

## **MEDBANČNI DENARNI TRG**

Alenka Plut

### 1. UVOD

Namen prispevka je predstaviti značilnosti in način delovanja medbančnega denarnega trga v Sloveniji in nekaterih drugih državah ter ugotoviti, kakšen bi bil lahko slovenski medbančni denarni trg v prihodnosti. Prispevek je razdeljen na štiri dele. V prvem delu je prikazana razdelitev celotnega finančnega trga na delne trge, med katere spada tudi medbančni denarni trg in umestitev tega trga v to razdelitev. Poleg tega smo se v tem delu ukvarjali s samo funkcijo medbančnega trga in s teoretičnimi načeli delovanja le-tega, omenjeni pa so tudi dejavniki, ki najpogosteje zavirajo njegov razvoj.

Drugi del je usmerjen v predstavitev denarnih politik nekaterih drugih držav, medbančnih denarnih trgov teh držav in načina prenašanja likvidnostnih presežkov med bankami.

V tretjem delu smo se ukvarjali s slovenskim medbančnim trgom. Najprej smo na podlagi podatkov za obdobje od januarja 1995 do junija 1999 skušali ugotoviti, kakšne so njegove značilnosti in struktura, zanimala nas je tudi povezava med medbančno obrestno mero in izbrano obrestno mero Banke Slovenije. V posebnem podpoglavju pa je opisan konkreten način sklepanja poslov med bankami pri prenosu likvidnostnih presežkov.

V zadnjem delu je predstavljena zamisel o zavarovanju medbančnih posojil. Ocenjene so možnosti realizacije ter pregledana področja, ki bi jih bilo za ta namen potrebno prilagoditi.

### 2. MEDBANČNI TRG KOT DEL DENARNEGA TRGA

Finančni trg je trg, na katerem se trguje s finančnim premoženjem. Finančno premoženje je lahko zajeto različno široko in zato je lahko tudi definicija finančnega trga različna. Finančni trg ima dve osnovni funkciji. Kot prvo lahko opredelimo prerazdeljevanje sredstev od tistih, ki jih imajo, a jih v danem trenutku ne potrebujejo, k tistim, ki lastnih sredstev nimajo, a jih potrebujejo. Druga funkcija tega trga pa je, da se sredstva prenašajo tako, da se porazdeli tveganje med ene in druge. Institucije finančnega trga ali delni trgi pa omogočajo:

1. da se cena finančnim sredstvom oblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja,
2. da zagotavljajo likvidnost s tem, ko investitorjem omogočajo prodajo finančnih sredstev,
3. da zmanjšujejo transakcijske stroške (Sinkey, 1998, str.15,16).

Finančni trg najpogosteje delimo na trg kapitala in denarni trg. Na kapitalskem trgu se trguje z dolgoročnimi lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji, katerih izdajatelji so lahko podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine in posamezniki.

Denarni trg je drugi del finančnega trga, na katerem gre za začasno prenašanje prihrankov ali premoženja na podlagi različnih instrumentov. Na tem trgu nastopajo številne institucije, glavna razlika v primerjavi s trgom kapitala pa je, da so na denarnem trgu vsi posli kratkoročni (Ribnikar, 1994, str.:79).

Razmejitev med posameznimi delnimi trgi lahko naredimo glede na funkcije, ki jih opravljajo (Košak 1997, str. 34):

Denarni trg v najširšem pomenu je pogosto neorganiziran. Na njem banke, finančni posredniki in nebančni subjekti trgujejo s kratkoročnimi finančnimi sredstvi. Poseben del denarnega trga v najširšem smislu so posojila, dana na podlagi bilateralnega kreditnega odnosa, kjer posojilodajalec daje posojilo znani osebi, in pri tem upošteva dejavnike (izkušnje pridobljene iz preteklih sodelovanj s tem partnerjem), ki jih odprti trg (open market) ne upošteva. V tem primeru ne gre za izdajanje, kupovanje in preprodajanje kratkoročnih vrednostnih papirjev, kar običajno štejemo k denarnemu trgu, ampak za trgovanje na podlagi netržnih instrumentov med bankami in komitenti.

Na denarnem trgu v ožjem pomenu banke in druge finančne institucije trgujejo z dobroimetji pri centralni banki in z vrednostnimi papirji, ki so hitro zamenljivi za primarni denar. V okviru tega dela denarnega trga deluje tudi medbančni denarni trg, na katerem potekajo medbančne izravnave likvidnosti in refinanciranje. Te potekajo prek zavarovanih ali nezavarovanih posojil, prek repo poslov z vrednostnimi papirji, lahko pa tudi na podlagi dokončnih transakcij, kot so na primer dokončni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev ali deviz.

Na denarnem trgu v najožjem pomenu nastopajo centralna banka in poslovne banke. Gre za refinanciranje, ki se izvaja prek instrumentov centralne banke, s čimer centralna banka uravnava količino denarja v obtoku. Borio (1997, str.8) navaja naslednje instrumente, ki jih ima centralna banka pri tem na voljo:

- obvezna rezerva, s katero centralna banka vpliva na količino denarja v obtoku prek spreminjanja stopnje obvezne rezerve. Instrument je preprost za uporabo, vendar dokaj nefleksibilen, ker centralna banka ne more ves čas spreminjati stopenj obvezne rezerve in so zato v novejšem času precej bolj v uporabi drugi instrumenti;
- posojila centralne banke, med katerimi so najpogostejša lombardna, ki se izvajajo prek odprte ponudbe;
- repo posli z vrednostnimi papirji;
- zamenjave oz. swapi, kjer gre za enak postopek, kot pri repo poslih, a so sredstva nominirana v tuji valuti;
- dokončne transakcije, kot so prodaja ali nakup še nedospelih vrednostnih papirjev;
- primarna izdaja kratkoročnih vrednostnih papirjev centralne banke;
- intervencije na medbančnem trgu, npr. dajanje posojil ali zbiranja vlog;
- prenašanje vladnih sredstev od centralne banke tja, kjer so ta sredstva potrebna.

Tej delitvi denarnega trga na delne trge v veliki meri sledi pojmovanje denarnega trga v Nemčiji. Dnevno izravnavanje likvidnostnih presežkov in primanjkljajev kreditnih institucij je glavna funkcija denarnega trga v ožjem pomenu (Košak, 1997, str.34), vendar pri tem ločijo, ali se likvidnostne rezerve bank povečajo na račun zmanjšanja likvidnostnih rezerv drugih poslovnih bank ali vmes poseže centralna banka, ki poveča količino primarnega denarja. V prvem primeru gre za medbančni trg (Interbankmarkt), v drugem primeru pa za politiko refinanciranja (Refinanzierung) (Ribnikar, 1994, str.81).

V ZDA predstavlja medbančni trg "Federal funds" trg, trg imetij centralne banke ZDA. Gledano širše se trguje s tako imenovanimi "clearinghouse" sredstvi. Razlika je v tem, da so v primeru "Federal funds" sredstva zanimiva predvsem za poslovne banke, saj gre v tem primeru za medbančni trg. V primeru "clearinghouse" sredstev pa pride poslovna banka do likvidnostnih rezerv s prodajo instrumenta denarnega trga podjetju, ki ni njen komitent (v nasprotnem primeru se likvidnostne rezerve ne povečajo) šele čez dan, dva ali tri dni, kar pa

banki, ki sredstva potrebuje v določenem trenutku, ne pomaga rešiti likvidnostnih težav. Če imamo sistem z nekaj velikimi bankami, kar za ZDA vsekakor ne velja je verjetnost, da bo komitent, ki mu bo banka prodala instrument denarnega trga komitent druge poslovne banke, majhna, zato je glavnega pomena, komu je vrednostni papir prodan. Zaradi tega dejstva se medbančni trg izloči in se obravnava kot edini relevantni denarni trg.

### 2.1. Funkcija medbančnega denarnega trga

Osnova finančnega sistema je prisotnost suficitnih in deficitnih celic zaradi, česar lahko sploh pride do prerazdeljevanja sredstev med njimi. Prerazdeljevanje lahko poteka prek finančnih posrednikov, kar se izkazuje tudi v premoženjski bilanci teh posrednikov, ali neposredno, kjer končni posojiljemalec izda delnico ali obveznico.

Tako je tudi na medbančnem denarnem trgu, kjer poslovne banke z likvidnostnimi presežki ta sredstva posojajo poslovnim bankam z likvidnostnim primanjkljajem in s tem po eni strani rešujejo likvidnostne težave bank posojiljemalk, po drugi strani pa jim ta sredstva prinašajo obresti, ki jih v primeru, da presežkov ne bi plasirale na trg, ne bi dobile. S tem, ko si banke sredstva posojajo med seboj, se količina primarnega denarja v obtoku ne spreminja, ampak se primarni denar le prerazdeljuje znotraj bančnega sistema. Prerazdeljevanje oziroma prenašanje likvidnosti je glavna funkcija medbančnega denarnega trga. Kljub temu, da pri trgovanju z likvidnostnimi presežki, vsaj neposredno in v večini primerov centralna banka ne sodeluje, je razvitost medbančnega trga pomembna tudi za uspešnost njene politike. Medbančni trg lahko služi kot kanal, prek katerega se ukrepi denarne politike centralne banke prenesejo na posamezne gospodarske celice ali celotni realni sektor, katerih centralnobančni ukrepi neposredno ne dosegajo, zato je razvitost tega trga za celoten finančni sistem pomembna.

### 2.2. Delovanje medbančnega denarnega trga

Delovanje medbančnega trga je odvisno od njegove razvitosti. Na stopnjo razvitosti vplivajo mnogi dejavniki. Zaviralno lahko na razvoj tega trga vplivajo (Fry, 1988):

- *država*, ki uzakoni obdavčenje finančnih transakcij in transakcij z vrednostnimi papirji, kar lahko banke v precejšnji meri odvrta od poslovanja na medbančnem trgu;
- *centralna banka*, ki omogoča bankam enostaven dostop do posojil pri centralni banki, po možnosti po nizki obrestni meri, določa nizke kazni za neizpolnjevanje obvezne rezerve in omejuje višino obrestnih mer na medbančnem trgu;
- *drugi vzroki*, kot so slabo razvit finančni sistem v celoti, slabo razvit denarni trg, slabo razvit trg vrednostnih papirjev ali deli tega trga, neregulirano poslovanje na medbančnem trgu, ki lahko pomeni večje tveganje ali nasprotno, preveč reguliran finančni sistem, v katerem se podrejene institucije zanašajo na odločitve avtoritativnih institucij in postajajo popolnoma neinicijativne, neprimerna infrastruktura, kulturni razlogi, kot recimo v Turčiji, kjer izposojanje od druge banke pomeni znak šibkosti, centralna banka pa ima zaradi tega vlogo brokerja (Turner, van't dack, 1996, str. 20).

Delovanje medbančnega denarnega trga lahko ločimo glede na:

- a) *odnos med posojilodajalcem in posojiljemalcem*, ki je lahko bilateralen ali multilateralen;
- b) *prisotnost finančnih posrednikov*: prenos likvidnosti je lahko izveden prek finančnih posrednikov ali neposredno;
- c) *zavarovanje*: posli so lahko zavarovani ali ne;
- d) *regulacijo*: trgovanje na medbančnem trgu je lahko regulirano ali ne in
- e) *instrumente za prenos likvidnosti*, kjer ločimo posojila, repo posle in dokončne transakcije.

Naštete značilnosti nastopajo v različnih kombinacijah. Prvi način prenosa je izravnava likvidnosti *neposredno s kratkoročnim posojanjem* (za nekaj dni ali samo čez noč), kjer transakcije niso zavarovane. Odnos med strankama je oseben - banka s presežnimi sredstvi pri centralni banki se dogovori z banko, ki ima primanjkljaj, za preknjižbo ustrezne višine teh sredstev na njen račun, kar po nalogu suficitne banke opravi centralna banka, ki pa ne igra vloge finančnega posrednika. Pri tem prenosu sredstev si partnerja ne izročita nikakršnega "dokaznega gradiva", torej nobenih vrednostnih papirjev, ampak skleneta nekakšen "gentelman's agreement", ki je odvisen od preteklega sodelovanja med njima in od tega, kako dolgo poslujeta druga z drugo (Graddy, Spencer, 1990, str.:516,517). Ta način poslovanja kaže na dejstvo, da poslovanje ni strogo ali sploh ni regulirano.

Ta trg deluje dokaj učinkovito, saj si banka s tem, ko pomaga drugim bankam ustvarja ne le dobro ime, ampak tudi "upravičeno"<sup>1</sup> pričakuje, da bo v primeru likvidnostnih težav deležna pomoči drugih bank. To bankam omogoča, da poslujejo z manjšimi likvidnostnimi rezervami in s tem z nižjimi oportunitetnimi stroški (Krašovec, 1998, str.55). Vendar se v tem primeru banke srečujejo s kreditnim in likvidnostnim tveganjem vseh bank posojilojemalk.

Drugi način je *uporaba kratkoročnih vrednostnih papirjev*, ki služijo kot instrument za prenos likvidnostnih presežkov na banke s primanjkljajem. Lahko gre za zavarovano posojilo, repo ali dokončno transakcijo. V poštev pridejo vrednostni papirji izdajateljev z visoko boniteto, kot so država, centralna banka, državni organi ter morda tudi druge finančne in nefinančne institucije in velika, dobro stoječa podjetja. S tem se banka posojilojemalka skoraj v celoti izogne kreditnemu tveganju, hkrati pa ti papirji hitro krožijo v denarnem sistemu, torej se jih da hitro kupiti in prodati, zaradi česar se zelo zmanjša tudi likvidnostno tveganje. Tveganje, ki so mu banke pri tako organiziranem medbančnem trgu izpostavljene je tveganje do enega subjekta, ki pa ima visoko boniteto. V tem primeru so torej transakcije, za razliko od prvega primera, zavarovane, odnos pa je ravno tako kot prej bilateralen in brez finančnih posrednikov, čeprav obstaja možnost, da pri tem sodelujejo finančne institucije, ki v svojem imenu in za svoj račun (dilerji) ali v imenu drugega in za tuj račun (brokerji, agenti) prejemajo in dajejo kratkoročna posojila. To vlogo lahko prevzamejo posamezne nebančne institucije, pa tudi velike banke. Prednost take organizacije je v koncentraciji podobnih poslov na enem mestu, po drugi strani pa je čas izvedbe posla nekoliko daljši.

Na razvitih medbančnih denarnih trgih imajo pomembno vlogo *repo posli*. Glavna prednost repo poslov pred zavarovanimi posojili medbančnega trga je v tem, da se v primeru repo posla izvede prenos vrednostnih papirjev in jih lahko v primeru neizpolnitve obveznosti posojilodajalec takoj proda, pri zavarovanem posojilu pa vrednostni papirji, ki služijo kot zavarovanje, niso v lasti posojilodajalca, ki ima lahko v primeru neizpolnjevanja obveznosti posojilojemalca visoke stroške.

Pri repo poslu gre za prodajo vrednostnih papirjev z obveznim povratnim odkupom istih vrednostnih papirjev po dogovorjeni ceni v določenem trenutku v prihodnosti ali na odpoklic. Lastništvo vrednostnih papirjev se prenese na tistega, ki je začasno kupil vrednostni papir in z njim lahko počne kar želi, vendar mora v trenutku povratnega odkupa prvotnemu lastniku zagotoviti isti vrednostni papir. Cena repoja je razlika med ceno, po kateri je bil papir prodan in ceno povratnega odkupa tega papirja. Če se zgodi, da v času trajanja repo posla v plačilo zapadejo kuponi, znesek plačila običajno pripada prvotnemu lastniku vrednostnega papirja, oziroma je treba ta znesek všteti v ceno repoja. Navadno se v primeru kratkoročnih repo poslov uporabljajo vrednostni papirji, katerih kuponi v času trajanja repo posla ne zapadejo v plačilo.

---

<sup>1</sup> Seveda bo vsaka banka pri dajanju posojila banki v likvidnostnih težavah najprej upoštevala druge, bolj konkretne kriterije (tveganje, likvidnostne razmere na medbančnem trgu), ne glede na to, kolikokrat v preteklosti ji je banka, ki je sedaj v težavah, "pomagala" iz likvidnostnih težav.

Oblika repo posla je tudi *Hold-in-Custody (HIC) Repo*. Pri tej različici se vrednostni papirji ne prenesejo na račun posojilodajalca. Posojilojemalec lahko vrednostne papirje obdrži pri sebi (prenese jih na poseben račun), s čimer se znižajo transakcijski stroški, vendar posojilodajalec na ta način prevzame nase kreditno tveganje, saj so vrednostni papirji uradno še vedno registrirani na posojilojemalca, čeprav na podlagi posla pripadajo njemu.

Druga različica repo posla se imenuje *Tri-partite Repo*. Gre za sodelovanje tretje osebe, ki igra vlogo brokerja, kadar ena od sodelujočih strani pri repo poslu nima računa vrednostnih papirjev v poravnalnem sistemu ali primerne infrastrukture za izvedbo posla. Možna oblika posla bi bil sicer HIC Repo, vendar bi se posojilodajalec srečeval s kreditnim tveganjem, ki ga ne želi prevzeti, in raje poišče tretjo osebo z visoko boniteto, ki sodeluje pri poslu (Gray, 1998, str.: 6-11).

V osnovi dokaj podoben repoju, le bolj preprost instrument medbančnega trga je *"Sell and buy back"*. Instrumenta sta enaka kar se tiče prodaje in nakupa ter s tem povezanega prenosa lastništva vrednostnih papirjev, medtem ko se po drugih značilnostih razlikujeta. Glavna razlika med posloma je, da je repo en posel, pri "Sell and buy back" pa gre za dva ločena posla. Za repo posle je značilno, da obstajajo pravila, ki določajo poslovni odnos med strankama, dovoljena je tudi substitucija vrednostnih papirjev, če se nasprotna stran s tem strinja, v primeru zapadlosti kupona plačilo pripada posojilojemalcu, torej prvotnemu lastniku vrednostnega papirja, posojilojemalec pa posojilodajalcu zagotovi tudi maržo, ki posojilodajalca "ščiti" pred nepričakovanimi spremembami cen vrednostnega papirja na sekundarnem trgu. Za "Sell and buy back" pravila ne obstajajo, substitucija vrednostnih papirjev ni mogoča, plačila zapadlih kuponov ne pripadajo posojilojemalcu, ampak je ta znesek upoštevan v ceni povratnega odkupa, poleg tega pa "Sell and buy back" ne vključuje marže, kot je to značilno za repo (Repo and Securities Lending, 1997, str.:9-12).

### 3. DENARNI TRGI NEKATERIH DRUGIH DRŽAV

#### 3.1. Primer Finske

Značilnosti delovanja finskega denarnega trga lahko razdelimo na dve vsebinsko dokaj različni obdobji. Časovno mejo med njima predstavlja leto 1987, ko se je finski denarni, poleg tega pa tudi medbančni trg, začel razvijati zelo hitro. Hiter razvoj je bil povezan z uveljavitvijo novega instrumenta denarnega trga - potrdil o vlogah (certificates of deposits ali CD), ki je bil po eni strani podlaga za prenos likvidnostnih presežkov na medbančnem trgu, po drugi strani pa tudi instrument centralne banke za posege na denarnem trgu.

Do leta 1987 je bil finski denarni trg, še bolj pa medbančni denarni trg, nerazvit. Vlogo prenašanja likvidnostnih presežkov med bankami je imela namesto medbančnega trga centralna banka, kar se je po letu 1987 precej spremenilo. Značilnosti drugega obdobja, ki je trajalo do vključitve Finske v Evropsko monetarno unijo, pa so bile: trg je bil dobro organiziran, na njem so nastopali centralna banka, ministrstvo za finance (država) in banke, na ta trg pa sta se vključevala tudi vse bolj razvit trg vrednostnih papirjev in s strani centralne banke ustanovljeni klirinški sistem HMMC<sup>2</sup>, ki je bil tudi pomemben del v infrastrukturi za prenos sredstev. Prenos sredstev je sicer temeljil na bilateralnem odnosu brez posrednikov. Na trgu so veljala pravila, ki so jih banke, s podpisom pogodbe, sprejela, najpogostejši instrument za prenos presežkov so bili repo posli na podlagi CD-jev ali posojila, ki so bila (na željo sodelujočih) zavarovana s CD-ji.

##### 3.1.1. Finski denarni trg pred začetkom izdajanja potrdil o vlogah

<sup>2</sup> Helsinki Money Market Centre Ltd.

Do leta 1987 je bilo "call money" posojilo glavni instrument centralnobančne politike. Banke so v primeru primanjkljaja likvidnostnih sredstev pri centralni banki lahko dobile "call money" posojilo, katerega obrestna mera je bila 13%, v primeru presežka so ta sredstva vezale pri centralni banki kot "call money" depozite, za katere so dobile 4-odstotne obresti. Centralna banka je poleg obrestne mere določala tudi kvoto, ki jo je posamezna banka lahko črpala, kar je banke v določeni meri omejevalo pri izposojanju od centralni banki.

Kasneje je začela centralna banka uveljavljati določene pogoje in omejitve, ki so pripomogle k razvoju medbančnega denarnega trga na Finskem. Centralna banka je ukinila kvote, vendar je zvišala obrestno mero za "call money" posojilo (na 15%) in začela za vsako banko izračunavati "call money" pozicijo (ter tudi za bančni sistem skupaj), katere petdnevna drseča sredina ni smela biti negativna, če pa se je to že zgodilo, je banka to negativno pozicijo servisirala ali z izposojanjem na medbančnem trgu ali s posojilom pri centralni banki, ki ga je dobila po zelo visoki obrestni meri (30%)<sup>3</sup>. Vsi navedeni ukrepi so bili prvi korak k večji razvitosti medbančnega denarnega trga, saj so banke skušale premostiti likvidnostne težave z izposojanjem na medbančnem trgu, centralna banka pa je sodelovala samo pri preknjižbi sredstev pri centralni banki z računa banke posojilodajalke na račun banke posojilojemalke .

### 3.1.2. *Finski denarni trg po začetku izdajanja potrdil o vlogah*

Po letu 1987 so CD-ji dobili pomembno vlogo, "call money" posojilo pa je postajalo vse manj uporabljan instrument in je vse bolj predstavljalo vir sredstev, ki so se ga banke posluževale v skrajni sili.

Poleg CD-jev, ki so jih izdajale poslovne banke ali centralna banka, so finski kratkoročni denarni trg predstavljale tudi zakladne menice, vrednostni papirji lokalnih oblasti in komercialni vrednostni papirji.

Izdajanje in trgovanje s CD-ji je bilo vseskozi pod določili ministrstva za finance, ki je leta 1982 izdalo prvo licenco za izdajanje CD-jev. Določila so bila precej restriktivna, saj so omejevala vrednost izdanih papirjev posamezne banke, določala so tudi najkrajšo in najdaljšo ročnost in najnižjo nominalno vrednost CD-ja, kar je vse do leta 1986 v veliki meri omejevalo uveljavitev tega instrumenta, dodaten razlog pa je bil tudi slabo razvit sekundarni trg vrednostnih papirjev.

Kasneje so tri glavne finske banke oblikovale trg srednjeročnih CD-jev in igrale vlogo market makerjev za srednjeročne CD-je drugih bank in s tem zagotovile likvidnost tega instrumenta. Centralna banka je v tem obdobju z nekaj ukrepi močno pripomogla k razvoju medbančnega denarnega trga. Tako je omejila možnost izposojanja na tako imenovanem "call money" trgu, začela je uporabljati CD-je za poseganje na denarnem trgu<sup>4</sup>, kar je zahtevalo tudi razvoj sekundarnega trga vrednostnih papirjev, že prej pa so bili CD-ji izvzeti iz obvezne rezerve.

Leta 1987 je začela finska centralna banka izračunavati in objavljati kratkoročne obrestne mere denarnega trga na dnevni osnovi (HELIBOR obrestne mere)<sup>5</sup>, ki so kmalu postale ključne referenčne obrestne mere za posojila na denarnem trgu. Te obrestne mere so postale skupaj z obrestno mero "call money" bližnji cilj intervencij centralne banke na

<sup>3</sup> Ta obrestna mera je bila izračunana kot dvakratna veljavna obrestna mera običajnega "call money" posojila.

<sup>4</sup> CD-ji so predstavljali celo glavni instrument finske centralne banke za operacije na odprtem trgu, čeprav so bili ti papirji nehomogeni, saj so bili njihovi izdajatelji različni. Kljub temu, da so bile na voljo različne ročnosti teh papirjev, se je večina poslov vezala na tiste z ročnostjo treh mesecev.

<sup>5</sup> Helsinki Interbank Offered Rate, ki je bil indikator obrestnih mer denarnega trga za CD-je z ročnostmi enega, dveh, treh, šestih, devetih in dvanajst mesecev.

denarnem trgu. Obrestna mera čez noč, ki je bila določena na trgu, se je gibala znotraj koridorja, ki so ga predstavljale obrestne mere poslov na "call money" trgu.

Centralna banka je sredi leta 1989 skupaj z vlado in HELIBOR bankami ustanovila klirinški center za denarni trg (Helsinki Money Market Centre Ltd - HMMC), ki naj bi, poleg ostalih nalog, varoval celoten sistem in še posebej udeležence trga pred prevelikim tveganjem sprememb cen in obrestnih mer denarnega trga.

### 3.1.3. *Infrastruktura finskega denarnega trga*

Na Finskem so finančne institucije za prenos sredstev uporabljale dve vrsti računov: bančni račun in poštni račun. Oba sistema sta bila med seboj povezana, kar je omogočalo avtomatiziran prenos sredstev med njima. Po drugi strani so transakcije z vrednostnimi papirji temeljile na fizičnem prenosu materializiranih vrednostnih papirjev od prodajalca h kupcu prek brokerjev.

Leta 1989 ustanovljeni klirinški sistem HMMC je zagotavljal udeležencem denarnega trga vse storitve, potrebne za elektronski kliring in poravnavo sredstev, kot tudi varen sistem knjiženja vrednostnih papirjev, do katerega so imeli člani (delničarji) HMMC direkten dostop, ostali udeleženci sistema pa so bili z njim povezani neposredno ali prek agentov. Plačilni promet HMMC-ja je bil povezan neposredno s plačilnim sistemom finske centralne banke, kjer so imeli tako HMMC, kot tudi komercialne banke odprte svoje račune. Ostali člani HMMC-ja so plačila poravnavali prek računov poslovnih bank.

Kliring in poravnava poslov je sprva temeljila na neto principu na dnevni osnovi. Za vsakega delničarja je opravila v enem dnevu le ena denarna poravnava in enkratno dostavljanje vrednostnih papirjev, kar je v veliki meri zmanjšalo število transakcij in odpravilo potrebo po vsakokratnem financiranju transakcij. Proces kliringa kot tudi poravnave je bil potrjen edino v primeru, da sta bila tako kupec kot prodajalec sposobna izvesti svoje obveznosti.

Kliring pri centralni banki je potekal na dveh ravneh. Vse sodelujoče banke so dnevno izračunavale znesek terjatev in obveznosti do svojih partnerjev, ki so izhajale iz transfera med vsemi uporabljenimi sistemi prenosa plačil. V drugi fazi pa so banke udeleženske klirinškega sistema posredovale podatke finski centralni banki, zopet ločeno po terjatvah in obveznostih v odnosu do vsake druge udeleženske, na tej podlagi pa je finska centralna banka po neto principu povečala ali obremenila račun posamezne banke pri centralni banki. Kliring se je izvajal enkrat dnevno in sicer ob 3:45 popoldan. Od leta 1991 dalje je bil sistem plačilnega prometa na Finskem posodobljen do te mere, da so bile banke prek sistema prenosa plačil neposredno povezane s centralno banko, kar je omogočilo simultani prenos bilateralne pozicije na račun pri centralni banki; s tem se je dosegla možnost izvedbe kliringa večkrat dnevno (Malkamaki, 1991. str.:3-7). Opisani sistem prenosa plačil v domači valuti je služil tudi kot podpora pri trgovanju s CD-ji.

## 3.2. *Primer Portugalske*

### 3.2.1. *Denarna politika in denarni trg*

Podobno kot se je dalo razvoj finskega denarnega trga razdeliti na dve obdobji, lahko to storimo tudi v primeru Portugalske. *Prvo obdobje*, ki je trajalo do začetka devetdesetih let lahko označimo kot *administrativno*, saj je centralna banka s svojimi ukrepi (omejevanje bančnih kreditov, za katere je bila obrestna mera določena administrativno, kontrola tujega izposojanja, omejevanje obsega bančnih posojil gospodarstvu, financiranje javnih podjetij in servisiranje javnega dolga) močno zavirala razvoj denarnega in s tem tudi medbančnega trga.

*Drugo obdobje* se je začelo s postopnim *prilagajanjem tržno orientiranim operacijam*, saj bi takojšnja prilagoditev pomenila veliko ekspanzijo kreditov in znižanje obrestnih mer, kar bi imelo neželene posledice na inflacijo in zunanje ravnovesje. Medbančni denarni trg je bil v tem času organiziran, na njem so nastopali centralna banka, država in poslovne banke, na trg pa so se vključevali različni sistemi za prenos plačil in sistem Interbols<sup>6</sup>, ki so pomenili tehnično podlago pri izvajanju poslov. Presežki na medbančnem trgu so se prenašali na podlagi bilateralnega, neposrednega odnosa z možnostjo zavarovanja, ki pa v večji meri ni bila koriščena, tako da lahko rečemo, da so bila nezavarovana posojila različnih ročnosti, poleg njih pa repo posli glavni instrument prenosa likvidnosti na portugalskem medbančnem trgu.

Pomemben korak k prehodu na novo ureditev so predstavljali kratkoročni in srednjeročni papirji zakladnice, ki so gospodinjstvom predstavljali alternativo bančnim depozitom, prek teh papirjev pa se je po tržnih obrestnih merah in mimo bančnega sistema financiral tudi javni dolg.

Glavna dejanja centralne banke, povezana s prehodom k tržno orientiranemu pristopu so bila naslednja:

- a) Postopna odprava, do leta 1987, administrativno določenih obrestnih mer. Obdobje administrativnega določanja obrestnih mer se je končalo maja 1992, ko je centralna banka ukinila vse omejitve glede višine obrestnih mer. Od tedaj so se le-te določale tržno.
- b) Spremembe stopenj obvezne rezerve, do katerih je prišlo dvakrat. Prvič je bila določena enotna stopnja obvezne rezerve v višini 17%<sup>7</sup>. To je pomenilo višjo povprečno stopnjo obvezne rezerve v primerjavi s preteklo ureditvijo in je vplivalo na povpraševanje po rezervah s strani bank. Banke, ki so predstavljale glavnino finančnega sistema, pa so obvezno rezervo izračunavale kot tedensko povprečje dnevni podatkov, obdobje prilagajanja pa je bilo tri dni. Leta 1994 je zaradi prilagoditve ostalim evropskim državam centralna banka znižala koeficient obvezne rezerve s 17 na 2%. Seveda je prišlo do velike sprostitve likvidnih sredstev (približno 13% BDP), ki jih je centralna banka umaknila z denarnega trga z izdajo CD-jev z ročnostmi od dveh do deset let. Ti CD-ji so služili tudi za zavarovanje repo poslov ali kot vplačilo v jamstveni sklad, ustanovljen konec leta 1994.
- c) Sterilizacija dodatne likvidnosti, do katere je prišlo zaradi zgoraj opisanega ukrepa centralne banke, je bila dodatni ukrep portugalske centralne banke. Izvedena je bila z izdajo državnih obveznic, ki so bankam omogočale pridobiti sredstva, ki so jih pred spremembo stopnje obvezne rezerve imele v obliki vlog pri centralni banki.
- d) Sprememba centralnobančnega statuta, ki je centralni banki omogočil še večjo neodvisnost, pri čemer je bilo eksplicitno določeno, da centralna banka ne sme financirati države, razen prek vpisa zakladnih menic pod določenimi pogoji. Zakon je portugalski centralni banki tudi sicer dodelil več pristojnosti.

Od leta 1991 je poseganje portugalske centralne banke na denarnem trgu potekalo prek štirih vrst intervencij: redne intervencije, repoji finega reguliranja, "late credit facility" in dnevne ponudbe. Redne intervencije so se izvajale od prvega delovnega dne vsakega obdobja izpolnjevanja obvezne rezerve do začetka prvega delovnega dne naslednjega obdobja, pri čemer je šlo za ponudbo in umik likvidnosti. Repoje finega reguliranja je centralna banka uporabljala, kadar je menila, da je potrebno aktivno poseči na denarni trg, kar se je zgodilo, če se je obrestna mera prek noči oddaljila od želene. Ročnosti teh operacij

<sup>6</sup> Privatno neprofitno združenje, kjer je deponirana večina vrednostnih papirjev in opravlja funkcijo centralnega depoja in kjer se izvaja poravnava transakcij z vrednostnimi papirji.

<sup>7</sup> Pred tem so veljale štiri različne stopnje obvezne rezerve: 15% za vpogledne vloge in vloge vezane do 30 dni, 12% za vloge vezane od 30 do 180 dni, 3% za vloge vezane od 180 dni do enega leta in 1% za vloge vezane nad enim letom.



so bile določene sproti, večinoma pa so sovpadale z obdobjem obvezne rezerve. "Late credit facility" je bil instrument, prek katerega je centralna banka ponujala sredstva na zadnji dan izpolnjevanja obvezne rezerve po zaprtju denarnega trga, z namenom da bi vsi obvezniki imeli možnost izpolniti obveznost, vendar so si sredstva pri centralni banki lahko izposodili le prek noči in to po zamudni obrestni meri. Dnevne ponudbe so omogočale bankam priti do sredstev za izpolnjevanje obvezne rezerve. Sredstva so si banke izposodile prek noči, z določenimi omejitvami, ki so bile povezane z obveznostjo posamezne banke, obrestno mero pa je centralna banka določala sproti in jo lahko tudi vsak dan spreminjala.

Večji del intervencij, povezanih z obdobjem izpolnjevanja obvezne rezerve, je bilo opravljenih na osnovi zakladnih menic v obliki repo poslov. Od sredine leta 1991 je centralna banka količino denarja v obtoku uravnavala predvsem prek lastnih vrednostnih papirjev, imenovanih monetary certificates, katerih najdaljša ročnost za ta namen je bila med sedem in 14 dni. Poleg tega je Banco de Portugal količino denarja v obtoku uravnavala tudi z instrumenti z daljšo ročnostjo npr. s prodajo centralnobančnih papirjev z ročnostjo od enega do šestih mesecev ali z izdajo zakladnih menic z ročnostmi treh, šestih ali dvanajst mesecev.

Aprila 1992 se je escudo priključil ERM, od takrat je bližnji cilj denarne politike Banco de Portugal postala stabilnost deviznega tečaja, pretežni instrument pa operacije odprtega trga.

### 3.2.2. *Infrastrukturna podlaga medbančnih transakcij*

Portugalski denarni trg je zanimiv predvsem zaradi podobne ureditve plačilnega prometa in telekomunikacijske infrastrukture, ki sta osnova za delovanje medbančnega denarnega trga.

Celoten sistem plačilnega prometa je sestavljen iz več sistemov, ki so med seboj povezani. Centralna banka, pri kateri imajo udeleženci sistema poravnalne račune, pa je poravnalni agent. Sistemi, ki sestavljajo celoten sistem plačilnega prometa, so:

- tradicionalni kliring zagotavlja obdelavo medbančnih transakcij na podlagi nalogov v papirni obliki, kar še ni vključeno v avtomatiziran kliring;
- avtomatiziran kliring je namenjen obdelavi transakcij, opravljenih prek bančnih avtomatov in EFTPOS<sup>8</sup> terminalov, čekov, plačilnih nalogov in komercialnih menic;
- sistem bruto poravnave v realnem času za obdelavo in poravnavo medbančnih plačil velike vrednosti v realnem času;
- sistem, ki je namenjen za obdelavo transakcij na medbančnem denarnem trgu, tako dokončnih prodaj, nakupov in transakcij z vrednostnimi papirji, predvsem pa repo poslov z vrednostnimi papirji.

Pomembna institucija za medbančni denarni trg je tudi Interbolsa, ki opravlja funkcijo centralnega depoja državnih obveznic, kjer se izvaja poravnava transakcij z vrednostnimi papirji. Interbolsa je poleg centralne banke, kjer se poravnava medbančna plačila velike vrednosti v realnem času in se hkrati deponirajo zakladne menice ter vrednostni papirji, ki jih izdaja centralna banka, ključna institucija pri prenosu sredstev na medbančnem trgu na Portugalskem.

V sistem bruto poravnave velikih plačil v realnem času je vključenih okrog 50 pomembnejših finančnih institucij, ki s podpisom pogodbe sprejmejo pravila delovanja sistema, hkrati pa morajo izpolnjevati nekatere minimalne tehnične zahteve. Delovanje sistema je podprto s posebno komunikacijsko strukturo SIBS. Nečlani sistema bruto poravnave velikih plačil v realnem času imajo depozitne račune pri centralni banki, ter so zaradi potrebe po poravnavi

<sup>8</sup> Electronic funds transfer at point of sale.

transakcij vključeni v "Sistem" in hkrati v poseben sistem bruto poravnave velikih plačil v realnem času (Settlement System for Other Deposits). V tem sistemu veljajo nekoliko strožja pravila kot v običajnem sistemu bruto poravnave velikih plačil v realnem času, kajti udeleženci nimajo dostopa do komunikacijske mreže sistema in ne pravice koriščenja kreditov pri opravljanju plačilnih transakcij znotraj delovnega dne. Vendar pa imajo lahko člani tega sistema znotraj poslovnega dne na poravnalnem računu pri centralni banki vnaprej dogovorjeno neto debetno stanje, ki ne sme preseči zneska popolnoma zavarovanega okvirnega posojila, dogovorjenega s centralno banko, ki ga morajo do konca delovnega dne pokriti. Manjkajočo likvidnost lahko pokrijejo s posojili, pridobljenimi na medbančnem trgu, izjemoma tudi pri centralni banki, po obrestni meri posojila v skrajni sili in ob 100% zavarovanju.

Transakcije na medbančnem denarnem trgu se opravljajo prek telefonskega komunikacijskega sistema, imenovanega Sistem, ki povezuje udeležence medbančnega denarnega trga s centralno banko. Komunikacija med udeleženci denarnega trga in centralno banko sicer poteka, kadar se med njimi sklepajo posli in ko udeleženci medbančnega trga centralni banki sporočajo podatke o sklenjenih poslih med njimi. Sistem predstavlja pomembno podporo tudi pri opravljanju transakcij, povezanih z instrumenti denarne politike. Gre za transakcije, ki so navadno transakcije velikih vrednosti in povzročijo tok denarja in tok vrednostnih papirjev. Ker se v zvezi s temi posli lahko uporabljajo tudi državne obveznice, ki so deponirane v centralnem depozitu Interbolse, je bila med tem depozitom in centralno banko vzpostavljena povezava, ki omogoča poravnavo vrednostnih papirjev in denarja.

Sistem omogoča izvedbo dokončnih nakupov, prodaj in prenosa vrednostnih papirjev, kot tudi repo posle z vrednostnimi papirji, ki so najpogostejša transakcija in hkrati ključna za izdajanje primarnega denarja. Po drugi strani pa nezavarovana posojila predstavljajo glavni instrument za prenos likvidnosti na medbančnem denarnem trgu in to kljub dobro utečenemu in podprtemu sistemu za prenos sredstev in vrednostnih papirjev.

Opisani mehanizem izdajanja primarnega denarja se začne s ponudbo centralne banke, ko le-ta udeležencem denarnega trga v najožjem smislu objavi maksimalni znesek ponudbe in rok dospelosti posla. Institucije, ki se odločijo za sodelovanje na avkciji nato sporočijo znesek posla in obrestno mero, ki jo licitirajo. Rezultate avkcije centralna banka sporoči sodelujočim na avkciji, ti pa centralni banki spisek vrednostnih papirjev, ki so predmet začasne prodaje z obveznim povratnim odkupom. Centralna banka opravi prenos lastništva vrednostnih papirjev, ki so v njenem depozitu, za tiste vrednostne papirje, ki so deponirani v centralnem depozitu, pa pridobi potrditev, da so blokirani. Centralna banka nato še odda ustrezno količino denarja v sistem bruto poravnave velikih plačil v realnem času.

Tudi umik denarja iz sistema se izvaja prek "Sistema", za ta namen portugalska centralna banka izdaja vrednostne papirje imenovane monetary certificates z dospelostjo enega do deset dni.

Informacije za opravljanje transakcij se prenašajo po posebnem telefonskem komunikacijskem sistemu. V centralni banki se vnašajo v posebno aplikacijo. Po potrditvi transfera vrednostnih papirjev se podatki o denarnem delu poravnave pošljejo v sistem bruto poravnave v realnem času. Ko se v tem sistemu poravnava zaključi, postane tudi transfer vrednostnih papirjev dokončen (Peterca, 1998, str.: 1- 4).

### 3.3. Primer Norveške

Norveška centralna banka je vodila politiko fiksnega deviznega tečaja. To je izvajala prek posegov na trgih tujega denarja in delno z ohranjanjem obrestnih mer denarnega trga na čim

nižji ravni. Stanje deviznih rezerv centralne banke je namreč omejevalo obseg trgovanja na deviznem trgu, zato je še dodatno nadzirala količino likvidnosti na denarnem trgu, s čemer je posredno vplivala na višino obrestnih mer in s tem na pretok kapitala.

Norveški medbančni denarni trg je v preteklosti predstavljal pomemben del denarnega trga. Centralna banka je s spremembo politike, ki je pred tem omejevala njegov razvoj, spodbudila, da so se banke začele obračati druga k drugi in ne več k centralni banki, kadar so imele primanjkljaj ali presežek likvidnosti. Vendar pa so bančniki v začetku devetdesetih let ponovno začeli opozarjati na neučinkovito delovanje medbančnega trga in navedli tudi razloge zanj. V obdobju od leta 1986 do leta 1991 so norveški medbančni denarni trg določale naslednje značilnosti:

- Nezaupanje v nekatere finančne institucije, kar je bil tudi prvi razlog upadanja aktivnosti na medbančnem trgu ob koncu osemdesetih let. Nezaupanje se je kazalo v veliki opreznosti bank, komu so posojale sredstva, poleg tega pa so znižale tudi limite, do katerih so sredstva posojale. Banke so si ustvarjale visoke likvidnostne rezerve, saj so se bale, da v prihodnosti morebitnega primanjkljaja ne bodo mogle pokriti z izposojanjem na medbančnem trgu.
- Drugi razlog upadanja aktivnosti in druga značilnost je bila struktura trga. Številne male banke, ki so imele presežke likvidnih sredstev niso bile aktivne na medbančnem trgu ali pa njihovi presežki niso bili zadostni za potrebe peščice velikih bank, ki so imele likvidnostni primanjkljaj. Glavni kanal za pretok likvidnosti je bil trg začasne prodaje deviz. Banke so do likvidnih sredstev v domači valuti prišle prek swap trga, na katerem pa so lahko sodelovale le avtorizirane banke, ki so bile navadno večje banke, medtem ko so manjše banke nihanja v svojih rezervah blažile z medbančnimi depoziti. Indikator splošne obrestne mere denarnega trga je bila obrestna mera na swap trgu.

Leta 1991 je skušala centralna banka s številnimi ukrepi ublažiti probleme na medbančnem trgu, vendar je bilo zaradi ciljev, ki jim je sledila in hkratne želje po oživitvi medbančnega trga to težko izvedljivo. Predvsem možnost, ki so jo imele banke, da so svoje likvidnostne presežke vezale pri centralni banki in to po dokaj visoki obrestni meri, je banke prej odvrčala od sodelovanja na medbančnem trgu kot kaj drugega.

### 3.4. Primer Velike Britanije

Londonski denarni trg temelji na treh skupinah bank in na številnih drugih finančnih institucijah. Te tri skupine bank so: eskontne, depozitne in trgovske ali akceptne banke.

Eskontne banke (Discount Houses) so nosilke kratkoročnega denarnega trga in so posrednik med angleško centralno banko (Bank of England) in drugimi bankami. Njihova naloga je, da v svojem imenu eskontirajo zakladne in trgovske menice, ki jih večinoma prodajajo drugim bankam in le redko zadržijo do dospelja. Tu gre za zelo kratkoročna sredstva, saj rok eskontiranja znaša največ en teden. Te banke dodatno kupujejo tudi državne obveznice, a le tiste z ročnostjo, krajšo od pet let. Eskontne banke torej s sredstvi, ki jih dobijo pri ostalih bankah, financirajo gospodarske celice ter tudi javni sektor. Te banke dobivajo od trgovskih (Merchant banks) in klirinških (Clearing banks) bank dnevno denarna sredstva, ki jih uporabljajo za kupovanje tržnih vrednostnih papirjev (zakladnih menic, bančnih akceptov, prvovrstnih trgovskih menic in državnih obveznic). Z nakupi in prodajami teh papirjev se plačilni položaj bank vsakodnevno izravnava. Likvidnostne presežke eskontne banke porabijo za dodatne nakupe tržnih vrednostnih papirjev, primanjkljaje pa pokrijejo tako, da si sredstva za en dan sposodijo pri klirinških bankah. Primanjkljaj se lahko pokrije tudi tako, da Bank of England naroči eni od eskontnih bank, da za njen račun poveča nakupe zakladnih menic in s tem poveča količino denarja ali z izposojanjem od centralne

banke, kar pa je zelo drago, poleg tega pa mora biti zavarovano z ustrežno količino tržnih vrednostnih papirjev.

Posojila eskontnim bankam, posojila med eskontnimi bankami in tudi posojila med ostalimi bankami so zelo kratkoročna (1 ali 7 days call money). Ta posojila so lahko zavarovana z zakladnimi menicami ali nezavarovana. Čeprav je v slednjem primeru obrestna mera precej višja, so medbančna posojila skoraj v celoti nezavarovana.

Eskontni trg omogoča akceptnim in drugim bankam, da imajo lahko relativno majhen del sredstev v likvidni obliki, saj lahko banke hitro odpokličejo denar, ki so ga kratkoročno naložile v eskontnih bankah. Če je odpoklicanih sredstev preveč in eskontne banke nimajo dovolj sredstev, si morajo razliko izposoditi pri Bank of England, ki igra vlogo posojilodajalca v skrajni sili. Eskontne banke lahko eskontirane menice reeskontirajo pri Bank of England, za kar morajo plačati višjo obrestno mero kot je tista, po kateri so eskontirale zakladne menice. Eskontnim bankam to pomeni izgubo in se zaradi tega takim položajem izogibajo. Opisana ureditev denarnega trga dobro zavaruje naložbe in posojila, saj se tveganje porazdeli na celoten trg in ga ne nosi le ena banka. Zato so bile naložbe v kratkoročne zakladne menice dolgo časa najboljša kratkoročna naložba.

Depozitne banke so druga skupina bank, ki delujejo na medbančnem trgu. Posebno mesto med njimi imajo klirinške banke, ki imajo polovico vseh bančnih naložb. Te banke med seboj sredstva poravnava tako, da obveznosti in terjatve dnevno obračunavajo in si plačujejo le razliko. Velik del sredstev imajo v obliki gotovine in na računih pri centralni banki (kar ni obrestovano), ter v drugih zelo likvidnih oblikah, kot so kratkoročna posojila pri eskontnih bankah ali naložbe v razne menice itd. Precejšen del aktive teh bank predstavljajo tudi posebni depoziti pri Bank of England, redne naložbe pa predstavljajo predvsem predujmi strankam. Klirinške banke so tudi banke, ki imajo račune pri centralni banki, in prek katerih se dnevno vrši poravnava sredstev znotraj bančnega sistema ter med bankami in Bank of England (Bohnc, str.189).

Trgovske banke (Merchant Banks) so banke, ki so se razvile iz trgovskih podjetij in so se specializirale za financiranje mednarodne trgovine. Te banke financirajo britansko zunanjo trgovino tako, da akceptirajo trgovske menice (za to zaračunavajo provizijo) in jih tako usposobijo za promet na londonskem eskontnem trgu (Skala, 1994, str.: 23-28).

#### 4. MEDBANČNI DENARNI TRG V SLOVENIJI

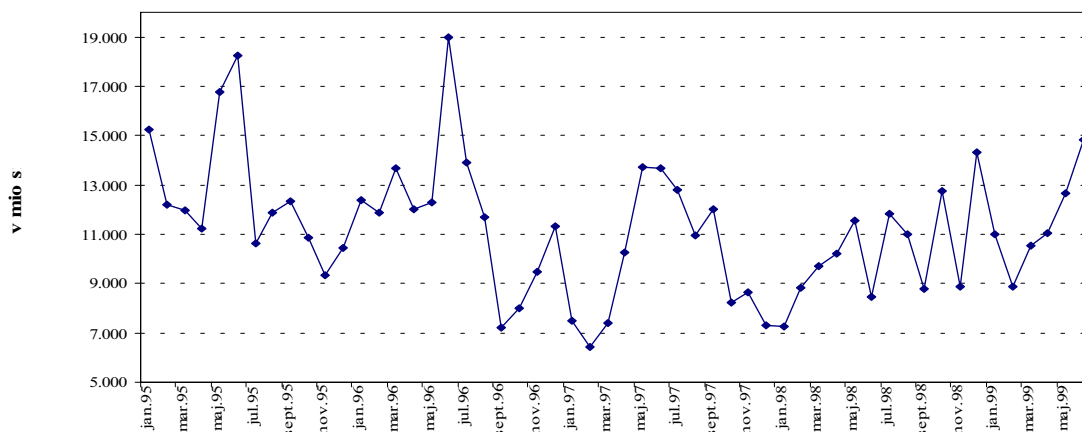
##### 4.1. Značilnosti slovenskega medbančnega denarnega trga

Za slovenski medbančni denarni trg je značilno, da se likvidnostni presežki prenašajo med bankami neposredno, brez finančnih posrednikov, odnos med bankama je bilateralen, transakcije niso zavarovane<sup>9</sup>, posli niso regulirani, obstajajo le neformalna pravila, ki jim banke sledijo po lastni presoji, edini instrument medbančnega trga pa so posojila različnih ročnosti<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Edini instrument zavarovanja poslov na slovenskem medbančnem trgu je akceptni nalog, ki banki upnici v primeru stečaja banke posojilojemalke, daje pravico poplačila iz stečajne mase.

<sup>10</sup> Najdaljša ročnost medbančnih posojil je trideset dni, sredstva, ki jih banke posojajo na medbančnem trgu in imajo ročnost daljšo od trideset dni pa se obravnavajo kot medbančni depoziti.

Slika 1: Povprečna mesečna stanja medbančnih posojil



Povprečje dnevni stanj posojil na medbančnem trgu je od januarja 1995 do junija 1999 znašalo 11,2 milijarde tolarjev. Povprečna mesečna stanja kažejo (slika 1), da je bilo povprečno stanje obdobja občutno preseženo v juniju 1996, ko je bilo povprečno stanje medbančnih posojil nekaj manj kot 19 milijard tolarjev, ter v maju in juniju 1995, ko je junijsko povprečje znašalo 18,3 milijarde tolarjev.

Visoka likvidnost medbančnega trga v juniju 1995 je bila posledica neto povečanja primarnega denarja na podlagi blagajniških zapisov<sup>11</sup>, saj je obseg izplačil precej presežal vplačila. Največ so k temu prispevala izplačila šestdesetdnevni blagajniških zapisov, medtem ko je Banka Slovenije v tem mesecu na podlagi drugih instrumentov umikala primarni denar iz obtoka. Dodatnemu porastu, ki se je kazal v visokem junijskem povprečnem stanju, je botrovalo izplačilo druge izdaje blagajniškega zapisa z nakupnim bonom v juniju, saj je bilo že na dan dospelosti unovčenih kar 99% izdaje, vpis tretje izdaje istega vrednostnega papirja v tem mesecu pa ni dosegel izplačila. Podoben razlog dobre likvidnosti na trgu je bil tudi v juniju 1996, ko je zapadla četrta izdaja blagajniškega zapisa z nakupnim bonom v skupni vrednosti 13,4 milijarde tolarjev, tolarška likvidnost na medbančnem trgu pa se je v tem mesecu povečala tudi prek začasne in dokončne prodaje deviz Banki Slovenije (neto učinek s tega naslova je bil 2,8 milijarde več primarnega denarja v obtoku).

Po drugi strani izrazita odstopanja navzdol od povprečja opazovanega obdobja zasledimo v februarju 1997, ko je bilo povprečno mesečno stanje medbančnih posojil najnižje in sicer nekaj manj kot 6,5 milijarde tolarjev. Obdobja majhnega posojanja znotraj opazovanega obdobja zasledimo še v septembru in oktobru 1996 ter od oktobra 1997 do januarja 1998, ko so se povprečna stanja posojil<sup>12</sup> gibala od 7,0 do približno 8,6 milijarde tolarjev. Eden od razlogov zmanjševanja stanja medbančnih posojil po juniju 1996 je bil nedvomno stečaj Komerzialne banke Triglav, saj so začele banke po tem dogodku relativno hitro vpisovati tolarške blagajniške zapise Banke Slovenije, in si s tem zmanjševale likvidnostno tveganje, svojo odvisnost od medbančnega denarnega trga in aktivnih tolarških instrumentov Banke Slovenije (Košak, 1999, str.54). Stanje sredstev na medbančnem trgu se je zmanjšalo tudi zaradi zmanjševanja povprečnih mesečnih stanj danih posojil, kar je bil trend od marca 1996, hkrati pa so tudi vpisi blagajniških zapisov v tujem denarju presegali izplačila. Razlog za nizko stanje posojil v februarju 1997 (povprečno stanje je bilo najnižje v opazovanem obdobju) pa lahko med drugim iščemo v znižanju kvote začasnega nakupa blagajniških

<sup>11</sup> V celotnem prispevku se pod terminom blagajniški zapisi razumejo blagajniški zapisi Banke Slovenije.

<sup>12</sup> V prispevku se, če ni navedeno drugače, pod terminom posojila razumejo medbančna posojila.

zapisov z deset na osem milijonov nemških mark. Neto učinek tega instrumenta je bil 3,3 milijarde tolarjev manj primarnega denarja v obtoku.

Največje razlike povprečnih stanj danih posojil med meseci zasledimo v letu 1998 in v prvih šestih mesecih letošnjega leta, ko je bilo povprečno stanje obdobja preseženo le v šestih mesecih oziroma v devetih, če za primerjavo vzamemo povprečni znesek dnevnih stanj za leto 1998 in prvo polovico 1999, ki je znašalo 10,7 milijarde tolarjev. Banka Slovenije je v letu 1998 količino denarja povečevala predvsem z odkupom deviz od bank, manj pa na podlagi aktivnih tolarških instrumentov, kamor prištevamo instrumente, ki se pojavljajo na aktivni strani premoženjske bilance Banke Slovenije, to pa so vsa likvidnostna posojila, lombardno posojilo in repo blagajniških zapisov v tujem denarju. Večina primarnega denarja je bila umaknjena prek pasivnih tolarških instrumentov, kamor uvrščamo vse vrste tolarških blagajniških zapisov. Banka Slovenije je v prvih devetih mesecih leta 1998 povečevala likvidnost na denarnem trgu prek deviznih instrumentov, od oktobra 1998 dalje pa je prek iste skupine instrumentov likvidnost umikala. Banke so v tem obdobju likvidnost lahko dobile z odzivanjem na ponudbe aktivnih instrumentov Banke Slovenije, ker pa tudi to ni zadoščalo, se je konec leta 1998 in v prvih mesecih tega leta zelo zmanjšal znesek vpisanih tolarških blagajniških zapisov (Košak, 1999, str.: 52, 53).

Februar in april sta bila najbolj problematična meseca letošnjega leta kar se tiče likvidnosti na medbančnem trgu. Februarja je bil z uveljavitvijo popusta nakupnega bona devete in desete izdaje vpisan precejšen znesek plaščev blagajniškega zapisa z nakupnim bonom desete izdaje, zaradi česar se je iz bančnega sistema v Banko Slovenije odlilo precej sredstev, kar je nekatere banke privedlo v položaj, da so morale ob koncu obdobja izpolnjevanja obvezne rezerve poseči po likvidnostnem posojilu izhod v sili. V aprilu se je kriza odražala v velikem povečanju črpanj posojil pri Banki Slovenije in v velikem odzivu bank na začasno prodajo blagajniških zapisov Banke Slovenije, obenem pa se je zelo zmanjšal vpis blagajniških zapisov. Vendar so kljub splošnemu pomanjkanju sredstev na medbančnem trgu nekatere banke posegale po pasivnih tolarških instrumentih Banke Slovenije (vpisovale so dvo-, dvanajst- in tridesetdnevne tolarške blagajniške zapise), iz česar sledi, da se v času slabe likvidnosti bančnega sistema s trga umikajo tudi banke, ki nimajo likvidnostnih težav in se s tem izognejo kreditnemu tveganju.

V odvisnosti od likvidnostnih razmer na medbančnem denarnem trgu se giblje tudi medbančna obrestna mera, za katero velja, da poraste kadar je na trgu pomanjkanje likvidnosti in pada v nasprotnem primeru. Poleg tega velja tudi, da je verjetnost naraščanja večja, kadar je presežna likvidnost koncentrirana pri majhnem številu bank, kot v primeru enakomerne razporejenosti med bankami. Gibanje medbančne obrestne mere zato do določene mere odpravlja pomanjkljivost presežnih bančnih rezerv poslovnih bank kot indikatorja likvidnosti, saj kaže tudi razporeditev rezerv in ne le likvidnostno stanje bančnega sistema kot celote (Košak, 1999, str. 47).

V večini držav z dobro razvitim finančnim sistemom velja, da obstaja določena povezava med obrestno mero medbančnega trga in ključno obrestno mero, ki je navadno eskontna ali lombardna obrestna mera. V zadnjem času ti dve obrestni meri izgubljata operativno vlogo, večji pomen pa dobivajo obrestne mere ostalih instrumentov, predvsem repo poslov.

Za Slovenijo omenjena trditev o soodvisnosti medbančne obrestne mere in splošne eskontne mere<sup>13</sup> ne velja popolnoma. S pomočjo *slike 2*, ki prikazuje gibanje medbančne obrestne mere in obrestne mere repoja blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju

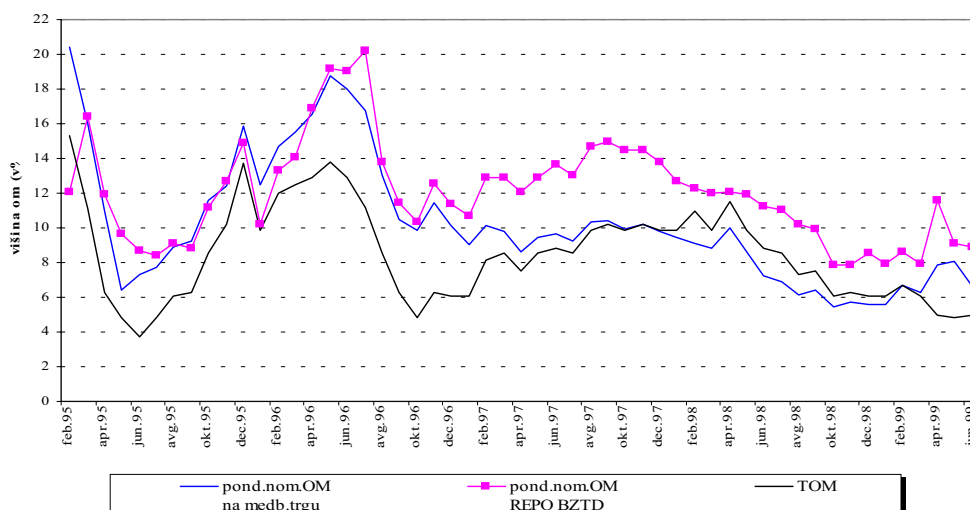
<sup>13</sup> Banka Slovenije za večino poslov uporablja obrestne mere, določene s posebnimi sklepi. Na splošno eskontno mero, ki jo objavlja Banka Slovenije pa je vezana obrestna mera za lombardno posojilo. Januarja 1999 je Banka Slovenije, po dolgem času, za dve odstotni točki znižala splošno eskontno mero in sicer z 10 na 8%, obrestna mera za lombardno posojilo pa je eno odstotno točko višja in znaša sedaj 9%.

(repo BZTD), ki jo določa Banka Slovenije, bomo skušali ugotoviti kakšna je povezava med tema dvema obrestnima merama. Obe obrestni meri sta nominalni, zato je za primerjavo upoštevana tudi veljavna revalorizacija, ki jo od junija 1995 dalje predstavlja temeljna obrestna mera (TOM), do junija 1995 pa stopnja inflacije preteklega meseca.

Repo blagajniških zapisov v tujem denarju se izvaja na podlagi neposredne ponudbe Banke Slovenije. Banka Slovenije v ponudbi navede kvoto začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju in datum obveznega povratnega odkupa. Nakup se izvrši po nakupnem tečaju Banke Slovenije, veljavnem na dan odkupa. Banke licitirajo tečaj za povratni odkup, ki ne sme biti nižji od določenega tečaja, ponudbe bank pa se izbirajo po ameriški metodi, se pravi od najvišjega ponujenega tečaja navzdol, do zapolnitve kvote. Banka lahko ponudi za začasen odkup proste blagajniške zapise v tujem denarju, ki so na računu vrednostnih papirjev za zavarovanje (RVPZ) pri Banki Slovenije in imajo rok dospelosti pet delovnih dni daljši od roka za obvezen povratni odkup, kot tudi blagajniške zapise v tujem denarju, ki se všttevajo v devizni minimum. Do sredine februarja 1999 so banke, ki so sodelovale pri tem poslu, morale izpolniti še dodatni pogoj, in sicer v prvem tednu po sklenitvi posla so morale odkupiti devizne pritoke od podjetij v določenem odstotku zneska prodanih blagajniških zapisov. Ta dodaten pogoj je poleg obrestne mere repo posla pomenil še dodaten strošek za banke, kar pa presega okvir tega prispevka.

Obravnavano obdobje je razdeljeno na tri podobdobja. *Prvo podobdobje* traja od začetka opazovanja do januarja 1996. V tem obdobju je bilo gibanje medbančne in repo obrestne mere zelo podobno, tudi v odnosu do veljavne revalorizacije. Razhajanje med obrestnima merama je bilo nekoliko večje v maju in juniju 1995, kar je verjetno posledica tega, da so banke, kljub začetku objavljanja TOM kot veljavne revalorizacije še vedno uporabljale rast drobnoprodajnih cen v preteklem mesecu. Konec tega podobdobja se pojavi še ena posebnost v odnosu med obema obrestnima merama, saj je bila septembra, oktobra in decembra 1995 ter januarja 1996 obrestna mera repoja BZTD pod tehtano medbančno obrestno mero, kar pomeni, da je bil, brez upoštevanja stroška pogojevanja pri repoju BZTD, strošek zadolževanja na medbančnem trgu v teh mesecih višji kot strošek zadolževanja pri Banki Slovenije. To je značilno še za prva dva meseca *drugega podobdobja*, ki je trajalo od februarja 1996 do oktobra 1996. V tem času opazimo večje razhajanje primerjanih obrestnih mer in tudi večjo razliko do veljavne revalorizacije. Razlog slednjemu, predvsem od junija 1996 dalje, je mogoče iskati v zmanjšanju zaupanju bank v medbančni trg zaradi stečaja Komercialne banke Triglav.

Slika 2: Gibanje obrestne mere medbančnega trga in obrestne mere repo posla



V tretjem podobdobju od novembra 1996 do konca opazovanega obdobja pa zasledimo dve, v *sliki 2* dobro vidni, značilnosti. Prva je, da je bila od decembra 1997 do februarja 1999 povprečno tehtana obrestna mera medbančnega trga nižja od veljavne revalorizacije, kar se je zgodilo edino v teh mesecih, medtem ko se je repo obrestna mera v opazovanem obdobju neprestano gibala nad veljavno revalorizacijo. Druga značilnost, ki je opazna predvsem od februarja 1997 do septembra 1998, je razlika med medbančno in repo obrestno mero, ki je v tem času najvišja.

Omenjeno razlagamo s tem, da v tem obdobju ni bilo posebnih kriznih likvidnostnih razmer na medbančnem trgu in se je obrestna mera medbančnega denarnega trga spustila dokaj nizko (oblikovana je bila na podlagi ponudbe in povpraševanja), obrestna mera repoja BZTD pa se oblikuje na podlagi licitacije, pri čemer je najnižji tečaj določen s strani Banke Slovenije in zato ta obrestna mera pod raven, ki jo je določal ta tečaj, tudi ni mogla pasti. Banka Slovenije je imela namreč posebno metodologijo za določanje tečaja povratnega odkupa ter tudi dodatnega pogoja (dokler je bil ta aktualen) odkupa deviznih pritokov od podjetij. Višina začetnega tečaja, ki ga je postavila Banka Slovenije, je bila odvisna od realizacije predhodnih ponudb repoja. Čim nižja je bila realizacija glede na ponujeno kvoto, tem nižji je bil tečaj, vendar se je lahko spustil največ do ravni, na kateri je bila direktna cena instrumenta približno ( $\pm 0,1\%$  točke) enaka ceni 60-dnevnega blagajniškega zapisa Banke Slovenije. Če je bila realizacija še vedno nižja od 50% ponujene kvote pa se je začel zniževati še dodatni pogoj, a nikoli pod 120% odkupa. V zadnjem obdobju se je tečaj določal na podlagi obrestne mere 60-dnevnega blagajniškega zapisa, ki se je konec marca letos znižala s 7,8 na 7,0%, obrestna mera povratnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju pa je ostala na prejšnji ravni.

Izbrani način opazovanja gibanja medbančne in repo obrestne mere pripelje do sklepa, da določena povezava med njima obstaja, kar pomeni, da se trditve (Kranjec, Košak, 1996, str.:9, 10), da obrestne mere centralne banke nimajo zelo velikega vpliva na obrestne mere denarnega trga, in da med njimi tudi ni posebne povezave, pri čemer se zelo razlikujejo tudi variabilnosti<sup>14</sup> enih in drugih obrestnih mer - potrjuje le v določeni meri.

#### 4.2. Struktura slovenskega medbančnega trga

Število bank, ki imajo možnost sodelovanja na slovenskem medbančnem trgu se je od začetka analiziranega obdobja, torej od januarja 1995, ko je na njem delovalo 31 bank, do junija 1999 skrčilo na 25 poslovnih bank. Razlog manjšemu številu bank je vse večja konkurenca, ki vodi v spojitve (januarja 1998 Bank Austrija in Creditanstalt v Bank Austrija-Creditanstalt), pripojitve (npr. v letu 1998 UBK k SKB, Hmezad banka k Banki Celje itd.), in oblikovanja bančnih skupin (npr. bančna skupina NLB), kot prvi korak k združevanju, pa tudi stečaji (Komerzialna banka Triglav junija 1996) in likvidacije (Hipotekarna banka Brežice decembra 1998). Ta trend se bo nadaljeval tudi v prihodnosti (Ribnikar, 1998, str.4), saj je, po mnenju nekaterih, število bank za slovenske razmere še vedno sorazmerno preveliko.

Za analizo prenosa likvidnostnih presežkov so zanimive tiste banke, ki pri tem aktivno sodelujejo. Banke lahko ločimo med sodelujoče in nesodelujoče, sodelujoče pa lahko razlikujemo tudi po tem, ali se pojavljajo na strani povpraševanja ali na strani ponudbe posojil in kako pomembna je vloga posamezne banke pri tem.

Na strani povpraševanja je trg izrazito oligopolen, če ne celo monopolen. V obdobju od januarja 1995 do konca prve polovice 1999 so 50% likvidnosti v povprečju dobile ena do tri

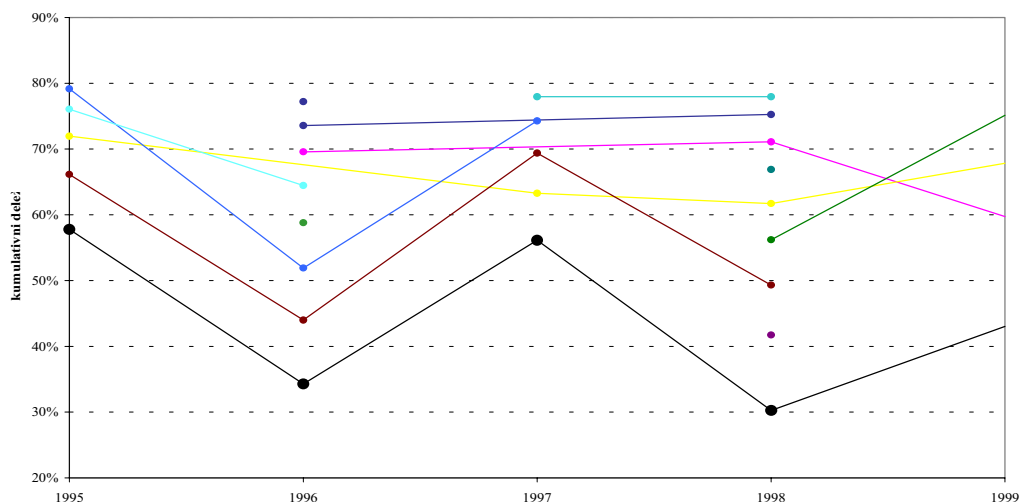
<sup>14</sup> Na variabilnost obrestnih mer denarne politike vpliva Banka Slovenije z diskrecijsko politiko (Kranjec, Košak, 1996, str.:9, 10).



banke, 80% pa štiri do devet bank. Manj kot 1-odstotni povprečni letni delež na strani povpraševanja je imelo od 10 do 18 bank, ki jim je skupaj pripadalo med 2,8 in 8,2% trga. Koncentracija trga pa se je skozi čas spreminjala predvsem zaradi različnega obsega aktivnosti najaktivnejše banke.

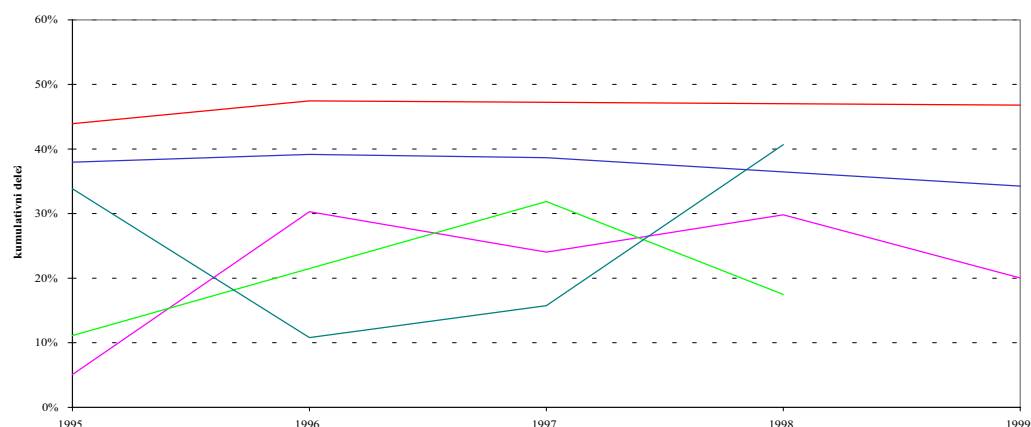
V *sliki 3* so prikazane banke, ki so s povprečnimi letnimi deleži prejetih posojil v posameznem letu skupaj zavzemale 80% prejetih medbančnih posojil.

*Slika 3:* Kumulativni deleži prejetih posojil na medbančnem denarnem trgu



Na *strani ponudbe* posojil je bil v opazovanem obdobju trg precej manj oligopolen. V 50% ponujene likvidnost se je v opazovanih letih uvrstilo štiri do šest bank, znotraj 80% danih posojil se je leta 1995 uvrstilo kar 18 bank, leto kasneje 12, v zadnjih treh opazovanih letih pa po 11 bank. Manj kot eno odstotni povprečni letni delež je imelo tri do devet bank, katerih skupni deleži so se gibali med 1,1 do 5,3%.

*Slika 4:* Kumulativni deleži danih posojil na medbančnem denarnem trgu



Pri nadaljnji analizi nas je zanimalo, če banke, ki so bile na medbančnem denarnem trgu bolj aktivne, prek trga uravnavajo svojo likvidnost ali na njem razporejajo sredstva, ki jih dobijo pri centralni banki. Povprečna letna stanja na podlagi dnevni podatkov so pokazala, da so v opazovanem obdobju najbolj aktivne posojilodajalke črpale posojila pri Banki Slovenije redko oziroma manj, nekatere pa v posameznih letih sploh nikoli. Po drugi strani so iste banke

pogosto vpisovale blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih, kar pomeni, da so likvidnostne presežke, do katerih niso prišle z jemanjem posojil pri centralni banki, delno plasirale v Banko Slovenije, delno pa na medbančni trg.

Obnašanje najaktivnejših posojiljemalk na medbančnem trgu se bolj razlikuje. V *prvo skupino* sodi tudi največja dolžnica, ki je v letih 1995 in 1996 svoje likvidnostne primanjkljaje pokrivala z izposojanjem na medbančnem trgu in hkrati s črpanjem posojil pri Banki Slovenije. V letih 1997 in 1998 je v povprečju pri Banki Slovenije črpala manj posojil, kot v predhodnih dveh letih in je primanjkljaje pokrivala s sredstvi z medbančnega trga. Leta 1998 je bil njen delež prejetih posojil na medbančnem trgu najnižji v opazovanem obdobju, prav tako povprečni obseg črpanih posojil pri Banki Slovenije, povprečno letno stanje vpisanih blagajniških zapisov v tolarjih pa najvišje, pri čemer je treba poudariti, da je vpisovala praktično samo 30-dnevne tolarske blagajniške zapise, na podlagi katerih je imela možnost črpanja likvidnostnega posojila pri centralni banki. Za to skupino bank je značilno, da so v letih, ko so bili njihovi deleži prejetih posojil na medbančnem trgu najvišji (deleži danih pa najnižji), tudi pri Banki Slovenije v povprečju črpale največ posojil. V tej skupini bi bilo mogoče najti banke, ki so na medbančnem trgu izposojena likvidna sredstva porabile za vpis blagajniških zapisov pri Banki Slovenije, vendar na podlagi opravljene analize, tega ne moremo trditi. Te banke so torej svoje *likvidnostne potrebe pokrivalo hkrati z izposojanjem pri centralni banki in z izposojanjem od drugih bank*.

*Drugo skupino* predstavljajo banke, ki so si v opazovanem obdobju na medbančnem trgu sredstva predvsem izposojale, pri Banki Slovenije pa praktično niso črpale likvidnostnih posojil ali interventnega lombardnega posojila, kar pomeni, da so svoje *likvidnostne potrebe pokrivalo skorajda samo s sredstvi z medbančnega trga*.

*Tretja skupina* so banke, ki so si v letih, ko so v povprečju črpale največ posojil pri Banki Slovenije, na medbančnem trgu izposojale najmanj, in imele najvišje deleže danih posojil na medbančnem trgu; v letih, ko so v povprečju pri Banki Slovenije črpale manj posojil, so si na medbančnem trgu v povprečju izposojale več in posojale manj. To pomeni, da te banke svojo *likvidnost uravnavajo bodisi z aktivnostjo na medbančnem trgu bodisi preko instrumentov centralne banke*.

#### 4.3. Delovanje slovenskega medbančnega trga

Sklepanje poslov na slovenskem medbančnem denarnem trgu poteka na relativno enostaven način, kar je verjetno posledica ureditve slovenskega medbančnega trga. Banka se o poslovanju za tekoči dan odloča na podlagi podatkov o stanju sredstev, s katerim je zaključila poslovanje prejšnji dan in pričakovanih prilivov in odlivov na tekoči dan. O glavnih poslovnih odločitvah odloča likvidnostna komisija, ki se sestane okrog osme ure zjutraj. Likvidnostna komisija ugotovi potrebe banke po likvidnosti in iz tega izhajajoče aktivnosti na medbančnem trgu.

Kadar ima banka presežek likvidnosti, ta sredstva ponuja po določeni obrestni meri, ki jo določi po lastni presoji na podlagi razmer na trgu. Če je likvidnost na trgu slaba, banka z likvidnostnimi presežki sredstva lahko ponuja po višji obrestni meri, saj se zaveda, da si bodo deficitne banke sredstva morale izposoditi ne glede na ceno. Vendar banka kljub vsemu ne more določati vrtoglavo visokih obrestnih mer, kajti še vedno mora biti njihova ponudba bolj privlačna, kot so sredstva centralne banke, saj si lahko deficitna banka primanjkljaj sredstev izposodi pri centralni banki in to tudi stori, če na trgu ne dobi boljših pogojev. Obrestne mere Banke Slovenije, poleg razmer na medbančnem trgu, pomenijo torej še en dejavnik pri določanju višine obrestne mere, po kateri banka ponuja sredstva. Zakonska zamudna obrestna mera likvidnostnega posojila izhoda v sili predstavlja zgornjo mejo, obrestna mera po kateri banke vpisujejo dvodnevne tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije pa spodnjo mejo širokega koridorja, znotraj katerega se gibljejo obrestne mere

medbančnega trga. Kot orientacija pri določanju cene za presežke likvidnosti lahko služi banki obrestna mera lombardnega posojila ali likvidnostnega posojila na podlagi tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije, še boljša orientacija pa je obrestna mera repoja blagajniških zapisov v tujem denarju.

Banka, ki ima potrebo po likvidnosti je navadno tista, ki sprejema pogoje, ki jih ponuja suficitna banka. Včasih se zgodi, da banka pričakuje, da bo v prihodnjih dneh imela težave z likvidnostjo, in je zato že sedaj pripravljena sprejeti nekoliko slabše pogoje posojila (visoko obrestno mero), samo da bi sredstva ostala na medbančnem trgu in se ne bi odlila v Banko Slovenije. Kasneje bi se lahko namreč zgodilo, da na medbančnem trgu ne bi dobila dovolj likvidnih sredstev in bi morala primanjkljaj pokriti z izposojanjem pri centralni banki, kar bi ji najverjetneje pomenilo višji strošek.

Samo trgovanje se odvija po telefonu. Banka kliče ostale banke in jih sprašuje, če imajo presežke, ki bi jih ji bile pripravljene posoditi in pod kakšnimi pogoji. *Dogovor* o pogojih posla je prva faza v procesu trgovanja, ki ji sledi *sklenitev posla* in nato *nakazilo sredstev*. Banki posel *potrdita* z izmenjavo zaključnic oziroma potrdila, ki poleg naziva banke posojilodajalke vsebuje še podatke o znesku posojila, obrestni meri, datuma sklenitve posla, datuma zapadlosti posojila in podpis odgovorne osebe. Če sta se banki dogovorili le za podaljšanje posojila, se na že obstoječo zaključnico dodajo novi pogoji posojila in se sredstev ne prenakazuje, s čimer se banka izogne stroškom nakazila. V primeru sklenjenih poslov na večernem medbančnem trgu si banki zaključnici izmenjata naslednje jutro. Banka, ki odobri posojilo, to sporoči Banki Slovenije, ki na podlagi plačilnega naloga nakaže sredstva s poravnalnega računa banke posojilodajalke na poravnanli račun banke posojilojemalke, ki ravno tako obvesti Banko Slovenije, da od določene banke pričakuje določen znesek posojila.

Dnevni medbančni trg deluje do treh popoldan, večerni denarni trg pa začne delovati po zaključku obdelave Agencije za plačilni promet, ko sta znani poziciji računov 620 in 500 ter skupno stanje na poravnalnem računu pri Banki Slovenije (stanje poravnalnega računa brez računov pri Agenciji za plačilni promet je znano že prej).

Na slovenskem medbančnem denarnem trgu so se oblikovala neformalna pravila in načela, ki jih banke spoštujejo. Centralna banka in državna zakladnica neposredno pri trgovanju ne sodelujeta. Banka Slovenije se le občasno prek instrumenta likvidnostno posojilo čez noč vključi na večerni medbančni trg, medtem ko dnevno zbira podatke o danih in tedensko o prejetih posojilih in o obrestnih merah. Na osnovi teh podatkov izračunava tehtano povprečno obrestno mero medbančnega trga in ta podatek, skupaj z obsegom transakcij, objavlja na spletnih straneh in v dnevnem tisku, ter ga posreduje bankam.

## 5. MOŽNOST ZAVAROVANJA POSOJIL NA SLOVENSKEM MEDBANČNEM TRGU

V poglavju o strukturi medbančnega trga smo ugotovili, da se na trgu v opazovanem obdobju pojavljajo bolj ali manj iste banke, ki se po povprečnih letnih deležih prejetih ali danih posojil, razen v redkih primerih, uvrščajo tudi na približno ista mesta. Dejstvo, da se banke, ki so po rangi prejetih posojil na prvih mestih, na strani danih posojil po rangi uvrščajo na konec seznama in obratno, kaže na to, da na slovenskem medbančnem trgu ni banke, ki bi imela vlogo market makerja. Vendar pa je med trenutno delujočimi bankami precej tudi takih, ki imajo zelo nizke deleže prejetih in danih medbančnih posojil, kar pomeni, da je njihovo sodelovanje na medbančnem trgu majhno, če pa že sodelujejo, so ti zneski zelo nizki. Zneski, ki jih ponuja ali po njih povprašuje neka banka so verjetno povezani tudi z njeno velikostjo, poleg tega pa še s politiko posamezne banke, ki pa je verjetno odvisna tudi od načina in pogojev poslovanja na trgu.

Če zgoraj napisano velja za razmere, ko je likvidnosti na medbančnem trgu dovolj, lahko pričakujemo, da se bo v razmerah povečane negotovosti trg še bolj skrčil, saj se bodo s trga umaknile tudi banke (raje bodo posegale po instrumentih Banke Slovenije), ki imajo presežna sredstva in ki sicer na trgu sodelujejo zelo aktivno, ali pa bo vsaj obseg njihovega trgovanja manjši. Razlog takemu početju bank bi lahko iskali v dejstvu, da posojila niso zavarovana. Ravno zato je med spremembami, ki bi bile na slovenskem medbančnem trgu potrebne, najpomembnejša uvedba možnosti zavarovanja poslov, čeprav bi se s tem Banka Slovenija srečala z novimi razmerami vodenja denarne politike, kajti pri sedanjem načinu, ko se likvidna sredstva stekajo prek nje, je iniciativa na strani Banke Slovenije, vendar pa to do določene mere zavira razvoj medbančnega trga.

### 5.1. Prednosti in težave povezane z uvedbo zavarovanja posojil na medbančnem trgu

Spremembe in prilagoditve, ki bi bile potrebne v primeru uvedbe možnosti zavarovanja posojil so:

- a) sprememba medbančnega instrumentarija,
  - b) izbor za zavarovanje ustreznih vrednostnih papirjev,
  - c) oblikovanje pravne podlage ali določitev vsaj neformalnih pravil sodelovanja,
  - d) prilagoditev infrastrukture in
  - e) prilagoditev načina zastave vrednostnih papirjev.
- a) *Instrumenti*

V Sloveniji se likvidnostni presežki prenašajo na podlagi medbančnih posojil različnih ročnosti, vsa pa so zelo kratkoročna (do trideset dni ali na odpoklic). V prvi fazi bi bilo smiselno standardizirati ročnosti posojil, na primer: 1, 7, 30 dni, uvesti možnost zavarovanja ter spremeniti način poročanja bank ter agregiranja podatkov. To bi omogočilo večjo preglednost trgovanja in s tem večjo vrednost informacij, ki bi jih zbirali v Banki Slovenije. Smiselno bi bilo, da bi banke sporočale zneske danih in prejetih posojil na medbančnem trgu razdelano po ročnosti posojil in obrestne mere za vsako dano in prejeto posojilo, in ne le skupnega zneska danih in prejetih posojil ter povprečno tehtano obrestno mero, kakor zdaj. Kasneje bi bilo mogoče vpeljati še posojila dodatnih ročnosti, na primer posojila znotraj dneva in posojila z ročnostjo 90 in 360 dni, če bi se pojavila želja sodelujočih in možnost izvedbe, pa vpeljava tudi novih instrumentov kot so repo in dokončne transakcije.

#### b) Vrednostni papirji primerni za zavarovanje

Za zavarovanje posojil medbančnega trga so primerni blagajniški zapisi v tujem denarju, blagajniški zapisi v tolarjih in državni vrednostni papirji. Pri ugotavljanju uporabnosti teh papirjev pa moramo upoštevati več vidikov:

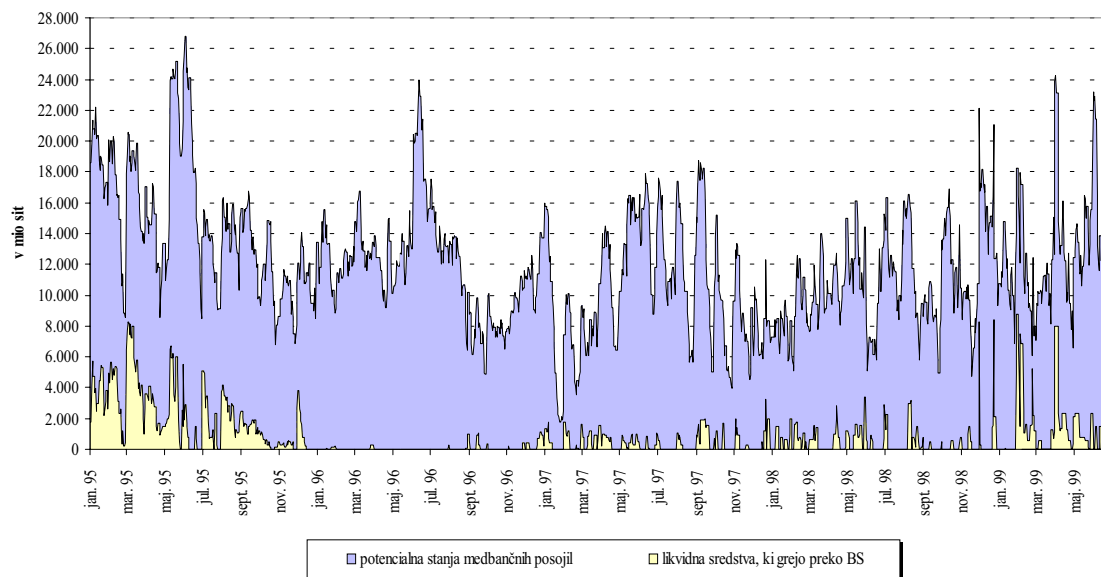
- *Stroške*: do uvedbe davka na dodano vrednost so banke po zakonu o prometnem davku na znesek transakcije z vrednostnimi papirji plačevale prometni davek v višini 0,1%<sup>15</sup>, kar je pomenilo, da je bil pri poslih krajše ročnosti strošek trgovanja relativno večji kot pri dolgoročnejših poslih. Po zakonu o davku na dodano vrednost so finančne institucije oproščene davka na transakcije z vrednostnimi papirji, kar predstavlja znižanje stroškov in element razvoja. Zastava blagajniških zapisov v tujem denarju ne pomeni nikakršnega stroška, saj za zastavo na RVPZ Banka Slovenije ne zaračunava provizije. Najverjetneje bi bilo podobno tudi v primeru tolarskih blagajniških zapisov, katerih račun bi bil, enako kot za blagajniške zapise v tujem denarju, pri Banki Slovenije. Drugače bi bilo v primeru državnih vrednostnih papirjev, saj KDD za preknjižbo vrednostnih papirjev zaračunava

<sup>15</sup> Pravilnik o uporabi zakona o prometnem davku je določal, da se je davek plačeval le na transakcije s serijskimi papirji.

provizijo, strošek pa bi pomenila tudi prodaja vrednostnega papirja na borzi, v primeru, ko bi se posojilodajalec želel poplačati s prodajo papirja zaradi neizpolnjevanja obveznosti posojilojemalca.

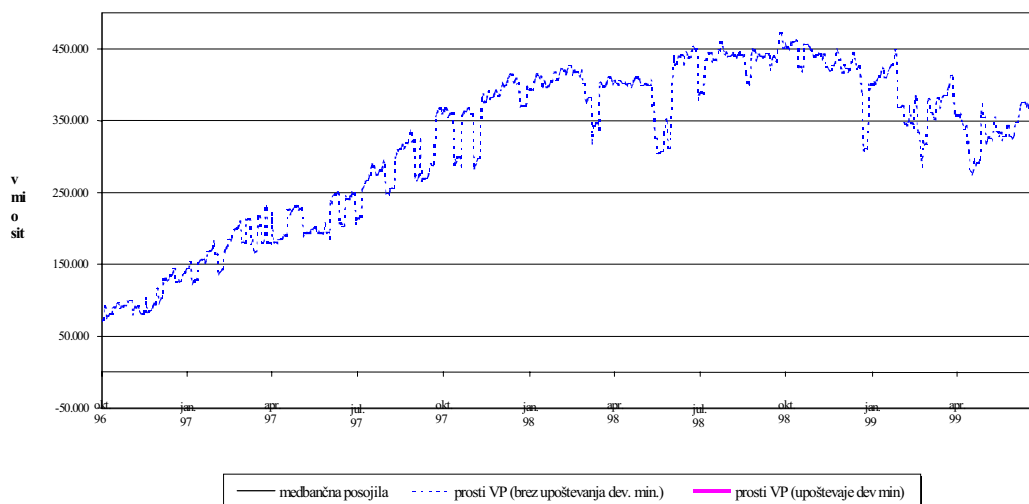
- *Valuto*: pri blagajniških zapisih v tujem denarju bi se v primeru potrebe poplačila iz tega papirja pojavil problem valute, v kateri so papirji nominirani. Ko bi banka papir prodala, bi zanj dobila sredstva v tuji valuti, kar pa ji v tistem trenutku, ko bi računala na tolarška likvidna sredstva in jih verjetno nujno potrebovala, ne bi koristilo. Tolarski blagajniški zapisi ali državni vrednostni papirji bi imeli po tej plati precejšnjo prednost, saj bi banka upnica dobila sredstva v domači valuti. Če bi se kljub pomanjkljivosti, ki jo imajo, za zavarovanje uporabljali blagajniški zapisi v tujem denarju, bi bila lahko rešitev tudi ta, da bi vmes stopila Banka Slovenije in bi bila ona tista, ki bi, pod posebnimi pogoji ali v okviru posebnega instrumenta, papir odkupila v domači valuti.
- *Možnost prodaje vrednostnih papirjev*: zaradi slabo razvitega sekundarnega trga vrednostnih papirjev bi prodaja vrednostnega papirja lahko predstavljala velik problem in veliko likvidnostno tveganje ter povečanje stroškov. Najboljša rešitev za vse vrste papirjev bi bil boljše razvit sekundarni trg vrednostnih papirjev, v primeru blagajniških zapisov Banke Slovenije pa možnost, ki smo jo navedli že v prejšnji alineji, da bi te papirje odkupila Banka Slovenije.
- *Ročnost*: likvidnost vrednostnega papirja je odvisna tudi od njegove ročnosti. Vrednostni papirji s krajšimi ročnostmi so zato bolj likvidni od tistih z daljšimi, poleg tega pa slabša likvidnost slednjih povečuje še nerazvit sekundarni trg vrednostnih papirjev. Dodatna slabost tolarških zapisov je tudi, da so zapisi serijski, zaradi česar njihova ročnost varira, obrestna mera pa ostaja nespremenjena.
- *Obseg papirjev*: na podlagi podatkov za obdobje od januarja 1995 do junija 1999 smo skušali ugotoviti, ali imajo banke v svojem portfelju zadostno količino za zavarovanje ustreznih vrednostnih papirjev, če bi na slovenski medbančni trg vpeljali možnost zavarovanja posojil. V analizi niso bila upoštevana le dejanska dnevna stanja prejetih posojil v opazovanem obdobju, ampak nas je zanimalo, ali bi bilo dovolj vrednostnih papirjev za zavarovanje tistega zneska posojil, ki poleg dejanskih dnevnih stanj upošteva še znesek, ki se od bank z likvidnostnimi presežki prek Banke Slovenije prerazporedi med banke z likvidnostnim primanjkljajem. Pri izračunu potencialnega dnevnega obsega medbančnih posojil je bilo na eni strani upoštevano dnevno stanje črpanih posojil pri Banki Slovenije in sicer interventnega lombardnega, likvidnostnega posojila izhod v sili, likvidnostnega posojila preko noči in likvidnostnih posojil na podlagi tolarških blagajniških zapisov, na drugi strani pa dnevna stanja vpisa dvo-, dvanajst- in tridesetdnevnih tolarških blagajniških zapisov, kot alternativa medbančnemu denarnemu trgu. Nižje izmed teh dveh stanj obravnavamo kot potencialni dodatni obseg medbančnih posojil na posamezen dan. Ta del analize ponazarja *slika 5*, ki prikazuje dnevna stanja likvidnih sredstev, ki so se prelila prek Banke Slovenije kot delež potencialnega obsega medbančnih posojil.

Slika 5: Potencialni obseg medbančnih posojil



Drugi del analize se navezuje na stanje prostih vrednostnih papirjev, s katerimi bi bilo mogoče zavarovati posojilo. Za ta namen so bili vključeni blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju, blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih in državni vrednostni papirji (zakladne menice in obveznice republike Slovenije). S pomočjo dnevni podatkov smo prišli do dnevnih stanj prostih vrednostnih papirjev, pri čemer je bil od prostega zneska odštet še ustrezen delež blagajniških zapisov, ki se upošteva v izpolnjevanje deviznega minimuma<sup>16</sup> in se ne sme uporabiti za zastavo ali zavarovanje. Sklep Banke Slovenije namreč določa, da se del blagajniških zapisov v tujem denarju, ki se upošteva v devizni minimum ne sme uporabljati za zavarovanje ali zastavo poslov, razen v primeru, ko gre za posle na podlagi instrumentov Banke Slovenije.

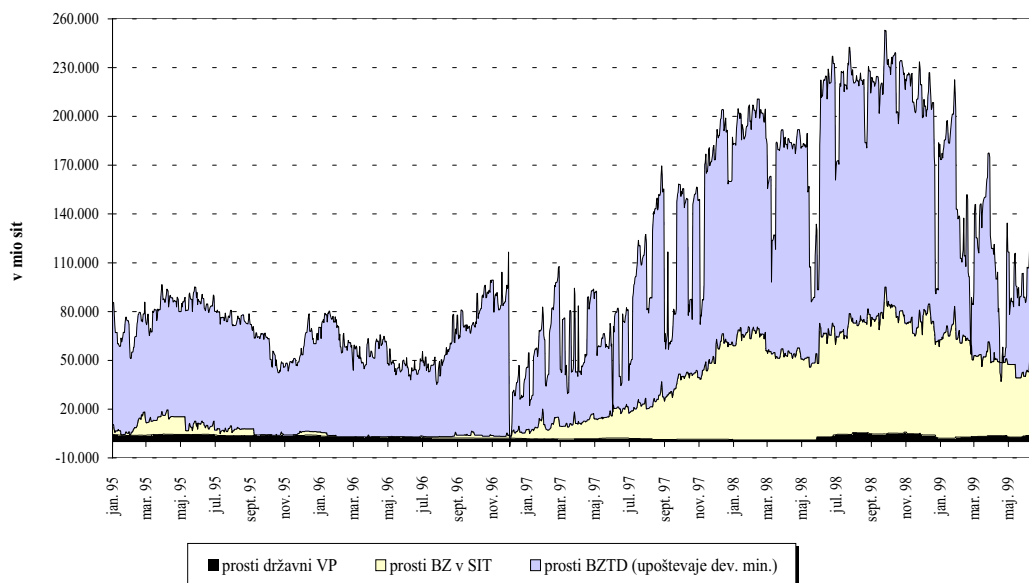
Slika 6: Pokritost potencialnega zneska medbančnih posojil z izbranimi prostimi vrednostnimi papirji



<sup>16</sup> Banke so morale imeti od decembra 1996 30% deviznega minimuma v obliki blagajniških zapisov v tujem denarju, od marca 1997 40%, od junija 1997 50%, od septembra 1997 dalje pa morajo imeti 60% deviznega minimuma v obliki BZTD.

V *sliki 6* je vidno, da se stanja prostih vrednostnih papirjev ob izločitvi tistih, ki se všteto vajo v izpolnjevanje deviznega minimuma, precej zmanjšajo, vendar je stanje prostih vrednostnih papirjev ves čas (z izjemo nekaj dni ob začetku uveljavitve tega sklepa, decembra 1996) nad potencialnim stanjem medbančnih posojil, pri čemer pa moramo poudariti, da predstavljajo blagajniški zapisi v tujem denarju, tudi ob upoštevanju določil sklepa o deviznem minimumu, največji delež prostih in za zavarovanje primernih vrednostnih papirjev (glej *sliko 7*).

**Slika 7:** Struktura prostih in za zavarovanje primernih vrednostnih papirjev



*c) Določitev pravne podlage ali pravil za sodelovanje*

Pravila trgovanja bi bila lahko določena po načelu samoreguliranja in bi jih določale banke same (morda v okviru združenja bank) ali pa bi centralna banka skupaj z bankami oblikovala pravila za sodelovanje, ki bi poleg postopkov vsebovala tudi etična načela poslovanja. Če bi se odločili za slednjo možnost bi centralna banka prevzela tudi funkcijo nadzora nad spoštovanjem teh načel, kakor je praksa na primer na Finskem.

Pravila bi morala določati:

- valuto trgovanja,
- čas delovanja medbančnega denarnega trga, tako za normalne delovne dneve (npr. vezano na čas delovanja sistema BPRČ), kakor tudi za posebne dneve kot so petki in prazniki (ko bi bil čas obratovanja krajši),
- instrumente skupaj z njihovimi ročnostmi, s katerimi bi se trgovalo,
- sodelujoče na trgu, ki bi bili natančno navedeni v pravilniku ali pogodbi o sodelovanju, skupaj z vsemi podatki,
- delovanje market makerjev (javne kotacije in poročanje podatkov o prometu in obrestnih merah),
- možnost omejevanja obsega poslovanja do drugih udeležencev na medbančnem trgu,
- način potrjevanja poslov (pisno potrjevanje, razen v primeru posojil prek noči, ko bi se pisno potrdilo izdalo naknadno),
- odkrivanje in odpravljanje napak in določitev kontaktne in odgovorne osebe ter
- delovanje in pristojnosti skupine, ki bi razsojala o morebitnih konfliktnih situacijah med udeleženci trga in drugih problemih (sestavljali bi jo člani iz bank udeleženk medbančnega trga in centralne banke).

*d) Infrastruktura*

Za tehnično izvedbo preureditve bi bile potrebne prilagoditve že obstoječe infrastrukture, ki bi sprva omogočala zavarovanje medbančnih posojil, kasneje pa bi lahko služila tudi kot tehnična osnova za izvajanje drugih, na novo vpeljanih instrumentov medbančnega trga.

Obstoječo infrastrukturo sestavljajo: sistem bruto poravnave v realnem času (BPRČ), račun blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju za zavarovanje (RVPZ) in klirinško depotna družba (KDD).

Prek sistema BPRČ, ki ga upravlja Banka Slovenije, se poravnava plačila velikih vrednosti med udeleženkami tega sistema. V sistem so vključene banke in hranilnice, med katerimi so vse banke in štiri hranilnice neposredne udeleženke sistema BPRČ. Vsa plačila se izvajajo na podlagi plačilnih nalogov, ki so izdani do višine kritja na poravnalnem računu in so nepreklicni, plačila pa dokončna z valuto preknjižbe v sistemu BPRČ. Prek tega sistema se poravnava tako plačila, ki izhajajo iz poslov med Banko Slovenije in udeleženkami sistema BPRČ, kakor tudi plačila, ki izhajajo iz poslov med ostalimi udeleženkami sistema. Omejitev v zvezi s sistemom BPRČ je čas obratovanja sistema, saj sistem obratuje med pol osmo uro zjutraj do druge ure popoldan, nato se do tretje ure poravnava do tedaj še neporavnana plačila, katerih osnova so medbančna posojila in depoziti. Po tretji uri se na poravnalne račune vključijo še pozicije z računov 500 in 620 pri APP, končna stanja na poravnalnih računih pa Banka Slovenije posreduje udeleženkam sistema BPRČ. Ta so podlaga za odločitve na večernem medbančnem denarnem trgu. Posli, ki se izvajajo na večernem medbančnem trgu se v sistem vnašajo ročno, ko banka sporoči znesek posojila, ki ga je dala drugi banki.



Poslovne banke imajo pri Banki Slovenije račun vrednostnih papirjev za zavarovanje (RVPZ), na katerega prenesejo vpisane in vplačane blagajniške zapise Banke Slovenije v tujem denarju, ki jih želijo uporabljati za zavarovanje terjatev Banke Slovenije iz naslova instrumentov denarne politike. Banka lahko na ta račun prenese le blagajniški zapis v tujem denarju s celo evidenčno številko, kar pomeni v znesku, v katerem je bil vpisan, pri čemer banka že v ponudbi za vpis blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju označi, da želi vpisane blagajniške zapise prenesti na RVPZ. Za zavarovanje obveznosti bank po instrumentih denarne politike so uporabni le prosti blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju na računu RVPZ. Banka lahko za zavarovanje zastavi posamezne lote iz različnih evidenčnih številok po lastni presoji, pri čemer mora upoštevati pogoje zastave, zamenjave in sproščanja blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju, določenih v ponudbah za posamezen instrument denarne politike. Zastavljeni ali začasno prodani blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju se sprostijo na dan dospelosti oziroma na dan vračila posojila, v času zastave za določen sklenjen posel blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju niso ustrezni za zavarovanje drugih poslov. Smisel zastave ali začasne prodaje je, da se v primeru, če banka ne poravnava svojih obveznosti do centralne banke, Banka Slovenije poplača tako, da zastavljene papirje odkupi po teoretični vrednosti na dan odkupa po nakupnem tečaju Banke Slovenije, zmanjšanjem za diskont, ki ustreza zakoniti zamudni obrestni meri.

Ker so državni vrednostni papirji primerni za zavarovanje bi celotni sistem infrastrukture vključeval tudi KDD, na računu katere so državni vrednostni papirji vknjiženi. Težava, ki se pojavlja v povezavi s KDD in je nanjo v začetku tega leta opozorilo tudi Ministrstvo za finance je poravnava poslov v dveh delovnih dneh po opravljenem poslu. Obstoječ sistem poravnave poslov z valuto T+2 zavira večji obseg trgovanja s temi papirji in onemogoča uporabo zakladnih menic za uravnavanje bančne likvidnosti, hkrati pa je Ministrstvo za finance v začetku tega leta dalo predlog za izgradnjo sekundarnega trga zakladnih menic, ki bi potekal prek elektronskega sistem intranet. Ne glede na ostalo bi bila za potencialno ureditev medbančnega trga potrebna poravnava v realnem času, saj imajo posojila na medbančnem trgu lahko ročnost celo znotraj dneva in zato poravnava T+0, še manj pa T+2 ni ustrezna.

Alternativa temu načinu je, da bi Banka Slovenije pridobila dovoljenje KDD za preknjiževanje na računih vrednostnih papirjev pri KDD in bi sama opravila prenos lastništva ustreznih vrednostnih papirjev. V dosedanjih pogovorih s KDD, ki so se sicer navezovali na druge posle Banke Slovenije, predstavniki KDD te možnosti niso zavrnil. Taka povezava med Banko Slovenije in KDD bi omogočala poravnavo v realnem času.

Poleg že obstoječe infrastrukture, ki podpira prenos plačil (BPRČ), preknjižbo državnih vrednostnih papirjev (KDD) ter zastavo in preknjiževanje blagajniških zapisov v tujem denarju (RVPZ), tudi tolarski blagajniški zapisi zahtevajo aplikacijo, ki bi omogočala zastavo in prenos z računa na račun. Obstoječa aplikacija tolarski blagajniški zapisi (TBZ) omogoča namreč le preknjižbo, ne pa tudi zastave tolarskih blagajniških zapisov. Alternativa temu pa je vključitev tolarskih zapisov v aplikacijo RVPZ.

#### *e) Način zastave vrednostnih papirjev*

Poslovna banka za zavarovanje poslov s centralno banko blagajniške zapise v tujem denarju na RVPZ zastavlja po evidenčnih številkah. Zastavljanje po evidenčnih številkah bi bila lahko tudi praksa pri zastavljanju vrednostnih papirjev za zavarovanje posojil. Ta opcija ima pomembno prednost, saj gre za utečen postopek, za katerega v Banki Slovenije aplikacija že obstaja, vendar je to hkrati povezano s precej "ročnega" dela, kar je na drugi strani slabost tega načina. Druga možnost, bolj univerzalna, bi bilo oblikovanje posebnega računa, na katerem bi se nahajali vsi za zavarovanje primerni vrednostni papirji. V tem primeru bi se

beležil le znesek, zastavljen za zavarovanje poslov in znesek, ki je še prost, pri čemer bi bila velika prednost, da banki ne bi bilo potrebno konkretizirati, katere vrednostne papirje ali celo katere lote posameznega vrednostnega papirja bo zastavila za zavarovanje, in bi bilo operativno delo precej enostavnejše. Slabost nasproti prvi alternativni pa je neobstoječa infrastruktura, saj bi bilo potrebno oblikovati aplikacijo za podporo omenjenega računa na način, ki bi zagotavljal, da so na računu le ustrezni vrednostni papirji, kar bi npr. pomenilo, da vrednostnih papirjev, ki imajo do dospelja samo še nekaj dni "ne upoštevajo" kot primernih za zavarovanje in o tem obvesti upravljavca računa.

## 6. SKLEP

Medbančni denarni trg je pomemben del denarnega trga in tudi celotnega finančnega sistema v vsakem gospodarstvu. Na njem se likvidna sredstva bank prenašajo od suficitnih k deficitnim bankam, ki s temi sredstvi pokrijejo svoje likvidnostne potrebe. Način prenosa in instrumenti za prenos sredstev, delovanje in regulacija medbančnega trga ter tudi infrastruktura, ki podpira ta proces pa se med državami razlikujejo. Kljub razlikam lahko ugotovimo, da so v večini držav z bolj razvitim denarnim trgom, povratni posli najpogosteje uporabljen instrument za prenos likvidnostnih presežkov med bankami, medtem ko se medbančna posojila uporabljajo manj, če pa že, so nezavarovana, ne glede na to, da možnost zavarovanja obstaja.

Za razliko od prakse na mnogih razvitih trgih tujih držav se na slovenskem medbančnem trgu presežna sredstva bank prenašajo na podlagi nezavarovanih posojil z ročnostjo do trideset dni, kar je tudi edini obstoječi instrument za prenos sredstev, ki ga banke uporabljajo. Za slovenski medbančni trg je značilno tudi, da prenos sredstev temelji na bilateralnem odnosu med bankami, sredstva se prenašajo brez posrednikov, trg pa je nereguliran, tako da sodelovanje temelji na nekakšnem "gentleman's agreement".

V osrednjem delu prispevka je obravnavan slovenski medbančni trg v obdobju od januarja 1995 do junija 1999. V uvodnem delu analize je prikazano gibanje obsega posojil v opazovanem obdobju ter gibanje medbančne obrestne mere v primerjavi z gibanjem obrestne mere repo blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju. Izbrani način primerjave je pokazal na določeno odvisnost med obema obrestnima merama.

V drugem delu analize, o strukturi medbančnega trga, smo prišli do zaključka, da je na strani prejetih posojil trg izrazito oligopolen, če ne celo monopolen, saj je ista banka v vsem opazovanem obdobju na prvem mestu po deležu prejetih posojil. Na strani ponudbe oz. na strani danih posojil ni banke, ki bi posebej izstopala, trg pa lahko označimo kot oligopolen.

V tretjem delu analize smo ugotavljali, koliko likvidnih sredstev se med bankami prelije prek likvidnih aktivnih in pasivnih instrumentov Banke Slovenije in kakšen del obsega medbančnega trga to predstavlja. Sklepamo namreč, da banke zaradi uporabe izključno nezavarovanih posojil kot instrumenta medbančnega denarnega trga, ob povečanem tveganju na tem trgu, sredstva raje vežejo v varne likvidnostne instrumente Banke Slovenije, s čimer se izognejo kreditnemu tveganju. Predvidevamo, da bi se z uvedbo zavarovanja z vrednostnimi papirji centralne banke in države obseg poslovanja na medbančnem trgu razširil, vendar bi se v tem primeru prek Banke Slovenije prelijo manj sredstev, kar bi nekoliko spremenilo način vodenja denarne politike, po drugi strani pa bi to imelo pozitiven vpliv na razvoj denarnega trga.

Zaradi takega pomena zavarovanja je zadnji del analize usmerjen v ugotavljanje, kateri vrednostni papirji bi bili primerni za zavarovanje, katere so prednosti in slabosti posamezne vrste vrednostnih papirjev in kako bi bilo potrebno prilagoditi infrastrukturo, ki bi podpirala ta

proces, le-ta pa bi dolgoročno lahko služila tudi kot osnova za širitev nabora instrumentov (recimo repo poslov) na ta trg.

Ne smemo pa pozabiti še na en pomemben vidik razvoja medbančnega denarnega trga. Gre za pomen z vidika liberalizacije ter odpiranja gospodarstva in vključevanja v tuje trge, kar pa je uspešno le, če so domači trgi dovolj razviti in transparentni.

Pristop države k procesu liberalizacije je lahko različen. Lahko gre za proces, ki se usmerja z ustreznim programom, proces se lahko dogaja sam od sebe, ali pa mu je država prisiljena slediti. Slednje velja za Slovenijo, saj se je s podpisom pridružitvenega sporazuma zavezala sprejeti načela liberalizacije, kar pomeni, da bo spodbujanje razvoja denarnega trga in medbančnega denarnega trga poleg ostalih pogojev (izpolnitev maastrichtskih kriterijev, prilagoditev instrumentov denarne politike in sprememba tečajne ureditve in sicer prehod z uravnavanega drsečega deviznega tečaja na fiksni tečaj tolarja), moralo najti mesto v strategiji Slovenije za vključitev v EMU.

Tako MDS kot Evropska unija namreč že nekaj let spodbujata liberalizacijo finančnih sistemov, tudi denarnih trgov, vendar v zadnjem času države opozarjata, naj se proces prilagajanja izvede postopno in to šele, ko je ugotovljeno, da področja kot so bančni nadzor, ureditev in delovanje denarnega trga in učinkovitost ukrepov denarne politike, zagotavljajo stabilnost finančnega sistema in odpornost le-tega pred različnimi tveganji.

#### LITERATURA IN VIRI:

Bohnec D.: *Primer uravnavanja obtoka denarja s politiko dnevni intervencij centralne banke na trgu denarja (Primer Bank of England)*. Ljubljana. Banka Slovenije, Analitsko raziskovalni center. str.:189-191.

Borio Claudio E. V.: *Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries*. Basle: BIS, 1997. 83 str.

*Changing Financial Systems in Open Economies: An overview*. Basle: BIS, 1995. 36 str.

*Changing Financial Systems in Small Open Economies: The Portuguese Case*. Lizbona: Banco de Portugal 1995. 23 str.

*Code of Conduct for the Finnish Money Market*. Bank of Finland. 1991. 8 str.

Dornbusch R., Fischer S.: *Macroeconomics*. McGraw-Hill Inc. Tretja izdaja. 1984.

Fry M. J.: *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. London: The Johns Hopkins University Press, 1988. 522 str.

Graddy D. B., Spencer A. H.: *Managing Commercial Banks: Community, Regional, and Global*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1990. 769 str.

Gray S.: *Repo of Government Securities*. Handbooks in Central Banking No. 16. London: Bank of England, 1998. 45 str.

Interna gradiva finske centralne banke.

- International Monetary Fund: *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, IMF, 1994.
- International Monetary Fund: *Theoretical and Practical Aspects of Capital Account Liberalization*. IMF, 1998. 92 str.
- Korošec V.: *Problemi in možnosti izboljšanja dela na večernem medbančnem trgu denarja*. Gradivo s srečanja zakladnikov Slovenije. Portorož. 1999. 12 str.
- Košak T.: *Kaj nam strukturna pozicija denarnega trga pove o denarni politiki Banke Slovenije*- 1. del. Ljubljana: Prikazi in analize V/2(1997). Str.: 33-55.
- Košak T.: *Likvidnostna kriza ali zgolj težave pri izpolnjevanju obvezne rezerve?* Ljubljana: Prikazi in analize VII/2(1999). Str.: 46-61.
- Kranjec M., Košak T.: *Transparentnost denarne politike Banke Slovenije in obrestne mere denarnega trga*. Ljubljana: Prikazi in analize IV/3(1996). Str.:5-24.
- Krašovec V.: *Medbančni denarni trg: Opredelitev in splošne značilnosti*. Ljubljana: Bančni vestnik, 47/9 (1998). Str.: 53-56.
- Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 1996. 60 str.
- Malkamaki M.: *Payment Systems in Finland*. Helsinki: Bank of Finland. 1991. Str.:3-7.
- Mesečna poročila o uporabi instrumentov denarne politike maj 1995, junij 1996, junij 1996, oktober 1996, februar 1997, oktober 1997. Banka Slovenije - Centralnobančne operacije.
- Mishkin F. S.: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Harper Collins College Publishers. Četrta izdaja. New York. 1995.
- Peterca M.: *Medbančni denarni trg*. Interno gradivo CBO. 1998. 4 str.
- Pismo Ministrstvu za finance: *Medbančni denarni trg*. Ljubljana, april 1999.
- Repo and Securities Lending*. Product Guide. Barclays Bank, 1997. 27 str.
- Ribnikar I.: *Denarni sistem in denarna teorija*. I. del. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 336 str.
- Ribnikar I.: *Od denarja do medvedjega trenda: Pojmi in izrazi v ekonomiji*. Ljubljana: 1994. 225 str.
- Ribnikar I.: *Restrukturiranje bančnega sektorja*. Gradivo za Dneve slovenskih bančnikov. Portorož. 1998. 15 str.
- Sinkey J. F.: *Commercial Bank Financial Management*. New Jersey. 1998. 920 str.
- Skala H.: *Londonski klasični in paralelni denarni trg*. Bančni vestnik, 1994.
- Suvanto A.: *Regulation of the Interbank Money Market*. Helsinki: Bank of Finland. 1991. str.:3-4.
- Turner P., van't dack: *Changing Financial Systems in Open Economies: An overview*. Basel: BIS, 1995. 36 str.
- Zakon o prometnem davku (Ur. l. RS, št. 47/92, 71/93, 16/96 in 18/96).