

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DELOVANJE DEVIZNEGA TRGA V SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2009

URBAN MARTINUČ

## **IZJAVA**

Študent Urban Martinuč izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Lončarski Igorja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD.....	1
1. OSNOVNI POJMI DEVIZNEGA POSLOVANJA.....	2
1.1. POJEM DEVIZE IN VALUTE.....	2
1.2. VALUTNA KONVERTIBILNOST .....	3
1.3. DEVIZNI TRG .....	3
1.4. UDELEŽENCI DEVIZNEGA POSLOVANJA .....	4
1.5. INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA .....	5
1.6. DEVIZNI TEČAJ.....	6
1.7. TEČAJNO TVEGANJE.....	8
1.8. MEDNARODNE DENARNE IN DEVIZNE REZERVE .....	9
2. DEVIZNI TRG V SLOVENIJI.....	10
2.1. ZGODOVINA EVROPSKE EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE.....	11
2.2. RAZVOJ SLOVENSKEGA FINANČNEGA TRGA.....	13
2.3. RAZVOJ SLOVENSKEGA DEVIZNEGA TRGA.....	14
2.4. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V SLOVENIJI.....	16
2.5. VLOGA BANKE SLOVENIJE .....	17
2.5.1. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE PRED VSTOPOM V EU.....	17
2.5.2. BANKA SLOVENIJE V EVROSISTEMU .....	19
2.6. DENARNA POLITIKA EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	19
2.6.1. CILJI IN STRATEGIJA DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE .....	20
2.6.2. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	20
SKLEP.....	21
VIRI IN LITERATURA.....	23

## **KRATICE**

BBL – BLAGOVNA BORZA LJUBLJANA

BS – BANKA SLOVENIJE

CB – CENTRALNA BANKA

ECB – EVROPSKA CENTRALNA BANKA

ECU – EUROPEAN CURRENCY UNIT

EGS – EVROPSKA GOSPODARSKA SKUPNOST

EMI – EVROPSKI MONETARNI INSTITUT

EMS – EVROPSKI MONETARNI SISTEM

EMU – EVROPSKA MONETARNA UNIJA

ERM – EXCHANGE RATE MECHANISM

ERM2 – EXCHANGE RATE MECHANISM 2

ESCB – EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK

EU – EVROPSKA UNIJA

MDS – MEDNARODNI DENARNI SKLAD

RS – REPUBLIKA SLOVENIJA

SDR – SPECIAL DRAWING RIGHTS

ZBS – ZAKON O BANKI SLOVENIJE

## UVOD

25. junija 1991 je Slovenija razglasila svojo samostojnost ter kmalu za tem tudi dobila svojo valuto. To je pomenilo, da je Slovenija dosegla popolno suverenost in avtonomnost nad vodenjem lastne denarne politike. Za državo s tako majhnim gospodarstvom je bila izjemnega pomena dobro razvita zunanja trgovina, za kar pa bi bil potreben dobro urejen in razvit devizni trg. Tega Slovenija še ni imela, možno pa ga je bilo doseči z ustrezno zakonodajo na področju deviznega poslovanja, s pravilno izbiro politike deviznega tečaja, s primernim delovanjem Banke Slovenije in s sodelovanjem ter povezovanjem vseh finančnih institucij v državi (Lavrač, 2007, str. 1–6). Vse to je kasneje tudi pripomoglo k temu, da se je Slovenija najprej priključila Evropski uniji, nato pa še prevzela valuto evro in tako sklenila novo zgodbo o uspehu.

V razpadli Jugoslaviji nikoli ni obstajal pravi devizni trg. Cena deviz je bila vnaprej določena, medtem ko sta bila ponudba in povpraševanje po devizah omejeni. Vsak ni mogel do deviz zaradi prekomernega zadolževanja gospodarstva v tujini in zaradi pomanjkanja deviz, ki je bil posledica primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance (Veselinovič, 1998a, str. 291). Slovenija teh problemov nikoli ni imela, saj je zaradi svoje ekonomske in valutne majhnosti bila prisiljena v mednarodno poslovanje. Dolgo let je bila Slovenija močno uvozno odvisna ekonomija, kar se je odražalo v presežku v tekočem delu plačilne bilance, posledično pa so se devizne rezerve stalno večale. Ti dejavniki in še nekateri drugi so imeli pomemben vpliv pri razvoju slovenskega deviznega poslovanja.

Namen diplomskega dela je podrobneje predstaviti glavne značilnosti slovenskega deviznega trga in dogajanje na njem od leta 1991 naprej. Da bi mi to uspelo, sem diplomsko nalogo razdelil na dva dela. V prvem delu bom razložil temeljne pojme deviznega poslovanja, kot so deviza, valuta, valutna konvertibilnost in devizni trg. Tu bom tudi pojasnil kdo so udeleženci, ki poslujejo na tem trgu in s katerimi instrumenti deviznega poslovanja se srečujejo. V nadaljevanju bom pojasnil še pojem deviznega tečaja, tečajnega tveganja in pojem mednarodnih denarnih in deviznih rezerv.

Drugi del diplomske naloge je neposredno povezan z njenim naslovom, začne pa se z zgodovinskim pregledom nastanka evropske gospodarske in monetarne unije. Nato je predstavljen razvoj slovenskega finančnega in deviznega trga ter opis slovenske politike deviznega tečaja. Pri oblikovanju in vodenju deviznega poslovanja v Sloveniji ima ključno vlogo Banka Slovenije, zato bom podrobneje predstavil vodenje denarne politike pred vstopom v Evropsko unijo, ob prevzemu evra in tudi vlogo Evropske centralne banke.

# 1. OSNOVNI POJMI DEVIZNEGA POSLOVANJA

Namen tega poglavja je predstavitev osnovnih pojmov, ki so kakorkoli povezani z deviznim poslovanjem in delovanjem deviznega trga. Njihov pomen se v majhnih ekonomijah ne razlikuje od pomena, ki ga imajo v velikih ekonomijah, če govorimo o sodobnem tržnem gospodarstvu, kot ga poznajo na primer razvite države zahodne Evrope ali Severne Amerike. Kljub temu najdemo v literaturi različne razlage in interpretacije teh pojmov. Zato je nujno pojasnilo, kaj sploh je deviza in kaj valuta ter kaj pomeni valutna konvertibilnost. Razložil bom, kakšne vrste trg je devizni trg in kakšna je njegova naloga v celotnem gospodarstvu, kdo nastopa na njem in s katerimi instrumenti se na njem posluje. Predstavil bom tudi pojem deviznega tečaja in z njim tudi tveganje, ki se pojavlja pri poslovanju z različnimi devizami. Za konec pa bom še na kratko opisal, katera so tista sredstva, ki centralni banki neke države omogočajo posege na deviznem trgu in s tem tudi vzdrževanje deviznega tečaja na primerni ravni.

## 1.1. POJEM DEVIZE IN VALUTE

V literaturi obstajajo številne razlage pojma devize, vendar so si v vsebinskem smislu vse precej podobne. Zakon o deviznem poslovanju RS (Uradni list RS, št. 23/99) opredeljuje devize zelo splošno kot »denarne terjatve do drugih bank«. Eno izmed razlag je podal tudi Veselinovič (1991, str. 12), ki navaja, da so devize le imetja, ki jih ima domača banka na računih pri tujih bankah. Sem pa ne smemo šteti prihodnjih imetij, ki so še na poti (tuja gotovina, čeki itd.).

Mnogi pojem devize enačijo s pojmom valute, kar pa je napačno. Valuta lahko pomeni več stvari (Ribnikar, 1997a, str. 3):

- veljavni denarni sistem v državi,
- nacionalni denar,
- tuji denar,
- rok, do katerega morajo biti poravnane denarne obveznosti.

Kljub temu da moramo razlikovati med pojmom devize in pojmom valute, lahko valuto v širšem smislu štejemo za devizo. Z vidika domače države je valuta tuji denar, s katerim domačini razpolagajo v svoji državi (npr. švicarski franki, s katerimi Slovenci razpolagajo v Sloveniji), medtem ko je deviza tuji denar, s katerim domačini razpolagajo v tujini (npr. švicarski franki, s katerimi Slovenci razpolagajo v Švici).

## ***1.2 VALUTNA KONVERTIBILNOST***

S pojmom valuta je povezana tudi njena konvertibilnost ali zamenljivost, ki je opredeljena kot prosta zamenljivost denarja neke države za denar druge države. Poznamo notranjo in zunanjo konvertibilnost. Pomembna je predvsem slednja, ki pravi, da je država v vsakem trenutku sposobna odkupovati presežke svoje valute v rokah nerezidentov, ki so se natekli iz naslova tekočih transakcij (Veselinovič, 1998b, str. 26). Ta oblika konvertibilnosti valute je pomembna predvsem pri vstopanju države v multilateralni sistem mednarodnega plačevanja.

Da država uspešno uvede in ohrani zunanjo konvertibilnost, mora zadostiti naslednjim zahtevam (Kumar, 2001, str. 229):

- imeti mora dovolj veliko količino deviznih rezerv,
- potrebna je uravnotežena plačilna bilanca na dolgi rok,
- devizni trg mora biti razvit,
- imeti mora dober denar oz. stabilno notranjo vrednost denarja.

V nasprotju z zunanjo konvertibilnostjo pa se notranja konvertibilnost valute kot obveznost centralne banke, da zamenja domač denar v devize po trenutnem deviznem tečaju na zahtevo domačinov, ne uporablja več v nobeni državi. V državah, kjer je dosežena dejanska zunanja konvertibilnost, namreč dobro deluje devizni trg, kjer lahko domačini za nacionalni denar sami kupujejo in prodajajo potrebne devize. Zamenjava devize pri centralni banki za domačine torej praviloma ni mogoča niti ni potrebna (Kumar, 2001, str. 228).

Poznamo pa še pojem tržne konvertibilnosti valute, pri katerem gre za zamenljivost valute na deviznem trgu po tečaju, veljavnem v trenutku, ko se želi opraviti zamenjava. To pa hkrati pomeni, da je za obstoj take konvertibilnosti potrebna prostost na področju trgovine blaga in storitev in prostost tekočih plačil, ki se izvajajo na mednarodnem trgu. Lastnik določene konvertibilne devize jo lahko zamenja kjerkoli v svetu za katerokoli drugo valuto, zato tu govorimo o multilateralnem sistemu mednarodnega plačevanja (Ribnikar, 1985, str. 28–30).

## ***1.3. DEVIZNI TRG***

Z devizami se trguje na deviznem trgu, ki je opredeljen kot mesto, kjer se srečajo tisti, ki devize ponujajo, in tisti, ki po njih povprašujejo. To ni fizičen prostor (ni geografsko lociran in nima organizacijske strukture), kjer bi se srečevali ponudniki in povpraševalci po devizah, ampak gre za mrežo informacijskih sistemov in zvez, ki se ustvarjajo med posameznimi udeleženci deviznih trgov. Trgovanje z devizami poteka preko komunikacijskih sistemov (internet, telefon, telefaks ...) 24 ur na dan od ponedeljka do petka. Trgovalni dan se začne na Novi Zelandiji in v Avstraliji, nadaljuje v Aziji in preko Evrope se nato preseli v Ameriko, kjer se tudi zaključi. Istočasno pa se odpre spet nov trgovalni dan na Novi Zelandiji, tako da je krog sklenjen.

Najpomembnejša naloga deviznega trga je prenos deviz od udeležencev deviznega trgovanja s presežkom deviz do tistih s primanjkljajem deviz. Podrobneje lahko opredelimo še tri naloge, ki naj bi jih opravljal razviti devizni trg (Mohorič, 1986, str. 35):

- prodaja in nakup deviz za realizacijo mednarodnih plačil – pri uvozu oziroma izvozu blaga in storitev,
- izravnava neskladij v mednarodnem plačilnem prometu – devizni trgi omogočajo premagovanje valutnih in časovnih neskladij v mednarodnih plačilnih tokovih,
- zaščita uvoznikov in izvoznikov pred tečajnim tveganjem pri terjatvah in obveznostih – terminski posli.

Največji svetovni devizni trgi, ki so hkrati tudi finančni centri, so London, New York, Frankfurt in Tokio. Največ pa se trguje z dolarjem (zaradi zgodovinskih razlogov in velikosti trga, predvsem pa tudi zato, ker je večina pomembnih proizvodov izražena v tej valuti – zlato, nafta, kava...), evrom, japonskim jenom in britanskim funtom.

#### ***1.4. UDELEŽENCI DEVIZNEGA POSLOVANJA***

Udeleženci na deviznem trgu so lahko vsi ekonomski subjekti, ki kakorkoli sodelujejo v mednarodnem poslovanju ali sodelujejo pri ekonomskih odnosih s tujino (Pilbeam, 1998, str. 7). Glavni udeleženci, ki se stalno ali občasno pojavljajo na deviznih trgih, so:

- centralna banka,
- poslovne banke,
- nebančni posredniki (brokerji),
- komitenti finančnih organizacij (podjetja, fizične osebe, društva) in
- špekulanti.

Vloga centralne banke je, da na trgu intervenira, ko pride do neravnotežij v celotnem gospodarskem in monetarnem sistemu države. To počne s pomočjo spremembe obrestnih mer, s spremembo tečajev valut, s spremembo količine denarja v obtoku itd. Poleg tega, da centralna banka skrbi za ravnotežje in zagotavlja likvidnost plačil nasproti tujini, skrbi tudi za povezanost z mednarodnimi finančnimi institucijami ter ureja večino predpisov, ki zadevajo poslovanje na deviznem trgu.

Običajno pri vsaki devizni transakciji najdemo vsaj na eni strani posla (nakup ali prodaja deviz) poslovno banko. To je banka, ki trguje z devizami v svojem imenu in na svoj ter tuji račun. Za komitente opravlja posle prodaje in nakupa deviz in jih po potrebi tudi devizno kreditira. Poslovne banke imajo tudi nalogo zagotavljati v vsakem trenutku enake cene deviz. To delajo s pomočjo arbitraže – s kupovanjem deviz tam, kjer so poceni, in še v istem trenutku s prodajo deviz na dražjem trgu.



V večini držav z razvitim deviznim trgom se devizni posli sklepajo preko deviznih posrednikov – brokerjev in ne neposredno med partnerji. Razlog za to je, da se ti posli pogosto zaključujejo pod ugodnejšimi pogoji kot prek neposrednih stikov med partnerji, saj so posredniki bolj informirani, imajo več znanja in boljše poslovne stike z bankami doma in v svetu kot partnerji v poslu. Slaba stran vključevanja posrednikov v posel pa je ta, da jim je treba za njihovo delo plačati posredniško provizijo.

Komitenti bank so naročniki poslov pri bankah. Posli podjetij so v glavnem tisti, ki so posledica zunanjetrgovinske dejavnosti podjetij. Tu je pomembno, da banka redno spremlja boniteto svojih komitentov, da ne bi izvajala finančnih transakcij, za katere njeni komitenti ne bi imeli kritja. Poslovanje med državljani in banko pa je omejeno le na manjše zneske, in tu nastopa banka kot trgovec, ki oskrbuje stranke z devizami.

Poleg omenjenih udeležencev se na deviznem trgu pojavljajo tudi špekulanti. Njihov cilj je iskanje tečajnih razlik na različnih trgih in v različnih obdobjih. Za to pa morajo prevzemati tveganje od tistih, ki se želijo pred njim zaščititi. Nagrada za prevzem tveganja je dobiček, ki ga špekulant doseže, ko se potrdijo njegova pričakovanja o bodočih dogodkih in ne pričakovanja trga. Špekulanti so zelo pomemben dejavnik na deviznem trgu, saj s tem, ko se postavljajo na nasprotno stran, ustvarjajo boljšo likvidnost in večjo globino trga.

## ***1.5. INSTRUMENTI DEVIZNEGA POSLOVANJA***

Instrument deviznega poslovanja je posel, sklenjen na deviznem trgu med dvema ali več strankami, katerega uresničitev povzroči zamenjavo ali konverzijo valut (Veselinovič, 1991, str. 25). Da pride do zamenjave na svetovnem deviznem trgu, morata biti valuti, ki v poslu nastopata, konvertibilni. Če je rok izvršitve posla enak ali krajši od dveh delovnih dni, gre za promptne posle, če pa je daljši od dveh delovnih dni, pa gre za terminske posle. Poznamo tudi kombinirane posle, pri katerih gre za hkratno uporabo oziroma kombinacijo promptnih in terminskih poslov.

Instrumenti deviznega poslovanja so (Veselinovič, 1991, str. 35-36):

1. promptni instrumenti:

- spot,
- valuta jutri (value tom),
- valuta danes (value today);

2. terminski instrumenti:

- nestandardizirane valutne terminske pogodbe (forward pogodbe),
- standardizirane valutne terminske pogodbe (futures pogodbe),
- valutne opcije;

### 3. kombinirani instrumenti:

- klasična valutna zamenjava (devizni swap),
- kombinacije med istovrstnimi instrumenti,
- kombinacije med raznovrstnimi instrumenti.

Pri vseh omenjenih instrumentih gre za zamenjave različnih, med seboj zamenljivih valut, ki se opravijo na deviznem trgu. Posamezni instrumenti pa se med seboj razlikujejo po roku izvršitve posla. Bolj podrobni opisi teh instrumentov presegajo namen diplomskega dela, zato se vanje ne bom spuščal.

## ***1.6. DEVIZNI TEČAJ***

Največkrat je devizni tečaj opredeljen kot vrednost enote izbrane tuje valute, izražene s številom enot opazovane domače valute. Devizni tečaj je torej razmerje oziroma cena, po kateri se valuta ene države zamenjuje za valute drugih držav. Oblikovan je na podlagi tržnih zakonitosti, to pomeni na podlagi ponudbe in povpraševanja po devizah določene valute, zato mu pravimo tudi tržni devizni tečaj. Tako definiran devizni tečaj velja za vse ekonomije, ne glede na to, ali so le-te majhne ali velike.

Devizni tečaj izražamo na dva načina:

- z neposredno ali direktno kotacijo – število enot domače valute za eno enoto tuje valute (npr. 0,8 € za 1 \$),
- s posredno ali indirektno kotacijo – število enot tuje valute za eno enoto domače valute (npr. 1,25 \$ za 1 €).

Daleč najpogostejši način izražanja medvalutnih razmerij je direktna kotacija, medtem ko je indirektna kotacija značilna predvsem za Veliko Britanijo, Kanado, Avstralijo, Novo Zelandijo in še nekatere druge države.

Država lahko vodi različno politiko deviznega tečaja, kar privede do različnih sistemov deviznega tečaja (Ribnikar, 1997b, str. 48). Teh sistemov je veliko, v splošnem pa jih razdelimo v tri skupine:

- trdni ali fiksni devizni tečaj,
- čisti drseči devizni tečaj,
- hibridni devizni tečaj.

Sistem fiksne deviznega tečaja pomeni, da centralna banka postavi pariteto za ceno tuje valute, izražene v domači valuti. Da bi zadržale devizni tečaj med dvema valutama v okviru dovoljenega razpona, morajo centralne banke intervenirati na deviznem trgu s prodajami in nakupi deviz, za kar pa so potrebne devizne rezerve. Če pride do znižanja deviznega tečaja v okviru fiksne sistema deviznega tečaja, to pomeni devalvacijo domače valute, zvišanje pa

revalvacijo domače valute. Prednosti tega sistema se kažejo v večji stabilnosti deviznega tečaja in manjšem tečajnem tveganju, v večji disciplini pri vodenju makroekonomske politike, v povezovanju nacionalnih trgov in spodbujanju mednarodne menjave.

V sistemu drsečega deviznega tečaja pa se cena tuje valute oblikuje čisto tržno, na podlagi ponudbe in povpraševanja po devizah brez posegov centralne banke. Sprememba tečaja v okviru tega sistema pomeni deprecijacijo in apreciacijo valute. Ta sistem avtomatično dosega ravnovesje v plačilni bilanci, poleg tega nudi tudi večjo gospodarsko stabilnost, vodenje neodvisne monetarne politike in zavarovanje pred zunanjimi šoki.

Pri hibridnem sistemu deviznega tečaja centralna banka ne opredeli niti uradnega tečaja svoje valute niti razpona, v okviru katerega se lahko devizni tečaj giblje. Njena intervencija na deviznem trgu je povsem diskrecijska – to pomeni, da intervenira takrat in v takšnem obsegu, ko oceni, da se devizni tečaj valute ne spreminja v skladu z njenimi pričakovanji oziroma željami. Hibridni sistem deviznega tečaja ima možnost izkoristiti prednosti obeh zgoraj navedenih sistemov in sočasno učinkovito omejiti njune slabosti.

V spodnji tabeli so prikazane glavne razlike med zgoraj naštetimi sistemi deviznega tečaja. Paritetna vrednost in dovoljene meje nihanja so določene samo pri sistemu čistega fiksne deviznega tečaja. Tako pravimo, da gre v primeru spremembe vrednosti deviznih tečajev pri sistemu fiksne deviznega tečaja za devalvacijo oziroma revalvacijo, medtem ko gre pri ostalih dveh sistemih za deprecijacijo oziroma apreciacijo. Centralne banke ne intervenirajo na deviznih trgih v primeru čistega drsečega deviznega tečaja, zato tudi niso potrebne mednarodne devizne rezerve in niti ni denarnih posledic ekonomskih transakcij s tujino, ki so značilne za druga dva sistema.

**Tabela 1:** *Najpomembnejše razlike v osnovnih sistemih deviznega tečaja*

	Čisti fiksni DT	Čisti drseči DT	Hibridni DT
Paritetna vrednost	Da	Ne	Ne
Dovoljene meje nihanja	Da	Ne	Ne
Intervencija CB	Da	Ne	Da
Potrebne mednarodne devizne rezerve	Da	Ne	Da
Denarne posledice ekonomskih transakcij s tujino	Da	Ne	Da
Devalvacija/revalvacija	Da	Ne	Ne

Vir: Ribnikar, *Denarni sistem in denarna teorija. III. del, 1991, str. 127.*

Gibanje deviznih tečajev napovedujejo številni računalniški modeli, ki omogočajo obdelavo neomejenega števila spremenljivk. Vendar se na deviznih trgih kljub temu lahko zgodi nekaj, kar ti sistemi ne morejo predvideti. Na gibanje deviznih tečajev tako vplivajo številni

dejavniki, med katere sodijo (Mrak, 1994, str. 13): gospodarske, politične in družbene okoliščine nekega gospodarstva, fiskalni in monetarni ukrepi, spremembe pogojev na denarnih in finančnih trgih, tržna pričakovanja glede terminskih tečajev, pogajalske spretnosti udeležencev v zunanji trgovini ter ne nazadnje tudi ponudba in povpraševanje po devizah (izvoz in uvoz blaga in storitev).

Devizni tečaj je pokazatelj stanja gospodarstva in kupne moči domače valute v primerjavi s tujo državo. Posamezniki in podjetja glede na višino deviznega tečaja presojujejo, kaj je v njihovi državi glede na tujo relativno poceni in kaj relativno drago. Previsok devizni tečaj ali podcenjena vrednost domače valute pomeni, da so tuji proizvodi v domačem denarju dražji, domači proizvodi v tujem denarju pa cenejši (spodbujen je izvoz, uvoz je zaviran). Prenizek devizni tečaj ali precenjena vrednost domače valute pa pomeni, da so tuji proizvodi v domačem denarju cenejši in domači proizvodi v tujem denarju dražji (spodbujen je uvoz, izvoz pa zaviran).

## ***1.7. TEČAJNO TVEGANJE***

Tečajno tveganje predstavlja največjo in stalno nevarnost za vsakega transaktorja v deviznem poslovanju, pomeni pa nevarnost spremembe deviznega tečaja v obdobju od trenutka nalaganja do trenutka vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto (Prohaska, 1999, str. 90). Nastane lahko zaradi trgovanja s tujimi valutami (eden najpomembnejših virov tečajnega tveganja v bankah), dajanja posojil v tujih valutah, najemanja kreditov v tujih valutah, kupovanja ali izdajanja vrednostnih papirjev v tuji valuti ali pa kot posledica ponudbe in povpraševanja na deviznem trgu.

Spremembe deviznih tečajev valut so posledica ukrepov držav pri uresničevanju njihovih gospodarskih politik. Največkrat se to kaže v pospeševanju izvoza in zaviranju uvoza. Za izvoznike je izjemno nevarna apreciacija domače valute, saj pomeni manjši dobiček v njihovi valuti, kot je bilo sprva načrtovano. Uvozniki pa morajo ob deprecijaciji domače valute za uvoženo blago plačati več, kot je bilo načrtovano ob sklenitvi posla. To pomeni, da sprememba deviznega tečaja v neki državi ne prizadene samo te države, ampak vpliva tudi na države, s katerimi posluje.

Vsako malo večje podjetje, ki ima terjatve ali obveznosti v tujih valutah, je občutljivo na spremembe deviznih tečajev, saj te vplivajo na njegovo poslovanje. Zaradi tega je nastala potreba po zavarovanju pred temi spremembami. Podjetja se danes lahko zavarujejo na različne načine (Zavarovanja pred tečajnimi tveganji, 2009):

- s promptnimi posli – gre za nakup in prodajo tujih valut, kjer se posel sklene danes, po današnjem tečaju, izvrši pa se v roku dveh delovnih dni;

- s terminskimi posli – posel se sklene danes, izvrši pa se v roku, daljšem od dveh delovnih dni (običajno je to 30 dni od dneva sklenitve posla, 90 dni ali 180 dni, nikoli pa ne več kot 360 dni);
- z devizno zamenjavo (swap) – gre za hkratni promptni nakup oziroma prodajo tuje valute in terminsko prodajo oziroma nakup istega zneska iste valute;
- z valutnimi opcijami – pogodba, ki daje pravico za nakup (v primeru nakupne opcije) ali prodajo (v primeru prodajne opcije) določenega zneska tuje valute po dogovorjeni ceni na določen dan v prihodnosti.

Z zmanjševanjem velikosti ekonomije se povečuje vpliv tečajnega tveganja. Za majhno ekonomijo, kot je slovenska, lahko torej rečemo, da je občutljivejša na kakršnekoli spremembe pri poslovanju na deviznem trgu. Prav tako si tudi ne more privoščiti velikih pretresov ali celo izgub pri svojem deviznem poslovanju, če želi dolgoročno in stabilno devizno tržišče kot tudi dolgoročno stabilno gospodarstvo. Zato je na takem majhnem trgu izjemnega pomena zavarovanje pred tečajnim tveganjem in poznavanje instrumentov za zavarovanje pred njim s strani bank, podjetij in drugih udeležencev deviznega poslovanja.

## ***1.8. MEDNARODNE DENARNE IN DEVIZNE REZERVE***

Mednarodne denarne rezerve so tista sredstva, ki centralni banki omogočajo posege na deviznem trgu in s tem vzdrževanje deviznega tečaja na višini, ki se ji zdi primerna (Ribnikar, 1993, str. 2).

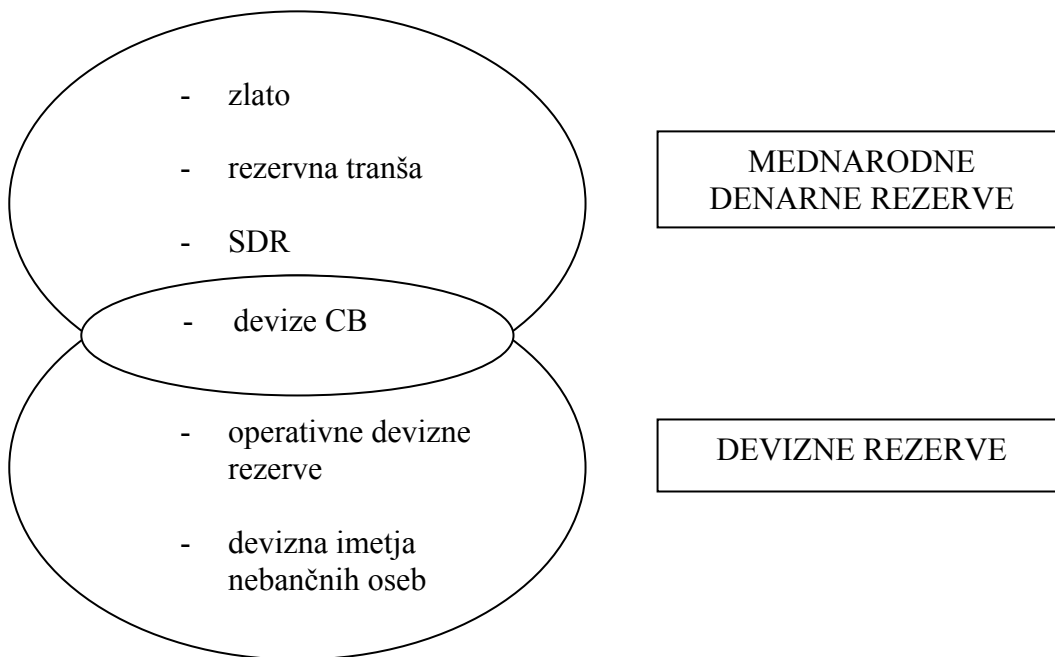
Mednarodne denarne rezerve v lasti centralne banke so sestavljene iz (Ribnikar, 1997a, str. 20–21):

- monetarnega zlata,
- rezervne tranše pri MDS – brezpogojni kredit, ki ga lahko dobi država članica MDS; država vzame nazaj kvoto, vplačano v rezervnih valutah in zlatu,
- posebnih pravic črpanja ali SDR (*Special Drawing Rights*) – imetja na posebnem računu, ki se ne morejo neposredno uporabiti za poseg na deviznem trgu, ampak šele potem, ko se prenesejo na neko drugo CB in se dobi od nje njen denar ali denar neke tretje države,
- deviznih rezerv.

Mednarodne devizne rezerve centralne banke pa so sestavljene iz (Ribnikar, 1997a, str. 19):

- deviznih rezerv,
- operativnih deviznih rezerv – z njimi se opravlja predvsem posle posredovanja pri mednarodnih plačilih,
- deviznih imetij nebančnih oseb – tuja plačilna sredstva (devize, vrednostni papirji, tuja gotovina) v lasti podjetij oziroma pravnih oseb pri tujih bankah.

**Slika 1:** Mednarodne denarne in devizne rezerve



Vir: Ribnikar, *Denarni sistem in denarna teorija. III. del, 1997a, str. 19.*

Mednarodne denarne rezerve omogočajo državam, da z njihovim črpanjem financirajo plačilno bilančne primanjkljaje. Velikost in trajanje neravnotežja v plačilni bilanci je pogojena z višino mednarodnih denarnih rezerv, ki jih ima država – manjše, kot so rezerve, prej mora država začeti s plačilno bilančnim prilagajanjem. Sistem deviznega tečaja tudi določa višino mednarodnih deviznih rezerv, saj bolj, kot je tečaj fleksibilen, manj denarnih rezerv potrebuje država.

## **2. DEVIZNI TRG V SLOVENIJI**

O razvoju slovenskega deviznega trga in trgovanja lahko govorimo od osamosvojitve in uvedbe denarne valute naprej. Takrat je namreč Slovenija prvič dobila priložnost samostojnega vodenja lastne monetarne in deviznotečajne politike. V tem poglavju bom najprej predstavil zgodovinsko ozadje oblikovanja Evropske unije in pot do uvedbe evra. Nato bom opisal razvoj slovenskega finančnega in deviznega trga ter politiko deviznega tečaja, ki jo je Slovenija vodila od leta 1991 do njene priključitve k EU in tudi kasneje, ko je postala članica Evrosistema. Ob koncu pa bo podana še razlaga vloge, ki jo je Banka Slovenije imela v času po osamosvojitvi in ob vstopu v EU, ter denarne politike, ki jo sedaj ob pomoči nacionalnih centralnih bank držav EU vodi Evropska centralna banka.

## **2.1. ZGODOVINA EVROPSKE EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE**

Zgodovina nastanka Evropske monetarne unije sega v 18. april leta 1951, ko so Belgija, Francija, Nemčija, Italija, Luksemburg in Nizozemska podpisale Pariško pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo ter s tem začele proces gospodarske integracije (Zgodovina ekonomske in monetarne unije: Razvoj, 2009). Ta pogodba je bila v veljavi petdeset let in je prenehala veljati leta 2002. 25. marca 1957 je bila z Rimsko pogodbo ustanovljena Evropska gospodarska skupnost. V njej je le nekaj določil v zvezi s sodelovanjem na monetarnem področju med državami članicami EGS, saj je bilo obdobje po drugi svetovni vojni zaznamovano z mednarodno monetarno stabilnostjo in prevlado ameriškega dolarja. Tečaji valut so bili vezani na ameriški dolar. Stabilnost v razmerju do ameriškega dolarja je pomenila tudi medsebojno stabilnost valut tedanjih držav članic EGS.

V naslednjem desetletju so se razmere v svetovnem gospodarstvu spremenile, saj je bila ogrožena medsebojna stabilnost valut tedanjih držav članic. To je bil razlog, da so se začele porajati ideje o večji koordinaciji ekonomskih politik držav članic in o tesnejšem sodelovanju pri monetarnih zadevah. Na zasedanju v Haagu decembra 1969 so se voditelji držav in vlad odločili, da postane oblikovanje EMU uradni cilj evropske integracije. Uradno je bil načrt predstavljen v Wernerjevem poročilu iz oktobra 1970, ki je vsebovalo načrt oblikovanja ekonomske in monetarne unije v naslednjih desetih letih. Po tem načrtu naj bi se osnovne ekonomske in monetarne odločitve sprejemale na ravni Skupnosti. Predlagane spremembe so bile številne, med katerimi so bile tudi nepreklicno fiksiranje tečajev valut, konvergenca ekonomskih politik in ustanovitev sistema centralnih bank na ravni Skupnosti. Projekt EMU je bil začasno opuščen avgusta 1971, ko je bila odpravljena zamenljivost ameriškega dolarja za zlato, ki je predstavljala osnovo takratne monetarne stabilnosti. Prišlo je do razširitve razpona nihanja deviznih tečajev do ameriškega dolarja. S tem se je končalo obdobje fiksnih deviznih tečajev in sprožil se je val nestabilnosti tečajev valut.

Decembra 1978 je bil v Bruslju oblikovan Evropski monetarni sistem z namenom, da bi prenesel omejitve nihanja tečajev valut držav članic. V veljavo je stopil 13. marca 1979, temeljil pa je na mehanizmu deviznih tečajev – ERM (*Exchange Rate Mechanism*), na skupni evropski denarni enoti ECU (*European Currency Unit*) ter kreditnih mehanizmih. ERM je predstavljal sistem fiksnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev. Vanj so bile vključene valute vseh tedanjih držav članic z izjemo Velike Britanije. Z uvedbo evra 1. januarja 1999 je bil ERM nekoliko spremenjen, tako da danes govorimo o ERM2.

Decembra 1989 je bila na zasedanju Evropskega sveta v Strasbourgu izražena zahteva po sklicu medvladne konference, ki naj bi določila spremembe pogodb za lažje oblikovanje EMU. Ta konferenca se je začela že naslednje leto in je vodila k oblikovanju Maastrichtske pogodbe, ki oblikovanje EMU postavlja kot formalni cilj. Ta pogodba določa konvergenčne kriterije, ki jih je treba izpolniti, da lahko država članica sodeluje v EMU, ter vsebuje določbe

o uresničevanju EMU v treh zaporednih stopnjah v skladu z natančnim časovnim načrtom. Maastrichtska pogodba je stopila v veljavo 1. novembra 1993.

Prva faza se je začela 1. julija 1990 in končala 31. decembra 1993. V tem času so bile odpravljene omejitve pri pretoku kapitala. Poudarek je bil tudi na povečani koordinaciji posameznih ekonomskih politik in tesnejšem sodelovanju med centralnimi bankami. V drugi fazi, ki se je začela 1. januarja 1994 in je trajala do 31. decembra 1998, je bil ustanovljen Evropski monetarni inštitut, predhodnik Evropske centralne banke (ustanovljena 1. junija 1998). Njegova naloga je bila, da okrepi sodelovanje med nacionalnimi centralnimi bankami in koordinacijo monetarnih politik držav članic ter izpelje potrebne priprave za uvedbo nove skupne valute. V tej fazi so si države članice morale prizadevati za izpolnitev konvergenčnih kriterijev.

Konec leta 1995 je v Madridu potekalo zasedanje Evropskega sveta, na katerem je bilo potrjeno, da se bo ime nove skupne valute glasilo evro in bo enako v vseh uradnih jezikih EU ter bo nadomestilo generični izraz ECU. Standardna kratica za evro je EUR, grafični simbol pa €. Na tem zasedanju je bilo tudi odločeno, da se zadnja, tretja faza EMU, začne s 1. januarjem 1999, ko bo evro tudi uveden in bodo pristojnosti glede vodenja monetarne politike prenesene na Evrosistem. V ta namen je začela delovati nova centralna banka, tj. ECB, ki je prevzela naloge EMI. Po preverjanju izpolnjevanja zahtevanih konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra je bila sprejeta odločitev, katere države članice EU bodo sodelovale v tretji fazi EMU. Te države so bile Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija. Tečajji njihovih valut so bili nepreklicno določeni. Evro je bil od 1. januarja 1999 najprej uveden le kot knjižni denar. Obdobje od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2001 je predstavljalo prehodno obdobje, v katerem je potekal postopen prehod na evro za celotno gospodarstvo v državah evrskega območja. Po tem triletnem obdobju so bili 1. januarja 2002 uvedeni evrski bankovci in kovanci, ki so postopoma zamenjali bankovce in kovance držav članic, ki so uvedle evro. Ekonomski subjekti so se v prehodnem obdobju svobodno odločali o uporabi evra. Imeli so možnost uporabljati evro, ne pa tudi obveznosti, da ga uporabljajo.

1. maja 2004 je k EU prestopilo deset novih držav članic (Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija). V skladu z evropskimi predpisi te države niso uvedle evra hkrati s pristopom k EU, ampak bi ga uvedle čez nekaj let, ko bi izpolnile zahtevane pogoje za njegovo uvedbo. Slaba dva meseca pozneje, 27. junija, so bili slovenski tolar, estonska krona in litovski litas vključeni v mehanizem deviznih tečajev ERM2. Določeni so bili centralni tečajji z veljavnostjo 28. junija 2004 (1 EUR = 239,640 SIT). Tečaj je lahko nihal okrog centralnega tečaja plus/minus 15 odstotkov. 1. januarja 2007 pa je po izpolnitvi vseh konvergenčnih kriterijev, določenih v Maastrichtski pogodbi, Slovenija postala trinajsta članica Evrosistema in je tako tudi prevzela valuto evro.



## **2.2. RAZVOJ SLOVENSKEGA FINANČNEGA TRGA**

Leta 1989 je bila v Ljubljani ustanovljena borza vrednostnih papirjev, ki je bila prva tovrstna finančna institucija v državah z nekapitalističnim redom. Njen razvoj je bil sprva povezan s trgovanjem dolžniških finančnih osnovnih instrumentov ter z osamosvajanjem Slovenije, saj so na njej trgovali s tako imenovanimi deviznimi pravicami (nekakšnimi deviznimi terjatvami do bank oziroma pravicami za plačilo v tujino). V letu 1993 so začeli večino njenega prometa predstavljati lastniški finančni osnovni instrumenti. Obseg trgovanja z njimi se je večal v vseh pomenih te besede, kar pa je še posebej veljalo za nadaljevanje in konec lastninskega preoblikovanja podjetij ter izvedbo nekaterih drugih reform, potrebnih za nemoten razvoj finančnega trga. Izpeljati je bilo treba predvsem pokojninsko reformo, davčno reformo, reformo zavarovalniškega sektorja, razvoj investicijskega bančništva ter odpiranje finančnega sektorja v povezavi s približevanjem Evropski uniji in Evropski monetarni uniji (Veselinovič, 1998a, str. 291).

V začetku druge polovice leta 1994 je centralna banka Slovenije izdala posebne kratkoročne izvedene instrumente, nekakšne nakupne bone na njene klasične blagajniške zapise, ki so se glasili na inflacijsko oziroma valutno klavzulo (Veselinovič, 1998a, str. 295). Ta instrument je naletel na izjemno zanimanje domačih in tudi tujih investitorjev. Z živahnim trgovanjem na sekundarnem trgu in omogočanjem dobička skoraj vsem investitorjem (izgubo je pokrila Banka Slovenije) je instrument dosegel velik uspeh. Centralna banka Slovenije je s takšnimi izdajami nadaljevala tudi v prihodnje in s tem morda nehote pripomogla k ustvarjanju podlage za razvoj izvedenih instrumentov v Sloveniji.

V začetku leta 1995 je bila v Sloveniji ustanovljena tudi blagovna borza (Blagovna borza Ljubljana – BBL). Prvotni načrti, da bi trgovali predvsem z izvedenimi instrumenti na blagovno osnovo, so se izjalovili, saj je bilo premalo zanimanja. Kljub temu je bila s trgovanjem s standardiziranimi terminskimi pogodbami, v nekoliko večjem obsegu najprej na valute in kasneje v zelo skromnem obsegu na obrestno mero, postavljena resna podlaga za organiziran trg z izvedenimi instrumenti v Sloveniji (Veselinovič, 1998a, str. 296). Leto kasneje je podoben začetek pripravila tudi Terminalska borza (posebno podjetje v lasti članov Ljubljanske borze vrednostnih papirjev), ki je organizirala trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, kot so vrednostni papirji, valute, borzni indeksi, obrestna mera ipd., vendar je že zelo kmalu zamrznila svoje poslovanje zaradi nelikvidnega trga. V letu 1997 pa je svoje poslovanje končala tudi Blagovna borza Ljubljana. Potem ko je za tekoče poslovanje porabila vsa vplačana kritja za poravnavo transakcij svojih članov, je bila družba prisiljena bankrotirati. To je pokazalo na dejstvo, da konkurenca na tem področju ni bila dobrodošla, ker je s tem razbijala likvidnost in integriteto že tako majhnega trga.

Kljub tem dogodkom je tržna kapitalizacija vsa leta naraščala. Pomemben razlog stabilne rasti tržne kapitalizacije slovenskega trga kapitala leži v stabilni in zanesljivi rasti cen delnic podjetij, s katerimi se trguje na organiziranem trgu (Veselinovič, 2004, str. 85). Tudi po

prevzemih in s tem povezanimi umiki vrednostnih papirjev podjetij z organiziranega trga je borzni indeks narasel in na tak način kompenziral manjše število vrednostnih papirjev na borzi.

Zaradi relativne zaprtosti slovenskega denarnega trga (tuji investitorji so bili zelo malo aktivni) je ta dokaj neobčutljiv na svetovne dogodke. Tako je bila rast cen vrednostnih papirjev na slovenskem trgu kapitala manjša, ko so cene v svetu strmo rasle, vendar je tudi ob večjih svetovnih krizah (azijska, ruska, brazilska, tehnološka, 11. september, Enron in druge) domači trg zadržal solidno visoke ravni. Skratka, slovenski denarni trg je bil v preteklih letih eden najmanj nestanovitnih svetovnih trgov. To pa se je v letu 2008 spremenilo, saj je takrat tudi slovenski denarni trg strmoglavil pod težo svetovne finančne krize.

### 2.3. RAZVOJ SLOVENSKEGA DEVIZNEGA TRGA

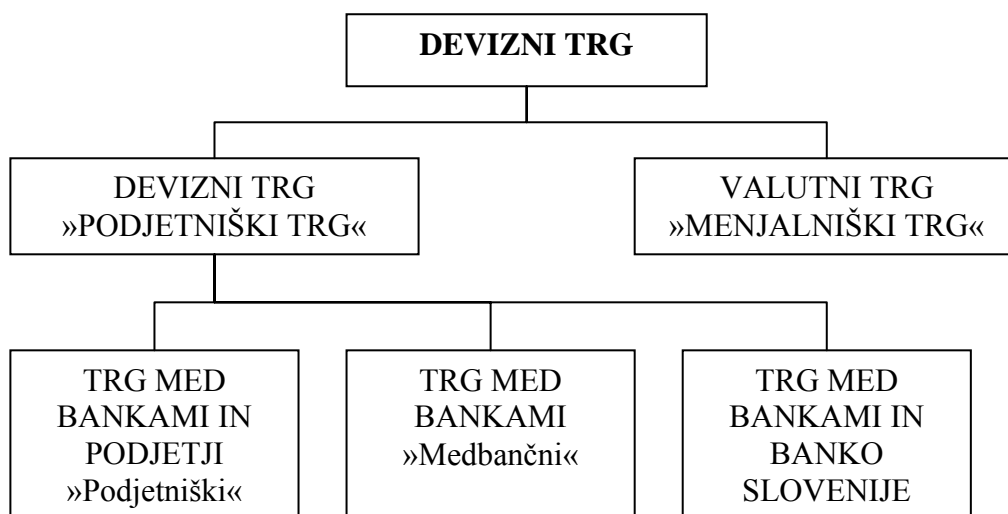
Razvoj deviznega trga in s tem tudi deviznega poslovanja v Sloveniji se začne z osamosvojitvijo oziroma z uvedbo nove denarne valute (tolarja) in denarnega sistema v oktobru leta 1991. Takrat sta bila tudi uvedena dva trga deviznih sredstev (Mencinger, 1992, str. 24):

- trg tekočih transakcij (devizni trg) in
- trg kapitalskih transakcij (valutni trg).

Devizni trg pa se naprej deli še na:

- trg med bankami in podjetji (»podjetniški devizni trg«),
- trg med bankami (»medbančni devizni trg«) in
- trg med bankami in Banko Slovenije.

**Slika 2:** *Struktura slovenskega deviznega trga*



Vir: Mencinger, *Oblikovanje tečaja tolarja*, 1992, str. 24.

Na deviznem trgu oziroma podjetniškem trgu deviznih sredstev sodelujejo poslovne banke, podjetja in Banka Slovenije. Naloga deviznega trga je izenačevanje ponudbe in povpraševanja po blagu in storitvah ter skupaj z obrestno mero zagotavljanje dovolj velikega priliva za financiranje primanjkljaja.

Kot je razvidno iz zgornje slike, je devizni trg razdeljen na tri podtrge. Na »podjetniškem deviznem trgu« potekajo prodaje in nakupi deviz med podjetji in bankami. Izvozna podjetja bankam prodajajo devize (PB), medtem ko uvozna podjetja kupujejo devize od bank (BP). Tako na »medbančnem deviznem trgu« kot tudi na trgu med bankami in Banko Slovenije pa potekajo prodaje in nakupi deviz med bankami. Do leta 1999 pa je obstajal še četrti podtrg deviznega trga, trg med podjetji oziroma »medpodjetniški devizni trg«. Tu so potekale prodaje in nakupi deviz med podjetji (PP), vendar je Banka Slovenije leta 1999 to prepovedala. Določila je, da morajo rezidenti in nerezidenti devize prodajati in kupovati samo pri pooblaščenih bankah.

Valutni oziroma menjalniški trg sestavljajo fizične osebe, menjalnice in poslovne banke. Glavni razlog za uvedbo tega trga je bila odprava črnega trga tujih valut. Na njem se tečaj tujih valut oblikuje glede na ponudbo in povpraševanje, na kar pa vplivajo različni dejavniki, med katerimi so tečaj tuje valute, razpoložljivi dohodek prebivalstva, pričakovanja glede prihodnjega tečaja, inflacija in obresti. Trguje se prek okenc, kar pomeni, da se mora vlagatelj fizično oglasiti v eni izmed menjalnic in opraviti želene transakcije. Na menjalniškem trgu se pri prodaji in nakupu deviz oblikuje menjalniški tečaj, ki je povprečni dnevni tečaj in se uporablja izključno pri transakcijah s fizičnimi osebami. Menjalniški tečaj je tudi najmanj stabilen tečaj, saj je glede na kratkoročno naravo transakcij najbolj podvržen pričakovanjem in špekulacijam.

V devetdesetih letih prejšnjega stoletja so največ prometa na slovenskem deviznem trgu predstavljali nakupi in prodaje deviz med podjetji in bankami, kar je nakazovalo na relativno nepomembnost tolarja v mednarodni menjavi. Najverjetneje je bil vzrok za to v majhni državi in gospodarstvu, v zelo majhnem valutnem območju, v nezadostni usposobljenosti in majhnosti poslovnih bank, v neznanju in nestrokovnosti in precejšnji izoliranosti od dogodkov na tujih deviznih trgih (Veselinovič, 1996, str. 11).

Prav tako je bil v istem obdobju slovenski devizni trg osredotočen na promptne devizne posle. Kot sem opisal že v prejšnjem poglavju, sta bili v letih 1995 in 1996 ustanovljeni Blagovna borza Ljubljana in Terminalska borza z namenom požitve terminskega trgovanja, vendar sta se zaradi konkurenčnega delovanja na tako majhnem trgu obe uničili. Zaradi tega terminsko poslovanje v teh letih ni nikoli zares zaživel, saj je bilo prisotno v glavnem samo v bančnem sektorju.

Pred priključitvijo Slovenije k Evropski uniji je bil devizni trg največji od vseh finančnih segmentov, vendar še vedno ne dovolj organiziran, premalo standardiziran, nepregleden,

predvsem pa nezanimiv za večje evropske in druge svetovne udeležence na deviznih trgih (Veselinovič, 2004, str. 86). Slovenska posebnost je bila takrat tudi relativno visok promet s tujimi valutami v menjalnicah (z gotovino) v primerjavi z drugimi oblikami deviznega trgovanja (s knjižno devizo), saj je ta promet dosegal le do 20 odstotkov celotnega promptnega in terminskega trga. Po uvedbi evra je Slovenijo čakala racionalizacija deviznega poslovanja, sodelovanje in povezovanje z drugimi trgi oziroma njihovimi nosilci v starih članicah EU. Cilj je doseči popolno integracijo z njimi.

## ***2.4. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V SLOVENIJI***

Ob osamosvojitvi in uvedbi tolarja se je BS odločila za sistem fleksibilnega deviznega tečaja, in sicer za režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja. To je vmesna oblika med popolnoma fiksnim in čistim fleksibilnim deviznim tečajem. Glavna značilnost tega režima je ta, da centralna banka ni zavezana k intervencijam na deviznem trgu in ima načeloma bolj proste roke pri uporabi monetarne politike (Lavrač, 2007, str. 194). To ne pomeni, da CB ne intervenira na trgu, ampak da intervenira le v takšni meri, da vpliva na oblikovanje želene vrednosti domačega deviznega tečaja, da vpliva na smer njegovega gibanja ali pa da odpravlja njegova nepotrebna kratkoročna nihanja.

Ob priključitvi k EU in s tem tudi ob približevanju trenutka prevzema evra pa je morala Slovenija začeti razmišljati o spremembi in prilagoditvi sistema deviznega tečaja. Maastrichtska pogodba je namreč določala, da mora valuta vsaj dve leti sodelovati v evropskem mehanizmu deviznih tečajev (ERM2) in upoštevati njegove normalne meje dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja, brez večjih pritiskov na deviznih trgih in brez devalvacije valute na lastno iniciativo. To pomeni, da se mora sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja vsaj za dve leti zamenjati za fiksnega.

Uradni tečaj tolarja je bil v tem času določen in fiksni, v času nespremenljiv in neodvisen od gibanj v plačilni bilanci, torej od gibanja ponudbe in povpraševanja. Tečaj tolarja je bil postavljen na 239,64 SIT za 1 evro in je lahko odstopal za največ 15 odstotkov. Da je BS zadrževala ta tečaj, se je morala odločno vmešavati na deviznem trgu s kupovanjem oziroma s prodajo deviz, ter tako odpravljala presežek ali primanjkljaj deviz, ki je nastajal pri danem uradnem deviznem tečaju.

Od 1. januarja 2007, ko je Slovenija uvedla evro, nimamo več svoje politike deviznega tečaja. Vse pomembne odločitve glede uravnavanja gibanja deviznega tečaja evra sprejema Evropska centralna banka. Banka Slovenije kot članica Evrosistema opravlja skladno s pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti in statutom ESCB in ECB naslednje naloge (O Banki Slovenije, 2009):

- izvaja skupno denarno politiko,

- soupravlja uradne devizne rezerve držav članic skladno s pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti in
- podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov.

## **2.5. VLOGA BANKE SLOVENIJE**

Banka Slovenije je centralna in emisijska banka Republike Slovenije. Ustanovljena je bila s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije (ZBS) 25. junija 1991. Je nevladna ustanova, vendar je pa dolžna državnemu zboru vsakih šest mesecev predložiti poročilo o svojem poslovanju. Banka ne posluje s fizičnimi in pravnimi osebami, temveč deluje kot nadzorni organ slovenskega bančnega sistema. Banka Slovenije kot centralna banka RS skrbi predvsem za stabilnost valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine (Banka Slovenije v Evrosistemu, 2009). Za uresničitev teh nalog uravnava količino denarja v obtoku, skrbi za splošno likvidnost bank in hranilnic, predpisuje pravila za izvajanje jamstva za vloge občanov, opravlja posle za RS v skladu z zakonom, ter druge posle. Njen prvi guverner je bil France Arhar (1991-2001), sledila sta mu Mitja Gaspari (2001-2007) in Marko Kranjec (2007-) (Banka Slovenije, 2009).

V besedilu, ki sledi, obravnavam denarno politiko Banke Slovenije od njenega nastanka oktobra 1991 do priključitve Slovenije Evropski uniji, njeno vlogo in delovanje v času priključitve Evropski uniji in prevzemanju evra ter vodenje denarne politike Evropske centralne banke.

### **2.5.1. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE PRED VSTOPOM V EU**

Oktobra 1991, ko je Slovenija uvedla svojo valuto, je bila inflacija galopirajoča, saj je dosegala 22 odstotkov na mesec. Zaradi tega je bila primarna naloga BS, poleg povečevanja mednarodnih deviznih rezerv, znižanje inflacije. Ker je bil bančni sistem konec leta 1991 visoko likviden, je BS postopoma zmanjševala količino dodatnega primarnega denarja. Takrat se je vodilo denarno politiko v skladu z zunanje določeno količino ali ponudbo denarja pri režimu prosto drsečega deviznega tečaja. V prvi polovici leta 1992 je zaradi naraščajočega pritoka kapitala iz tujine BS pričela selektivno kupovati devize. Ker pa ni imela državnih papirjev ali pa česa drugega, kar bi lahko prodajala, je izničevala vpliv nakupov deviz na količino primarnega denarja tako, da je prodajala svoje blagajniške zapise (Ribnikar & Košak, 2004, str. 24).

Tako vodenje denarne politike je naglo znižalo inflacijo iz 22 odstotkov v oktobru 1991 na 2 odstotka mesečno sredi leta 1992. Za nadaljnje znižanje inflacijske stopnje na 1 odstotek mesečno je BS potrebovala naslednji dve leti in še dodatno leto za prepolovitev mesečne inflacijske stopnje. Hkrati s tem sta se zmanjševali nominalna in realna obrestna mera. Vendar je tekmovanje bank s ponujanjem vedno višjih obrestnih mer z namenom, da bi pridobile čim več vlagateljev, v začetku leta 1995 zaustavilo padanje obrestnih mer. Zaradi tega nevarnega

in nekontroliranega konkuriranja med bankami se je BS odločila za kaznovanje bank, ki so ji morale plačevati izjemno visoke obrestne mere.

Od osamosvojitve, ko BS skoraj ni imela mednarodnih deviznih rezerv, so te v obdobju nekaj let postale praktično edina premoženjska oblika v njeni premoženjski bilanci. Ker predstavljajo skoraj celotno aktivo BS devizna imetja, pridobljena z nakupi na deviznem trgu od poslovnih bank, je razumljiva zelo tesna povezanost med dogajanjem na deviznem trgu in denarnimi gibanji. V začetnem obdobju so bila devizna imetja bank edina primerna oblika premoženja za potrebe refinanciranja pri centralni banki. V nadaljevanju pa sta presežek tekočega dela plačilne bilance in neto pritok kapitala prisilila BS v selektivno kupovanje deviz.

V celotnem obdobju, od leta 1991 naprej, je bil eden od najpomembnejših dejavnikov, ki ga je morala BS upoštevati pri vodenju denarne politike, strukturni položaj denarnega trga (Ribnikar & Košak, 2004, str. 25). Takrat se je denarna politika izvajala v razmerah velikega presežka strukturnega položaja denarnega trga. V takih razmerah, ko centralna banka odvzema likvidnost ostalim bankam, je vodenje denarne politike zahtevnejše, saj je veliko težje in manj učinkovito vplivati na oblikovanje kratkoročnih obrestnih mer. Takšno stanje strukturnega položaja denarnega trga je bilo posledica pritoka kapitala in odločenosti BS, da ne bo dopustila, da bi to neovirano vplivalo na devizni tečaj.

V okviru približevanja Slovenije EU je BS novembra leta 2001 sprejela strategijo vodenja denarne politike v obdobju do vključitve v EU, ki naj bi temeljila na dveh skupinah indikatorjev denarne politike. Prva skupina je vsebovala količino denarja v obtoku oziroma vse indikatorje, ki kažejo likvidnostni položaj v bančnem sistemu, vključno z denarnimi agregati (likvidnost bank, kratkoročne obrestne mere, struktura denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank). V drugo skupino indikatorjev denarne politike pa so se uvrščale vse tiste spremenljivke, ki so pomembno dopolnjevale informacijo indikatorjev prve skupine o položaju gospodarstva ter so kazale stopnjo restriktivnosti oziroma ekspanzivnosti denarne politike. Ti indikatorji druge skupine so posredovali informacije o plačilni bilanci, o rasti plač v javnem in zasebnem sektorju ter rasti cen, informacije o tujih obrestnih merah in informacije o stopnji rasti deviznega tečaja, ko BS ni intervenirala na deviznem trgu. Vse te informacije so oblikovale podlago za sprejemanje odločitev pri izvajanju denarne politike.

Slovenija je vse od osamosvojitve naprej vodila monetarno in tečajno politiko, determinirano s specifičnimi pogoji, v katerih se je država znašla po razpadu Jugoslavije. Zmerna monetarna restriktivnost z uporabo inovativnih instrumentov ter uravnavano drseči devizni tečaj sta bila osnovi, ki sta se navkljub številnim kritikam izkazali za uspešni in od MDS in Svetovne banke proglašeni kot vzor za druge države. Neodvisna centralna banka z monetarno politiko je bila ob zdravi fiskalni politiki in uspešno saniranem bančnem sektorju finančni temelj uspešnega preoblikovanja gospodarstva (Štiblar, 2004, str. 34).

## **2.5.2. BANKA SLOVENIJE V EVROSISTEMU**

Po uspešnem obdobju sodelovanja v režimu deviznega tečaja ERM2 in po ugodni oceni izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev se je Slovenija, 1. januarja 2007, priključila Evropski monetarni uniji in tako postala del Evrosistema. Del Evropskega sistema centralnih bank pa je Banka Slovenije že od 1. maja 2004, ko je Republika Slovenija postala članica Evropske unije. Članstvo v EMU pomeni, da je Banka Slovenije postala zgolj izvajalka denarne politike, ki je opredeljena v strategiji izvajanja denarne politike Evropske centralne banke.

Evrosistem deluje tako, da se odločitve sprejemajo v ECB (centralizirano), izvajajo pa se preko nacionalnih centralnih bank (decentralizirano). Nacionalne centralne banke izvajajo skoraj vse operativne naloge Evrosistema. Banka Slovenije tako izvaja denarno politiko Evrosistema, upravlja devizne rezerve ECB, lastne devizne rezerve, upravlja in nadzoruje plačilne sisteme, skupaj z ECB izdaja evrobankovce, zbira statistične podatke za ECB, sodeluje z ECB pri prevajanju in pripravljanju publikacij ter sodeluje pri ekonomskih analizah in raziskavah (Izvajanje denarne politike, 2009).

Banka Slovenije lahko v skladu s statutom ESCB in ECB opravlja tudi naloge, ki niso del nalog Evrosistema. Seveda pa ne smejo biti v nasprotju s cilji in nalogami Evrosistema. Te naloge se med državami razlikujejo, v glavnem pa obsegajo različne vrste finančnih in upravnih storitev za vlade posameznih držav. Banka Slovenije lahko tako kot večina nacionalnih centralnih bank evroobmočja, na primer, opravlja nadzor bančnega poslovanja. Banka Slovenije tudi vodi račune proračunskih uporabnikov itd.

Banka Slovenije sodeluje v procesu odločanja v Evrosistemu, saj je guverner Banke Slovenije član glavnega organa odločanja ECB, Sveta ECB, ki določa denarno politiko za evroobmočje. Poleg tega je tudi član razširjenega sveta ECB. Strokovnjaki iz Banke Slovenije sodelujejo pri delu Evrosistema tudi s svojo udeležbo v različnih odborih Evrosistema. Na ta način sodelujejo pri pripravljanju zadev, o katerih potem odločajo organi odločanja ECB. Zato lahko na podlagi vsega tega rečemo, da je Banka Slovenije aktivno vpletena v proces odločanja o denarni politiki EU.

## **2.6. DENARNA POLITIKA EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

ECB določa, da mora biti izvajanje denarne politike operacijsko učinkovito in decentralizirano (Ribnikar & Košak, 2004, str. 30). Operacijsko učinkovito pomeni, da je treba prenesti ukrepe denarne politike na denarni trg čim hitreje in čim natančneje. Decentralizirano izvajanje denarne politike pa pomeni, da so operacije izvajanja denarne politike izvedene preko nacionalnih centralnih bank. Poleg tega poskuša ECB zagotavljati enakopravno obravnavo finančnih institucij in harmonizacijo pravil in postopkov v celotnem evroobmočju, kar pomeni, da morajo biti kreditne institucije pri implementaciji operacijskega

okvira denarne politike v enakopravnem položaju ne glede na njihovo velikost in lokacijo. Harmonizacija pravil in postopkov pa zagotavlja enako obravnavo in enake pogoje vsem kreditnim institucijam pri izvajanju transakcij z Evrosistemom. Druga načela, ki jih ECB zasleduje pri vodenju denarne politike, so še enostavnost, transparentnost in kontinuirana uporaba instrumentov, varnost ter stroškovna učinkovitost.

Navedena načela pri izvajanju denarne politike zagotavljajo slovenskim bankam enakopravno nastopanje v procesu implementacije denarne politike ECB. Seveda pa morajo banke prej izpolnjevati zahtevne kriterije primernosti za poslovanje z ECB. Da bi to dosegle, morajo zadostiti tako načelom zdravega poslovanja kot tudi izpolnjevati predpisano obvezno rezervo. Poleg tega morajo izpolnjevati morebitne druge operacijske kriterije in sporazumne dogovore z nacionalnimi centralnimi bankami, ki urejajo način izvajanja denarne politike Evrosistema (Ribnikar & Košak, 2004, str. 31).

### **2.6.1. CILJI IN STRATEGIJA DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

Glavni cilj denarne politike ECB je ohranjanje stabilnosti cen (Objective of monetary policy, 2009), saj stabilnost cen, prek učinkovite in produktivne rabe virov, prispeva k trajno visoki gospodarski rasti in zaposlenosti. Stopnjo inflacije želi ECB ohranjati pod mejo dveh odstotkov na letni ravni, vendar kljub temu blizu te meje. Čeprav vsakršna inflacija pomeni določen strošek, je stopnja blizu dveh odstotkov zadostna zaščita pred deflacijo, ki je lahko še bolj škodljiva. Pomembna cilja ECB sta tudi zagotavljanje visoke stopnje zaposlenosti in podpora splošne ekonomske politike v Skupnosti, če to ni v nasprotju s ciljem stabilnosti cen. Strategija vodenja denarne politike ECB mora izpolniti dve pomembni nalogi. Z jasno strukturiranim procesom sprejemanja odločitev zagotavlja, da ima ECB na voljo vse informacije in analize, ki jih pri njenem delovanju potrebuje. Hkrati tudi določa način, kako ECB javnosti razlaga sklepe o denarni politiki. Strategija, s spodbujanjem učinkovitosti denarne politike in z izražanjem zavezanosti centralne banke k cenovni stabilnosti, prispeva k verodostojnosti ECB na finančnih trgih (Strategy, 2009).

### **2.6.2. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

Za doseganje osnovnega cilja denarne politike (ohranjanje stabilnosti cen) ima ECB na voljo vrsto instrumentov, med katerimi so najpomembnejše operacije odprtega trga. Te operacije lahko razdelimo v štiri vrste (Monetary policy instruments, 2009):

- operacije glavnega refinanciranja, ki se izvajajo tedensko z namenom povečevanja likvidnosti;
- dolgoročnejsše operacije refinanciranja, ki se izvajajo mesečno prav tako z namenom povečevanja likvidnosti;



- operacije finega uravnavanja, ki se izvajajo z namenom izravnati učinke, ki jih ima nepričakovano nihanje likvidnosti na trgu na obrestne mere, in
- strukturne operacije, ki se izvajajo prek izdaje dolžniških certifikatov, povratnih transakcij in dokončnih transakcij.

Naloge teh operacij odprtega trga so upravljati likvidnostne razmere na denarnem trgu, uravnavati obrestne mere in signalizirati naravnost denarne politike.

Kot instrument denarne politike nudi ECB tudi odprte ponudbe, katerih cilj je povečevati in zmanjševati likvidnost čez noč ter postavljati obrestne mere čez noč. Nenazadnje pa še instrument obveznih rezerv. ECB namreč zahteva od kreditnih institucij, da imajo obvezne rezerve na računih pri svojih nacionalnih centralnih bankah. Namen tega instrumenta je stabilizirati obrestne mere na denarnem trgu in ustvariti ali povečati strukturni primanjkljaj likvidnosti.

## **SKLEP**

Monetarna suverenost se kaže v možnosti vodenja samostojne monetarne politike. Pogoj za vodenje lastne monetarne politike je lastna centralna banka in lastna valuta, slednja pa omogoča vodenje samostojne deviznotečajne politike. To je Slovenija dosegla kmalu po osamosvojitvi leta 1991, zato od takrat naprej govorimo o slovenskem deviznem poslovanju.

Najpomembnejšo vlogo na slovenskem deviznem trgu do uvedbe evra je imela Banka Slovenije. Njena naloga je bila predvsem skrb za stabilnost valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine. Za uresničitev tega je uravnala količino denarja v obtoku, določala je višino deviznih rezerv, na deviznem trgu je intervenirala, ko je bilo to potrebno, skrbela je za splošno likvidnost bank in hranilnic ter je opravljala vse druge naloge po Zakonu o Banki Slovenije.

Slovenski devizni trg je razdeljen na dva dela. Na eni strani je devizni oziroma podjetniški trg deviznih sredstev, kjer sodelujejo poslovne banke, podjetja in Banka Slovenije. Naloga deviznega trga je izenačevanje ponudbe in povpraševanja po blagu in storitvah ter skupaj z obrestno mero zagotavljanje dovolj velikega priliva za financiranje primanjkljaja. Na drugi strani pa najdemo valutni oziroma menjalniški trg, ki ga sestavljajo fizične osebe, menjalnice in poslovne banke. Glavni razlog za uvedbo tega trga je bila odprava črnega trga tujih valut. Na njem se tečaj tujih valut oblikuje glede na ponudbo in povpraševanje.

Majhna država in gospodarstvo, zelo majhno valutno območje, nezadostna usposobljenost in majhnost poslovnih bank ter precejšnja izoliranost od dogodkov na tujih deviznih trgih so bili glavni vzroki, da so v devetdesetih letih predstavljali največ prometa na slovenskem deviznem trgu nakupi in prodaje deviz med podjetji in bankami. Tolar je bil takrat v mednarodni menjavi relativno nepomemben.

Banka Slovenije je že od samega začetka vodila politiko uravnavanega drsečega deviznega tečaja; glavna značilnost tega je bila ta, da BS ni bila zavezana k intervencijam na deviznem trgu in da je imela pri uporabi monetarne politike bolj proste roke. Uspešnost te politike deviznega tečaja se je pokazala v hitri gospodarski rasti, krepitvi vrednosti tolarja in povečevanju mednarodne konkurenčnosti. Po vstopu v Evropsko unijo je BS za dobo dveh let oziroma do uvedbe evra prevzela režim fiksne deviznega tečaja. Od 1. januarja 2007 je pristojnost za vodenje politike deviznega tečaja na strani Evropske centralne banke, BS je samo izvajalka te politike.

Ko je Slovenija izgubila svojo valuto, je izgubila tudi svoj devizni tečaj in možnost vodenja deviznotečajne politike. Tako Slovenija ne more več popravljati svoje mednarodne konkurenčnosti in izravnati svoje plačilne bilance s korekcijami deviznega tečaja. Poleg tega je Slovenija izgubila tudi možnost vodenja samostojne monetarne politike.

Slovenija sedaj v okviru ESCB sodeluje pri določanju skupne evropske monetarne in deviznotečajne politike, saj je Banka Slovenije vključena v organe odločanja ECB. BS tako izvaja skupno določeno monetarno politiko na svojem področju po navodilih ECB. Skupna monetarna politika se določa glede na potrebe celotnega območja, torej glede na povprečne razmere na evroobmočju, ne pa glede na specifične potrebe posamezne države. Slovenske banke so se tako morale usposobiti za izvajanje predpisanih operacij skupne monetarne politike.

## VIRI IN LITERATURA

1. *Banka Slovenije* [Wikipedija]. Najdeno 1. avgusta 2009 na spletnem naslovu [http://sl.wikipedia.org/wiki/Banka\\_Slovenije](http://sl.wikipedia.org/wiki/Banka_Slovenije).
2. *Banka Slovenije v Evrosistemu* [Banka Slovenije]. Najdeno 7. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1268>.
3. *Izvajanje denarne politike* [Banka Slovenije]. Najdeno 3. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=934>.
4. Jazbec S. (2003). *Gradivo za vaje za mednarodne finance*. Skripta. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Kumar A. (2001). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Lavrač V. (2007). *Slovenska pot do prevzema evra*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
7. Mencinger J. (1992). *Oblikovanje tečaja tolarja*. Ljubljana: Gospodarska gibanja.
8. Mohorič T. (1986). *Gospodarjenje z devizami v razvitem svetu in pri nas*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. *Monetary policy instruments* [European central bank - Eurosystem]. najdeno 5. septembra 2009 na spletnem naslovu [http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_007.en.html](http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.en.html).
10. Mrak B. (1994). *Poslovna tveganja zaradi sprememb deviznega tečaja*. Ljubljana: Bančni vestnik.
11. Mrak M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. *O Banki Slovenije* [Banka Slovenije]. Najdeno 1. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/banka-slovenije.asp?MapaId=124>.
13. *Objective of monetary policy* [European central bank - Eurosystem]. Najdeno 5. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>.
14. Pilbeam Keith (1998). *International Finance*. London: MacMillan Press.
15. Prohaska Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Ribnikar I. (1985). *Mednarodna plačila*. Ljubljana: Bančni vestnik.
17. Ribnikar I. (1991). *Denarni sistem in denarna teorija. III. del. Mednarodni denarni sistem*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Ribnikar I. (1993). *Devizne rezerve centralne banke*. Ljubljana: Finance 42.
19. Ribnikar I. (1997a). *Denarni sistem in denarna teorija. III. del. Mednarodni denarni sistem. 3. natis*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Ribnikar I. (1997b). *Sistem ali režim deviznega tečaja*. Ljubljana: Bančni vestnik.
21. Ribnikar, I. & Košak, T. (2004). *Denarna politika Banke Slovenije do priključitve Slovenije EMU*. Ljubljana: Bančni vestnik.
22. *Strategy* [European central bank - Eurosystem]. Najdeno 5. septembra na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>.

23. Štiblar F. (2004). Slovenska monetarna (in tečajna) ter bančna politika: vloga njihovih nosilcev ob vstopu v EU in v pripravi na ERM2 in EMU. V *Slovensko pravo in gospodarstvo ob vstopu Slovenije v Evropsko unijo*. Ljubljana: Pravna fakulteta.
24. Veselinovič D. (1991). *Devizno trgovanje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
25. Veselinovič D. (1996). *Presek slovenskega finančnega in deviznega trga*. Ljubljana: Bančni vestnik.
26. Veselinovič D. (1998a). Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
27. Veselinovič D. (1998b). *Uvod v mednarodne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Veselinovič D. (2004). *Slovenski finančni trg in EU*. Ljubljana: Bančni vestnik.
29. Zakon o deviznem poslovanju RS (Uradni list RS, št. 23/99).
30. *Zavarovanja pred tečajnimi tveganji [Volksbank d.d.]*. Najdeno 18. julija 2009 na spletnem naslovu [http://www.volksbank.si/podjetja/zavarovanje/tečajno\\_tveganje.asp](http://www.volksbank.si/podjetja/zavarovanje/tečajno_tveganje.asp).
31. *Zgodovina ekonomske in monetarne unije: Razvoj [Banka Slovenije]*. Najdeno 30. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1277>.