se je do konca leta 2001 zaradi zniževanja obrestne mere blagajniškega zapisa in nespremenljivosti obrestne mere likvidnostnega posojila povečevala in nazadnje znašala kar 5,5 odstotne točke.

Od druge polovice novembra 1994 pa vse do konca leta 2001 so bili tako pogoji koriščenja posojila za banke bistveno manj ugodni kot prvi dve leti obstoja obeh instrumentov.

**Tabela 13:** Črpanje likvidnostnega posojila za tri dni v mio SIT

Leto	Likv.posojilo za 3 dni	Leto	Likv.posojilo za 3 dni
1992	8,1	1997	13.280,0
1993	5,0	1998	22.180,0
1994	13.455,0	1999	42.600,0
1995	399,0	2000	16.130,0
1996	2.050,0	2001	24.500,0

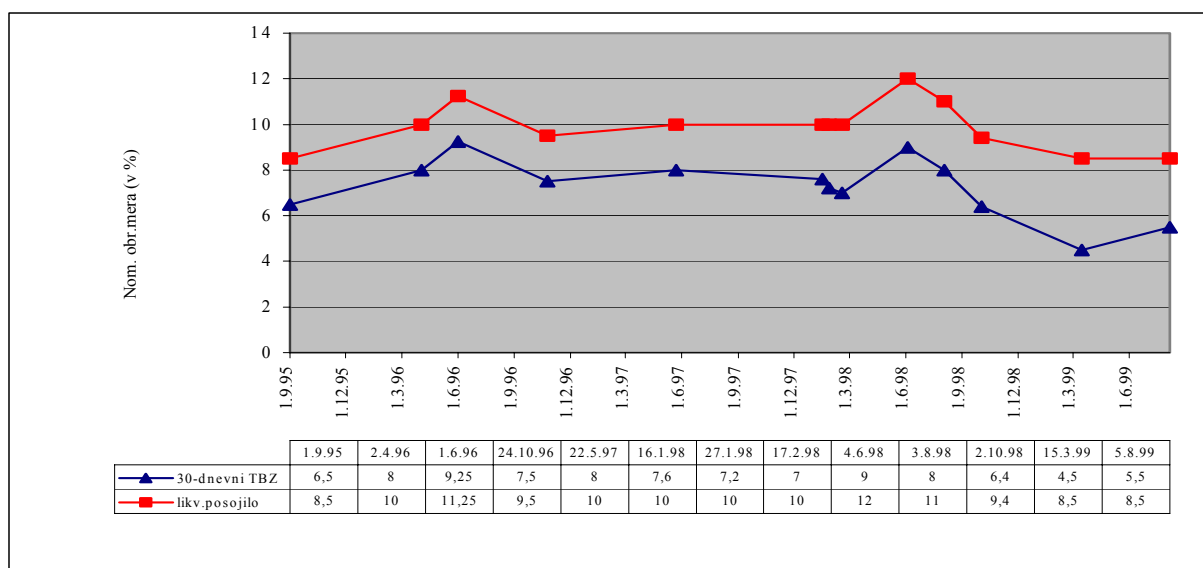
Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2001.

Črpanje likvidnostnega posojila je bilo po posameznih letih zelo različno. V letih 1992 in 1993 je bil znesek koriščenja posojila izredno majhen zaradi nizkega vpisa 12-dnevnih blagajniških zapisov. Od leta 1995 do 1999 se je znesek povečeval in leta 1999 dosegel največjo vrednost. Že v naslednjem letu ugotovimo zmanjšanje za več kot 60%, v letu 2001 pa porast za dobrih 50% v primerjavi z letom 2000.

### 3.3.1.4. Tridesetdnevni blagajniški zapisi

Blagajniški zapisi za 30 dni so bili kot 12-dnevni namenjeni samo bankam, ki so jih vpisovale ob predhodni napovedi v zneskih zaokroženih na milijon tolarjev. Z vpisom teh blagajniških zapisov so banke pridobile možnost črpanja likvidnostnega posojila za največ pet delovnih dni neprekinjeno ali s prekinitvami, vendar največ do višine vpisanih blagajniških zapisov.

**Slika 3:** Spremembe letne nominalne obrestne mere tridesetdnevnega blagajniškega zapisa in likvidnostnega posojila za pet dni



Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1995-1999.

Iz slike 3 ugotovimo, da je bila ob uvedbi 30-dnevnega blagajniškega zapisa leta 1995 letna nominalna obrestna mera 6,5% in se do konca leta ni spreminjala. Prav tako je tudi obrestna mera za likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov v tem letu ostala nespremenjena, bila je za 2 odstotni točki višja od obrestne mere blagajniškega zapisa. Razlika med obrestnima merama je v naslednjih dveh letih ostala na ravni dveh odstotnih točk, v letu 1998 se je zaradi znižanja obrestne mere blagajniškega zapisa povečala na 3 odstotne točke. V prvi polovici leta 1999 je porasla celo na 4 odstotne točke, vendar se je že čez malomanj kot pol leta vrnila na prejšnjo raven.

**Tabela 14:** Črpanje likvidnostnega posojila za pet dni v mio SIT

Leto	Likv.posojilo za 5 dni		Leto	Likv.posojilo za 5 dni
1995	0		1998	20.550
1996	0		1999	25.670
1997	0		2000	700

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1995-2000.

V prvih treh letih obstoja likvidnostnega posojila za pet dni zanj ni bilo zanimanja, kar sovпада z majhnim vpisom blagajniških zapisov za 30 dni (v letu 1996 celo ni bilo vpisa). Znesek črpanega posojila je v letu 1998 znašal 20,5 milijarde tolarjev, v letu 1999 pa še za 5 milijard več. V zadnjem letu je bilo črpanja zelo malo zaradi istega razloga kot v letih 1995-1997, poleg tega sta bila oba instrumenta leta 2000 aktualna samo tri mesece.

Banka Slovenije je začela z izdajanjem 30-dnevnih blagajniških zapisov v septembru 1995 in jih po štirih letih in pol oz. točneje 3. aprila 2000 odpravila, likvidnostno posojilo pa že konec marca 2000.

Za konec analize neserijskih blagajniških zapisov bomo predstavili še vsa vplačila in izplačila teh blagajniških zapisov v celotnem obdobju njihovega obstoja ter gibanje primarnega denarja.

**Tabela 15:** Vplačila in izplačila neserijskih blagajniških zapisov v tolarjih v mio SIT

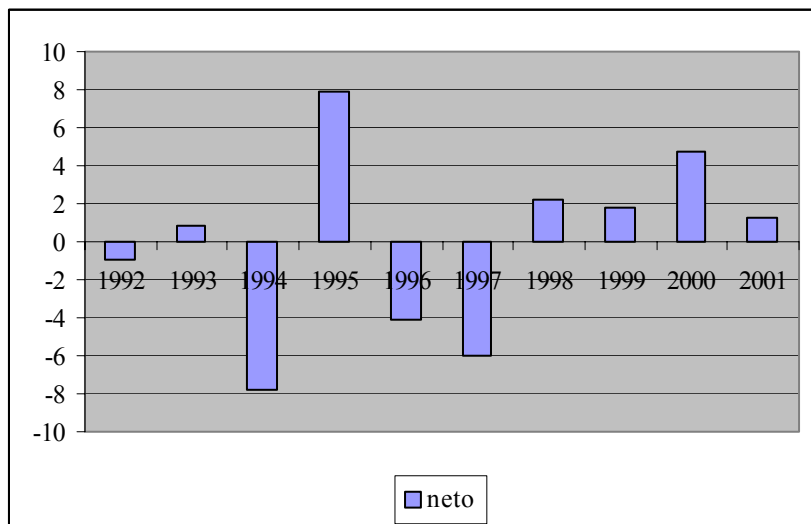
Leto	Vplačila					Izplačila					Neto*
	2-dnevni	7- in 14-dnevni	12-dnevni	30-dnevni	Skupaj	2-dnevni	7- in 14-dnevni	12-dnevni	30-dnevni	Skupaj	
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10=6+7+8+9	
1992	15.140,0	3.424,5	1.057,0	-	19.621,5	14.670,0	3.059,0	962,0	-	18.691,0	-930,5
1993	3.790,0	28.481,7	803,0	-	33.074,7	4.260,0	28.759,2	898,0	-	33.917,2	842,5
1994	21.200,0	2.939,5	49.492,0	-	73.631,5	20.400,0	2.809,5	42.609,0	-	65.818,5	-7.813,0
1995	57.650,0	3.946,0	74.349,0	5,0	135.950,0	58.450,0	4.164,0	81.232,0	5,0	143.851,0	7.901,0
1996	31.499,0	77,0	4.031,0	0,0	35.607,0	29.359,0	12,0	2.181,0	0,0	31.552,0	-4.055,0
1997	213.020,0	363,0	27.150,0	2.628,0	243.161,0	210.360,0	428,0	26.100,0	320,0	237.208,0	-5.953,0
1998	272.450,0	160,0	59.850,0	69.560,0	402.020,0	273.080,0	130,0	62.750,0	68.288,0	404.248,0	2.228,0
1999	197.410,0	60,0	77.850,0	32.380,0	307.700,0	201.510,0	90,0	72.780,0	35.160,0	309.540,0	1.840,0
2000	148.615,0	0,0	50.030,0	3.350,0	201.995,0	148.335,0	0,0	54.220,0	4.150,0	206.705,0	4.710,0
2001	138.070,0	-	462.770,0	-	600.840,0	138.420,0	-	463.650,0	-	602.070,0	1.230,0
<b>Skupaj</b>	<b>1.098.844,0</b>	<b>39.451,7</b>	<b>807.382,0</b>	<b>107.923,0</b>	<b>2.053.600,7</b>	<b>1.098.844,0</b>	<b>39.451,7</b>	<b>807.382,0</b>	<b>107.923,0</b>	<b>2.053.600,7</b>	<b>0,0</b>

\* (-) - zmanjšanje primarnega denarja v obtoku

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2001 in lastni izračuni.

Na podlagi tabele 15 lahko ugotovimo, da je bilo v desetih letih obstoja neserijskih blagajniških zapisov največ vplačil 2-dnevnih blagajniških zapisov, njihov delež je znašal 53,5%. Sledili so 12-dnevni z 39,3 % in 30-dnevni, katerih delež vplačil je znašal 5,3%. Delež blagajniških zapisov, ki so jih vpisovale le hranilnice (7- in 14-dnevni), je bil samo 1,9%.

**Slika 4:** Gibanje primarnega denarja v mlrd SIT



Vir: Tabela 15.

Iz slike 4 je razvidno, da je bilo gibanje primarnega denarja po posameznih letih zelo raznoliko. Banka Slovenije je na podlagi neserijskih blagajniških zapisov vzela največ primarnega denarja iz obtoka leta 1994, 7,8 milijarde tolarjev (pretežni del zaradi vplačil 12-dnevnih blagajniških zapisov) in 6 milijard tolarjev leta 1997. V zadnjih štirih letih je centralna banka z neserijskimi blagajniškimi zapisi vsako leto povečala količino primarnega denarja v obtoku.

### 3.3.2. Serijski blagajniški zapisi

Med serijske blagajniške zapise sodijo 28-, 60-, 270- in 360-dnevni blagajniški zapisi, izmed katerih pa Banka Slovenije izdaja samo še z dospelostjo 60 in 270 dni.

Skupna značilnost vseh serijskih blagajniških zapisov je, da jih (je) Banka Slovenije izdaja(la) v serijah v apoenih oz. lotih z nominalno vrednostjo 10.000.000 tolarjev.

#### 3.3.2.1. Blagajniški zapisi za 28 dni

Blagajniški zapisi z ročnostjo 28 dni so bili diskontni vrednostni papirji in so jih vpisovale samo banke. Bili so tudi prenosljivi (le med bankami), razen zadnjih pet dni pred dospelostjo.



Banka Slovenije je blagajniške zapise prodajala na rednih tedenskih licitacijah (vsak ponedeljek) in na njih ponujala 200 oz. 300 lotov (2 oz. 3 milijarde tolarjev po nominalni vrednosti blagajniških zapisov).

Banke so ceno blagajniškega zapisa licitirale v odstotkih na tri decimalna mesta od njegove nominalne vrednosti, in sicer od izklicne cene navzgor (do 15. marca 1999 od cene, ki je praviloma ustrezala obrestni meri dvomesečnega blagajniškega zapisa - to je bila hkrati maksimalna obrestna mera).

Izklicna obrestna mera za 28-dnevne blagajniške zapise je bila torej do 15. marca 1999 7,8%, nato je bila znižana na 6,1 %, od 9. avgusta istega leta pa je bila na ravni 6,5%.

Banka Slovenije je izbirala ponudbe po ameriški metodi razdeljevanja od najvišje ponujenega odstotka navzdol do tistega, ki s ponujeno količino zapolni kvoto za prodajo blagajniških zapisov. Če je bila pri istem ponujenem odstotku vsota ponudb presežena, se je preostala količina do zapolnitve kvote porazdelila med banke proporcionalno glede na velikost ponudbe. Posamezna banka je centralni banki lahko poslala največ tri ločene protiponudbe, njihov seštevek pa ni smel presegati 50% skupno ponujene kvote.

Kot smo že omenili, gre za diskontne blagajniške zapise (banke ob dospelosti dobijo izplačano nominalno vrednost blagajniškega zapisa), značilno je bilo dekurzivno diskontiranje z metodo obrestnoobrestnega računa:

$$DV = NV * \left( \left( \frac{100}{100 + p'} \right)^{\frac{n*366+m*365}{365*366}} \right)$$

DV - diskontirana vrednost

NV - nominalna vrednost

p' - povprečna ponderirana obrestna mera

n - št. dni obrestovanja v navadnem letu

m - št. dni obrestovanja v prestopnem letu

Povprečna ponderirana obrestna mera se izračuna tako, da pri obrestni meri, ki ustreza neki izlicitirani ceni blagajniškega zapisa, seštejemo realizirane lote vseh bank pri tej obrestni meri in nato vsoto lotov delimo s številom vseh realiziranih lotov na posamezni avkciji. Tako dobimo določen ponder, ki ga pomnožimo s to "izlicitirano" obrestno mero. Ta postopek ponovimo pri vseh obrestnih merah, zneske seštejemo in dobimo povprečno ponderirano obrestno mero.

Prva serija teh blagajniških zapisov je bila izdana 22. septembra 1998, zadnja pa 21. marca 2000. Skupaj je bilo izdanih 79 serij, 15 v letu 1998, 52 v letu 1999 in 12 leta 2000.

### 3.3.2.2. Dvomesečni (60-dnevni) blagajniški zapisi

Ti blagajniški zapisi so obrestovani vrednostni papirji in jih na podlagi odprte ponudbe, vezane na posamezno serijo, lahko vpisujejo banke in od decembra 1996 tudi hranilnice po teoretični vrednosti na dan vpisa, ki je glavnica z dnevno pripisanimi obrestmi od dneva izdaje.

Dvomesečni blagajniški zapisi so prav tako prenosljivi med bankami in hranilnicami, razen zadnjih deset dni pred dospelostjo in z upoštevanjem omejitve, da mora biti posamezna banka oz. hranilnica lastnik blagajniškega zapisa vsaj dvajset dni. S tem pogojem je tako sprememba lastništva možna samo dvakrat.

**Tabela 16:** Spremembe letne obrestne mere dvomesečnega blagajniškega zapisa

Datum	Letna obr. mera (v %)	Datum	Letna obr. mera (v %)	Datum	Letna obr. mera (v %)
10.12.1994	R+7,00	16.01.1998	12,50	12.03.2001	11,00
10.02.1995	R+6,00	17.02.1998	12,00	02.11.2001	9,00
10.03.1995	R+5,25	04.05.1998	11,50	03.12.2001	8,50
10.04.1995	R+5,00	28.05.1998	11,25	21.12.2001	8,00
11.05.1995	R+4,50	16.06.1998	11,00	03.01.2002	7,50
09.06.1995	R+4,00	03.08.1998	10,00	31.01.2002	7,75
10.07.1995	R+3,75	15.09.1998	9,70	29.03.2002	8,00
01.09.1995	TOM+3,25	01.10.1998	9,00	30.04.2002	8,25
16.10.1995	TOM+3,00	05.10.1998	7,80	16.05.2002	8,75
15.12.1995	TOM+2,50	31.03.1999	7,00	12.12.2002	8,25
01.04.1996	TOM+3,50	01.03.2000	7,50	12.03.2003	7,50
22.05.1997	TOM+4,00	15.03.2000	8,00	14.05.2003	7,25
01.08.1997	TOM+4,25	01.09.2000	8,50	11.06.2003	6,50
01.10.1997	14,50	14.11.2000	9,25		
15.12.1997	13,25	01.12.2000	10,00		
31.12.1997	13,00				

\* R , TOM (temeljna obrestna mera) - indeksacijska klavzula oz. tolarska revalorizacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-2003.

Obrestovanje dvomesečnih blagajniških zapisov je dekurzivno. Do 1. januarja 2002 se je uporabljalo obrestno obrestovanje po konformni obrestni meri (izračun obresti je bil identičen izračunu pri neserijskih blagajniških zapisih, namesto "R" je bil nekaj časa v veljavi tudi

TOM), nato pa se je začel uporabljati navadni obrestni račun in s tem t.i linearna obrestna mera.

Izračun obresti po metodi navadnega obrestnega računa:

$$o = \frac{G * p * d}{36000}$$

o - znesek obresti

G - glavnica

p - letna nominalna obrestna mera oz. linearna obrestna mera

d - št. dni obrestovanja

Centralna banka je prvo serijo blagajniškega zapisa za 60 dni izdala v decembru leta 1994 zaradi ugodne likvidnosti v bančnem sistemu, ki je bila predvsem posledica izplačila prve izdaje blagajniškega zapisa z nakupnim bonom. Do septembra 1995 je Banka Slovenije izdajala novo serijo teh zapisov enkrat mesečno, od septembra 1995 do prve polovice leta 2002 dvakrat na mesec, nato pa je prešla na tedenske izdaje.

V nadaljevanju je prikazan primer neposredne ponudbe za vpis dvestosedemnajste serije teh blagajniških zapisov (izdana 8. aprila 2003).

#### 3.3.2.2.1. Neposredna ponudba za vpis dvomesečnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih

To ponudbo je izdala Banka Slovenije na podlagi sklepa o izdajanju tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 103/02), sklepa guvernerja z dne 7.4.2003 in sklepa likvidnostne komisije Sveta Banke Slovenije (Interna gradiva Banke Slovenije, 2003).

1. Banka Slovenije daje bankam in hranilnicam, ki imajo dovoljenje za poslovanje (v nadaljevanju banke), možnost, da od 8.4.2003 dalje vpisujejo dvestosedemnajsto serijo dvomesečnih blagajniških zapisov v tolarjih v apoenih po 10.000.000 tolarjev in do zneska, ki ga banke vpišejo.
2. Blagajniški zapisi so prenosljivi, imenski, serijski vrednostni papirji, ki jih banke vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun. Prenosljivi so le med bankami, vendar le v obdobju do zadnjih deset dni pred dospelostjo.
3. Vpisani blagajniški zapisi po tej ponudbi se obrestujejo po obrestni meri 7,5% letno. Obresti se obračunavajo na linearni način in plačajo banki ob dospelosti.

4. Dvestosedemnajsta serija dvomesečnih blagajniških zapisov, izdana 8.4.2003, se vpisuje z rokom dospelosti 5.6.2003. Cena za vpis zapisa se spreminja od dneva izdaje do dneva vplačila zaradi dnevnega pripisa obresti. Banka Slovenije za vsako novo izdano serijo objavlja dnevne vrednosti blagajniških zapisov.
5. Banka, ki sprejme v tej ponudbi določene pogoje, pošlje Banki Slovenije ponudbo za vpis zapisov vsak dan za tekoči dan najkasneje do 13. ure na telefaks. V ponudbi banka sporoči: oznako in datum ponudbe, datum vpisa, teoretično vrednost na dan vpisa, število lotov, ki jih namerava vpisati, skupni znesek blagajniških zapisov, ki jih namerava vplačati, številko telefaksa za odgovor ter ime in priimek kontaktne osebe.
6. Banka vplača blagajniške zapise po tej ponudbi na poravnalni račun Banke Slovenije.
7. Blagajniški zapisi, ki so predmet prodaje, so izdani v nematerialni obliki in bodo knjiženi na posebnem računu pri Banki Slovenije. Banka Slovenije izda zapis tako, da banki pošlje potrdilo o vpisanih blagajniških zapisih. Ob dospelosti Banka Slovenije izplača blagajniške zapise skupaj z obrestmi brez posebne zahteve banke.
8. Banka Slovenije obvesti banko o sklenitvi posla do 14. ure na dan, ko prejme ponudbo.
9. Banka, ki kupi blagajniške zapise na sekundarnem trgu, obvesti Banko Slovenije o nakupu blagajniških zapisov na posebnem obrazcu. Banka pošlje Banki Slovenije obvestilo na dan nakupa na telefaks.
10. Če banka ravna v nasprotju s to ponudbo ter veljavnimi predpisi, ji Banka Slovenije lahko prepove sodelovanje pri ponudbah za vpis blagajniških zapisov do enega meseca, zaračuna zamudne obresti in morebitne stroške oz. uporabi druge zakonite ukrepe.

### 3.3.2.3. 270-dnevni blagajniški zapisi

Značilno zanje je, da so diskontni in prenosljivi vrednostni papirji. Prenosljivi so le med bankami, ki so obveznice obveznih rezerv, razen zadnjih deset dni pred dospelostjo.

Z izdajanjem blagajniških zapisov za 270 dni je Banka Slovenije pričela 17. februarja 1997 in so jih lahko vpisovale banke in hranilnice na podlagi odprte ponudbe. Sredi februarja 2001 je bilo začasno ukinjeno vpisovanje teh blagajniških zapisov, a so jih banke in hranilnice lahko ponovno vpisovale na podlagi odprte ponudbe od junija do novembra 2001, toda večjega zanimanja ni bilo. Konec novembra 2001 so bili 270-dnevni blagajniški zapisi po odprti ponudbi ukinjeni, uvedena pa je bila prodaja prek avkcij.

Na avkcijah lahko sodelujejo le banke, ki imajo na dan avkcije stanje v začasnem odkupu deviz pri Banki Slovenije. Prva avkcija je bila opravljena 22. novembra 2001 po nizozemski metodi razdeljevanja. Gre za metodo, pri kateri so vse ponudbe sprejete po enotni ceni, ki še zapolni ponujeno kvoto za prodajo blagajniških zapisov. Izbrane ponudbe se tako realizirajo po enotnem sprejetem odstotku od nominalne vrednosti blagajniškega zapisa.

Pri vseh nadaljnjih avkcijah (je) Banka Slovenije izbira(la) ponudbe tako kot pri blagajniškemu zapisu za 28 dni po ameriški metodi razdeljevanja. Banka lahko pošlje največ tri ločene protiponudbe, katerih seštevki ne sme presegati 100% skupno ponujene kvote blagajniških zapisov.

Število avkcij je bilo po posameznih mesecih različno. Do junija 2002 sta bili mesečno izvedeni 2 avkciji (februarja 3), nato 4 na mesec, tako da so bile v letu 2001 izvedene 4, leta 2002 pa 39 avkcij. Banka Slovenije je na posameznih avkcijah ponujala različno število lotov. Na vseh štirih avkcijah leta 2001 je ponudila po 500 lotov, v letu 2002 pa med 500 in 2000 lotov.

**Tabela 17:** Spremembe letne obrestne mere blagajniškega zapisa za 270 dni

Datum	Letna obr. mera (v %)	Datum	Letna obr. mera (v %)
17.02.1997	TOM+4,50	14.06.2001	11,50
22.05.1997	TOM+5,00	23.11.2001	13,50
14.08.1997	TOM+5,50	30.11.2001	10,83
15.12.1997	TOM+5,00	14.12.2001	10,08
17.02.1998	TOM+4,00	15.01.2002	9,00
16.06.1998	TOM+3,00	29.03.2002	10,00
15.09.1998	10,78	13.12.2002	9,50
02.10.1998	9,33	12.03.2003	8,75
13.11.1998	9,50	14.05.2003	8,25
15.03.1999	9,00	13.06.2003	7,50
01.09.2000	9,50		
14.11.2000	10,25		
01.12.2000	11,00		

\* TOM - tolarska revalorizacijska klavzula

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1997-2003.

Blagajniški zapisi za 270 dni so imeli sprva obrestno mero vezano na TOM, sredi septembra 1998 pa je Banka Slovenije ponudila tudi blagajniške zapise z nominalno obrestno mero. Konec leta 1998 je bila ukinjena možnost vpisovanja blagajniškega zapisa z indeksirano obrestno mero (TOM), tako da je bil nadalje možen samo vpis z nominalno obrestno mero, in sicer vse do prve avkcije v novembru 2001. Do takrat so bili blagajniški zapisi za 270 dni

obrestovani vrednostni papirji, v veljavi je bilo obrestno obrestovanje na dekurzivni način po konformni obrestni meri (obrestovanje je bilo enako kot pri neserijskih blagajniških zapisih).

Z uvedbo avkcij pa so blagajniški zapisi postali diskontni vrednostni papirji (obrestna mera v tabeli 17 predstavlja od novembra 2001 maksimalno obrestno mero, ki ustreza najnižjemu izklicnemu odstotku od nominalne vrednosti blagajniškega zapisa). Uvedeno je bilo dekurzivno diskontiranje, postopek poteka po metodi navadnega obrestnega računa:

$$DV = \frac{36000 * NV}{36000 + p' * d}$$

DV - diskontirana vrednost

NV - nominalna vrednost

p' - povprečna ponderirana obrestna mera

d - št. dni obrestovanja

Povprečna ponderirana obrestna mera se izračuna na enak način kot pri blagajniških zapisih za 28 dni.

#### 3.3.2.3.1. Ponudba za nakup blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih za 270 dni

Banka Slovenije je ponudbo izdala na podlagi sklepa o izdajanju tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 103/02), sklepa guvernerja z dne 27.3.2003 in sklepa likvidnostne komisije Sveta Banke Slovenije (Interna gradiva Banke Slovenije, 2003).

1. Banka Slovenije prodaja prek avkcije petinpetdeseto serijo blagajniških zapisov v tolarjih za 270 dni v apoenih po 10.000.000 tolarjev. Nominalna vrednost blagajniškega zapisa pomeni obveznost Banke Slovenije ob dospelosti.
2. Petinpetdeseta serija teh zapisov je izdana 31.3.2003 z dospelostjo 30.12.2003.
3. Blagajniški zapis je diskontni, imenski, serijski vrednostni papir, ki ga banke vpišejo v svojem imenu in za svoj račun. Prenosljiv je le med bankami, ki so obveznice obveznih rezerv, razen zadnjih deset dni pred dospelostjo.
4. Blagajniški zapis se vplača z diskontom v tolarjih, obresti se obračunajo na linearen način.
5. Blagajniški zapis je izdan v nematerialni obliki in se knjiži na posebnem računu pri Banki Slovenije. Banka Slovenije pošlje banki potrdilo o vpisanem blagajniškem zapisu, ob dospelosti pa izplača blagajniški zapis zadnjemu lastniku brez posebne zahteve banke.

6. Banka, ki kupi blagajniški zapis na sekundarnem trgu, obvesti Banko Slovenije na posebnem obrazcu in pošlje Banki Slovenije na telefaks obvestilo na dan nakupa.
7. Banka Slovenije ponuja bankam vpis 500 lotov zapisov v skupni nominalni vrednosti 5.000.000.000 tolarjev. En lot je en apoen blagajniškega zapisa z nominalno vrednostjo 10.000.000 tolarjev. Protiponudbe pošljejo banke dne 28.3.2003.
8. Banka licitira ceno blagajniškega zapisa v odstotku na tri decimalna mesta od nominalne vrednosti le-tega, in sicer od najmanj 93,756% navzgor. Najnižji izklicni odstotek predstavlja maksimalno obrestno mero v višini 8,75% letno.
9. Banka, ki sprejme v tej ponudbi določene pogoje, pošlje Banki Slovenije protiponudbo na posebnem obrazcu dne 28.3.2003 med 9.00 in 10.30 uro samo na telefaks določene številke in v njej sporoči: število lotov, ki jih kupuje, odstotek vrednosti blagajniških zapisov na tri decimalna mesta, ime, telefon in telefaks kontaktne osebe.
10. Banka lahko pošlje največ tri ločene protiponudbe, skupen seštevek protiponudb banke pa ne sme presežati 100% skupno ponujene kvote blagajniških zapisov.
11. Banka Slovenije ne bo upoštevala protiponudb, ki bodo poslane na drug telefaks ali izven določenega časa. Če je določena telefaks linija zasedena, lahko banka sporoči protiponudbo po telefonu, a le v navedenem času in z naknadno potrditvijo ponudbe po telefaksu še isti dan do 11. ure.
12. Banka Slovenije izbira ponudbe po ameriški metodi razdeljevanja od najvišje ponujenega odstotka navzdol do tistega, ki s ponujeno količino zapolni ponujeno kvoto za prodajo blagajniških zapisov. Če je pri istem ponujenem odstotku vsota ponudb presežena, se preostala količina do zapolnitve kvote porazdeli med banke proporcionalno glede na velikost ponudbe. Izbrane ponudbe se realizirajo po ponujenih odstotkih od nominalne vrednosti blagajniškega zapisa. Banka Slovenije o izboru ponudb obvesti banke na dan avkcije do 14. ure in vsem bankam sporoči rezultate avkcije, ponderirano povprečno ceno in obrestno mero blagajniškega zapisa pri tej ceni.
13. Posel nakupa in prodaje je sklenjen, ko Banka Slovenije obvesti banko o sprejetju njene ponudbe. Banka dne 31.3.2003 Banki Slovenije nakaže vrednost kupljenih blagajniških zapisov na poravnalni račun Banke Slovenije.
14. Če banka ravna v nasprotju s to ponudbo ter veljavnimi predpisi, ji Banka Slovenije lahko prepove sodelovanje pri ponudbah za vpis blagajniških zapisov do enega meseca, zaračuna zamudne obresti in morebitne stroške oz. uporabi tudi druge zakonite ukrepe.

V času nastajanja diplomskega dela so v Banki Slovenije spremenili predmet licitacije 270-dnevnega blagajniškega zapisa. Tako sedaj banke licitirajo obrestno mero blagajniškega zapisa na dve decimalni mesti od vključno 7,50% letno navzdol in ne več cene blagajniškega zapisa (glej 8. točko ponudbe).

#### 3.3.2.4. 360-dnevni blagajniški zapisi

Gre za blagajniške zapise z najdaljšo ročnostjo in so obrestovani ter kot edini izmed serijskih blagajniških zapisov neprenosljivi vrednostni papirji. Vpisovanje je bilo možno na podlagi odprte ponudbe po teoretični vrednosti.

Možnost vpisa blagajniških zapisov z ročnostjo 360 dni so imele le banke, katerih povprečno stanje začasno prodanih deviz za 7 dni pri Banki Slovenije je bilo v trimesečnem obdobju pred ponudbo večje od nič. Banke so lahko vpisale blagajniške zapise največ do višine tega stanja.

Z uvedbo tega začasnega instrumenta je Banka Slovenije nadgradila obstoječi sistem za sterilizacijo denarnih učinkov iz deviznih pritokov zaradi realizacije prevzema Leka s strani švicarske farmacevtske družbe Novartis.

Banka Slovenije je prvo serijo izdala 4. novembra 2002, v istem letu nato še tri, zadnjo peto serijo pa 3. januarja 2003. Skupni znesek vpisanih blagajniških zapisov vseh petih serij je znašal 220,1 milijarde tolarjev.

Pri vseh izdajah je bila obrestna mera tega blagajniškega zapisa določena v odvisnosti od povprečne ponderirane izlicitirane obrestne mere 270-dnevnega blagajniškega zapisa na zadnji avkciji le-teh in je bila za 2 odstotni točki višja od nje. Obrestovanje blagajniških zapisov za 360 dni je enako kot pri dvomesečnih blagajniških zapisih po metodi navadnega obrestnega računa.

**Tabela 18:** Spremembe letne nominalne obrestne mere blagajniškega zapisa z ročnostjo 360 dni

Datum	Letna obr. mera (v %)
04.11.2002	12,00
02.12.2002	11,91
13.12.2002	11,50

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 2002.



#### 3.3.2.4.1. Neposredna ponudba za vpis 360-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih

Ponudbo je izdala Banka Slovenije na podlagi sklepa o izdajanju tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 103/02), sklepa guvernerja z dne 31.12.2002 in sklepa likvidnostne komisije Sveta Banke Slovenije (Interna gradiva Banke Slovenije, 2002).

1. Banka Slovenije daje bankam možnost, da od 3.1.2003 do vključno 13.1.2003 vpisujejo peto serijo 360-dnevnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih v apoenih po 10.000.000 tolarjev in v znesku, ki ga banke vpišejo. Blagajniški zapisi so izdani v več serijah, to je zadnja serija.
2. Blagajniške zapise lahko vpisujejo banke, ki so v tromesečju pred to ponudbo (oktober, november, december) začasno prodajale devize Banki Slovenije (upošteva se datum valutacije posla).
3. Posamezna banka lahko v vseh ponujenih serijah vpiše blagajniške zapise največ do višine njenega povprečnega stanja začasno prodanih deviz z obveznim povratnim odkupom v obdobju iz druge točke te ponudbe.
4. Blagajniški zapisi so neprenosljivi, imenski, serijski vrednostni papirji, ki jih banke vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun.
5. Vpisani blagajniški zapisi po tej ponudbi se obrestujejo po obrestni meri 11,5% letno. Obresti se obračunajo in plačajo banki ob dospelosti.
6. Peta serija 360-dnevnih blagajniških zapisov, izdana 3.1.2003, se vpisuje z rokom dospelosti 29.12.2003. Cena za vpis se spreminja od dneva izdaje do dneva vplačila zaradi dnevnega pripisa obresti. Banka Slovenije bo za vsako novo izdano serijo objavila dnevne vrednosti blagajniških zapisov.

Točke 7, 8, 9, 10, 11 te ponudbe so identične točkam 5, 6, 7, 8, 10 iz že predstavljene neposredne ponudbe za vpis dvomesečnih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih.

Tako kot pri neserijskih sledi tudi pri serijskih blagajniških tabelarni prikaz vplačil in izplačil ter gibanje primarnega denarja.

**Tabela 19:** Vplačila in izplačila serijskih blagajniških zapisov v mio SIT

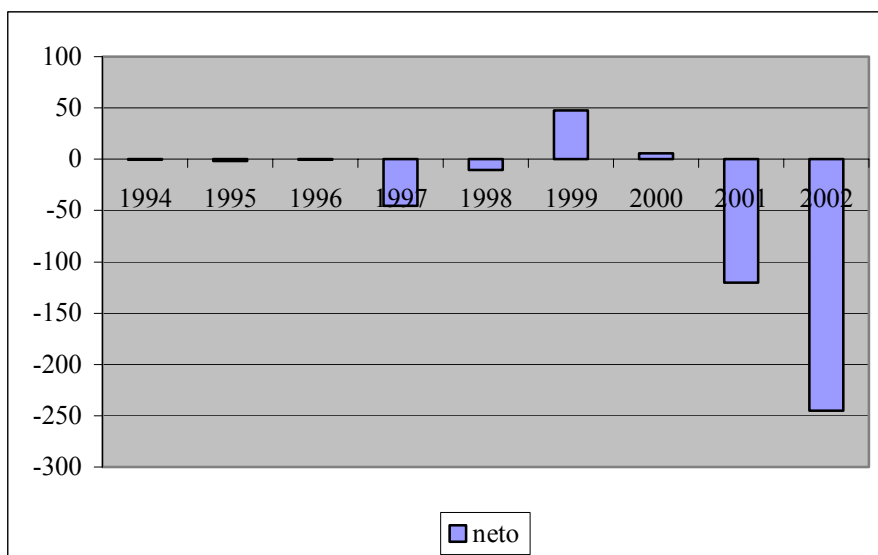
Leto	Vplačila					Izplačila					Neto*
	28-dnevni	60-dnevni	270-dnevni	360-dnevni	Skupaj	28-dnevni	60-dnevni	270-dnevni	360-dnevni	Skupaj	11=10-5
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10=6+7+8+9	
1994	-	341,3	-	-	341,3	-	0,0	-	-	0,0	-341,3
1995	-	32.165,0	-	-	32.165,0	-	30.320,0	-	-	30.320,0	-1.845,0
1996	-	6.938,0	-	-	6.938,0	-	6.257,5	-	-	6.257,5	-680,5
1997	-	128.515,1	25.596,9	-	154.112,0	-	106.754,5	1.843,8	-	108.598,3	-45.513,7
1998	27.687,3	148.117,1	50.624,0	-	226.428,4	22.000,0	152.667,6	41.301,3	-	215.968,9	-10.459,5
1999	22.357,8	47.673,5	27.393,7	-	97.425,0	28.330,0	67.749,6	48.780,1	-	144.859,7	47.434,7
2000	298,6	15.846,0	7.439,3	-	23.583,9	300,0	12.340,0	16.919,2	-	29.559,2	5.975,3
2001	-	260.448,3	37.125,7	-	297.574,0	-	175.303,0	2.209,4	-	177.512,4	-120.061,6
2002	-	479.930,0	220.582,2	164.149,7	864.661,9	-	511.134,2	108.704,4	0,0	619.838,6	-244.823,3
<b>Skupaj</b>	<b>50.343,7</b>	<b>1.119.974,3</b>	<b>368.761,8</b>	<b>164.149,7</b>	<b>1.703.229,5</b>	<b>50.630,0</b>	<b>1.062.526,4</b>	<b>219.758,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1.332.914,6</b>	<b>-370.314,9</b>

\* (-) - zmanjšanje primarnega denarja v obtoku

Vir: Interna gradiva Banke Slovenije, 1994-2002 in lastni izračuni.

Kot vidimo iz tabele 19, je bilo v letih 1994-2002 največ vplačil 60-dnevnih blagajniških zapisov, kar 65,8%. Nato so sledili blagajniški zapisi z ročnostjo 270 dni, njihov delež je znašal 21,7% in pa 360-dnevni (čeprav so se pojavili šele novembra 2002) - 9,6%. Delež 28-dnevnih blagajniških zapisov je bil najmanjši, znašal je le 2,9%. Naj omenimo tudi, da je bilo samo v letu 2002 vplačanih več kot 50% vseh vplačanih serijskih blagajniških zapisov v teh devetih letih.

**Slika 5:** Gibanje primarnega denarja v mlrd SIT



Vir: Tabela 19.

Na podlagi slike 5 lahko ugotovimo, da je bilo s serijskimi blagajniškimi zapisi po posameznih letih vzetega iz obtoka bistveno več primarnega denarja kot pa z neserijskimi. Največ primarnega denarja je bilo vzetega iz obtoka leta 2002, skoraj 245 milijard tolarjev (izključno zaradi vplačil 270- in 360-dnevnih blagajniških zapisov) in pa 120 milijard tolarjev leta 2001 (kot posledica vplačil blagajniških zapisov z ročnostjo 60 in 270 dni).

### 3.3.3. Pomen in uporaba instrumenta

Blagajniški zapisi v tolarjih predstavljajo pomemben segment slovenskega denarnega trga. Z izdajo teh zapisov centralna banka uravnava količino denarja v obtoku, hkrati pa bankam in hranilnicam daje možnost, da svoje likvidnostne presežke varno in obrestovano naložijo. Blagajniški zapisi krajše ročnosti so tako namenjeni predvsem uravnavanju likvidnosti, blagajniški zapisi daljše ročnosti pa sterilizaciji tolarških presežkov.

Nekateri blagajniški zapisi (dvanajstdnevni in tridesetdnevni) so bankam omogočali črpanje likvidnostnega posojila, kar je dodatno povečevalo fleksibilnost bank pri uravnavanju njihove likvidnosti.

Banke, vključene v projekt nacionalne varčevalne sheme, so lahko od decembra 2000 do septembra 2002 celotno obveznost rezerv iz naslova sredstev te sheme izpolnjevale z vpisanimi 60-dnevnimi blagajniškimi zapisi v tolarjih.

Banke in od avgusta 2002 tudi hranilnice imajo možnost pridobiti lombardno posojilo za en dan. To posojilo lahko črpajo na podlagi zastavljenih blagajniških zapisov v tujem denarju, zakladnih menic Republike Slovenije in od avgusta 2002 dalje tudi na podlagi blagajniških zapisov v tolarjih. Skupna vrednost navedenih vrednostnih papirjev mora ob zastavi znašati najmanj 110% od zneska črpanega posojila.

Bankam in hranilnicam je z dnem 29. oktobra 2002 (uvedba brezobrestnega posojila za čez dan kot instrumenta zagotavljanja stabilnosti plačilnega prometa) dana tudi možnost, da za zavarovanje obveznosti iz posojila za čez dan lahko zastavijo že zgoraj omenjene vrednostne papirje, torej tudi blagajniške zapise v tolarjih, in sicer prav tako najmanj v višini 110% od zneska črpanega posojila za čez dan.

V nadaljevanju so opisane različne metode obrestovanja in obrestne mere, po katerih so se obrestovali tolarški blagajniški zapisi Banke Slovenije.

#### **4. METODE OBRESTOVANJA IN OBRESTNE MERE TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BANKE SLOVENIJE**

##### **4.1. DEKURZIVNO IN ANTICIPATIVNO OBRESTOVANJE**

Prvi korak pri razmejevanju različnih metod obrestovanja je razlikovanje dveh že v osnovi povsem različnih načinov obrestovanja. Načina se razlikujeta z vidika trenutka, v katerem obračunavamo obresti, oz. kdaj dospeva glavnica, ki je osnova za celotni izračun obresti.

Tako ločimo dekurzivno obrestovanje in anticipativno obrestovanje. Pri prvem se obresti obračunavajo po preteku ustreznega obdobja za nazaj, tako da je izhodišče za računanje obresti začetna vrednost glavnice. Za drug način obrestovanja pa je značilno, da se obresti obračunajo in odvzamejo od glavnice že na začetku obrestovalnega obdobja (kapitalizacijske dobe), izhodišče za izračun obresti je končna vrednost glavnice (Čibej, 1993, str. 176-215).

##### **4.2. NAVADNI OBRESTNI RAČUN IN OBRESTNOOBRESTNI RAČUN**

Temeljni mejnik med metodami obrestovanja je oblika odvisnosti med časom obrestovanja in zneskom obresti. Za ta odnos je ključnega pomena odločitev, kaj delamo z obrestmi, ki nastanejo v določenem obdobju. Vprašanje je torej, ali obresti vključimo v osnovo za izračunavanje obresti v naslednjih obdobjih ali ne.

V primeru navadnega obrestnega računa kot najpreprostejšega načina za računanje obresti, obresti ves čas računamo od prvotne (začetne) glavnice ne glede na število kapitalizacijskih obdobj, ki so pretekla od nastanka dolga do vračila denarja. Vsako kapitalizacijsko obdobje upniku prinese enake obresti (glavnica narašča kot aritmetično zaporedje oz. rast glavnice je linearna), saj je izhodišče za obračun vseskozi ista glavnica. Najpogosteje se navadni obrestni račun uporablja za kratka obdobja, pri katerih je čas izražen v dnevih (primer za navadno leto):

$$G^+ = G + \frac{G * p * d}{36500}$$

$G^+$  - povečana glavnica

$G$  - osnovna glavnica

$p$  - letna obrestna mera

$d$  - št. dni obrestovanja

Pri obrestnoobrestnem računu pa je osnova kapitalizacija obresti. To pomeni, da obresti ne računamo samo od prvotne glavnice, ampak od vseh obresti, nastalih v preteklih kapitalizacijskih obdobjih. Tako se osnova za izračun obresti in s tem tudi obresti iz obdobja v obdobje povečujejo in rast glavnice ni linearna, temveč narašča kot geometrično zaporedje; dvakrat, trikrat...daljši čas obrestovanja namreč ne daje (samo) dvakrat, trikrat...večjih obresti (Čibej, 1993, str. 176-215):

$$G_n = G_0 * \left(1 + \frac{p}{100}\right)^n$$

$G_n$  - končna vrednost glavnice

$G_0$  - začetna vrednost glavnice

$p$  - letna obrestna mera

$n$  - št. let obrestovanja

#### 4.3. DISKONTIRANJE

Diskontiranje glavnice v bančnem smislu pomeni izračun sedanje vrednosti glavnice iz dane končne vrednosti glavnice. Ločimo dekurzivno in anticipativno diskontiranje, postopek pa lahko poteka po metodah navadnega obrestnega računa ali po kateri od različic obrestnoobrestnega načina (Čibej, 1993, str. 176-215).

#### 4.4. KONFORMNA OBRESTNA MERA

Konformna obrestna mera  ${}_k p_m$  pomeni realizacijo ekonomskega načela, da moramo iz dane začetne glavnice  $G_0$  z novo obrestno mero pri pogostejši kapitalizaciji dobiti enako končno vrednost glavnice kot pri celoletni kapitalizaciji in izhodiščni letni obrestni meri. Do konformne obrestne mere, ki ustreza  $m$  kapitalizacijam letno, pridemo najlaže tako, da najprej izračunamo konformni obrestovalni faktor, nato pa iz njega še obrestno mero (Čibej, 1993, str. 176-215):

$${}_k p_m = 100 * \left( \sqrt[m]{1 + \frac{p}{100}} - 1 \right)$$

$$\sqrt[m]{1 + \frac{p}{100}} - \text{konformni obrestovalni faktor}$$

$p$  - letna obrestna mera

Pri obrestnem obrestovanju po konformnih obrestnih merah dobimo geometrično zaporedje vrednosti glavnice in pripadajočih obresti, saj se do konca  $j$ -tega obdobja začetna glavnica pomnoži z  $j$ -to potenco (konformnega) obrestovalnega faktorja, tako da imamo za konformno obrestno mero, ki ustreza takemu obdobju, naslednji obrazec:

$${}_k p_m^{(j)} = 100 * \left\{ \left( \sqrt[m]{1 + \frac{p}{100}} \right)^j - 1 \right\}$$

#### 4.5. RELATIVNA OBRESTNA MERA

Relativno obrestno mero  ${}_r p_m$  dobimo pri danem kapitalizacijskem obdobju tako, da letno obrestno mero  $p$  delimo s številom  $m$ , ki pove, kolikokrat je kapitalizacijsko obdobje krajše od leta dni:

$${}_r p_m = \frac{p}{m}$$

Tako je polletna relativna obrestna mera polovico letne obrestne mere, mesečna pa dvanajstino letne. Dnevno obrestno mero dobimo z delitvijo letne obrestne mere s 365 za navadno ali s 366 za prestopno leto (Čibej, 1993, str. 176-215).

#### 4.6. TOLARSKA REVALORIZACIJSKA KLAVZULA

V obdobju visoke inflacije je bila v Sloveniji (še prej v Jugoslaviji) uvedena indeksacija. Pojem indeksacija pomeni, da so vsa plačila (plače, obresti, pokojnine in drugi socialni transferi) povezana s stopnjo inflacije oz. se inflaciji prilagajajo. Tako se je tudi pri obrestovanju nekaterih blagajniških zapisov Banke Slovenije uporabljala t.i. indeksacijska oz. tolarska revalorizacijska klavzula (R oz. TOM).

Do junija 1995 se je kot indeksacijska klavzula uporabljal "R", ki je bil enak stopnji inflacije preteklega meseca. V obdobju od 1. junija do 4. avgusta 1995 je bila indeksacijska klavzula vezana na aritmetično (linearno) povprečje mesečnih stopenj rasti cen na drobno v preteklih treh mesecih. Od 5. avgusta 1995 se kot tolarska revalorizacijska klavzula (nadomestila je indeksacijsko klavzulo "R") uporablja mesečna temeljna obrestna mera (TOM), ki se je sprva računala kot linearno povprečje mesečnih stopenj rasti cen na drobno v preteklih treh mesecih, nato od februarja 1996 v preteklih štirih mesecih, od decembra istega leta v preteklih šestih in od maja 1997 v preteklih dvanajstih mesecih. V februarju 1998 se je pri izračunu mesečne TOM pričela postopna zamenjava indeksa cen na drobno z indeksom cen življenjskih potrebščin, tako da se je od januarja 1999 mesečna TOM računala kot aritmetično povprečje mesečnih stopenj rasti cen življenjskih potrebščin v preteklih dvanajstih mesecih. Od julija 2002 se denarne obveznosti in terjatve z rokom dospelosti do enega leta ne revalorizirajo več (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 94).

#### **SKLEP**

Dolgoročni cilj Banke Slovenije je znižati inflacijo na raven inflacije v Evropski uniji (EU). Ob nižji inflaciji oz. širše ob večji stopnji stabilnosti in večjem zaupanju v domačo valuto je lahko tudi denarna politika centralne banke manj omejevalna in toga, ne da bi to ogrozilo njen cilj in rezultate (Arhar, 1999, str. 5).

Za doseganje tega dolgoročnega cilja si je Banka Slovenija kot bližnji cilj izbrala uravnavanje količine denarja v obtoku oz. vplivanje predvsem na obseg primarnega denarja. S tem namenom je pričela z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov, enim od osnovnih motivov finančnih instrumentov, ki jih je in ki jih uporablja Banka Slovenije v svoji denarni politiki.

Tako tolarski blagajniški zapisi pomenijo pomemben segment slovenskega denarnega trga, hkrati pa je poslovnim bankam zagotovljena varna naložba trenutnih likvidnostnih presežkov (Prohaska, 1999, str. 35).

Na podlagi tekočih denarnih gibanj in zastavljenih ciljev je Banka Slovenije izdajala več vrst tolarskih blagajniških zapisov. Kasneje pa je nekatere v skladu z racionalizacijo in povečevanjem preglednosti svojega instrumentarija odpravila. Tako je leta 2000 odpravila

blagajniške zapise z nakupnim bonom, dvodelne blagajniške zapise ter blagajniške zapise za 7, 14, 28 in 30 dni, v letu 2001 pa z ročnostjo 2 in 12 dni.

Poleg tega naj omenim še, da je centralna banka v mesecu novembru leta 2002 začela izdajati tudi 360-dnevne blagajniške zapise, in sicer le začasno z namenom sterilizacije denarnih učinkov iz deviznih pritokov zaradi realizacije prevzema Leka. Ukinjeni so bili v začetku leta 2003.

Banka Slovenije trenutno izdaja blagajniške zapise v tolarjih samo še z ročnostjo 60 in 270 dni. Blagajniške zapise za 60 dni vpisujejo banke in hranilnice na podlagi odprte ponudbe, 270-dnevne pa samo banke preko avkcij.

Glede na to, da je Slovenija na pragu vstopa v Evropsko unijo (EU) in kasneje v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU) in s tem prevzema valute evra, bo morala Banka Slovenije postopoma zmanjševati tolarske blagajniške zapise oz. jih dokončno umakniti pred vstopom v EMU (Ribnikar, 2003, str. 10).



## LITERATURA

1. Arhar France: Denarna politika v luči globalizacije in nadaljnje stabilnosti. Prikazi in analize, Ljubljana, 7 (1999), 3, str. 5-12.
2. Čibej Jože Andrej: Matematika za računovodje in finančnike. Prva izdaja. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1993. 370 str.
3. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in Evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 4, str. 2-8.
4. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
5. Rant Andrej: Instrumenti denarne politike po letu 1991. Zbornik: Banke na razpotju. 1. strokovno posvetovanje o bančništvu. Portorož, 1995, str. 71-89.
6. Ribnikar Ivan: Finančna ekonomija: Dopolnilno študijsko gradivo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. (loč. pag.).
7. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
8. Ribnikar Ivan: Ukrepi, posegi in orodja Banke Slovenije pri opravljanju njenih nalog. Bančni vestnik, Ljubljana, 50 (2001), 7-8, str. 69-71.
9. Ribnikar Ivan: Spremembe denarnega sistema (in denarne politike) Slovenije na poti v EU in EMU. Aktualni problemi denarne politike in bank v letu 2003. Ljubljana: CISEF, 2003, str. 1-11.

## VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 12 (2003), 2, 103 str.
2. Interna gradiva Banke Slovenije, 1992-2003.
3. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001. 96 str.
4. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002. 105 str.
5. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. 104 str.
6. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 58/02).