

# BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize IX/5 (december 2001)

## REPO POSLI

Alenka Snoj\*

### Povzetek

*Repo posli so sestavljeni iz dveh delov: začasne prodaje vrednostnih papirjev in povratnega odkupa ekvivalentnih vrednostnih papirjev na določen datum oziroma na odpoklic. Zaradi varnosti in fleksibilnosti so eden najpomembnejših instrumentov razvitih finančnih trgov. Za mnoge centralne banke predstavljajo repo posli osrednji instrument denarne politike, poleg tega se široko uporabljajo kot instrument razvitih medbančnih denarnih trgov ter tudi kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga. V prispevku so najprej predstavljene osnovne značilnosti repo poslov in njihovega sklepanja ter tveganja, ki so prisotna na tem področju. Sledi kratek opis repo trgov nekaterih držav. V nadaljevanju posvečamo pozornost možnostim, ki jih repo posli omogočajo na zgoraj omenjenih področjih, ter kaj omenjene možnosti pomenijo oziroma bi lahko pomenile za razvitost repo trga v Sloveniji.*

### Abstract

*Repo transactions consist of two parts: sale of securities and a simultaneous agreement to buy them back at an agreed future date except when booked as an open repo with no fixed end date. Because they are safe and flexible, repos are one of the most important instruments of financial markets. For many central banks repos are the main monetary policy instrument. They are widely used as an interbank money market instrument as well as an instrument for managing public debt and liquidity. The paper presents the main characteristics of repos, including risks to be controlled in a repo transaction. This is followed by a description of repo markets in some European countries. Furthermore, we look at the characteristics which make repos as important as stated above as well as to what extent these characteristics can contribute to the development of the repo market in Slovenia.*

## 1. POSLI ZAČASNEGA ODKUPA Z OBVEZNIŠIM POVRATNIM ODKUPOM (REPO POSLI)

### 1.1. Definicija repo posla

Repo (krajše za – repurchase agreement) je v osnovi transakcija, kjer se dve stranki dogovorita (gre za pravno zavezujoč dogovor) o izvedbi dveh nasprotno-smernih poslov v paketu. Prvi del posla predstavlja prodaja vrednostnih papirjev ali drugih finančnih

---

\* Alenka Snoj je zaposlena v oddelku Centralnobančnih operacij v Banki Slovenije. Tel. 4719-443, e-mail: alenka.snoj@bsi.si.

instrumentov, drugi del pa povratni odkup istih oziroma ekvivalentnih<sup>1</sup> vrednostnih papirjev na določen datum v prihodnosti oziroma na poziv.<sup>2</sup> Ob sklenitvi repo posla lastništvo vrednostnih papirjev preide na kupca le-teh. Ta lahko z njimi prosto razpolaga, vendar pa mora ob zaključku posla vrniti enake oziroma ekvivalentne vrednostne papirje prodajalcu, razen v primeru, ko prodajalec ne izpolni svojih obveznosti.

Za prodajalca vrednostnih papirjev pomeni repo posel takojšnjo prodajo in hkrati terminski nakup le-teh (repo), za kupca pa je ravno nasprotno: pri njem gre za takojšnjo nakup in terminsko prodajo vrednostnih papirjev (obratni – reverse repo). Kadar torej govorimo o repo oziroma o obratnem repo poslu, mislimo na isto transakcijo, gledano z vidika prodajalca vrednostnih papirjev (izposojevalca denarja) oziroma kupca le-teh (posojevalca denarja).

Obstajata dva razloga, ki vodita k sklenitvi repo poslov. Prvi razlog je potreba po financiranju. V tem primeru prodajalec proda vrednostne papirje z namenom, da bi zbral določena denarna sredstva. Kupec bo v tem primeru sprejel katerekoli vrednostne papirje, seveda pod pogojem, da so primerne kakovosti. Pobudnik posla je prodajalec, vrsta repo posla pa se imenuje splošni repo - "general collateral" ali "GC".

Drugi razlog za sklenitev repo poslov je potreba po točno določeni vrsti vrednostnih papirjev. V tem primeru je pobudnik posla kupec vrednostnih papirjev, ki ima kratko pozicijo v določeni vrsti vrednostnih papirjev. Ta vrsta repo posla se imenuje posebni repo – "special". Razlogi, da neka vrsta vrednostnih papirjev postane "posebna", so v povpraševanju in ponudbi teh vrednostnih papirjev na trgu. Razumljivo je, da so ti vrednostni papirji dražji, kar na drugi strani pomeni, da si njihov prodajalec lahko izbere nižjo obrestno mero za pridobivanje denarnih sredstev prek repo posla.

V primeru splošnega repo posla je, v kolikor se stranki dogovorita, za časa trajanja posla mogoče zamenjati prodane vrednostne papirje z ekvivalentnimi. Pri posebnem repo poslu to seveda ni mogoče, saj kupec zahteva točno določene vrednostne papirje.

## 1.2. Cena repo posla

Ne glede na to, da vrednostni papirji za časa trajanja repo posla s pravnega vidika pripadajo kupcu, pa z ekonomskega vidika kupec vrednostne papirje drži le kot zavarovanje<sup>3</sup>. Zato vsi prihodki iz naslova vrednostnih papirjev pripadajo prodajalcu – osnovnemu lastniku.

Prodajalec proda svoje vrednostne papirje po tekoči tržni ceni le-teh, povišani za obresti, pripisane vrednostnim papirjem do dneva sklenitve repo posla. Ob zapadlosti posla plača kupcu vrednostnih papirjev za posojeni znesek še repo obresti, izračunane po dogovorjeni stopnji – repo obrestni meri. Ta obrestna mera dejansko predstavlja strošek prodajalca vrednostnih papirjev za pridobitev denarnih sredstev. Njeno višino določajo različni dejavniki, kot so tveganost posla, likvidnost, pravica prodajalca, da zamenja vrednostne papirje med trajanjem repo posla, prodajalčevi stroški poravnave, oblika krivulje donosa, donosi podobnih instrumentov denarnega trga in pričakovanja glede višine tržnih obrestnih mer.

### Prvi del repo posla:

$$\text{Cena vrednostnih papirjev} = \text{nominalna vrednost} * (\text{tržna cena} + \text{pripisane obresti v \%}) / 100$$

<sup>1</sup> Vrednostni papirji, ki imajo istega izdajatelja, izdajo, tip, vrednost in količino.

<sup>2</sup> Vrednostni papirji, ki se najpogosteje pojavljajo na repo trgu, so državni vrednostni papirji in vrednostni papirji finančnih institucij, hipotekarne obveznice in instrumenti denarnega trga.

<sup>3</sup> Izraz "zavarovanje" (angl. collateral) se v celotnem besedilu uporablja za vrednostne papirje (denar), ki jih izposojevalec dostavi v zameno za izposojen denar (vrednostne papirje).

*Povratni del repo posla:*

$$\text{Znesek obresti} = 1 + \text{repo OM} * \text{št. dni trajanja repo posla} / \text{št. dni v letu}^4$$

$$\text{Znesek povratnega odkupa vrednostnih papirjev} = \text{cena vrednostnih papirjev} + \text{znesek obresti}$$

Ker pa se tržna vrednost vrednostnih papirjev za časa repo posla lahko spreminja, se pri repo poslu pogosto zaračuna marža, ki eno stran ščiti pred finančnimi izgubami. Kupec vrednostnih papirjev lahko dnevno izračunava njihovo tržno vrednost, to imenujemo "marking to market". Prav tako lahko zahteva neko začetno maržo – "initial margin". Začetna marža navadno odraža pričakovano povprečno dnevno spreminjanje tržne vrednosti vrednostnih papirjev. Ni pa nujno, da začetno maržo vedno zahteva kupec vrednostnih papirjev. Katera stranka jo zahteva, kupec ali prodajalec vrednostnih papirjev, je odvisno od kreditne sposobnosti strank. V primeru, da začetno maržo zahteva kupec vrednostnih papirjev, le-ta zniža ceno vrednostnih papirjev, ki jo kupec plača v prvem delu repo posla, in sicer na naslednji način:

$$\text{Cena vrednostnih papirjev} = \frac{\text{nominalna vrednost} * (\text{tržna cena} + \text{pripisane obresti v \%}) / 100}{(1 + \text{začetna marža})}$$

V kolikor zahteva začetno maržo prodajalec vrednostnih papirjev, se začetna cena, ki jo plača kupec, poviša na naslednji način:

$$\text{Cena vrednostnih papirjev} = \text{nominalna vrednost} * (\text{tržna cena} + \text{pripisane obresti v \%}) / 100 * (1 + \text{začetna marža})$$

Poleg začetne marže obstaja tudi variacijska marža – "variation margin", ki pomeni prenos sredstev (to so lahko denarna sredstva ali vrednostni papirji) - od prodajalca h kupcu ali obratno - ob dejanski spremembi tržne cene v času trajanja repo posla, to je ob izklicu marže ("margin call") ene od strank. V praksi obstajajo različni načini tega prenosa ob izklicu marže, in sicer gre lahko za nakazilo razlike v vrednostnih papirjih ali v denarju, možno pa je tudi zaprtje repo posla in ponovna sklenitev novega posla s prilagoditvijo v količini vrednostnih papirjev ali denarja.

Kadar se spremembo tržne cene vrednostnih papirjev prilagaja s količino vrednostnih papirjev, gre ponavadi za specifični repo, to je repo, katerega pobudnik je kupec vrednostnih papirjev. V primeru, da tržna cena pade, prodajalec dostavi dodatno količino vrednostnih papirjev, saj so ti kupcu bistvenega pomena. V nasprotnem primeru lahko prodajalec poravnava padec vrednosti z denarnimi sredstvi, ki jih plača kupcu. Ta denarna sredstva pa služijo samo kot dodatno zavarovanje in ne smejo vplivati na ekonomiko posla. Zato je kupec ob koncu posla dolžan prodajalcu vrednostnih papirjev na ta sredstva plačati obresti v dogovorjeni višini (to je lahko repo ali katera druga obrestna mera).

*1.3. Vrste repo poslov**1.3.1. Bilateralni repo*

Bilateralni repo je posel med samo dvema strankama, to je prodajalcem vrednostnih papirjev, ki želi pridobiti denarna sredstva, in kupcem vrednostnih papirjev, ki ta denarna sredstva ima ter jih želi varno naložiti (splošni repo) ali pa želi pridobiti specifične vrednostne papirje (posebni repo).

<sup>4</sup> Velja v primeru linearnega načina obračunavanja obresti. V primeru konformnega načina se izračun ustrezno spremeni.

### 1.3.2. *Tripartitni repo*

Tripartitni repo vključuje poleg prodajalca in kupca vrednostnih papirjev še tretjo stranko – posrednika, ki je skrbnik zavarovanja posla. Poleg osnovne pogodbe, ki sta jo prodajalec in kupec sklenila med seboj, skleneta pogodbo tudi s posrednikom. Vrednostni papirji so v tem primeru shranjeni pri posredniku na posebnem računu v imenu kupca. Posrednik poskrbi za poravnavo obeh delov repo posla, poleg tega pa dnevno ugotavlja in strankama potrjuje vrednost zavarovanja (marking to market), zagotavlja, da zavarovanje ustreza zahtevam kupca glede vseh pogojev (valute, likvidnosti, ratinga, marže), in nadzira morebitne zamenjave vrednostnih papirjev. Glavni posredniki so navadno banke z ugodnimi ratingi ali mednarodne klirinške organizacije, kot na primer Bank of New York, Euroclear, Cedel in druge.

Tripartitni repo ima za kupca vrednostnih papirjev naslednje prednosti:

- posel je administrativno enostaven, administrativni in pravni stroški so nižji;
- stroške posrednika krije prodajalec vrednostnih papirjev;
- posel ima možnost dnevnega ugotavljanja in prilagajanja vrednosti zavarovanja;
- prodajalec vrednostnih papirjev je pripravljen plačati nekoliko višjo obrestno mero, ker ima možnost lažje zamenjave zavarovanja.

Zadnja prednost tripartitnega repoja je obenem tudi pomanjkljivost, saj se s tem, ko prodajalec lažje zamenja vrednostne papirje, zmanjša možnost, da bi kupec kot zavarovanje dobil posebne vrednostne papirje (po katerih se na trgu povprašuje), ker jih bo prodajalec v tem primeru gotovo zamenjal.

### 1.3.3. *Hold-in-custody (HIC) repo*

To je primer repo posla, kjer prodajalec zadrži vrednostne papirje, ki jih ponudi kot zavarovanje, vendar v dobro kupca in na posebnem računu. Kupcu to seveda predstavlja večje tveganje, s tem pa tudi večji donos v obliki repo obrestne mere. Prodajalec pa ima nižje administrativne stroške ter lahko lažje zamenja vrednostne papirje. Zato se ta vrsta repo posla uporablja predvsem takrat, ko je repo posel sklenjen za zelo kratek čas oziroma namerava prodajalec vrednostne papirje večkrat zamenjati. Primer je lahko tudi uporaba repo poslovanja kot instrumenta denarne politike s strani centralnih bank. Poslovne banke, ki si prek repo posla izposodijo denar pri centralni banki, zaradi zmanjšanja transakcijskih stroškov ne prenesejo vrednostnih papirjev na račun centralne banke. Tako je tudi pri nas: ko Banka Slovenije izvaja repo posle oziroma obratne repo posle s poslovnimi bankami, se vrednostni papirji ne prenesejo, temveč se samo zastavijo na računu vrednostnih papirjev za zavarovanje.

## 1.4. *Pravna podlaga*

Pri repo poslih je pravna podlaga, ki pokriva vse pomembne vidike poslovanja, kot na primer dnevno vrednotenje zavarovanja, določanje marže, predvsem pa aktivnosti v primeru neizpolnjevanja obveznosti, izjemnega pomena. Vse repo transakcije med dvema strankama, prav tako pa tudi obe strani posameznega repo posla – prodajo in nakup vrednostnih papirjev - pokriva ena sama pogodba. Ko stranki enkrat podpišeta to pogodbo, le-ta velja za vse sledeče repo transakcije med njima, ki se evidentirajo v aneksih kot dodatek k splošni pogodbi. Pravne in finančne institucije različnih držav so pripravile različne oblike pogodb. Nekatere, predvsem tiste, ki izvirajo v ZDA ali Veliki Britaniji, se uporabljajo

tudi v mednarodnih okvirih, druge so pripravljene izključno za domače trge. Udeleženci repo poslov sami izberejo pogodbo.

V ZDA se pogodba imenuje PSA Agreement<sup>5</sup>. V Evropi je to TBMA/ISMA<sup>6</sup> General Master Repo Agreement (GMRA)<sup>7</sup>; to je splošna pogodba, ki je v posameznih elementih prilagojena pogojem na repo trgih posameznih držav.

### *1.5. Tveganje, povezano z repo posli*

Z repo posli povezane dejavnike tveganja lahko razdelimo v dve skupini. V prvo skupino štejemo eksogene dejavnike tveganja. To so dejavniki, na katere tisti, ki sklepajo posle, ne morejo direktno in takoj vplivati. Sem spadajo pravno, operativno, kreditno in tržno tveganje. V drugo skupino štejemo endogene dejavnike tveganja, kamor spada tveganje skladnosti (z zakonodajo, regulativo, politiko) in izvedbeno tveganje. Na te dejavnike izvajalci lahko vplivajo. Daljša kot je ročnost repo posla, večji so dejavniki tveganja.

Pravno tveganje zajema tveganje pravne ureditve repo posla. Pri tem mislimo predvsem na zadeve, ki urejajo neizpolnjevanje obveznosti s strani udeležencev posla. Repo posli, ki so pravno podprti s podrobno dokumentacijo, kot na primer GMRA, v splošnem veljajo za manj tvegane.

Z vidika operativnega tveganja lahko repo transakcije razdelimo glede na to, kdo drži vrednostne papirje kot zavarovanje. To je lahko tretja stranka – skrbnik, ki ga določi kupec vrednostnih papirjev; lahko je to skrbnik, ki ga določita obe stranki (tripartitni repo); ali pa se vrednostni papirji zadržijo pri prodajalcu na posebnem računu v imenu kupca ("hold-in-custody repo"). V tem primeru je tveganje razumljivo največje.

Kreditno tveganje pri repo poslih ostaja kljub zavarovanju, ki ga predstavljajo vrednostni papirji, in sicer tako zaradi nasprotne stranke kot tudi zaradi izdajatelja vrednostnih papirjev. Pri različnih vrstah repo poslov je tveganje, ki izhaja iz nasprotne stranke, različno visoko, tako je najvišje pri "hold-in-custody repo".

Tržno tveganje pri repo poslih pomeni tveganje spremembe tržne vrednosti vrednostnih papirjev, danih v zavarovanje. Odraža se tudi v likvidnosti vrednostnih papirjev, še posebej v primeru insolventnosti prodajalca. Manjša ko je likvidnost, višja bo repo obrestna mera. Tržno tveganje obstaja tako za prodajalca kot tudi za kupca. Nanj se lahko vpliva z določanjem začetne marže (odstotek vrednosti vrednostnih papirjev kot zavarovanja nad danim posojilom) ter z izklicem marže ob spremembi tržne vrednosti zavarovanja.

Endogeni faktorji tveganja so prav tako zelo pomembni. Organizacije, ki sklepajo repo posle, morajo s svojo politiko, spremljanjem in nadziranjem omogočati čim bolj nemoten potek teh poslov. Prav tako morajo poskrbeti za njihovo operativno izvedbo z ustreznimi usposobljenimi izvajalci, sistemsko podporo in infrastrukturo. Le-ta mora med drugim zagotavljati, da se vsi vrednostni papirji, začasno prodani pri hold-in-custody repo poslu, držijo na posebnem računu v imenu kupca. Prav tako mora spremljati vse prihodke iz naslova prodanih vrednostnih papirjev in zagotavljati, da je kupec le-te pravilno in pravočasno vrnil prodajalcu.

<sup>5</sup> PSA - Public Securities Association, sedaj The Bond Markets Association (TBMA), New York.

<sup>6</sup> ISMA - International Securities Market Association, Zürich.

<sup>7</sup> GMRA je bila prvič izdana novembra 1992, pripravili sta jo PSA in ISMA. Revidirana verzija je bila izdana novembra 1995. Druga, zadnja revidirana verzija je bila izdana oktobra 2000. GMRA je standardna podlaga za mednarodni repo trg s centrom v Londonu.

## 2. REPO TRG

### 2.1. *Transakcije na repo trgu*

Repo trg je trg, na katerem prihaja do začasnih prodaj vrednostnih papirjev z obveznostjo povratnega nakupa na določen dan v prihodnosti. Pri teh transakcijah vrednostni papirji služijo kot zavarovanje, dano za pridobljena finančna sredstva. Glede na to se ti trgi ponavadi delijo na trge splošnega zavarovanja (splošni repo – GC) in trge posebnega zavarovanja (posebni repo – special).

Na repo trgu se odvijajo tri vrste transakcij, ki se sicer razlikujejo v pravnem in računovodskem obravnavanju, imajo pa ekvivalentne ekonomske učinke:

- klasične repo transakcije,
- posojanje vrednostnih papirjev ("securities lending"),
- transakcije nakupa in ponovne prodaje ("buy/sell-back").

Medtem ko se repo posli izvajajo samo proti denarnemu plačilu, pa obstajajo pri posojanju vrednostnih papirjev tri vrste zavarovanja, in sicer so to lahko vrednostni papirji, denar ali akreditivi. V primeru, da ima stranka v lasti takšne vrednostne papirje, po katerih se na trgu veliko povprašuje, lahko le-te posodi, pri tem pa od nasprotne stranke v zavarovanje dobi drugo vrsto vrednostnih papirjev. Dejansko gre pri tem za posojilo posebnih vrednostnih papirjev (specials) proti splošnemu zavarovanju (general collateral). Posojilodajalec pri tem zadrži vrednostne papirje v svoji lasti, prav tako pa mu pripadajo tudi vsi prihodki iz njihovega naslova. Ta instrument posojilodajalcu povečuje prihodke iz naslova vrednostnih papirjev in maksimira portfeljske donose. Stranka, ki si vrednostne papirje izposodi, pa lahko prek tega instrumenta pokrije kratko pozicijo v določenih vrednostnih papirjih.

Buy/sell-back posel je po svojih značilnostih podoben repo poslu, vendar pa se za razliko od repoja vsak del posla obravnava ločeno kot svoj posel. Pri obeh poslih se lastništvo vrednostnih papirjev prenese na kupca, za razliko od repo posla pa pri buy/sell-back poslu ni dnevnega vrednotenja zavarovanja (marking to market), dohodki iz naslova zavarovanja (obresti) pa se prodajalcu kot osnovnemu lastniku ne vrnejo takoj, temveč se vračunajo v ceno ponovnega odkupa. To oboje povečuje kreditno tveganje. Buy/sell-back posel za razliko od repoja tudi ne omogoča zamenjave vrednostnih papirjev, prav tako pa tudi pravno ni urejen z nobeno standardno splošno pogodbo. Kljub temu pa je v praksi mogoče odpraviti tudi te razlike, saj je v zadnjo verzijo GMRA vključena tudi ta oblika posla.

### 2.2. *Povezava repo trga z drugimi finančnimi trgi*

Repo posli so kot kratkoročni zavarovani instrumenti povezani tudi s trgi vrednostnih papirjev, trgi izvedenih instrumentov in drugimi kratkoročnimi trgi, kot sta medbančni in denarni trg. Repo posli so po svoji funkciji podobni instrumentom nezavarovanih posojil na denarnem in medbančnem trgu. Kljub dejstvu, da je repo posel varnejši instrument ter da si je z njim mogoče izposoditi vrednostne papirje (v nasprotju z nezavarovanimi posojili na denarnem trgu), pa so udeleženci aktivni na vseh teh trgih. Eden od razlogov je dejstvo, da vsi ti instrumenti glede na tveganje prinašajo različne dohodke, zaradi česar tržni udeleženci uporabljajo oboje, odvisno od njihovih preferenc. To predvsem velja tam, kjer so denarni in bančni trgi dobro razviti, stabilni in malo tvegani. Med trgi nezavarovanih posojil in repo trgi velja tudi komplementaren odnos: repo posli se sklepajo z namenom financiranja instrumentov denarnega trga in s tem povečujejo povpraševanje po teh instrumentih.

Obstoj razvitega repo trga podpira tudi likvidnost na trgu vrednostnih papirjev, saj repo posli omogočajo lažje zavzemanje pozicij (kratkih ali dolgih) v vrednostnih papirjih. Prav tako repo trgi predstavljajo vir povpraševanja po vrednostnih papirjih, ki služijo kot zavarovanje. Vse to lahko vodi k večjemu povpraševanju tudi po različnih vrstah vrednostnih papirjev, kot so obveznice podjetij, hipotekarne obveznice in delnice, nenazadnje pa tudi k novim oblikam finančnih instrumentov.

Povezava med repo trgi in trgi izvedenih instrumentov izvira iz možnosti arbitraže med splošnimi repo obrestnimi merami in obrestnimi merami na trgu izvedenih instrumentov, predvsem takih, kot so na primer obrestni terminski posli (interest rate futures). Repo posli se tako predvsem uporabljajo za pridobivanje vrednostnih papirjev (posebnih vrst, zato gre tu predvsem za posebne repo posle), ki jih je potrebno dostaviti ob zapadlosti finančnih instrumentov.

Nekoliko manj vidna povezava obstaja tudi med repo trgi in deviznimi trgi. Le-ta izvira iz arbitraže med repo posli v različnih valutah in iz uporabe medvalutnih repo poslov.

Prek povezave z drugimi trgi vrednostnih papirjev pa repo trgi vplivajo tudi na sistemsko tveganje, in sicer ga zmanjšujejo po eni in povečujejo po drugi strani. Repo posli s tem, ko so zavarovani posli, zmanjšujejo sistemsko tveganje, ki izvira iz nezavarovanih medbančnih in denarnih trgov, in transmisijo šokov med institucijami teh trgov. V primeru, da pride do šoka, ki se odraža predvsem v neizpolnjevanju obveznosti, obstoj repo trga omogoča institucijam vzdrževati dostop do likvidnosti v večji meri kot nezavarovani bančni in denarni trgi. Na drugi strani pa lahko repo trgi tudi prispevajo k sistemskemu tveganju: institucije uporabljajo vrednostne papirje, ki jih imajo v svojem portfelju, za zavarovanje pri repo poslih, s tem pa zmanjšujejo količino razpoložljivih sredstev, ki bi v primeru likvidacije služile za poplačilo izgub nezavarovanih kreditorjev. Poleg tega se šoki, ki nastanejo na trgih vrednostnih papirjev in se odražajo predvsem kot spremembe v cenah le-teh ali pa kot neuspešni procesi poravnave, transmittirajo tudi na repo trge. Končno pa tudi uravnavanje pozicij vrednostnih papirjev s pomočjo repo trgov prispeva k večjemu sistemskemu tveganju, še posebej, če le-to izvira iz neprimerne upravljanja s tveganjem in nediscipline udeleženih strank v repo poslu.

### *2.3. Repo trgi nekaterih drugih evropskih držav*

#### *2.3.1. Nemčija*

Trg repo poslov v Nemčiji je bil do nedavnega slabo razvit in se je šele po letu 1998 močno povečal zaradi deregulacije obveznosti izpolnjevanja obveznih rezerv<sup>8</sup> iz naslova repo in buy/sell-back poslov.

Na repo trgu se sklepajo vse tri oblike poslov, največji delež pa predstavljajo klasični repo posli. Trg je razdeljen na dva segmenta:

- visoko likviden trg nemških državnih obveznic ("Bunds"). Zaradi "benchmark" značilnosti nemškega trga državnih obveznic ima ta segment repo trga po uvedbi eura vodilni položaj tudi na evropskem repo trgu. Zanj je značilno tudi, da je večji del poslov sklenjenih preko meja, sklepajo pa jih domače banke in institucionalni investitorji, prav

<sup>8</sup> Obvezne rezerve so bile za nemške banke dokaj obremenjujoč faktor in so jim onemogočale, da bi lahko ponujale repo posle po konkurenčnih pogojih. Banke so morale tako za vsak depozit kot tudi za vsak repo posel izločiti 2-odstotne obvezne rezerve, ki niso bile obrestovane.

tako pa tudi mednarodne investicijske banke, pokojninski in zavarovalni skladi ter centralne banke;

- trg nemških hipotekarnih obveznic ("Pfandbrief"), ki se je razvil v zadnjih nekaj letih. Večino teh poslov se še vedno sklepa med domačimi institucijami, pri čemer imajo kot ponudniki teh obveznic glavno vlogo domači institucionalni investitorji.

Z uvedbo skupne valute je valutno tveganje pri sklepanju repo poslov izginilo, s tem pa je izginila tudi glavna ovira za mednarodne investicije. Kot ustrezni finančni instrumenti se čedalje bolj sprejemajo tudi podjetniške obveznice, kar vodi k dodatnim novim oblikam repo poslov.

### 2.3.2. Velika Britanija

Pred letom 1996 se je v Veliki Britaniji trgovalo predvsem s posojanjem in izposojanjem vrednostnih papirjev (securities lending), repo državnih obveznic pa je bil sprva omejen samo na transakcije s centralno banko<sup>9</sup>. Splošni repo trg se je začel oblikovati šele januarja 1996, ko je Bank of England odprla trg. Marca 1997 je repo postal njen glavni instrument tako dnevnih operacij na odprtem trgu kot tudi odprtih ponudb. Takrat se je trg že razvil do te mere, da je ustrezal značilnostim, ki jih morajo imeti centralnobančni instrumenti, in te so: biti morajo prvovrstne kakovosti, z njimi se mora aktivno trgovati na likvidnem trgu, morajo biti razpršeni po celotnem finančnem sistemu, da lahko centralna banka z njimi uspešno uravnava likvidnost; poleg tega pa morajo biti na razpolago v zadostni količini.

Repo posli državnih obveznic so postali glavni instrument z namenom, da bi prispevali k likvidnosti in učinkovitosti trga državnih obveznic, kar se je tudi zgodilo. Uporabniki repo poslov, to so bile poleg bank tudi druge finančne in zasebne organizacije, so imeli možnost izvajati večje posle brez tolikšnega vpliva na obrestne mere. Razvit repo trg je s tem, ko je dal možnost sklepati posle s katerimikoli strankami, prispeval tudi k boljši funkciji organizacij, ki so imele vlogo market makerjev (GEMMS). Le-te so imele večje možnosti in nižje stroške pri uravnavanju svoje dolge oziroma kratke pozicije vrednostnih papirjev.

Na britanskem repo trgu se trguje z dvema vrstama instrumentov: repojem državnih obveznic in posojanjem vrednostnih papirjev. Večinoma institucije izvajajo obe vrsti poslov, glede na to, katere vrste transakcija najbolj ustreza njihovim vrstam poslov. Vsaka vrsta ima seveda svoje prednosti in slabosti. Tako se vrednost posebnih vrednostnih papirjev (specials) hitreje in učinkoviteje odraža na repo trgu, obenem pa je vzpostavljanje in vzdrževanje kapacitet za izvedbo repo poslov dražje in zahtevnejše.

Osrednjo vlogo na repo trgu v Veliki Britaniji imajo domače banke, tuje (evropske in ameriške) banke s sedežem v Londonu in posredniške hiše. Poleg njih na trgu sodelujejo tudi tuji posredniki, zavarovalni in vzajemni skladi ter tuje centralne banke. Repo posli se sklepajo večinoma z ročnostjo do enega tedna, vendar pa se povečuje tudi delež poslov daljše ročnosti, kar pomeni, da se je povečala tudi likvidnost na repo trgu.

### 2.3.3. Francija

Francoski repo trg je po velikosti in likvidnosti drugi največji na svetu – za ameriškim. Repo posli predstavljajo pomemben instrument upravljanja s tveganjem, bolj kot samo instrument

---

<sup>9</sup> Repo transakcije je centralna banka uporabljala, da bi nadomestila normalne operacije na odprtem trgu v časih sezonskega pomanjkanja likvidnosti, s čimer je zmanjšala pritisk na ostalih instrumentih. Sodelovanje pri repo poslih pa je bilo omejeno na majhno skupino bank in uradnih market makerjev (the Gilt-Edged Market Makers – GEMMS).



trgovanja z vrednostnimi papirji. Trg aktivno podpira tudi francoska centralna banka, ki je skupaj z bančnim združenjem pripravila zakonodajo. Le-ta sicer ne temelji na že omenjeni GMRA, vendar ji je v veliki meri podobna. Zaradi urejene dokumentacije je francoski repo trg tudi zelo varen.

Repo posli v takem pomenu, kot smo ga prikazali, se v Franciji sklepajo šele od leta 1998<sup>10</sup>. Pred tem je na trgu obstajal predhodnik sedanjega repoja, ki pa je bil dosti manj varen instrument<sup>11</sup>. Repo posli se sklepajo tako po fiksnih, kot tudi spremenljivih obrestnih merah. Za posle po spremenljivih obrestnih merah predstavlja referenčno obrestno mero tehtano povprečje obrestnih mer glavnih bank in denarnih posrednikov čez noč na denarnem trgu, ki ga dnevno izračunava in objavlja centralna banka.

Institucije, ki se pojavljajo na francoskem repo trgu so banke, posredniki, zavarovalni skladi, institucionalni investitorji in nadsacionalne organizacije, pomembno vlogo pa ima kot že omenjeno tudi centralna banka. Ročnost repo poslov je različna, večinoma pa se posli sklepajo od enega dneva do enega leta. Ponavadi se repoji specifičnih vrednostnih papirjev sklepajo za krajše ročnosti kakor splošni repo posli.

#### 2.3.4. Italija

Italija ima velik in likviden trg državnih obveznic. Posledično ima tudi dokaj velik repo trg, vendar pa se le-ta deli na dva segmenta: na domači repo trg, na katerem se trguje pretežno z "buy/sell-back" posli, in na londonski repo trg kot trg klasičnih repo poslov.

Glavna razlika med obema segmentoma italijanskega repo trga je v dokumentaciji, na podlagi katere se posli sklepajo. Medtem ko klasični repo posli, sklenjeni na londonskem repo trgu, temeljijo na splošni pogodbi GMRA, pa buy/sell-back posli v ozadju nimajo pogodbeno urejene dokumentacije. Posli se zaradi tega večinoma sklepajo na zelo kratek rok. Vzrok za to gre pripisati tudi dejstvu, da se posli sklepajo prek zaslonov ("screen based market") in se poravnavajo predvsem na domačem trgu, zelo redko pa preko mednarodnih klirinških hiš (na primer Cedel ali Euroclear). Zaradi problemov pri sistemski izvedbi se institucije izogibajo sklepanju poslov, ki bi zapadali po datumu izplačila kuponskih obresti na vrednostne papirje.

### 3. REPO POSLI KOT INSTRUMENT DENARNE POLITIKE

Repo posli imajo za centralne banke dva bistvena pomena: kot instrument denarne politike predstavljajo fleksibilen instrument za uravnavanje likvidnosti, poleg tega pa centralna banka z njimi tudi signalizira usmeritev denarne politike in pridobiva informacije o pričakovanih tržnih udeležencev glede denarne politike. Ker repo posli predstavljajo razmeroma malo tvegan instrument, dokaj natančno napovedujejo uradne obrestne mere, še posebej v primeru, če centralna banka cilja obrestno mero v višini repo obrestne mere. Poleg vpliva na denarno politiko imajo repo posli tudi druge vrste koristi za centralne banke: zagotavljajo med-dnevne kredite za podporo operativnosti sistema bruto poravnave v realnem času in plačilnega prometa kot celote ter omogočajo dodaten varnejši način upravljanja z deviznimi rezervami centralnih bank.

<sup>10</sup> T.i. "Pension Livrée", ki predstavlja transakcijo prodaje vrednostnih papirjev in obveznost njihovega ponovnega nakupa na točno dogovorjen datum v prihodnosti in po dogovorjeni obrestni meri.

<sup>11</sup> T.i. "Rémère", ki je pomenil prodajo vrednostnih papirjev z možnostjo prodajalca, da le-te ponovno odkupi. Ker je bila ta možnost dana samo prodajalcu, je to pomenilo, da mu v primeru padca cen prodanih vrednostnih papirjev ni bilo potrebno odkupiti le-teh, temveč je posojilo vrnil v denarnem znesku.

Glede na to, kakšno vlogo igrajo repo posli, ki jih izvajajo centralne banke – vlogo uravnavanja likvidnosti in/ali vlogo signaliziranja – centralne banke prilagajajo osnovne pogoje sklepanja poslov, in to so:

- pogostost repo operacij; če centralna banka z repo posli dnevno uravnava likvidnost, je frekvenca večja kot v primeru, da z njimi le dolgoročno zagotavlja likvidnost oziroma jih uporablja za signaliziranje obrestne mere;
- ročnost; ker lahko centralna banka z neobnovitvijo repo poslov ob zapadlosti absorbira likvidnost, uporabljajo centralne banke, ki na ta način dnevno uravnava likvidnost, krajše ročnosti za repo posle;
- razkritje obrestnih mer; če centralna banka razkrije obrestno mero pred sklenitvijo posla, ima z repo posli namen signalizirati obrestne mere.

### *3.1. Uporaba repo poslov kot instrumenta denarne politike za uravnavanje likvidnosti*

Centralne banke lahko z repo posli, ki jih sklepajo s poslovnimi bankami, dokaj enostavno uravnava likvidnost. V primeru prenizke likvidnosti centralna banka z repo posli daje denar v obtok, v nasprotnem primeru pa z obratnimi repo posli denar jemlje iz obtoka<sup>12</sup>. Likvidnost na trgu lahko zmanjša že samo s tem, da ne obnovi dela ali celote zapadlih repo poslov, seveda pod predpostavko, da se časovna struktura zapadlosti repo poslov ujema z dnevi, ko se pojavljajo potrebe po uravnavanju likvidnosti. Repo posli so dokaj fleksibilen instrument, saj se lahko njihove kategorije, kot so količina, dospelost, frekvenca, cena, način ponudbe prilagajajo glede na likvidnostne pogoje. Poleg tega repo posli, sklenjeni med centralno in poslovnimi bankami, ne vplivajo na spremembo cen vrednostnih papirjev (centralna banka namreč sklepa samo splošne repo posle – "general collateral repos").

Na to, kako pogosto centralna banka sklepa repo posle s poslovnimi bankami, vpliva sistem obračunavanja in izločanja obveznih rezerv. V kolikor lahko banke izpolnjujejo obvezne rezerve v povprečju, sklepa centralna banka repo posle z njimi v daljših intervalih z namenom dolgoročnejšega uravnavanja likvidnosti. Če obveznih rezerv ne morejo izpolnjevati v povprečju, je povpraševanje po likvidnosti precej bolj spremenljivo, repo posli pa se sklepajo z namenom finega uravnavanja likvidnosti na dnevni ravni.

### *3.2. Uporaba repo poslov za signaliziranje smeri denarne politike*

Mnogo centralnih bank izvaja repo posle z namenom, da bi signalizirale politiko obrestnih mer, ki jo izvajajo. Glede na to centralne banke tudi spreminjajo način izvedbe repo poslov, to je način avkcije. Kadar se na avkcijah licitira obrestna mera, po kateri so banke pripravljene povratno odkupiti vrednostne papirje, se repo obrestnih mer ne razkrije tržnim udeležencem, kar pomeni, da so le-te na zadovoljivi ravni. V primeru, ko banke na avkcijah licitirajo količino, ki so jo pripravljene prodati, pa želi centralna banka s fiksno obrestno mero kot ceno repo posla signalizirati želeno raven obrestnih mer oziroma spremembo v obrestnih merah. Možno je tudi, da centralna banka s pomočjo repo in obratne repo obrestne mere določi zgornjo in spodnjo mejo za kratkoročne tržne obrestne mere ter jih nato vzdržuje v teh mejah z uravnavanjem likvidnosti prek repo poslov.

---

<sup>12</sup> V primeru operacij centralne banke s poslovnimi bankami je potrebno paziti na terminologijo. Pri teh poslih gledamo ravno z nasprotni strani, s strani poslovnih bank. Če torej centralna banka sklepa repo posle s poslovnimi bankami, s tem kupuje vrednostne papirje in povečuje likvidnost; in nasprotno v primeru obratnih repo poslov.

### 3.3. Repo posli kot vir informacij o pričakovanjih glede denarne politike

Repo posli predstavljajo tudi vir informacij o pričakovanjih tržnih udeležencev glede denarne politike. Za centralne banke je pomembno, da vedo, v kolikšni meri so spremembe njihovih obrestnih mer pričakovane, da bi lahko čim bolj pravilno ocenile učinek teh sprememb na tržne obrestne mere. Prav tako se morajo zavedati, do kolikšne mere same potrjujejo pričakovanja glede denarne politike.

Pričakovanja glede bodočih ravni obrestnih mer se odražajo v vrsti finančnih instrumentov, zato morajo centralne banke vedeti, katere uporabiti kot najkoristnejšo mero tržnih pričakovanj. Eden takih instrumentov so državne obveznice, ki koristijo predvsem za izpeljavo dolgoročnejshe strukture obrestnih mer in tovrstnih pričakovanj. Za ocenjevanje pričakovanj glede kratkoročnejših obrestnih mer so repo posli še najbolj primerni, in sicer predvsem zaradi svoje malo tvegane narave. Kljub temu se tržne repo obrestne mere razlikujejo od uradnih obrestnih mer centralnih bank. Razlike navadno niso velike, so pa posledica različnih dejavnikov:

- pravice do zamenjave vrednostnih papirjev; če centralna banka dopušča zamenjavo, na repo trgu pa menjava ni možna, bodo tržne obrestne mere nekoliko nižje od uradne;
- določanje marže pri repo poslih; če centralna banka zahteva višjo začetno maržo, bodo tržne obrestne mere višje od centralnobančnih;
- v primeru, da centralna banka sklepa repo posle samo z namenom dodajanja likvidnosti, določa njena obrestna mera zgornjo mejo tržnih obrestnih mer (saj bi se v primeru višjih tržnih obrestnih mer splačalo skleniti repo posele le pri centralni banki). Nasprotno centralna banka pri obratnih repo poslih določa spodnjo mejo tržnih obrestnih mer.

Uporaba repo poslov v namene vodenja denarne politike s strani centralnih bank je sprožila razširitev aktivnosti tudi na privatnih repo trgih. V mnogih državah so imele centralne banke vodilno vlogo pri vzpostavljanju in razvoju domačega repo trga. Repo operacije centralnih bank privedejo na trg tudi nove institucije in s tem povečujejo likvidnost tako repo trga kot tudi trgov, s katerimi je le-ta povezan.

### 3.4. Repo posli kot instrument denarne politike v Sloveniji

Banka Slovenije s poslovnimi bankami sklepa repo posle že od novembra 1993. Repo posli se izvajajo prek avkcij, na katerih banke licitirajo parameter, ki ga v ponudbi določi Banka Slovenije. V obdobju sklepanja repo poslov je Banka Slovenije večkrat spremenila parametre repo posla, ki so jih banke licitirale, in sicer so to bili: obrestna mera, po kateri so banke pripravljene povratno odkupiti BZBS v tujem denarju, tečaj povratnega odkupa (ki implicitno seveda vsebuje obrestno mero), tečaj odkupa deviznih pritokov od podjetij<sup>13</sup> in odstotek odkupa deviznih prilivov od podjetij. Ročnost repo poslov se je skozi čas spreminjala.

Pri repo poslih med Banko Slovenije in bankami se BZBS v tujem denarju ne prenesejo na račun kupca le-teh, to je Banko Slovenije, temveč se samo zastavijo. Gre torej za "hold-in-custody repo". Banke zastavljenih BZBS v tujem denarju ne morejo uporabiti za zavarovanje drugih obveznosti do dneva sprostitve le-teh, to je na dan zapadlosti repo posla.

<sup>13</sup> Banke so se ob sklenitvi repo poslov zavezale, da bodo v prvem tednu po sklenitvi odkupile devizne pritoke od podjetij, najmanj v znesku začasno prodanih BZBS v tujem denarju, v štirih tednih po sklenitvi posla pa bodo odkupile 90% vseh deviznih pritokov od podjetij.

Z instrumentom repoja Banka Slovenije odkupuje od bank BZBS v tujem denarju in tako daje tolarska sredstva v obtok. Ko banke povratno odkupijo prodane BZBS v tujem denarju, vzame s tem Banka Slovenije tolarska sredstva iz obtoka. Repo posli torej predstavljajo instrument uravnavanja tolarske likvidnosti.

Trenutno Banka Slovenije sklepa z bankami repo posle dveh ročnosti. Repo posli z ročnostjo sedem dni so kratkoročni, ponujajo pa se na dnevnih avkcijah. Namen sklepanja kratkoročnih repo poslov z bankami je izravnava nihanj v povpraševanju po primarnem denarju znotraj meseca zaradi nihanj rezerv bančnega sistema na zelo kratek rok. Instrument naj bi ublažil nihanja v likvidnosti bank, ki so posledica nihanja gotovine v obtoku ali/in nihanj v tokovih s tujino.

Repo posli z ročnostjo dva meseca se ponujajo na avkcijah dvakrat mesečno. Njihova ročnost je daljša, v izogib nepotrebnim nihanjem v ponudbi primarnega denarja pa je zapadlost dospelega posla usklajena s poravnavo novega posla. To je strukturni instrument, katerega namen je uravnavanje količine denarja v obtoku.

Licitirani parameter pri repo poslih s centralno banko odraža usmeritve denarne politike. Centralne banke uporabljajo licitacijo količine, kadar obrestna mera (cena repo posla) služi za operativni cilj ali za signaliziranje namer denarne politike. V nasprotnem primeru banke licitirajo ceno, centralne banke pa s tem sprejemajo tržne obrestne mere. Banka Slovenije uporablja licitacijo cene, vendar določa spodnjo mejo, od katere navzgor lahko banke licitirajo. Izhodiščne repo obrestne mere so enake pri repo poslih obeh ročnosti, s čimer Banka Slovenije ostane neopredeljena do časovne strukture obrestnih mer in ne sugerira tržnim udeležencem svojih pričakovanj o prihodnji inflaciji in likvidnostni premiji.

#### 4. REPO POSLI KOT INSTRUMENT MEDBANČNEGA DENARNEGA TRGA

Medbančni denarni trg je nekoliko ožji pojem denarnega trga in predstavlja trg, na katerem banke izvajajo izravnave svoje likvidnosti in refinanciranje. To poteka prek instrumentov denarnega trga: zavarovanih ali nezavarovanih posojil, prek povratnih transakcij, to je predvsem repo poslov z vrednostnimi papirji, ter prek dokončnih transakcij, kot so na primer dokončni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev ali deviz. Pri tem pridejo v poštev le kakovostni vrednostni papirji z visoko boniteto, kot so državni, vrednostni papirji centralnih bank, visoko kvalitetnih poslovnih bank in drugih finančnih institucij. Z uporabo takih vrednostnih papirjev se bankam zmanjša kreditno tveganje, poleg tega pa se zaradi hitrega kroženja vrednostnih papirjev v denarnem sistemu zmanjša tudi likvidnostno tveganje.

Na razvitih medbančnih denarnih trgih imajo repo posli zelo pomembno vlogo. V Veliki Britaniji, na primer, po podatkih, ki jih zbira centralna banka, največji delež repo poslov na repo trgu sklenejo prav poslovne banke. Na slovenskem medbančnem denarnem trgu banke med seboj ne sklepajo repo poslov, edini instrument na tem trgu so posojila različnih ročnosti.

##### 4.1. Repo posli kot instrument medbančnega trga v Sloveniji

Na slovenskem medbančnem trgu se likvidnostni presežki prenašajo med bankami neposredno, brez finančnih posrednikov, odnos med bankami je bilateralen, transakcije niso zavarovane, posli niso regulirani. Obstajajo le neformalna pravila, ki jim banke sledijo po lastni presoji.

Banka se o poslovanju za tekoči dan odloča na podlagi podatkov o stanju sredstev, s katerim je zaključila poslovanje predhodnega dne, in pričakovanih prilivov ter odlivov tekočega dne. Presežke likvidnosti banke ponujajo na medbančnem trgu po med seboj dogovorjeni obrestni meri. Le-ta mora biti ugodnejša od obrestne mere, po kateri si banke lahko sredstva izposodijo pri Banki Slovenije.

Na slovenskem medbančnem trgu se banke med seboj telefonsko obveščajo o primanjkljajih ter o presežkih, ki so jih pripravljene ponuditi. Dogovoru sledi sklenitev posla in nato nakazilo sredstev. Banki posel potrdita z izmenjavo zaključnic oziroma potrdila. Na majhnih medbančnih trgih, kakršen je tudi slovenski, je torej likvidnostna pozicija posamezne banke znana že po nekaj telefonskih klicih. To je lahko tudi eden od razlogov za obotavljanje pri uporabi repo poslov za upravljanje likvidnosti. Na razvitih repo trgih se sistem (iz)posojanja likvidnosti razlikuje v osnovnem konceptu: tam se posli sklepajo prek vmesnega dealerja, kar zagotavlja anonimnost tako bank posojilodajalk kot posojilojemalk. Potencialne posojilodajalke in posojilojemalke kontaktirajo vmesnega dealerja, ponudba in povpraševanje pa se objavljata na primer na Reutersu, seveda neimenovana. Anonimnost je zagotovljena tudi ob sklenitvi in poravnavi posla, saj vmesni dealer nastopa kot nasprotna stranka obema partnericama, za kar seveda pobere določeno provizijo.

Banke bi imele z medsebojnim sklepanjem repo poslov naslednje prednosti:

- zbiranje sredstev na podlagi svoje aktive; banke imajo v svojem portfelju državne vrednostne papirje (obveznice RS, zakladne menice), blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih in v tujem denarju in druge vrednostne papirje, na podlagi katerih bi lahko sklepale repo posle;
- pocenitev virov za financiranje naložb;
- večja varnost naložb; sedanja posojila na medbančnem trgu so nezavarovana;
- razvoj novih instrumentov na medbančnem trgu;
- pospeševanje razvoja sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev.

Za tehnično izvedbo repo poslov bi bilo potrebno prilagoditi infrastrukturo. Poravnava denarnega dela repo poslov bi se vršila prek obstoječega sistema bruto poravnave v realnem času (BPRČ), ki omogoča poravnavanje plačil med udeleženkami tega sistema.

V primeru, da bi banke sklepale repo posle na podlagi državnih vrednostnih papirjev, bi se poravnava nedenarnega dela repo poslov oziroma prenos vrednostnih papirjev izvajala prek Klirinško depotne družbe (KDD), na računu katere so državni vrednostni papirji knjiženi. Nujna bi bila poravnava po principu "delivery vs. payment" – DVP, ki omogoča takojšnjo preknjižbo vrednostnih papirjev po prejetem denarnem plačilu. V primerjavi s preknjižbo po principu T+2 omogoča poravnava v realnem času sklepanje repo poslov na zelo kratek rok (čez noč), poleg tega pa tudi zmanjšuje kreditno, likvidnostno in sistemsko tveganje.

Omejitve pri poslovanju na podlagi repo poslov so naslednje:

- sistem "delivery versus payment" (DVP) oziroma preknjižba vrednostnih papirjev proti plačilu za repo posle zaenkrat še ni zagotovljen. Avgusta 2001 je KDD pričela zagotavljati storitve sočasne poravnave obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev in denarja, vendar v začetku samo za kupoprodajne posle z enomesečnimi zakladnimi menicami. V pripravi je tudi vzpostavitev DVP principa za posle zastave in repo posle ter posle z drugimi vrstami državnih vrednostnih papirjev;
- previsoki stroški trgovanja. Stroški trgovanja so zelo pomemben dejavnik za razvoj trga. Visoki stroški zmanjšujejo donosnost portfeljev investitorjev, poleg tega pa lahko tudi preprečujejo oblikovanje ravnotežne cene. Pri sklepanju poslov krajših ročnosti, kar je pri

repo poslih še posebej pomembno, ter v fazi vzpostavljanja trga so stroški bistvenega pomena in ne smejo biti ovira za trgovanje;

- zapadlost obrestnih kuponov v času trajanja repo posla. Po veljavni praksi ni mogoče zagotoviti, da bi začasni prodajalec obdržal pravice do obresti iz naslova začasno prodanih vrednostnih papirjev, če je uradno imetnik kdo drug. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih določa samo, da je v primeru zastave vrednostnih papirjev, če ni drugače določeno, upravičenec do izplačila donosov zastavni upnik; ni pa določen ta postopek v primeru, če je uradni imetnik vrednostnih papirjev nekdo drug. V kolikor gre pri repo poslih za prenos in ne samo zastavo vrednostnih papirjev, je problem mogoče rešiti tako, da se repo posle sklepa le s tistimi vrednostnimi papirji, katerih kuponi ne zapadejo v plačilo v času trajanja poslov, kar pa v vsakem primeru predstavlja omejitve pri določanju ročnosti repo poslov;
- knjigovodska dualnost. Praksa v tujini je, da prodajalec zadrži prodane vrednostne papirje v svoji bilanci stanja, z opombo, da so začasno prodani. Tako delajo tudi slovenske banke pri sklepanju repo poslov z Banko Slovenije, pri čemer je potrebno poudariti, da gre pri teh poslih za zastavo BZBS v tujem denarju in ne za njihovo preknjižbo. Problem pa se pojavi, če v primeru, ko gre za repo posle z dejansko preknjižbo vrednostnih papirjev, nasprotna stranka prav tako vknjiži kupljene vrednostne papirje v svojo bilanco, saj se potem isti vrednostni papirji pojavijo v dveh bilancah.

Osnovni predpogoj za vzpostavitev denarnega trga in nekoliko ožjega medbančnega denarnega trga je razvitost sekundarnega trga državnih vrednostnih papirjev. Razvit sekundarni trg pomeni trg z aktivnimi udeleženci, ki zagotavljajo ustrezne količine trgovanja in oblikovanje tržne obrestne mere. Za vzpostavitev denarnega trga in s tem instrumentov denarnega trga v Sloveniji je v začetni fazi potrebno sodelovanje med KDD, Agencijo za trg vrednostnih papirjev, Banko Slovenije in Ministrstvom za finance, in sicer v smislu oblikovanja in koordinacije trga, vzpostavitve oziroma prilagoditve primerne infrastrukture (predvsem poravnave v realnem času oziroma DVP principa), še posebej pa odstranjevanja ovir za razvoj in oblikovanja zakonskega okvira. Pri slednjem so najpomembnejše zakonske določbe glede zanesljivega zavarovanja, tehnik vrednotenja zavarovanja, davčnega obravnavanja, učinkovitega prenosa lastništva in pravnega varstva v primeru neizpolnjevanja obveznosti ene od strank.

## 5. REPO POSLI KOT INSTRUMENT UPRAVLJANJA DRŽAVNE LIKVIDNOSTI IN DRŽAVNEGA DOLGA

Kot smo že omenili, so državni vrednostni papirji ena temeljnih vrst zavarovanja pri repo poslih. Na razvitem repo trgu lahko vsak tržni udeleženec sklene repo posel z državnimi vrednostnimi papirji s katerimkoli drugim udeležencem in s katerimkoli namenom. S tem se povečuje likvidnost in učinkovitost tako na repo trgu kot tudi na trgu državnih vrednostnih papirjev. Obenem se zaradi večjih stroškov financiranja držanja državnih vrednostnih papirjev v portfelju povečuje arbitražna med obema trgoma, kar vodi k večji povezanosti denarnega trga in trga državnih vrednostnih papirjev. Večja likvidnost in učinkovitost trga državnih vrednostnih papirjev pa dolgoročno znižuje stroške servisiranja dolga tako za vlado kot tudi za davkoplačevalce.

Repo posle državnih vrednostnih papirjev lahko izvaja tudi država, in sicer zakladnica, kot instrument upravljanja državne likvidnosti in upravljanja državnega dolga. To je še posebej praksa v razvitih državah, kjer je država aktivni udeleženec denarnega trga, ki trguje s poslovnimi bankami kot katera koli druga finančna institucija. Razlika je le v tem, da se

država ne sme zadolževati pri centralni banki. Zato je še toliko bolj pomembno, da lahko popolnoma fleksibilno deluje na denarnem trgu.

Razvit sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev torej povečuje likvidnost le-teh, s tem pa tudi znižuje stroške njihovega izdajanja na primarnem trgu. Razvit repo trg pripomore k razvoju sekundarnega trga.

### *5.1. Repo posli kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga v Sloveniji*

Repo posli državnih vrednostnih papirjev predstavljajo za zakladnico instrument upravljanja likvidnosti in upravljanja državnega dolga. Na razvitih evropskih denarnih trgih je to praksa že od sredine osemdesetih let. Na slovenskem denarnem trgu se repo posli še niso razvili. V nadaljevanju bomo preučili nekatere možnosti razvoja repo poslov kot instrumenta upravljanja likvidnosti oziroma dolga za državno zakladnico pri nas.

Zakladnica RS svojih sredstev, z izjemo nekaj sredstev v tuji valuti, običajno ne plasira pri Banki Slovenije, razen v primeru občasnih kratkoročnih depozitov, ki imajo posledice tudi za denarno politiko, saj Banka Slovenije v tem primeru poslovnim bankam odobri kratkoročni kredit v istem znesku, kot ga zakladnica plasira pri njej<sup>14</sup>. Svoja sredstva zakladnica plasira pri sedmih največjih poslovnih bankah proporcionalno glede na njihovo bilančno vsoto. Ti depoziti pri bankah so nezavarovani, obrestovani pa so po nižjih obrestnih merah, kot so obrestne mere na medbančnem trgu. Zakladnica mora v vsakem primeru držati nekaj likvidnih sredstev na računih čez noč, vendar pa lahko ta sredstva zmanjša na nujno potrebna, ostala pa naloži po višji obrestni meri. Možnosti so naslednje:

- namesto čez noč lahko veže sredstva pri bankah za daljši čas, pri čemer si mora zagotoviti, da lahko prekine vezavo, če bi sredstva nenadno potrebovala. Prekinitve vezave bi seveda povzročila določene stroške, ki pa verjetno, glede na časovno redke potrebe po prekinitvi, ne bi presegali dohodkov zaradi višje obrestovanih depozitov;
- dolgoročno gledano bi razvoj repo trga v Sloveniji povečal pogajalsko pozicijo zakladnice nasproti bankam. Zakladnica bi v tem primeru začasno kupila zakladne menice, ki jih imajo banke v svojem portfelju, in jim te iste papirje istočasno terminsko prodala nazaj. Tako bi lahko zakladnica zaradi varnosti instrumenta sodelovala z več bankami, ne le z največjimi, kar bi imelo več prednosti. Prvič, banke bi v svojem portfelju držale večjo količino zakladnih menic. Drugič, zmanjšalo bi se kreditno tveganje, ki je implicitno vsebovano v vezavi depozitov pri bankah. Nenazadnje pa bi tovrstni posli še dodatno prispevali k razvoju repo trga v Sloveniji.

Repo posli, ki bi jih sklepala zakladnica, bi lahko služili tudi za kratkoročno izposojanje sredstev pri bankah. V primeru financiranja primanjkljajev z repo posli bi zakladnica bankam začasno prodajala zakladne menice. V ta namen bi morala imeti portfelj zakladnih menic. Da bi dosegla večjo transparentnost, ne bi posebej v ta namen ad hoc izdajala zakladnih menic, temveč bi ob izdaji posamezne serije oznanila tudi določeno količino menic, ki bi bila namenjena za lasten portfelj za sklepanje kasnejših repo poslov. Tako bi prihajalo do standardnih izdaj zakladnih menic, obenem pa bi to tudi pospeševalo razvoj sekundarnega trga le-teh. Repo posli z bankami bi se sklepali na osnovi avkcij ali pa na osnovi bilateralnih dogovorov z bankami.

<sup>14</sup> Instrument se imenuje dodatno kratkoročno posojilo, banke pa sredstva dobijo glede na koeficient, izračunan kot razmerje med izračunanimi obveznimi rezervami posamezne banke in izračunanimi obveznimi rezervami vseh bank.

KDD bi bila kot centralna klirinška institucija odgovorna za poravnavo vrednostnih papirjev pri repo poslih, za kar bo seveda potrebna prilagoditev sistema evropskim standardom. Stvari, ki jih bo potrebno prilagoditi, so naslednje:

- dostop udeležencev;
- segregiranje računov na neposredne in posredne udeležence, lastnike vrednostnih papirjev;
- tipi transakcij, ki jih bo sistem podpiral (buy/sell-back, repo posli);
- določitev urnika obratovanja;
- sistemi neto poravnavanja poslov;
- opredelitev različnih vrst tveganj;
- opredelitev odnosov z Ministrstvom za finance z ozirom na primarni trg državnih vrednostnih papirjev in upravljanje dolga;
- opredelitev odnosov s centralno banko.

Sistem poravnave vrednostnih papirjev bi deloval na osnovi mehanizma DVP, kar zahteva istočasno poravnavo vrednostnih papirjev in denarja. To pomeni povezavo KDD in sistema BPRČ, in sicer medsebojno komuniciranje glede poravnave vrednostnih papirjev in denarne poravnave v realnem času. Kot eden od načinov delovanja je možno tudi avtomatizirano posojanje vrednostnih papirjev. Le-to omogoča imetnikom vrednostnih papirjev, ki jih trenutno ne potrebujejo, da jih posodijo drugim udeležencem in transakcijo zavarujejo z vrednostnimi papirji izposojevalca, ki jih določi sistem. Pri tem je tržna vrednost vrednostnih papirjev, danih v zavarovanje, večja od posojenih vrednostnih papirjev. Ti posli se izvedejo ob koncu vseh serij poravnav prek mehanizma DVP posameznega dne, brez direktnega kontaktiranja strank, brez razkritja identitete strank, avtomatiziran je tudi postopek vračila. Sistem deluje na "pooling" principu in za udeležence sistema poravnave vrednostnih papirjev ni obvezen.

#### LITERATURA:

Borak, N.: *Spremembe v bančnem okolju*. Strokovno posvetovanje o bančništvu. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1996.

Dornbusch, R., Fischer, S.: *Macroeconomics*. 6th ed. McGraw-Hill Inc., 1994. 635 str.

EU Repo Markets: Opportunities for Change. Report of the Giovannini Group. Brussels, 1999.

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

Majcen, Š.: *Instrumenti denarne politike Evropskega sistema centralnih bank*. Pripravniška naloga. Ljubljana, 1998.

Plut, A.: *Medbančni denarni trg*. Pripravniška naloga. Ljubljana, 1999.

Ribnikar, I.: *Od denarja do medvedjega trenda: Pojmi in izrazi v ekonomiji*. Ljubljana, 1994.

Ritter, L. S., Silber W. L.: *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*. 6th ed. New York: Basic Books Inc., 1989.

Steiner, R.: *Mastering Repo Markets*. A.C.I. Institute. London: Pitman Publishing, 1997.

*The Single Monetary Policy in Stage Three*. General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures. European Central Bank, 1998.



VIRI:

*A Treasurer's Guide to Repo.* Merrill Lynch, 1996.

*Developments in the Gilt Repo Market.* An off-print of a note to the article on the Operation of Monetary Policy in the Bank of England Quarterly Bulletin. London, 1996.

*Gilt Repo Code of Best Practise.* Bank of England, 1998.

*Implications for Repo Markets for Central Banks.* Bank for International Settlements, 1999.

Interna gradiva Banke Slovenije.

Jernejčič, M.: *Uvedba začasne prodaje vrednostnih papirjev komitentom banke.* Ljubljana, 1999.

Official Journal of the European Communities.

PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement. Public Securities Association, International Securities Market Association, 1995.

*Reform of the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets.* Bank of England, 1997.

*Repo and Securities Lending.* Product Guide. Barclays Bank, 1997.

Support to the Treasury Financial Management within the TSA/TGL System. Preliminary Project Report. Sema Group Belgium SA, 2000.

TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement. The Bond Market Association, International Securities Market Association, 2000.

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur. l. RS, št. 23/99).