

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

MALČI GRIVEC

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE V LETIH
NJENEGA OBSTOJA**

Ljubljana, avgust 2003

MALČI GRIVEC

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

Uvod.....	1
1 Pojem – denarna politika.....	2
1.1 Denarna politika pri zlati valuti.....	3
1.2 Papirna valuta	3
2 Bližnji in končni cilji denarne politike	4
1.2 Bližnji cilji denarne politike.....	5
1.2.1 Količina denarja v obtoku kot bližnji cilj denarne politike.....	6
1.2.2 Obrestna mera kot bližnji cilj denarne politike	6
1.2.3 Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike	7
2.2 Denarni agregati.....	7
2.2.1 Opredelitev denarnih agregatov	7
2.2.2 Definicija oz. oblikovanje denarnih agregatov v Sloveniji	8
2.2.2.1 Primarni denar	9
2.2.2.1.1 Analiza primarnega denarja v Sloveniji.....	9
2.2.2.2 Denarni agregat M1.....	10
2.2.2.2.1 Analiza denarnega agregata M1	10
2.2.2.3 Denarni agregat M2.....	11
2.2.2.4 Denarni agregat M3.....	12
2.2.2.4.1 Analiza denarnega agregata M3.....	12
2.2.2.5 Razmerja med denarnimi agregati.....	14
3 Instrumenti denarne politike.....	15
3.1 Delitve instrumentov denarne politike.....	16
3.1.1 Kvantitativni in kvalitativni instrumenti denarne politike	17
3.2 Politika odprtega trga.....	18
3.2.1 Slovenija in operacije na odprtem trgu	20
3.2.1.1 Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji	21
3.2.1.1.1 Zgodovinski pregled	22
3.2.1.1.2 Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji po 8. oktobru 1991	22
3.3 Obvezne rezerve bank.....	26
3.3.1 Namen uporabe instrumenta obvezne rezerve ter teoretična priporočila	27
3.3.2 Obračun obvezne rezerve in njeno izpolnjevanje	29
3.4 Blagajniški zapisi Banke Slovenije.....	30
3.4.1 Blagajniški zapisi BS v tujem denarju	30
3.4.2 Blagajniški zapisi v tolarjih.....	31
3.4.3 Dvodelni blagajniški zapisi	32
3.4.4 Blagajniški zapisi z nakupnim bonom	32
3.5 Eskontna politika ali spreminjanje obrestne mere.....	33
3.6 Neposredno omejevanje kreditov poslovnim bankam.....	34

3.7	<i>Posojila Banke Slovenije</i>	34
3.7.1	Kratkoročna posojila	34
3.7.2	Likvidnostna posojila	35
3.7.3	Lombardna posojila.....	36
4	Ureditev obveznih rezerv v Sloveniji	37
4.1	<i>Spreminjanje sistema obveznih rezerv na ozemlju Slovenije</i>	38
4.1.1	Ureditev obveznih rezerv od 8. oktobra 1991 do 31. decembra 1991	38
4.1.2	Ureditev obveznih rezerv od 1. januarja 1992 do 31. marca 1992.....	39
4.1.3	Ureditev obveznih rezerv od 1. aprila 1992 do 31. marca 1995	40
4.1.4	Ureditev obveznih rezerv od 1. aprila 1995 do 31. avgusta 2002.....	42
4.1.5	Ureditev obveznih rezerv od 1. septembra 2002 do avgusta 2003.....	45
4.1.6	Ureditev obveznih rezerv od septembra 2003 naprej.....	47
4.2	<i>Analiza obveznih rezerv</i>	48
4.2.1	Ureditev obveznih rezerv v sistemu ECB in primerjava z ureditvijo v Sloveniji 49	
4.2.2	Spreminjanje instrumenta obveznih rezerv	51
5	Novosti, ki se obetajo na področju denarne politike v Sloveniji tik pred vstopom in po vstopu v EU	52
5.1	<i>Vključitev v EMU</i>	52
5.1.1	Slovenija in EMU	53
5.1.2	Možni časovni okviri za vključevanje v ERM2 in EMU	54
6	Sklep	55
	Literatura	57
	Viri	59

Uvod

Banka Slovenije (BS) je bila ustanovljena 25. junija 1991, ko je bil v tedanji skupščini sprejet Zakon o Banki Slovenije. Sicer pa bi lahko rekli, da je uradni datum rojstva naše centralne banke, Banke Slovenije, 8. oktober 1991 (Ribnikar, 2002, str. 17), ko smo dobili lasten denar – tolar. Temeljna naloga BS je skrb za stabilnost domače valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine. Ob vsem tem pa ne smemo pozabiti, da je centralna banka pri uresničevanju teh nalog samostojna in neodvisna institucija (Zakon o Banki Slovenije, 2002). Slednje pa velja tudi za denarno politiko kot tudi za politiko deviznega tečaja, kateri sta rezultat vseh njenih ukrepov.

Namen mojega diplomskega dela je podrobnejša analiza denarne politike BS vse od njene osamosvojitve do današnjih dni. Pri tem se je potrebno zavedati, da ima denarna politika izjemen narodnogospodarski pomen, saj naj bi čim bolj podpirala gospodarsko rast, pri čemer pa mora seveda upoštevati številne druge dejavnike in omejitve (Cetinski, 1996, str. 18). Tako bi lahko rekli, da denarna politika temelji na institucionalnih pogojih posamezne ekonomije, razvitosti finančnega trga, trga dela in položaja centralne banke (CB). Stabilna monetarna politika omogoča razvoj stabilnosti finančnega okolja, nizko raven inflacije in kredibilnost centralne banke. Kontrola količine denarja v obtoku pa je temelj dezinflacije (Festić, 2000, str. 173).

Glede na povedano sem tako v diplomskem delu najprej opredelila sam pojem denarne politike in za lažje nadaljnje razumevanje tudi na kratko navedla glavne značilnosti vodenja le-te pri zlati in papirni valuti. Vseskozi pa je bil sam cilj vodenja denarne politike doseganje enega ali več končnih ciljev (visoka stopnja zaposlenosti, nizka stopnja inflacije, plačilno bilančno ravnovesje in ustrezna stopnja rasti BDP). Ker pa so navedeni končni cilji denarne politike zelo oddaljeni in mora CB za njihovo učinkovito uresničevanje dobiti sprotne povratne informacije, denarne oblasti ponavadi dosegajo končni cilj preko vmesnega cilja. Ta vmesni cilj lahko predstavlja devizni tečaj, določen denarni agregat ali določena obrestna mera. Pri čemer se za bližnji cilj zahteva, da je v močni povezavi z enim od končnih ciljev denarne politike ter hkrati tudi z instrumenti denarne politike (Noč, 1997, str. 9). Pri nas je bližnji cilj od leta 1997 širši denarni agregat M3. Značilnosti tega in ostalih denarnih agregatov, vključno s primarnim denarjem, sem teoretično in analitično predstavila v drugem poglavju diplomskega dela.

Za doseganje postavljenih vmesnih in preko njih končnih ciljev se CB poslužuje instrumentov denarne politike. Vendar se moramo pri tem zavedati, da večina razvitih držav v zadnjih letih spodbuja razvoj tržno naravnanih instrumentov denarne politike, vključno s tem da širijo njihov nabor, izboljšujejo transparentnost vodenja denarne politike, povečujejo fleksibilnost pri upravljanju likvidnosti bank in hkrati tudi zmanjšujejo vlogo obveznih rezerv. Slednjega in vse ostale instrumente, ki so bili oz. so še aktualni v Sloveniji, sem podrobneje predstavila v tretji točki diplomskega dela. V istem poglavju pa sem na kratko obravnavala tudi

posebnosti strukturnega položaja denarnega trga v Sloveniji. Kajti rečemo lahko, da je denarna politika oz. izbor instrumentov za njeno učinkovito vodenje zelo odvisen od strukturne pozicije denarnega trga. Od njega je namreč odvisno, ali CB na denarnem trgu nastopa v vlogi neto ponudnika ali v vlogi neto dolžnika. Prav tako pa na izbor instrumentov vpliva tudi velikost in izvor šokov v gibanju avtonomnih postavk, ki določajo strukturno pozicijo denarnega trga (Košak, 1997, str. 33).

Naslednje poglavje tega dela pa je v celoti namenjeno instrumentu obveznih rezerv, s poudarkom na Sloveniji. Začetni del poglavja je namenjen razvoju oz. vsem spremembam, ki so se na tem področju, kljub kratki zgodovini, že zgodile. Za tem pa sedanjo ureditev primerjam s priporočili IMF-a in ureditvijo tega instrumenta na Evroobmočju, kamor se želimo v prihodnjih letih vključiti tudi mi.

Prav iz tega razloga sem zadnje poglavje namenila novostim na področju vodenja denarne politike, ki se obetajo Sloveniji tik pred vstopom in v nekaj letih po vstopu v Evropsko unijo (EU). Kajti že sam vstop Slovenije v EU bo na vodenje denarne politike pustil sledi, še večje pa bodo nastopile z vstopom v Evropsko monetarno unijo (EMU), do česar bo prišlo takoj po izpolnitvi vseh Maastrichtskih kriterijev in dosegu vse pogosteje omenjene realne konvergence. Vstop Slovenije v EMU bo namreč dejansko pomenil izgubo avtonomije na področju vodenja denarne politike. Za uspešno sodelovanje Slovenije najprej v ERM2 in nato za uspešen vstop v EMU pa je v naslednjih letih potrebna koordinirana akcija BS in Vlade R Slovenije, kajti le tako bo mogoče znižati inflacijo na evropsko raven na vzdržen način.

1 Pojem – denarna politika

Denarna ali monetarna politika je tisti del ekonomske politike, ki jo neposredno izvaja CB in katere bližnji cilj je navadno količina denarja v obtoku. Prav tako pa sta lahko kot bližnji cilj vzeta višina tržne obrestne mere ali količina kreditov. Dr. Ivan Ribnikar v članku Denarna politika Banke Slovenije navaja, da je kot bližnji cilj v majhni ekonomiji lahko tudi višina deviznega tečaja denarja, na katerega je vezan domač denar v skladu s pravili trdnega ali uravnavanega drsečega deviznega tečaja, ali vrednost košarice valut. Sicer pa velja, da se politika deviznega tečaja jemlje kot od denarne politike neodvisna politika. Količina denarja kot bližnji cilj je priporočljiv zlasti v primeru, ko je monetarni sektor stabilen ali vsaj stabilnejši od realnega, kar pomeni, da je povpraševanje po denarju stabilno. Medtem ko se obrestna mera kot bližnji cilj denarne politike priporoča, če je stabilnejši realni sektor oz. v primeru stabilnega odnosa med obrestno mero in investicijskim povpraševanjem.

Na splošno pa velja, da bližnji cilj ni hkrati tudi končni cilj denarne politike, ampak pomeni centralni banki le sredstvo za doseganje končnih ciljev. Kot končni cilj se ponavadi omenjajo štiri stvari, ki so hkrati cilji tudi drugih ekonomskih politik, in sicer (1) visoka stopnja zaposlenosti, (2) nizka stopnja inflacije, (3) plačilno bilančno ravnovesje in (4) ustrežna

stopnja rasti BDP. Med bližnjim ciljem in končnim pa poznamo še indikatorje, ki kažejo smer in moč ukrepa denarne politike (Ribnikar, 1997, str. 222).

Preden bom podrobneje opredelila denarno politiko v današnjem času in predvsem v Sloveniji, pa bom na kratko predstavila tudi razvoj le-te, kar nam bo služilo za lažje razumevanje obstoječega sistema.

1.1 Denarna politika pri zlati valuti

V sistemu zlate valute je bila denarna politika podrejena pravilom (avtomatizmu), ki so puščala relativno malo možnosti za samostojno odločanje ljudi (Ribnikar, 1997, str. 223). V času zlate valute so se k denarju šteli najprej le zlatniki in pozneje še bankovci. To je tudi razlog, da se je z denarno politiko označevalo samo urejanje količine bankovcev v obtoku, česar se bom pri razlagi v tem podnaslovu tudi držala.

Za razlago denarne politike pri zlati valuti moramo ločiti dva sistema emisije bankovcev:

- **Sistem 100% kritja bankovcev**, ki je zanimiv samo teoretično, saj tu sploh ni možnosti za vodenje denarne politike. Količina bankovcev v obtoku je odvisna le od količine zlata, ki ga ljudje prinesejo v CB. V tem primeru je torej CB popolnoma pasivna.
- **Sistem delnega kritja bankovcev**, pri katerem mora CB ukrepati, če hoče spremeniti predpisano ali na osnovi izkušenj določeno kritje, tj. zlato valuto.

Za zlato valuto, ki je obstajala do leta 1914, mnogi, ko govorijo o svetovnem denarnem sistemu, uporabljajo kar izraz »valuta funt šterlinga«. Za tisti čas je namreč veljalo, da so bile zlate rezerve velikega dela sveta v Londonu, prav tako pa je Velika Britanija kreditirala nerazviti svet, ki je bil nanjo tesno navezan. V kriznih časih je Velika Britanija močno zmanjšala kredite, medtem ko so se »terms-of-trade¹« spremenili v korist Velike Britanije. Kar je pomenilo, da se je večji del bremen v času krize prevalil na t. i. »periferne dežele« (Ribnikar, 1997, str. 229).

1.2 Papirna valuta

Za papirno valuto je značilno, da ni nobenih omejitev glede emisije denarja, v obtok lahko namreč pride kakršna koli količina denarja, vendar pa vemo, da v gospodarstvu ekonomski subjekti potrebujejo realno količino denarja v obtoku. Le-ta je enaka nominalni količini, deljeni s splošno ravniyo cen. Ta realna količina pa se lahko teoretično poveča na dva načina: s povečanjem nominalne količine ali z znižanjem splošne ravni cen.

¹ Gre za odnos med cenami uvoženega in izvoženega blaga.

Ker pa so cene navzdol rigidne oz. jih je možno zniževati le z velikimi žrtvami, pride torej v poštev samo prvi način (Ribnikar, 1997, str. 229).

Pomembna razlika med zlato in papirno valuto je v dejstvu, da gre danes za urejanje obtoka vsega denarja in ne samo bankovcev, kar je veljalo pri zlati valuti. Danes torej denarna politika ureja tudi knjižni denar, pa še tu se danes postavlja vprašanje, ali ne bi bilo potrebno, da bi CB urejala tudi t. i. denarne substitute.

Da CB lahko vpliva na količino denarja v obtoku, mora imeti možnost vplivanja na kreditni potencial poslovnih bank, kar pa je možno le v primeru povezanosti le-teh s CB. V našem denarnem sistemu so povezane preko obveznih rezerv, ki jih morajo poslovne banke imeti v denarju centralne banke – v primarnem denarju. Poudariti pa velja, da za povezanost poslovnih bank s CB obvezne rezerve niso nujne, ampak bi za to zadoščale tudi samo likvidnostne rezerve.

S katerimi instrumenti CB lahko vpliva na kreditni potencial poslovnih bank, pa bom natančneje opredelila v enem izmed naslednjih poglavij. Ob tem pa se bom dotaknila tudi dilem, ki se pojavljajo pri delitvi instrumentov denarne politike.

2 Bližnji in končni cilji denarne politike

CB ali banka bank je najpomembnejša finančna institucija v državi, saj je neposredno zadolžena za izvajanje denarne politike. Zanja je značilno, da zasleduje predvsem narodnogospodarske interese, le-ti pa naj bi predstavljali tudi končne cilje denarne politike.

Kot končni cilji so najpogosteje navedeni sledeči:

- nizka stopnja inflacije,
- plačilnobilančno ravnovesje,
- ustrezna stopnja gospodarske rasti in
- čim manjša stopnja brezposelnosti.

Seveda pa se moramo zavedati, da ti cilji niso samo cilji denarne politike, ampak so cilji celotnega gospodarstva. Zato jih CB brez sodelovanja ostalih politik v gospodarstvu ne more v celoti doseči samostojno.

Ker so končni cilji zelo široki in jih torej banka poskuša doseči skupaj z ostalimi politikami, se le-tem lahko približa le z zasledovanjem bližnjih ciljev. Na obe vrsti ciljev pa vpliva preko številnih instrumentov, za katere pa se bo pristojna CB odločila, pa je odvisno od načina, kako se ekonomski sistem odziva na ukrepe CB ter institucionalnih pogojev (Freedman, 1991, str. 201–213). Vmesni cilji so lahko monetarni agregati, višina deviznega tečaja ali obrestna mera.

Med vmesnimi in končnimi cilji denarne politike imamo še indikatorje, ki kažejo na inteziteto in smer delovanja monetarne politike. To pomeni, da je indikator nujno povezan s končnim ciljem. Prav tako pa mora biti tudi obvladljiv s strani CB ter v korelaciji z vmesnim ciljem. Seveda pa lahko vmesni cilj in indikator sovpadata. Pogost indikator je monetarni pogojni indeks, ki je tehtano povprečje tečaja, kratkoročne obrestne mere, monetarnih in kreditnih agregatov, raznih indeksov cen, realne ekonomske aktivnosti, stopnje rasti plač. Poleg tega pa poznamo tudi nestandardne monetarne indikatorje, ki jih kontrolira CB. Ti indikatorji vključujejo nominalni tečaj, razliko med kratkoročno in dolgoročno obrestno mero, razliko med donosi na obveznice in kratkoročno obrestno mero (Festić, 2000, str. 178). Festičeva prav tako navaja, da je zanesljiv kazalec denarne politike razmerje med stopnjo rasti (nominalnih) monetarnih agregatov in stopnjo rasti (realnega) BDP, kajti divergenca med njima je možna le na kratek rok.

V nadaljevanju bom najprej nekoliko podrobneje predstavila bližnje in končne cilje, v naslednjem poglavju pa tudi instrumente za doseganje le-teh.

1.2 Bližnji cilji denarne politike

Že prej smo ugotovili, da je namen CB doseganje končnih ciljev. Ker pa je časovni odlog med sprejetjem določenega ukrepa denarne politike in reakcijo končnega cilja nanj zelo dolg, mora centralna banka za sprotno spremljanje svojega delovanja spremljati tudi vmesne cilje denarne politike. Le-ti ji tako služijo kot vodilo za delovanje, saj ji hitro posredujejo informacije o učinkovitosti (smer in intenzivnost) delovanja posameznih ukrepov (Duwendag, 1992, str. 372). To pomeni, da CB za doseg končnega cilja v bistvu najprej cilja vrednost bližnjega cilja in šele tako posredno doseganje končnih ciljnih vrednosti. Na vmesne cilje banka vpliva predvsem preko primarnega denarja, pri čemer lahko na podlagi ocenjenih multiplikatorjev, ocenjenih obtočnih hitrosti in stopnje gospodarske rasti določi koridor vmesnega cilja. Kajti že prej smo spoznali, da je divergenca med stopnjo rasti monetarnih agregatov in stopnjo rasti realnega BDP glede na inflacijo lahko le kratkoročna (Festić, 2000, str. 176).

Pri osamosvojitvi Slovenije je BS imela na razpolago tri možne bližnje cilje:

- količino denarja v obtoku,
- višino tržne obrestne mere in
- višino deviznega tečaja.

Tako se je po uvedbi tolarja postavljalo vprašanje, kateri izmed teh bližnjih ciljev je za BS najbolj sprejemljiv, če je bil njen glavni cilj zagotoviti stabilnost cen oz. postopno znižanje inflacije na evropsko raven.

V nadaljevanju bom podrobneje pogledala, zakaj je BS v tistem trenutku kot bližnji cilj izbrala količino denarja v obtoku, ter na kratko predstavila tudi ostala dva možna bližnja cilja.

1.2.1 Količina denarja v obtoku kot bližnji cilj denarne politike

BS je za bližnji cilj izbrala količino denarja v obtoku, kajti to je edini možni bližnji cilj, ki banki z usmerjeno denarno politiko k zniževanju stopnje inflacije omogoča vodenje restriktivne denarne politike. In sicer je BS do leta 1997 ciljala agregat M1², medtem ko danes cilja monetarni agregat M3. Feštičeva v svoji doktorski disertaciji (2000, str. 177) tudi navaja, da je kot vmesni cilj bolje izbrati širši agregat, saj je bolj stabilen, kajti na ožje agregate vpliva tudi sprememba obrestne mere. Res pa je, da je agregat M3 težje kontrolirati, kar nasploh velja za vse endogene spremenljivke.

Vmesne cilje lahko CB dosega s pomočjo prognoze multiplikatorjev in z regulacijo primarnega denarja. Prav tako pa je na osnovi ocenjenih multiplikatorjev, ocenjenih obtočnih hitrosti in stopnje rasti gospodarstva mogoče določiti koridor vmesnega cilja. Le-ta pa mora biti konsistenten z načrtovano inflacijsko stopnjo (Ball, 1984, str. 38–64).

Za Slovenijo je veljalo, da je bil ciljni monetarni agregat M3 za leto 1997 na koridorju stopenj rasti 14–22%, za leto 1998 18–26%, za leto 1999 od 16–24% ter za leto 2000 na koridorju stopenj rasti 12–18%. Kot vidimo je stopnja rasti agregata M3 v tem času spreminja, kar se je nadaljevalo tudi v naslednjih letih. Tako je bil M3 leta 2001 na koridorju stopnje rasti od 11–17%, medtem ko je bil v letih 2002 in 2003 načrtovani koridor stopnje rasti agregata M3 od 12–18%.

Multiplikatorji monetarnih agregatov M1, M2 in M3 so v Sloveniji stabilni, prav tako tudi obtočne hitrosti. Na multiplikator m1 so najbolj vplivale obnašalne komponente. Analiza elastičnosti multiplikatorja m1 je pokazala, da se je le-ta spreminjal predvsem zaradi sprememb količnika med gotovino in depoziti. Multiplikator m2 pa se je spreminjal zaradi količnika med gotovino in depoziti, količnika med časovnimi depoziti in depoziti, količnika med vpoglednimi depoziti pri BS in depoziti poslovnih bank. Medtem ko se je multiplikator m3 spreminjal predvsem zaradi obnašalnih komponent in finančnega poglobljanja. Kljub vsemu povedanemu pa velja, da je multiplikator m1 najbolj stabilen, saj gre za ožji denarni agregat, medtem ko multiplikatorja m2 in m3 kažeta rahel trend rasti. Za razliko od tega pa stopnje rasti denarnih agregatov ter obtočne hitrosti kažejo trend padanja. Slednje je predvsem posledica finančnega poglobljanja (Festić, 2000, str. 181).

1.2.2 Obrestna mera kot bližnji cilj denarne politike

Razloga, da se BS ni odločila za obrestno mero kot bližnji cilj, sta predvsem dva (Ribnikar, 1997, str. 268):

- Višina obrestne mere je kot bližnji cilj primerna le, če je realni sektor stabilnejši od denarnega. Za Slovenijo v tistem obdobju pa z lahko gotovostjo trdimo, da zaradi menjave

² Opozoriti velja, da za razliko od M3 to ni bil eksplicitno izražen cilj BS, za katerega bi BS tudi napovedovala gibanje oz. določila koridor.

političnega sistema in izgube jugoslovanskega trga za slovenska podjetja povezava med obrestno mero in investicijskim povpraševanjem ni bila stabilna. V nasprotju s tem pa je bila funkcija povpraševanja po denarju vseskozi stabilna.

- Obrestna mera kot bližnji cilj pomeni, da mora CB dajati v obtok oz. iz njega jemati toliko denarja, da lahko vzdržuje postavljeno obrestno mero. Za takratne razmere pa bi to pomenilo, da bi morala banka ob tako restriktivni denarni politiki kot bližnji cilj postaviti zelo visoko obrestno mero, ki pa bi bila gotovo tarča kritik.

1.2.3 Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike

Za obdobje osamosvojitve Slovenije je značilna tudi nestabilnost deviznega trga, kar je pomenilo, da ne bi bilo mogoče podrediti spreminjanja denarnega obtoka politiki deviznega tečaja. Prav tako pa se je v tistem času BS morala odločiti za vrsto ureditve tečaja. Slovenija se je, kljub priporočilom drugih držav, odločila za uravnano drseči devizni tečaj, pri katerem CB pri zasledovanju širših narodnogospodarskih interesov sproti presoja, koliko bo dopustila, da se tečaj oblikuje tržno, in koliko ga bo poskušala obdržati na določeni ciljni ravni (Okrogla miza Bančnega vestnika, 1995, str. 14).

2.2 Denarni agregati

V prejšnjem poglavju smo videli, da so denarni agregati tudi možni bližnji cilji, in sicer imajo v nekaterih primerih celo prednost pred tržno obrestno mero in bančno likvidnostjo. Njihova glavna prednost je v redkem posredovanju »povratnih sklepnih signalov« (das Rückkupplungssignal), na katerih CB sprejema odločitve (Kloten, 1993, str. 102). Zato je prav, da v nadaljevanju namenim nekaj besed tudi njihovi opredelitvi in analizi gibanja le-teh v Sloveniji. Kajti tudi v Sloveniji je BS leta 1997 svojo denarno politiko dopolnila z upoštevanjem srednjeročne komponente, saj je kot bližnji cilj izbrala širši denarni agregat M3, medtem ko je do leta 1997 ciljala ožji agregat M1.

2.2.1 Opredelitev denarnih agregatov

V teoriji poznamo različne definicije denarja, ki v osnovi nihajo med »ožjim« pojmovanjem, po katerem je denar le plačilno sredstvo, in »širšim« konceptom, ki med denar vključuje tudi finančne instrumente varčevanja (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 11). Soglasno pa lahko trdimo, da trditev, da se denar od drugih premoženjskih oblik razlikuje po svoji popolni likvidnosti, danes ne zadošča za opredelitev denarnih agregatov za potrebe denarne politike (Duwendag, 1992, str. 74).

Pri opredelitvi denarnih agregatov se tako naslanjamo na različno stopnjo likvidnosti posameznih oblik denarja. Zgodovinsko gledano se je najprej uveljavil ožji koncept denarja

oz. koncept transakcijskega denarja, ki upošteva zgolj funkcijo denarja kot plačilnega sredstva. Razlog je v nekoč mnogo bolj jasni razmejitvi med plačilnimi instrumenti in instrumenti finančnih oblik (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 11). Drugi koncept pa poleg transakcijskega denarja zajema tudi likvidne vloge pri poslovnih bankah. V sodobnem času pa poznamo tudi razširjeni koncept količine denarja, ki vsebuje še t. i. »kvazi denar«, ki je sicer likviden, vendar z njim ni možno opravljati plačil (Ćirović, 1987, str. 7).

Natančna opredelitev denarnih agregatov je predvsem pomembna za nosilce denarne politike, kajti videli smo, da je količina denarja pomembna makroekonomska spremenljivka, ki vpliva na gibanje drugih spremenljivk, ki so cilji ekonomske in s tem tudi denarne politike. Iz tega razloga želi CB tako kar najboljše vedeti, kateri denarni agregati so najbolj povezani s končnim ciljem denarne politike in tudi kateri denarni agregati so najbolj odvisni od instrumentov denarne politike. To je namreč pogoj, da jih CB sploh lahko uporabi kot indikatorje oz. bližnje cilje denarne politike (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 11–17). Ob tem pa je potrebno povedati, da za opredelitev denarnih agregatov ni mednarodnih priporočil, kot so na primer za ureditev obveznih rezerv.

V nadaljevanju bom podrobneje predstavila sistem denarnih agregatov v Sloveniji, kajti natančno in javno deklarirane definicije denarnih agregatov ter redno objavljanje podatkov o njih zagotavlja ustrezno stopnjo transparentnosti denarne politike. To pa je seveda šele pogoj za njeno verodostojno in učinkovito vodenje.

2.2.2 Definicija oz. oblikovanje denarnih agregatov v Sloveniji

Že v prejšnjem poglavju sem omenila, da v bistvu ne obstajajo neka uporabna navodila glede oblikovanja denarnih agregatov, zato v svetu tudi ne najdemo enotno opredeljenih. V praksi se tako po posameznih državah strukture denarnih agregatov pogosto razlikujejo, saj se denarne oblasti pri oblikovanju agregatov zavedajo, da morajo le-ti biti prilagojeni pogojem v državi (razvitost denarnega sistema, institucionalna urejenost, razvitost finančnih trgov) in tudi potrebam (informacije, ki jih želijo denarne oblasti pridobiti na podlagi spremljanja gibanja denarnih agregatov). Na strukturo agregatov pa vpliva seveda tudi diferenciranost finančnih oblik, pri čemer imajo pomembno mesto tudi oblike, ki so na mejah definicij denarnih agregatov in se tako lahko vključijo v enega izmed obeh agregatov. Povedano pa od nas seveda zahteva, da po določenem času denarne oblasti preverijo obstoječo strukturo denarnih agregatov in v primeru spremenjenih okoliščin tudi izvedejo njihovo korekcijo (Košak, 1995, str. 20–22 in str. 45).

Tako so tudi v Sloveniji nastale določene posebnosti, ki jih drugje ne poznajo. BS (Strokovna komisija Banke Slovenije, 1995, str. 18) je namreč sklenila, da razmere v Sloveniji niso takšne, da bi zahtevale opredeljevanje denarja preko »meja bančnih vlog«, vsekakor pa so razmere dovolj kompleksne, da zahtevajo za opredeljevanje ponudbe denarja uporabo širokega

koncepta. Prav tako pa je bil sprejet sklep, da je v širši denarni agregat potrebno vključiti tudi devizne vloge pri bankah, in sicer je razlikovanje ročnosti tukaj nepomembno.

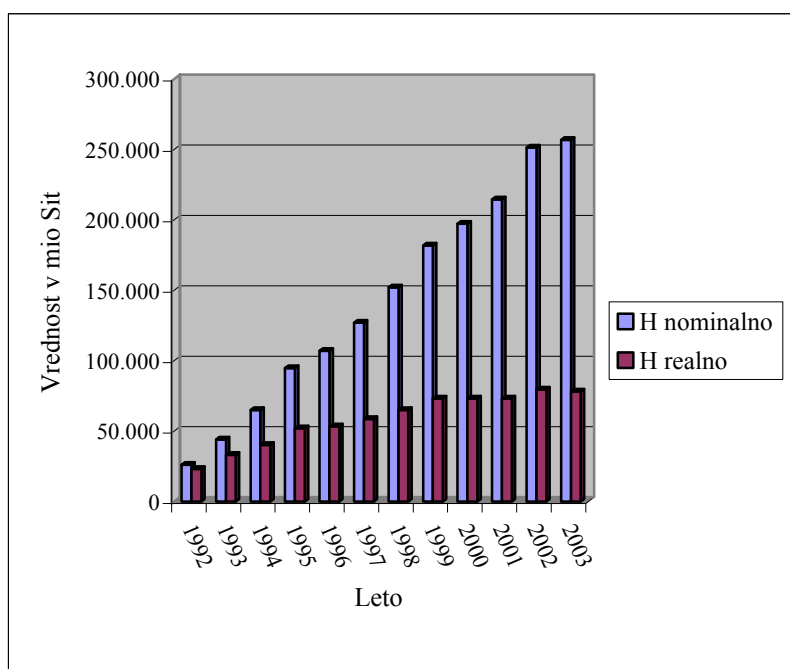
V naslednjih podpoglavjih pa bom še podrobneje razložila gibanje posameznih denarnih agregatov v Sloveniji vse od denarne osamosvojitve do danes.

2.2.2.1 Primarni denar

V Sloveniji je bil primarni denar do vključno julija 2001 opredeljen kot vsota gotovine v obtoku, rezerv bank in vpoglednih tolaških vlog republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS. Pri čemer so se med rezerve bank štela denarna sredstva v blagajnah bank, na računih obveznih rezerv in na žiro računih pri BS. Od avgusta 2001 naprej pa je primarni denar opredeljen kot seštevek bankovcev v obtoku, poravnalnih računov bank, depozita čez noč in drugih vpoglednih tolaških vlog. Med slednje spadajo poravnalni računi hranilnic, računi obveznih rezerv hranilnic in hranilnokreditnih služb ter transakcijski računi republiškega proračuna in občin (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 95–96).

2.2.2.1.1 Analiza primarnega denarja v Sloveniji

Slika 1: Povprečna letna stanja primarnega denarja (realno in nominalno) od 1992 do 2003, izračunana na podlagi povprečnih mesečnih stanj



Vir: Interni podatki Banke Slovenije in lastni izračuni.

Na gornji sliki vidimo, da je primarni denar skoraj celotno proučevano obdobje rasel tako nominalno kot realno. Najmanjšo rast je zabeležil ravno v letošnjem letu, vendar moramo pri razlagi slednjega biti pazljivi, saj so podatki za leto 2003 vzeti le za prvo četrtletje. Sicer pa velja, da je bila povprečna mesečna stopnja nominalne rasti vseskozi pozitivna, medtem ko je

bila povprečna mesečna stopnja realne rasti v letu 2000 negativna in je znašala $S_{00}=-0,11\%$. To pomeni, da se je obseg primarnega denarja znotraj leta 2000 od začetne ravni v januarju (75.174 mio SIT)³ do končne ravni v decembru (74.235 mio SIT) spreminjal z različnimi dejanskimi mesečnimi stopnjami rasti. Od ravni primarnega denarja v januarju 2000 pa bi na obseg primarnega denarja v decembru 2000 prišli tudi, če bi se obseg le-tega vsak mesec zmanjšal za 0,11 % na tako izračunan obseg v predhodnem mesecu.

2.2.2.2 Denarni agregat M1

Po definiciji Mednarodnega denarnega sklada ožji denarni agregat M1 vključuje gotovino v obtoku in vpogledne vloge nebančnih sektorjev pri bankah. V Sloveniji pa je ta agregat nekoliko širši, saj poleg gotovine v obtoku in vpoglednih tolarskih vlog pri bankah vključuje tudi vpogledne tolarske vloge republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 18).

Agregat M1 v bistvu predstavlja terjatev nebančnih subjektov do bančnega sistema, zato se v agregatu ne upošteva gotovina v blagajnah bank, izločeni pa so tudi medbančni odnosi. Za premoženje agregata M1 lahko tudi ugotovimo, da je absolutno likvidno in se lahko neposredno, brez večjih stroškov, zamenja za katero koli drugo premoženje. Vendar pa moramo ob tem vedeti, da drugo premoženje ni popolnoma nelikvidno, ampak je razlika le v tem, da spreminjanje tega premoženja v zakonito plačilno sredstvo terja od nas več časa, prav tako pa pri tem nastanejo tudi večji stroški.

Ker je agregat M1 v bistvu transakcijski denar, ekonomski subjekti v inflacijskih razmerah zmanjšujejo delež le-tega in povečujejo delež likvidnih finančnih aktiv, ki niso denar. Razlog za to je predvsem v dejstvu, da transakcijski denar ni obrestovan in tako držanje tega denarja za lastnika pomeni oportunitetni strošek. Prav tako pa k temu veliko pripomore tudi razvitost finančnih trgov (Podbevšek, 1999, str.8–9).

2.2.2.2.1 Analiza denarnega agregata M1

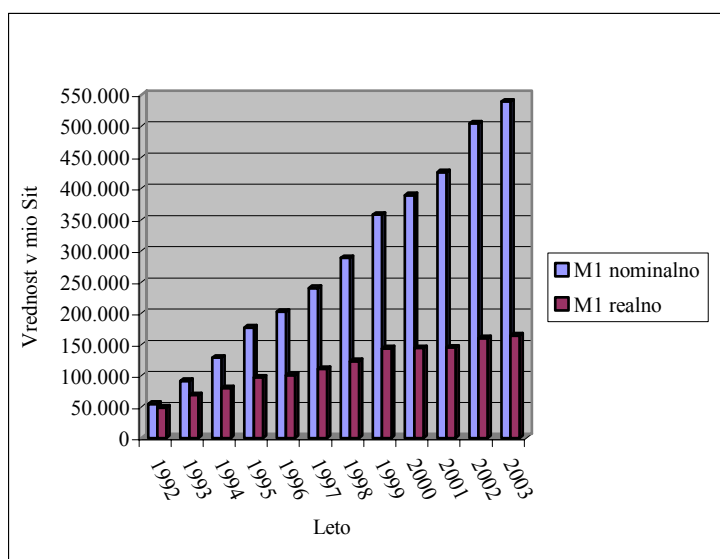
Že v uvodu tega poglavja sem omenila, da je denarni agregat M1 do leta 1997 predstavljal bližnji cilj denarne politike BS. Da posamezen agregat lahko opravlja funkcijo bližnjega cilja, je poleg funkcionalne povezanosti gibanja le-tega z gibanji realnih kategorij pomembno, da je ugotovljeno zanesljivo in stabilno razmerje med denarnim agregatom in primarnim denarjem. Samo v tem primeru bo namreč centralna banka lahko s svojimi instrumenti preko vmesnih ciljev delovala v smeri zelenih končnih ciljev (Podbevšek, 1999, str. 7).

Na podlagi analize konkretnih podatkov za denarni agregat M1 sem ugotovila, da je skozi celotno proučevano obdobje naraščal tako nominalno kot realno. Tudi tu lahko trdim, da so se

³ Tabela s konkretnimi podatki o stanju primarnega denarja in tudi ostalih denarnih agregatov je v prilogi št. 5. Tam pa se nahajajo tudi izračuni povprečnih mesečnih stopenj rasti za obravnavane agregate.

povprečne mesečne stopnje rasti skozi celotno obdobje zniževale, najbolj občuten padec letnih pa je zaznati že leta 1993, ko se je povprečna mesečna stopnja realne rasti glede na leto 1992 znižala za kar 6,5 odstotnih točk. Nadaljnjo enakomerno nominalno rast denarnega agregata M1 pa prikazuje tudi spodnja slika, ki proučevani agregat prikazuje vrednostno. Sicer pa se povprečne mesečne stopnje realne rasti agregata M1 običajno v proučevanem obdobju v Sloveniji gibljejo med $S=0,50\%$ in $S=1\%$, izjema so le leta 1998, 1999 ter 2001, za katere stopnje znašajo $S_{98}=1,44\%$, $S_{99}=1,22\%$ in $S_{01}=1,20\%$, kar lahko pojasnimo z uvedbo DDV in uvedbo evra. Kajti uvedba DDV je v Sloveniji v prvem polletju leta 1999 povzročila pravo nakupovalno mrzlico, katero je spremljalo intenzivno poslabšanje pasiv bančnega sistema, tako po obsegu kot po strukturi. Iz podatkov lahko opazimo, da se je bančno varčevanje prebivalstva med marcem in junijem absolutno zmanjševalo, hkrati pa se je povečalo tudi izposojanje pri bankah. Ožji denarni agregat M1 je v štirih mesecih, torej do konca junija, porasel za 19 % oz. v enem letu kar za 32 %. V istem obdobju pa se je, kot bomo videli v naslednji točki, z ostalimi agregati dogajalo ravno obratno, tako so se hranilne in vezane tolarske vloge pri bankah celo absolutno zmanjšale. Že po dveh mesecih po uvedbi DDV pa so se razmere normalizirale, saj je M1 upadel za 6 %, medtem ko so se hranilne in vezane tolarske vloge povečale za 4 %. Od takrat naprej pa je bilo bančno varčevanje spet normalno (Arhar, 1999, str. 6).

Slika 2: Povprečna letna stanja denarnega agregat M1 (realno in nominalno) od 1992 do 2003, izračunana na podlagi povprečnih mesečnih stanj v mio Sit



Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

2.2.2.3 Denarni agregat M2

V praksi se pojavlja, da se v denarni agregat M2 vključuje vse nevpogledne bančne vloge, medtem ko se vse druge instrumente, ki se jih želi vključiti v denar, zlasti gre tu za bančne blagajniške zapise, doda z razširitvijo agregata do M3. Glede na to naj bi agregat M2

vključeval vse tolarske vloge, agregat M3 pa še vse devizne vloge (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 18–19).

Denarni agregat M2 tako v Sloveniji vsebuje celotni agregat M1, vezane tolarske vloge republiškega proračuna pri BS, hranilne in vezane tolarske vloge pri bankah ter vloge bank v stečaju in bank v likvidaciji pri bankah. Ne smemo pa pozabiti, da je od vključno maja 2001 dalje v postavko »vezane vloge države pri BS« naknadno vključena enomesečna zakladna vloga države pri BS. To ima seveda za posledico povečanje agregatov M2 in M3.

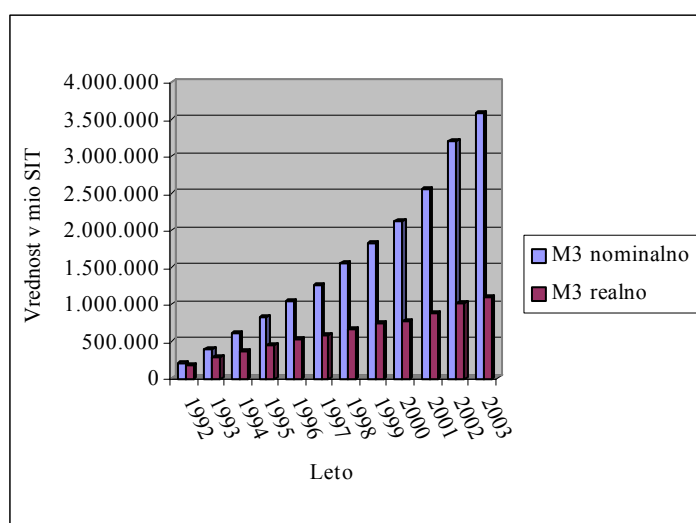
2.2.2.4 Denarni agregat M3

Najširši denarni agregat M3 v Sloveniji obsega M2 ter vloge prebivalstva v tuji valuti pri bankah ter od 1. septembra 1999 tudi vloge ostalih nedennarnih sektorjev v tuji valuti pri bankah (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 95). Razlog take razčlenitve pa je nedvomno potrebno iskati v varčevalnih navadah javnosti, predvsem prebivalstva (Strokovna skupina Banke Slovenije, 1995, str. 19), ki je bilo vsaj na začetku naše denarne samostojnosti zelo navajeno imeti vloge v tujem denarju. Lahko bi namreč rekli, da je k temu veliko prispevala visoka inflacija, ki je povzročala izgubljanje vrednosti domačega denarja.

2.2.2.4.1 Analiza denarnega agregata M3

Že na začetku tega poglavja smo ugotovili, da je denarni agregat M3 bližnji cilj BS. Njegovo vrednostno gibanje v obdobju od januarja 1992 do aprila 2003 pa je prikazano na naslednji sliki.

Slika 3: Povprečna letna stanja denarnega agregata M3 (realno in nominalno) od 1992 do 2003, izračunana na podlagi povprečnih mesečnih stanj v mio Sit



Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

Tudi za agregat M3 na podlagi podatkov in izračunov ugotovimo, da je celotno proučevano obdobje naraščal, in sicer so se po začetnem padcu v drugem letu proučevanega obdobja povprečne mesečne stopnje realne rasti od leta 1994 gibale med $S=1,10\%$ in $S=1,83\%$. Iz podatkov pa lahko tudi ugotovim, da se denarni agregati odzivajo na dogajanje v gospodarstvu, saj je v času uvedbe DDV-ja v Sloveniji opaziti zmanjšanje stopenj rasti proučevanega agregata. Tako sta povprečni mesečni stopnji realne rasti denarnega agregata M3 znašali le $S_{99}=0,60\%$ oz. $S_{00}=0,70\%$. Slednja stopnja pa nam pove, da se je obseg denarnega agregata M3 znotraj leta 2000 od začetne ravni v januarju do končne ravni v decembru spreminjal z različnimi dejanskimi mesečnimi stopnjami rasti. Od ravni denarnega agregata M3 v januarju 2000 (752.943 mio SIT) pa bi na raven denarnega agregata M3 v decembru 2000 (812.703 mio SIT) prišli tudi, če bi se obseg le-tega vsak mesec povečal za $0,70\%$ na tako izračunan obseg v predhodnem mesecu. To je posledica dejstva, da je v tistem obdobju v Sloveniji, zaradi strahu pred podražitvijo proizvodov po uvedbi DDV-ja, obstajala prava potrošniška mrzlica. Posledično se je v tistem obdobju zmanjšal tudi obseg denarnega agregata M3, kajti ljudje so zaradi velikih nakupov množično zmanjševali tudi svoje prihranke v tujem denarju. Tako je po podatkih Analitsko raziskovalnega centra BS (Denarni pregled, januar 2000) gibanje agregata M3 v marcu 1999 že padlo pod spodnjo mejo pasu letnega cilja BS. Stanje počasne rasti agregata pa se je nadaljevalo vse do septembra 1999, ko je bila rast agregata znova nad spodnjo mejo koridorja. Zmerna stopnja rasti obravnavanega agregata se je nadaljevala tudi prvo poletje leta 2000. Potem pa je medletna rast denarnega agregata M3, ki je v juliju porastel največ po januarju 1999, znaša $15,6\%$. Ob tem so spet najhitreje rasle devizne vloge podjetij, ki so se sicer tako v tujini kot doma zadolževala manj kot v preteklih mesecih. Le nekoliko višja, torej $16,3\%$, je bila tudi rast agregata M3 ob koncu leta 2000.

Ciljni koridor za rast denarnega agregata M3 za leto 2001, ki si ga je Banka Slovenija zadala za bližnji cilj denarne politike, je znašal med 11% in 17% . Glavna značilnost leta 2001 je v tem, da je konec leta zaznamovala visoka presežna ponudba deviz, ki je bila poleg visokih prilivov iz naslova neposrednih tujih investicij ter povečanih pritokov posojil iz tujine, predvsem posledica priliva tuje gotovine iz sektorja prebivalstva zaradi uvedbe evro-gotovine. Posledica konverzije deviz ob uvedbi evra je bila predvsem hitra rast in povečanje tako deviznih kot tudi tolarskih vlog. Ob koncu leta so prebivalci namreč tujo gotovino, ki so jo hranili doma, polagali na različne bančne račune. To dogajanje se je z januarjem 2002 ustavilo, kar se je odražalo na umirjanju rasti denarnih agregatov (Denarni pregled, januar in marec 2002). V zadnjih mesecih leta 2002 pa so gibanje denarnih agregatov zaznamovali obsežni kapitalski pritoki, povezani predvsem s prodajo kapitalskega deleža NLB in s prevzemom Leka. Visoki kapitalski pritoki so vplivali na velike neto pritoke deviz na deviznem trgu, BS pa je z aktivno politiko sterilizacije deviznih pritokov obvladovala ponudbo transakcijskega denarja M1. Tako je prodaja kapitalskega deleža NLB v oktobru za $3,5\%$ povečala denarni agregat M3 in za 5% agregat M2. Slednje je posledica dejstva, da je bila kupnina v vrednosti 113,3 mlrd SIT po konverziji vezana pri BS in tako tudi ni prišlo do inflacijske kreditne ekspanzije. Popolnoma drugačne narave pa je bil nakup Leka s strani

tujega investitorja, saj je BS morala sterilizirati ob konverziji kupnine sproščeno tolarsko likvidnost.

Gibanje denarnih agregatov se je v prvih petih mesecih leta 2003 umirilo. Medletna rast agregata M3 je tako v maju znašala 15,9 %. Zanimivo pa je povedati, da so predvsem ožji denarni agregati, zaradi uvajanja transakcijskih računov, junija hitro naraščali, in sicer so se najhitreje povečevale vpogledne tolarske vloge (Denarni pregled, julij 2003).

2.2.2.5 Razmerja med denarnimi agregati

Tabela 1: Povprečna mesečna vrednost denarnih agregatov znotraj posameznih let in razmerje med agregati v obdobju od 1992 do 2003⁴ (podatki so nominalni v mio SIT)

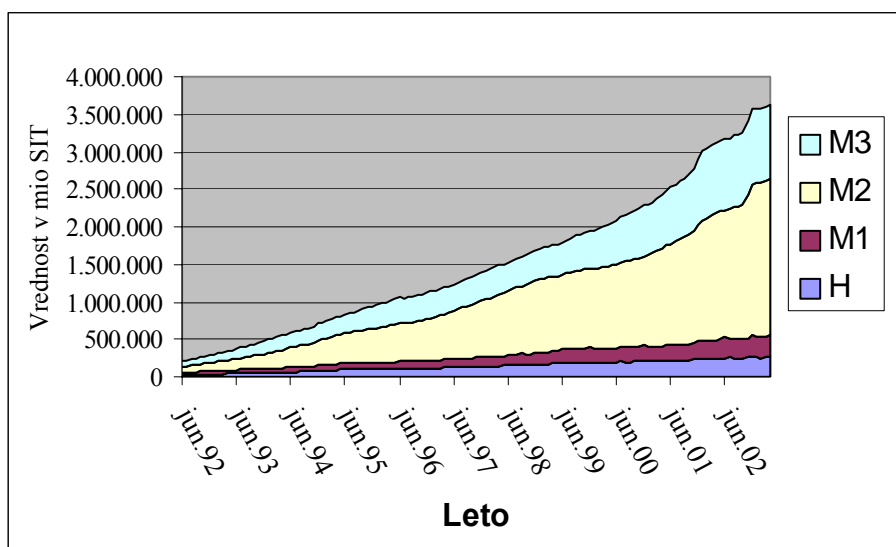
	M1	M2	M3	M1 : M2	M1 : M3
1992	54.791	134.703	210.459	2,46	3,84
1993	91.342	245.964	383.716	2,69	4,20
1994	128.733	378.156	573.011	2,94	4,45
1995	177.200	580.003	833.721	3,27	4,70
1996	202.317	658.556	1.044.938	3,26	5,16
1997	255.505	889.995	1.250.888	3,48	4,90
1998	288.920	1.154.238	1.541.482	4,00	5,34
1999	358.014	1.369.629	1.816.918	3,83	5,07
2000	389.083	1.516.149	2.108.216	3,90	5,42
2001	426.175	1.797.606	2.553.586	4,22	5,99
2002	504.310	2.252.192	3.203.732	4,47	6,35
2003	539.318	2.603.115	3.590.908	4,83	6,66

Vir: Bilten banke Slovenije in lastni izračuni.

Iz gornje tabele lahko ugotovimo, da je za Slovenijo v obdobju od januarja 1992 do aprila 2003 značilna izrazita rast širših denarnih agregatov M2 in M3. Vidimo lahko, da je razmerje M1 : M2 : M3 iz 1,00 : 2,46 : 3,84 v letu 1992 do leta 2003 poraslo na 1,00 : 4,83 : 6,66. Prav tako lahko ugotovimo, da je razmerje med agregati raslo skozi celotno proučevano obdobje, izjema je le leto 1999, ko je to razmerje glede na predhodno leto padlo za 0,17 oz. 0,27 indeksnih točk. Vzrok za to bi lahko po mojem mnenju iskali v uvedbi DDV-ja, ki je med prebivalstvom v Sloveniji povzročil pravi val trošenja, predvsem nakup avtomobilov. To pa je seveda imelo za posledico zmanjšanje tako tolarskih vezanih vlog kot tudi vlog v tujem denarju. To se nazorno vidi tudi na naslednji sliki.

⁴ Za leto 2003 je povprečno mesečno stanje izračunano samo iz mesečnih stanj za prve štiri mesece.

Slika 4: Struktura agregata M3 v obdobju od januarja 1992 do aprila 2003 (iz povprečnih dnevni stanj v mesecu) v mio SIT



Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni – tabela v prilogi št. 5.

Poleg povedanega pa lahko iz teh podatkov ugotovimo tudi, da je za Slovenijo značilen:

- relativno majhen delež transakcijskega denarja ter
- relativno velik obseg varčevanja v tujem denarju, kar se odraža v velikosti agregata M3.

Razlog za tako majhen delež transakcijskega denarja je predvsem relativno visoka inflacija glede na evropske razmere. Zavedati se namreč moramo, da pretežni del transakcijskega denarja predstavlja gotovina v obtoku (aprila 2003 je ta delež znašal 26,1 %), ki pa ni deležna indeksacije. To pomeni, da v razmerah inflacije ne ohranja realne vrednosti. Za razliko od gotovine so namreč ostala finančna imetja indeksirana s tolarsko revalorizacijsko klavzulo. Do junija 1995 se je v ta namen uporabljala stopnja inflacije preteklega meseca (R), od junija 1995 naprej pa se uporablja temeljna obrestna mera. Vendar pa je pri tem potrebno poudariti, da se tudi v prihodnje lahko pričakuje sprememba razmerij med denarnimi agregati, kajti leta 2002 se je revalorizacija namreč ukinila tudi za vloge z ročnostjo do enega leta. Seveda pa ob tem ne smemo pozabiti tudi dejstva, da je inflacija vedno nižja tudi pri nas.

Inflacija je glavni krivec tudi za velik obseg varčevanja prebivalstva v tujem denarju. Seveda ima tukaj nekaj vloge tudi navada, kajti ljudje so se navadili varčevati v tujem denarju že v Jugoslaviji, kjer je glede na razmere visoke inflacije tuji denar edini ohranjal realno vrednost.

3 Instrumenti denarne politike

Že večkrat sem omenila, da je na instrumente denarne politike potrebno gledati z vidika postavljenega vmesnega in končnega cilja centralne banke. V bistvu so to orodja, ki jih CB uporablja pri vodenju denarne politike, s katero ureja količino denarja v obtoku in preko urejanja količine denarja v obtoku dosega cilje, tako imenovane končne cilje denarne politike.

BS je instrumente, ki jih bom predstavila v naslednjih poglavjih, uvajala postopoma, prav tako pa jih tudi stalno prilagaja trenutnim razmeram v gospodarstvu. Kajti zavedati se moramo, da uporaba teh instrumentov vpliva tako na likvidnost bančnega sistema in obrestne mere kot tudi na gibanje tečaja tolarja na deviznem trgu in s tem na razvoj denarnega trga.

Iz vsega povedanega lahko torej zaključimo, da na vrsto uporabljenih instrumentov denarne politike BS vplivata predvsem dva dejavnika (Ribnikar, 2002, str. 5):

- majhnost ekonomije ter
- presežek plačilne bilance – velik neto pritok kapitala.

Dodamo pa lahko tudi tretji dejavnik, to je dejstvo, da BS ne dovoli veliko deprecijacijo evra, zaradi česar je prisiljena na devizni trg posegati s sterilizacijskimi nakupi deviz.

3.1 Delitve instrumentov denarne politike

Danes obstaja veliko različnih klasifikacij instrumentov denarne politike. Kot prvo delitev instrumentov denarne politike vzemimo delitev na instrumente, ki vplivajo na velikost primarnega denarja⁵, in na instrumente, ki vplivajo na velikost denarnega multiplikatorja. Razvrstitev instrumentov po tem kriteriju je lahka, saj če pride do porasta količine primarnega denarja, sodijo v prvo skupino, če pride do porasta denarnega multiplikatorja, sodijo v drugo skupino (Ribnikar, 1997, str. 232).

Druga, veliko bolj pomembna delitev, je tradicionalna delitev instrumentov denarne politike na (Ribnikar, 1999, str. 240)⁶:

- kvantitativne oz. splošne in
- kvalitativne oz. selektivne instrumente.

Prav tako je potrebno omeniti še delitev instrumentov denarne politike na neposredne in posredne, ki jo najdemo pri S. Dowu in C. Rodriguezu-Fuentesu. K neposrednim instrumentom štejeta vse običajno pojmovane instrumente denarne politike, medtem ko med posredne instrumente štejeta tudi bančne predpise ali bančno regulacijo ter nadzor bank.

Pomembna je tudi delitev na tiste instrumente, s katerimi se določa količina, in na tiste, s katerimi se določa cena. Nekateri avtorji tako ločijo tudi med količinsko naravnano (količina denarja v obtoku in obseg kreditov) ter cenovno naravnano denarno politiko (višina obrestnih mer).

Eden izmed kriterijev delitve instrumentov denarne politike je tudi oblika vpliva, ki jo CB uporablja pri uresničevanju denarne politike. V primeru, če nastopa neposredno s pomočjo svoje moči, ki jo ima kot oblastna institucija, govorimo o neposrednih (direktnih)

⁵ Primarni denar izdaja CB s krediti tujini ter s krediti državi in poslovnim bankam. Primarni denar predstavlja osnovo za izdajanje knjižnega denarja poslovnih bank (Ribnikar, 1999, str. 84).

⁶ Bolj podrobno bom ti dve skupini instrumentov razložila v naslednjem podpoglavju.

instrumentih, če pa deluje posredno preko denarnega trga, pa govorimo o posrednih, tržnih instrumentih denarne politike.

Kot zanimivost se mi zdi pomembno omeniti tudi ameriške avtorje, za katere je značilno, da ne delijo instrumentov denarne politike na skupine, ampak instrumente preprosto naštevajo. In sicer najpogosteje navajajo tri: politika odprtega trga ali posli na odprtem trgu, spremembe diskontne obrestne mere ali politika »diskontnega okna« in obvezne rezerve (Ribnikar, 1999, str. 242).

Danes aktualna delitev instrumentov denarne politike je verjetno delitev na tržne ali posredne in na neposredne instrumente. Pri čemer bi neposredne instrumente morali nadalje deliti na tradicionalne instrumente denarne politike in na bančne predpise ter nadzor (Ribnikar, 1999d, str. 49).

Sedaj pa pogledjmo najpomembnejše instrumente v posameznih skupinah instrumentov denarne politike.

3.1.1 Kvantitativni in kvalitativni instrumenti denarne politike

Pri kvantitativnih instrumentih ohranijo poslovne banke veliko mero samostojnosti, saj CB poskuša vplivati zgolj na količino denarja, ki ga bodo poslovne banke ustvarile s krediti. To pomeni, da so popolnoma proste, kako bodo ta kreditni potencial izkoristile in ali ga sploh bodo.

Pri kvalitativnih instrumentih pa je samostojnost poslovnih bank okrnjena, saj se CB ne osredotoči samo na količino kreditov, ki jih lahko poslovne banke odobrijo, ampak sama tudi usmerja kredite – pravimo, da jih selekcionira. Narodnogospodarska upravičenost kvalitativnih instrumentov izhaja iz konflikta med narodnogospodarskimi interesi, ki jih mora zasledovati CB, in interesi poslovnih bank, ki so organizirane po načelih podjetja. V primerih, ko poslovna banka ne bi hkrati s svojimi interesi zasledovala tudi narodnogospodarskih interesov, bi morala CB s kvalitativnimi instrumenti doseči, da bi poslovna banka kljub vsemu zasledovala tudi interese gospodarstva kot celote (Ribnikar, 1997, str. 233).

V skupino kvantitativnih instrumentov denarne politike sodijo:

- politika odprtega trga,
- reeskontna politika,
- spreminjanje odstotka obveznih rezerv ter
- neposredno omejevanje kreditov poslovnih bank.

To so hkrati tudi instrumenti, ki se v kapitalističnih državah uporabljajo najpogosteje. Proces hitro naraščajočega obsega transakcij na finančnih trgih, integracija in liberalizacija trgov ter seveda tudi pojav vedno novih finančnih instrumentov je CB namreč prisilil k prehodu od

direktnega (administrativna kontrola obrestnih mer, direktna in selektivna posojila) k indirektnemu vodenju denarne politike (Košak, 2002, str. 39). Vse to se kaže tudi v hitrem razvoju instrumentov denarne politike, ki pri spreminjanju likvidnosti bančnega sistema ali pri vplivu na gibanje obrestne mere izkoriščajo tržne mehanizme.

V skupino kvalitativnih instrumentov pa sodijo:

- selektivni krediti,
- moralno prepričevanje ter
- direktni ukrepi.

Pri selektivnih kreditih gre za to, da CB posebej podpira ali zavira dajanje kreditov poslovnih bank za določene namene. Podpira jih lahko tako, da daje poslovnim bankam kredite za določene posebne namene, ali pa tako, da reeskontira poslovnim bankam kredite, ki so jih odobrile za favorizirane namene. Prav tako pa lahko usmerja kredite z delnim financiranjem obresti, tako lahko na primer pridejo do kredita tudi tisti, ki brez pomoči ne bi mogli (Ribnikar, 1997, str. 246).

Pri moralnem prepričevanju poskuša CB prepričati poslovne banke, da vodijo politiko v smeri, ki jo priporoča. Ta ukrep je zlasti učinkovit v sistemih z malo poslovnimi bankami (Ribnikar, 1997, str. 247).

V nadaljevanju bom posamezne instrumente najprej predstavila zgolj teoretično, za tem pa bom navedla še konkretne podatke za Slovenijo v vseh letih njenega obstoja do danes. Seveda pa se moramo že na tem mestu zavedati, da se samo izvajanje denarne politike in uporaba instrumentov med posameznimi državami oz. CB močno razlikuje bodisi zaradi različne institucionalne urejenosti finančnega sistema in pravnih regulativ bodisi zaradi različnih ciljev denarne politike in poti za doseg le-teh.

3.2 Politika odprtega trga

Z operacijami na odprtem trgu smo prvotno označevali transakcije, ki jih je in jih še vedno opravlja Oddelek trgovanja z vrednostnimi papirji Ameriških zveznih rezerv v New Yorku v skladu z navodili Federal Open Market Committee o uravnavanju količine denarja v obtoku. Večino transakcij nakupa in prodaje državnih vrednostnih papirjev določene ročnosti, zlasti državnih zakladnih menic in le v manjšem obsegu vrednostnih papirjev zveznih agencij, opravljajo izbrani posredniki na sekundarnem trgu. Temeljna značilnost tega instrumenta denarne politike je njegova tržna usmerjenost, kar je že postalo vodilo pri razvoju sodobnih instrumentov denarne politike preostalih CB (Košak, 2002, str. 39).

Politika odprtega trga je najpomembnejši instrument, ki ga danes uporabljajo CB v razvitih zahodnih državah. Bistvo instrumenta je v tem, da CB kupuje na trgu kratkoročne državne obveznice, ko želi, da poslovne banke povečajo količino denarja v obtoku, in te prodaja, ko

želi, da poslovne banke zmanjšajo količino denarja v obtoku (Ribnikar, 1997, str. 234). S tem torej CB vpliva na obseg likvidnostnih rezerv poslovnih bank in preko tega na obseg njihovih kreditov oz. količino denarja v obtoku.

Pridevnik »odprti« naj bi povedal, da CB nastopa na trgu kot običajni kupec ali prodajalec teh papirjev, kar pomeni, da mora plačati ceno, ki jo določa trg. Torej ne nastopa kot oblastna institucija. Hkrati pa nam pridevnik »odprti« pove, da obstaja tudi zaprti trg, kjer CB nastopa kot oblastna institucija. V tem primeru gre za mehanizem refinanciranja ali reeskonta, kjer CB najprej izbere samo nekatere papirje, za katere misli, da so primerni, da pridejo v njen portfelj, in za tem uporabi pri refinanciranju ali reeskontu svojo obrestno mero, ki je praviloma višja od tržne. Vedeti tudi moramo, da je pri politiki odprtega trga pobudnik vedno CB, medtem ko je pri zaprtem trgu vselej pobudnik na nasprotni strani (Ribnikar, 1997, str. 311).

Že v uvodu sem omenila, da je politika odprtega trga najbolj pogosto uporabljen instrument denarne politike, razlogov za to pa je več:

- preprostost uporabe,
- nediskriminatornost – le-ta je absolutna, če se uporabljajo samo državne obveznice (V primeru, če se uporablja še za kakšen drug papir, se nediskriminatornost ohranja le, če CB kupuje/prodaja le papirje institucij z največjim zaupanjem. To pomeni, da bi bili ti papirji v vrhu zaupanja tudi v primeru, če ne bi bili deležni trgovanja s strani CB⁷.),
- fleksibilnost ter transparentnost.

Poleg naštetega pa na uporabnost vpliva tudi dejstvo, da je to instrument, ki omogoča drobna vsakodnevna prilagajanja, ne da bi na trgu nastali veliki šoki in demonstracijski učinki. Prav tako pa CB ni potrebno objavljati načrtovanih posegov, kot npr. pri spremembi obveznih rezerv, ampak naj bi jih opravljala celo v največji tajnosti oz. brez pretirane opaznosti. Za ta instrument je značilno tudi, da so učinki na trgu takojšnji.

Prav pa je, da omenimo tudi glavni pogoj, da se politika odprtega trga sploh lahko začne izvajati – to je obstoj državnega dolga v obliki vrednostnih papirjev ter posledično tudi dobro organiziran sekundarni trg. Da vse to lahko poteka brez večjih zapletov, morata logično dobro delovati tudi denarni trg ter prenos sredstev in lastništva. Ob tem pa mora biti vse to urejeno z ustrežno zakonodajo, seveda pa morajo obstajati tudi ustrezni organi nadzora poslovanja oz. trgovanja. Lahko bi torej tudi rekli, da instrument denarne politike posredno tudi pospešuje razvoj denarnega trga.

V ta namen lahko CB izbira med:

- **državnimi vrednostnimi papirji in**
- **centralnobančnimi vrednostnimi papirji**

⁷ To dejstvo podpira tudi ugotovitev, da CB ne more dajati kreditov po različnih obrestnih merah, tako kot to počno poslovne banke. Institucije, ki nimajo najvišjega zaupanja, pa morajo plačevati višjo obrestno mero, v kateri je vsebovana tudi t. i. premija za tveganje.

Za **državne vrednostne papirje** je značilno, da zaradi različnih ročnosti zapadlosti delujejo kot pospeševalec razvoja finančnega trga. Posebna prednost državnih vrednostnih papirjev pred centralnobančnimi je tudi v dejstvu, da so lahko le-ti izdani v velikem obsegu z različnimi roki zapadlosti. To sicer teoretično lahko počne tudi CB, vendar ima to lahko za posledico finančne težave, saj gre v tem primeru za posredovanje CB na sekundarnem trgu, kar ima za posledico večjo likvidnost.

Za trg **centralnobančnih vrednostnih papirjev** je značilno, da je zelo ozek, kar onemogoča fleksibilno upravljanje vrednostnih papirjev. Prav tako pa je za te vrednostne papirje značilno, da jih CB izdaja izključno za potrebe denarne politike. Prav tako pa njihova uporaba za politiko odprtega trga omogoča, da je vodenje denarne politike ločeno od upravljanja dolga. To pomeni, da ima CB popolno operativno samostojnost. Glavna nevarnost uporabe teh vrednostnih papirjev je v tem, da pri absorbiranju presežne likvidnosti CB realizira izgubo, kar pa ima lahko negativne posledice na ugled in avtonomnost CB. Vendar pa vrsta papirja ne povzroča razlik v vplivu na državno blagajno, saj se morebitna izguba pri centralnobančnih vrednostnih papirjih pokrije iz proračuna, kar velja seveda tudi za plačevanje obresti na državne vrednostne papirje.

Glede na našete lastnosti in slabosti lahko torej sklepamo, da je uporaba državnih vrednostnih papirjev pri izvajanju operacij na odprtem trgu boljša, saj se trg centralnobančnih vrednostnih papirjev ne integrira z denarnim trgom in tako ne prispeva k splošnemu razvoju. To ugotovitev posredno potrjuje tudi dejstvo, da večina razvitih držav uporablja pogosteje državne vrednostne papirje. Prav nasprotno pa nekdanje socialistične države pri operacijah na odprtem trgu pogosteje uporabljajo centralnobančne papirje, za kar je, poleg pomanjkanja državnih vrednostnih papirjev, glavni razlog predvsem nepripravljenost države na razvoj trgov ter pomanjkanje sporazumov, ki bi dovoljevali CB uporabo državnih vrednostnih papirjev v ta namen.

3.2.1 Slovenija in operacije na odprtem trgu

Iz teorije je razvidno, da lahko ločimo med naslednjimi instrumenti (Košak, 2002, str. 40-41):

- **operacije na odprtem trgu**, kjer je iniciativa na strani CB, ter
- **odprta ponudba**, kjer je iniciativa odzivanja na strani poslovnih bank.

Ključni instrument operacij na odprtem trgu je **glavni instrument refinanciranja**, ki poteka po načelu začasnega kreditiranja s povratno transakcijo čez 14 dni in je kot tak glavni vir ponudbe likvidnosti evropskega bančnega sistema. Drugo skupino operacij na odprtem trgu Evrosistema predstavlja **instrument dolgoročnega refinanciranja**, katerega namen je zagotavljati potrebne likvidnosti v bančnem sistemu, ki izvira iz permanentno prisotne deficitarne strukturne pozicije na denarnem trgu. Tretjo skupino pa sestavljajo **instrumenti fine regulacije**, ki jih Evropska centralna banka (ECB) uporablja občasno, in sicer glede na

trenutne razmere na trgu, in jih kot take lahko uporablja tako za dodatno ponudbo primarnega denarja kot za njegov umik.

Za razliko od tega pa je glavni namen instrumentov odprte ponudbe v obvladovanju gibanja kratkoročnih obrestnih mer ECB.

Kot smo videli, na uporabo instrumentov denarne politike, zlasti pa instrumentov operacij na odprtem trgu, vpliva tudi strukturna pozicija na denarnem trgu, s katerim se srečuje centralna banka. Zato se bomo najprej vstavili prav pri njej.

3.2.1.1 Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji

Za lažje razumevanje je najprej potrebno opredeliti denarni trg in ga razdeliti na tri segmente. Ponavadi denarni trg razumemo kot del finančnih trgov, na katerih se trguje izključno s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta. Sicer pa poznamo tri ožje segmente (Košak, 1997, str. 34):

- **Denarni trg v širšem pomenu** – trgovanje s kratkoročnimi finančnimi sredstvi, pri katerem so udeležene banke in drugi finančni posredniki, lahko tudi nebančni subjekti. Ta trg je neorganiziran.
- **Denarni trg v ožjem pomenu** – gre za trgovanje z dobroimetji v primarnem denarju pri CB ter trgovanje z vrednostnimi papirji, ki so hitro zamenljivi za primarni denar. Sem vključujemo tudi medbančni denarni trg, za katerega je v Sloveniji značilno, da se na njem ni razvilo trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami. Razloga za to sta predvsem v odsotnosti primarnih finančnih oblik in neobstoju sekundarnega trga.
- **Denarni trg v najožjem pomenu** – gre zgolj za transakcije med bankami in CB. Glavni namen tega segmenta je uravnavanje količine primarnega denarja v obtoku.

Za izračun strukturnega položaja denarnega trga moramo v premoženjski bilanci BS postavke razdeliti na avtonomne, torej tiste, ki so neodvisne od želja CB, in na tiste, ki so posledica denarne politike, torej ukrepov banke, da vpliva na količino primarnega denarja ali na likvidnost bank.

Avtonomne postavke so (Ribnikar, 1999a, str. 47):

- **neto tuja aktiva** – gre predvsem za mednarodne denarne rezerve, saj je obveznosti do tujine ponavadi malo, sicer pa so posledica zadolževanja CB v tujini, kar pa nedvomno ni povezano z denarno politiko;
- **neto vloge države** – velikost teh vlog pri CB je neodvisna od dejavnosti CB, saj so posledica odločitev države same. Povedati pa velja, da zadolževanje države pri CB ni več aktualno niti v državah EU niti v Sloveniji.
- **gotovina v obtoku in**
- **druge neto obveznosti.**

Če je saldo avtonomnih postavk bilance stanja CB negativen, ima strukturni položaj denarnega trga primanjkljaj. V tem primeru mora CB le-tega pokriti s primarnim denarjem, ki ga poveča z instrumenti denarne politike. Seveda pa mora biti njena neto ponudba primarnega denarja večja za obvezne rezerve bank. V primeru, ko je saldo avtonomnih postavk pozitiven, govorimo o strukturnem presežku denarnega trga. V tem primeru mora CB poslovnim bankam odvzeti del likvidnosti, ki je nastala z njenimi avtonomnimi transakcijami. Slednje je predvsem značilno za države, v katerih se zelo povečuje neto tuja aktiva CB. Del tega presežka odvzame CB z obveznimi rezervami (Ribnikar, 1999, str. 277). Seveda pa se moramo zavedati, da CB nikoli ne izvaja enovrstnih operacij, samo izdajanja ali samo umikanja primarnega denarja, ampak se proces odvija dinamično in tako CB hkrati vpliva na pogoje, pod katerimi izda dodatni primarni denar (Košak, 1997, str. 34).

Iz povedanega lahko logično sklepamo, da je saldo avtonomnih transakcij CB pomemben za izbiro instrumentov, ki jih bo pri vodenju denarne politike uporabila CB. Če je na denarnem trgu t. i. strukturni primanjkljaj, bodo med instrumenti denarne politike prevladovali taki, s katerimi CB povečuje količino primarnega denarja. V primeru strukturnega presežka pa CB uporablja predvsem instrumente za zmanjšanje količine primarnega denarja (Ribnikar, 1999a, str. 47).

3.2.1.1.1 Zgodovinski pregled

Za Narodno banko Jugoslavije (NBJ) v okviru SFRJ so bile najpomembnejše avtonomne postavke posojila bankam, ki so bile podlaga za odobravanje posojil podjetjem za »prioritetne« namene. Zaradi teh posojil je NBJ poskušala nevtralizirati njihov učinek na količino primarnega denarja z visokimi obveznimi rezervami bank ter tudi s t. i. »centralnimi depoziti«. To je imelo za posledico to, da je bil denarni multiplikator manjši od ena in je bil reduktor. Kljub temu pa je zaradi velikosti »strukturnega presežka denarnega trga« morala biti denarna politika zelo ekspanzivna. V ozadju tega presežka pa je bila seveda družbena lastnina podjetij in sistem financiranja teh podjetij (Ribnikar, 1999a, str. 48).

3.2.1.1.2 Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji po 8. oktobru 1991

Kot smo videli, na območju Slovenije že ves čas obstajajo razmere, kjer že z avtonomnimi transakcijami CB nastane toliko primarnega denarja, da prevladujejo instrumenti denarne politike, s katerimi se bankam presežna likvidnost odvzema. Do oktobra 1991 se le-te ni dalo odzemat, kar se je odražalo v padanju vrednosti denarja (Ribnikar, 1999a, str. 48). Presežna likvidnost bank obstaja tudi po oktobru 1991, vendar pa se ta sedaj odvzema. Za lažje razumevanje tega pa je potrebno pred podrobno razlago spoznati tudi slovenske posebnosti strukturnega položaja denarnega trga.

Od 8. oktobra 1991 so najpomembnejša avtonomna postavka v premoženjski bilanci BS neto tuja aktiva, medtem ko je delež domačih aktiv vedno pod 1 %. Glede na to dejstvo je torej logično, da je v primeru upoštevanja celotne premoženjske bilance BS strukturni presežek

denarnega trga zelo velik. Zato verjetno ni dobro, če gledamo premoženjsko bilanco kot celoto.

Slika 5: Premoženjska bilanca Banke Slovenije konec leta 1998 (v mia SIT in %)

AKTIVA		PASIVA	
Domača aktiva (4) oz. 0,7%		PRIMARNI DENAR (171)	I (38%)
		(54)	
TUJA AKTIVA (588)		Dolgoročnejsi BZ v tujem denarju in vsi BZ v tolarjih (126)	A (21,3%)
		Kratkoročnejsi BZ v tujem denarju (241)	B (40,7%)
		II (62%)	

Vir: Ribnikar, 1999, str. 47.

Kot vidimo na gornji sliki del I premoženjske bilance sestavlja med pasivi vse razen blagajniških zapisov BS, del IIA je sestavljen iz dolgoročnejsih blagajniških zapisov v tujem denarju in iz blagajniških zapisov v domačem denarju, medtem ko IIB vsebuje kratkoročnejsje blagajniške zapise v tujem denarju. Slednje je posledica izpolnjevanja 60% deviznega minimuma v blagajniških zapisih BS v tujem denarju. Izračun strukturnega položaja denarnega trga ima za Slovenijo neke posebnosti, saj, kot vidimo iz gornje slike, ima BS med aktivni skoraj v celoti samo tuja aktiva in med pasivi poleg primarnega denarja predvsem blagajniške zapise.

Če torej pri izračunu strukturnega položaja denarnega trga najprej upoštevamo celotno bilanco BS vidimo, da je strukturni presežek zelo velik (427,7 mia SIT oz. 72,7 % premoženjske bilance BS). Vendar je slabost tega izračuna v tem, da ne upošteva razlogov za prisotnost tuje aktive v aktivni. Tako ima BS tujo aktivo v prvem delu, ker je le-ta še vedno najprimernejša osnova za primarni denar, v drugem delu pa jo ima, ker so banke dolžne imeti vsaj 60 % likvidnega premoženja v tujem denarju v njenih blagajniških zapisih in ker BS izvaja sterilizacijo (Ribnikar, 1999b, str. 48). Tako lahko iz tega najprej izločimo torej del, ki nastane zaradi predpisa o izpolnjevanju 60% deviznega minimuma v blagajniških zapisih, saj to ni posledica ne denarne politike ne politike deviznega tečaja. Izračun strukturnega položaja v tem primeru še vedno pokaže presežek, vendar je ta bistveno manjši – 191 mia SIT ali 54 % zmanjšane premoženjske bilance Banke Slovenije. Vendar aktiva, ki ostane sedaj, še vedno nima enake narave, saj je tuja aktiva dela IIA posledica sterilizacije BS in kot taka popolnoma avtonomna glede na denarno politiko. Tako nam v premoženjski bilanci ostane samo del I, strukturni presežek pa v tem primeru znaša samo 61,2 mia SIT ali 27,6 % bilančne vsote

(Ribnikar, 1999b, str. 49). Kot vidimo je za strukturni položaj značilen še vedno presežek, vendar se le-ta absorbira s kratkoročnimi papirji BS v domačem denarju.

Za razliko od drugih držav in Evrosistema je za Slovenijo značilno, da ima vseskozi strukturni presežek na denarnem trgu, kar ima za posledico tudi posebnosti v vodenju denarne politike. Na podlagi strukturne pozicije, ki jo določajo avtonomne komponente, se CB sooča bodisi s potrebo po nevtraliziranju presežne likvidnosti bodisi s potrebo po dodatni ponudbi manjkajoče likvidnosti. Na podlagi podatkov BS lahko ugotovimo, da je večino obdobja januar 1995 – april 1997 prevladovala suficitarna pozicija denarnega trga, izjema sta le obdobja november in december leta 1995 ter začetek zadnje tretjine leta 1996, ko je prišlo do deficita. Razlog za nastanek deficitne denarne pozicije je predvsem v hitrem naraščanju obsega vpisanih blagajniških zapisov v tujem denarju ter v naraščanju neto vlog javnega sektorja (Košak, 1997, str. 34–35).

Za to obdobje je tudi značilna zelo visoka variabilnost strukturne pozicije, kar od CB zahteva hitro in intenzivno odzivanje z ustreznimi instrumenti. Kajti zaradi visoke variabilnosti strukturne pozicije in tudi njene relativne majhnosti glede na BDP, se značaj strukturne pozicije glede suficitarnosti oz. deficitarnosti lahko namreč hitro spreminja tudi v obdobjih krajših od enega leta. To pa od CB zahteva oblikovanje takih instrumentov denarne politike, ki omogočajo njeno vodenje tako v pogojih suficitarne kot deficitarne strukturne pozicije (Košak, 1997, str. 30–31).

Zaradi opisane slabosti variabilnosti strukturne pozicije poskuša BS ugotoviti njene vzroke, z namenom nevtralizirati tiste avtonomne postavke, ki prispevajo k variabilnosti največ. V obdobju januar 1995 – april 1997 so največ variabilnosti prispevale postavke: neto tuja aktiva, blagajniški zapisi BS v tujem denarju in neto vloge javnega sektorja. Za prvi dve spremenljivki, ki k variabilnosti prispevata največ, lahko ugotovimo, da sta posledica aktivnega pristopa BS pri vodenju tečajne politike, saj BS prav preko njiju vpliva na razmere na deviznem trgu ter na sam devizni tečaj. Velik del variabilnosti v spremenljivki neto tuje aktive nevtralizira BS tudi z blagajniškimi zapisi v tujem denarju, kar ima za posledico skupno manjšo variabilnost strukturne pozicije denarnega trga.

Visoko variabilnost smo zaznali tudi pri spremenljivki neto vloge javnega sektorja, zlasti v tretjem četrtletju leta 1995. Razlog za to je bila julija 1995 sklenjena pogodba o sodelovanju med Ministrstvom za finance in BS, s katero je bil določen tudi način vezave proračunskih presežkov pri BS, kar je pomenilo, da so od takrat pri BS poleg vpoglednih tolarskih vlog tudi vezane vloge z izbranimi ročnostmi. Ponoven porast koeficienta variabilnosti pa zasledimo v tretjem in četrtem četrtletju 1996, kar je posledica poljubne ročnosti vezav (Košak, 1997, str. 31–33).

Tudi v obdobju 2000 – 2001 je BS vodila denarno politiko v razmerah presežne strukturne pozicije na denarnem trgu, kar je pomenilo, da je pri vodenju denarne politike morala uporabljati predvsem instrumente, s katerimi je skrbela za neto zmanjševanje količine denarja

v obtoku. Presežna strukturalna pozicija je leta 2000 znašala 65,2 milijarde SIT ali 33,0 % povprečnega mesečnega stanja primarnega denarja, v prvih devetih mesecih leta 2001 pa je povprečna strukturalna pozicija znašala že 96,7 milijarde SIT ali 46,4 % primarnega denarja. Za leto 2000 je značilno, da se je strukturalna pozicija zaradi obsega izločanja obveznih rezerv spremenila v potrebno neto ponudbo likvidnosti, medtem ko je leta 2001 BS morala poskrbeti za zmanjšanje količine denarja v obtoku v povprečju za 24,1 milijarde SIT na mesec. To seveda pomeni, da je bila BS zelo omejena pri vodenju denarne politike, zlasti pri izdajanju primarnega denarja s politiko odprtega trga (Košak, 2002, str. 42).

V letu 2000 je bilo prek instrumentov odprte ponudbe izdanega za 78 % primarnega denarja, prek operacij na odprtem trgu pa za 22 %, v istem obdobju pa se je tudi za zmanjševanje količine primarnega denarja v obtoku uporabljalo enako razmerje instrumentov. To razmerje pa se je leta 2001 še bolj pomaknilo v prid uporabe instrumentov odprte ponudbe, saj so obsegali kar 98 % akcij, tako na strani izdajanja kot na strani umikanja primarnega denarja.

Porast primarnega denarja, ki izvira iz sprememb avtonomnih postavk v premoženjski bilanci BS, presega povpraševanje bank po primarnem denarju zaradi izpolnjevanja obveznih rezerv in operativnih potreb. Med avtonomne postavke premoženjske bilance BS sodijo vse postavke, ki so neodvisne od vodenja denarne politike, in to so: gotovina v obtoku, neto vloge države pri BS, neto ostala pasiva in neto devizna aktiva, zmanjšana za vrednost blagajniških zapisov v tujem denarju (Košak, 2002, str. 42). Kot posebne avtonomne postavke se v Sloveniji od leta 1992 pojavljajo tudi blagajniški zapisi BS v tujem denarju ter od aprila 2000 tudi obseg začasno kupljenih oz. začasno prodanih deviz BS z obvezno povratno prodajo. S spremembo pogojev začasnega nakupa oz. prodaje pa se gornji instrument od 25. oktobra 2001 uvršča med instrumente odprte ponudbe. Košak v svojem sestavku trdi, da lahko utemeljeno pričakujemo, da bo tudi v prihodnje večina primarnega denarja prišla v obtok prek začasnega nakupa deviz BS, zato naj bi bil razvoj operacij na odprtem trgu mogoč predvsem pri prodaji vrednostnih papirjev BS, s katerimi bo zagotovila ustrezno povpraševanje po dodatni likvidnosti. Šele na tak način spremenjena presežna strukturalna pozicija v likvidnostni primanjkljaj bo zagotavljala minimalni prostor za uporabo operacij na odprtem trgu pri ponudbi primarnega denarja. Nadaljnji razvoj teh instrumentov je za BS zelo pomemben, saj je vloga le-teh nenadomestljiva pri izrabi tržnih vzvodov za doseganje končnega cilja denarne politike.

Že prej sem povedala, da za večino gospodarstev velja, da imajo deficitarni strukturalni položaj denarnega trga, kar pomeni, da navadno nastane z avtonomnimi transakcijami manj primarnega denarja, kot ga je potrebno. V takih primerih torej CB z instrumenti denarne politike dodaja likvidnost. V primeru Slovenije gre za presežek strukturalnega položaja denarnega trga, zato mora BS najprej presežno likvidnost odvzeti, vendar če želi uporabiti instrumente denarne politike, mora likvidnosti odvzeti nekaj več, kot jo je preveč. In sicer iz premoženjske bilance BS lahko vidimo, da jim presežno likvidnost odvzema z izdajanjem kratkoročnih blagajniških zapisov v tolarjih. Dodajanje likvidnosti pa je banka izvajala predvsem s posojili bankam ali pa z nakupi ustreznega finančnega premoženja.

Iz podatkov prav tako lahko ugotovimo, da se je stanje blagajniških zapisov v tujem denarju ne samo večalo ampak tudi zmanjševalo. Prvi tak padec stanja je bil leta 1995, drugi pa leta 2000. To pomeni, da sterilizacija pomeni samo začasni odlog učinka pritoka deviz na devizni tečaj. V našem primeru do tega učinka leta 2000 sploh ni prišlo oz. so se posledice zgodile neopazno. Prav tako pa se na novo odlagajo učinki pritoka kapitala po letu 2000 in zato se sedaj postavlja vprašanje, ali bo za Slovenijo slabo, če bo prej vstopila v EU in morda celo v EMU, preden se bo ponovilo stanje iz leta 2000 (Ribnikar, 2002, str. 11).

Ob vsem povedanem pa se moramo zavedati, da pritek kapitala v Slovenijo ni nekaj dolgoročnega, ampak je trenutno zgolj posledica prodajanja premoženja tujcem, kar pa ne bo trajalo. Tukaj je tudi razlog, da v tem času ne sme priti niti do povečanja likvidnosti bank, bančnih posojil in denarnega obtoka niti do realne depreciacije evra. Tako je cilj BS s sterilizacijskimi posegi doseči delno izolacijo Slovenije od tujine. Lahko pa bi se zgodilo, da po preteku obdobja, ko bi morali na dan priti zapoznili učinki sterilizacije, do le-teh sploh ne bi prišlo, saj se lahko v tem času plačilna bilanca ustrezno spremeni. To ima za posledico seveda manjšo spremenljivost deviznega tečaja.

Ker se stanje blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih povečuje, se moramo sedaj vprašati, kakšne posledice bi to za nas imelo, če bi z enakim stanjem blagajniških zapisov vstopili tudi v ERM 2. To bi namreč lahko pomenilo, da bi do izraza prišel zapoznili učinek prav ob nepravem času, torej ko bi bili v mehanizmu deviznega tečaja ERM 2. Za Slovenijo bi bilo verjetno najbolje, da bi v ERM 2 vstopili šele potem, ko bi vse, kar nameravamo prodati tujcem, že prodali. Poleg tega pa bi BS potem moralo biti še omogočeno, da bi postopno zniževala stanje svojih blagajniških zapisov v tolarjih. Tako bi se količina primarnega denarja večala predvsem tako, da BS ne bi obnavljala svojih dospelih tolarških blagajniških zapisov. To zmanjševanje pa bi se lahko raztegnilo na obe leti članstva v ERM 2. V tem času pa bi se morda lahko zgodilo, da bi se v plačilni bilanci namesto neto uvoza pojavil neto izvoz kapitala, kar bi vse zapoznele negativne učinke zmanjšalo. Prav tako pa bi se zaradi daljšega obdobja nedvomno zmanjšala morebitna neizogibna mesečna stopnja depreciacije evra (Ribnikar, 2002, str.).

3.3 Obvezne rezerve bank

Obvezne rezerve kot instrument denarne politike so se prvič pojavile v ZDA, in sicer leta 1913. Pri čemer je potrebno poudariti, da je bil takrat njihov edini namen zagotavljati likvidnost bank (Issing, 1996, str. 107). Danes pa velja, da so obvezne rezerve bank likvidna sredstva, ki jih banke in nekatere druge finančne institucije morajo imeti pri CB. Prav tako pa so obvezne rezerve instrument, ki zagotavlja varnost bančnih vlog, saj je njihova velikost odvisna od obsega vlog pri bankah. Povedati velja, da ta kvantitativni instrument denarne politike sodi med najstabilnejše instrumente, saj ga CB zelo poredko spreminjajo. Razlogov za tako redko uporabo, kljub preprostosti in objektivnosti, je več (Ribnikar, 1997, str. 242):

- že majhna sprememba koeficienta povzroči veliko spremembo v kreditnem potencialu poslovnih bank,
- zelo pomemben je demonstracijski učinek, zaradi česar se instrument ne more uporabljati kontinuirano, ter
- s spremembo koeficienta obveznih rezerv se spreminjajo pogoji poslovanja poslovnih bank.

Tako se spreminjanje instrumenta obveznih rezerv ponavadi lahko uporablja le ob izjemnih priložnostih – taka je na primer tudi usklajevanje politike v Sloveniji s politiko v EU. To pomeni, da se v zadnjem času tudi v Sloveniji dogajajo spremembe, o katerih pa bo več govora v nadaljevanju diplomske naloge.

Delovanje tega instrumenta je preprosto. S spreminjanjem odstotka obveznih rezerv CB vpliva na velikost denarnega multiplikatorja in s tem na kreditni potencial bank in tako na tudi na količino denarja, ki ga izdajo banke. Če CB zviša odstotek obveznih rezerv, morajo poslovne banke zmanjšati kredite in s tem količino knjižnega denarja v obtoku. Če pa CB odstotek obveznih rezerv zniža, nastajajo pri poslovnih bankah presežne rezerve in s tem se poveča njihov kreditni potencial (Ribnikar, 1997, str. 241).

Funkcije obveznih rezerv (Košmerlj, 1999. str. 7-8):

- **blažilna funkcija**, kar pomeni, da stabilizira gibanje obrestne mere preko noči glede na spreminjanje količine primarnega denarja v obtoku,
- **funkcija uravnavanja likvidnosti**, kar pomeni, da predstavlja vir povpraševanja po primarnem denarju centralne banke,
- **funkcija kontrole denarnih agregatov**, kar pomeni nadziranje denarnih agregatov,
- **funkcija prihodkov ali davkov**, saj lahko pomeni vir dohodka za CB.

Povedati velja tudi, da višina obveznih rezerv vpliva na višino razlike med aktivno in pasivno obrestno mero poslovnih bank, saj je ta prav zaradi obveznih rezerv višja. Ta razlika pa gre v breme gospodarstva, zato bi celo lahko govorili o obdavčevanju gospodarstva, saj je dohodek CB dohodek države (Ribnikar, 1997, str. 242). K tej trditvi pripelje dejstvo, da so v Sloveniji obvezne rezerve pri BS obrestovane le po 1% letni nominalni obrestni meri. Za razliko od tega se v Evrosistemu obvezne rezerve obrestujejo z obrestno mero, ki se določa za glavne posle refinanciranja (Ribnikar, 1999e, str. 15).

3.3.1 Namen uporabe instrumenta obvezne rezerve ter teoretična priporočila

Za uvedbo obveznih rezerv je veliko vzrokov, le-ti pa se skozi čas spreminjajo in dopolnjujejo. Najpogostejši so naslednji (Bradeško, Plut, 2001, str. 32):

- Vpliv na spremembo ponudbe primarnega denarja – instrument denarne politike;

- Stabilizacija denarnega trga – uvedba poveča in stabilizira povpraševanje po primarnem denarju, stabilizira in zmanjša denarni multiplikator;
- Omogoča vodenje denarne politike – zlasti velja v primeru, če se pri izpolnjevanju uporablja režim povprečenja, saj ima to za posledico stabilizacijo povpraševanja po primarnem denarju in s tem tudi obrestnih mer;
- Uvedba obveznih rezerv centralni banki razširi manevrski prostor na področju strukturnega položaja denarnega trga. S pomočjo obveznih rezerv lahko namreč centralna banka strukturni presežek zmanjša, ga spremeni v primanjkljaj ali slednjega poveča. To ji omogoča bodisi vodenje aktivne posojilne politike bodisi sterilizacijo učinkov kapitalskih pritokov.
- Obvezne rezerve zagotavljajo likvidnost in solventnost banke;
- Povečujejo razpoložljiva sredstva za poravnavo plačil;
- Z obrestovanjem sredstev obveznih rezerv po nižji obrestni meri od tržne centralna banka ustvarja »seignorage«, s katerim financira svoje delovanje;
- Diferencirane stopnje vplivajo na privlačnost posameznih instrumentov – v Sloveniji te delujejo kot instrument obrestne politike ali pa kot sredstvo spodbujanja varčevanja določene ročnosti.

Teoretična priporočila za oblikovanje instrumenta obveznih rezerv dopuščajo centralnim bankam veliko prostora. Sicer pa velja, da najbolj natančna priporočila daje IMF, vendar pa se v skladu z liberalizacijo tudi ta spreminjajo, in sicer gre vse predvsem v smeri zmanjševanja vloge obveznih rezerv oz. njihovega ukinjanja.

V nadaljevanju bom navedla glavna priporočila IMF-a in v kasnejšem poglavju le-ta primerjala z ureditvijo sistema obveznih rezerv v Sloveniji. Priporočila IMF-a so ():

- a) ***Jasno opredeljen namen uvedbe obveznih rezerv***
- b) ***Izvedba instrumenta naj bo čim bolj enostavna***, saj ima to za posledico tako nizke stroške kot tudi manjšo potrebo po dopolnjevanju in spreminjanju sistema. Prav tako pa se manjša tudi možnost izogibanja.
- c) V primerih, ko CB uporablja denarni agregat kot vmesni cilj, je ***priporočljiva izenačitev ciljanega denarnega agregata in osnove obvezne rezerve***. Saj lahko CB le v tem primeru s spreminjanjem primarnega denarja vpliva na vse komponente ciljanega agregata. V takem primeru naj bi bila tudi ***stopnja obveznih rezerv enotna***, saj mora sicer CB, da nevtralizira spremembe povpraševanja po primarnem denarju, ki izhaja iz sprememb v strukturi ciljanega denarnega agregata, stalno spreminjati ponudbo primarnega denarja oz. rezerv. To imenujemo tudi kontrolabilnost vmesnega cilja.
- d) ***Zamik med obdobjem, v katerem se meri osnova, in obdobjem izpolnjevanja*** naj bo čim manjši, saj le sočasno opazovanje osnove in izpolnjevanje omogoča stabilno povezavo med primarnim denarjem in osnovo. Ob tem pa se moramo zavedati, da to v bančni sistem vnaša negotovost, saj nimamo dejanske obveznosti.
- e) Pri izpolnjevanju je priporočljiva ***metoda povprečenja***, saj vsakodnevno izpolnjevanje obveznosti poveča variabilnost presežnih ter skupnih rezerv ter kratkoročnih obrestnih

mer. Slaba stran povprečenja pa je v veliki elastičnosti obrestnih mer na kumulativne presežne rezerve ob zaključku obdobja izpolnjevanja – ultimo efekt.

- f) Obvezne rezerve naj bi se **obrestovale po netvegani posojilni obrestni meri**. Obrestovanje naj bi tako predstavljalo kompenzacijo oportunitetnih stroškov nerealiziranih naložb, zato tudi naj ne bi vključevalo rezerv, ki jih imajo banke za opravljanje svojih dejavnosti. V nasprotnem primeru bi šlo za prikrito subvencijo.
- g) Eden izmed priporočil IMF je tudi **ne vključevanje gotovine v blagajni bank** v izpolnjevanje obveznosti, kajti le-to banke potrebujejo za opravljanje poslov s prebivalstvom.
- h) V primeru, če se v osnovo vključujejo tudi obveznosti v tujem denarju, se postavlja vprašanje, ali se lahko obveznosti iz tega naslova izpolnjujejo v tujem denarju. V primeru, da se te obveznosti ne bi izpolnjevale v tujem denarju, bi bile banke izpostavljene nihanju tečaja oz. bi morale pozicijo zapirati z drugimi posli. Proti temu govori dejstvo, da to predstavlja mehanizem avtonomnega spreminjanja primarnega denarja, ki zmanjšuje njegovo kontrolabilnost.

3.3.2 Obračun obvezne rezerve in njeno izpolnjevanje

Vseskozi, ko govorimo o obveznih rezervah, imamo v mislih delne rezerve. Odstotek obveznih rezerv je v vseh državah, razen v Veliki Britaniji, predpisan s strani države in je za vse banke v sistemu enak.

Ko gre za višino obveznih rezerv, ki jih morajo banke imeti, je prvi pojem, na katerega naletimo, poleg odstotka in osnove za izračun obveznih rezerv, trenutek ali obdobje, v katerem se določi višina obveznih rezerv. Ponavadi je to povprečno dnevno stanje bančnih vlog v nekem obdobju, lahko pa je seveda tudi stanje vlog na določen dan

Drugi pojem pa je obdobje, v katerem morajo banke imeti izračunano stanje obveznih rezerv. Možno je, da se ti dve obdobji v celoti prekrivata (CRA – contemporaneous reserve accounting) ali delno prekrivata (semi-lagged reserve accounting) ali pa se sploh ne prekrivata (LRA – lagged reserve accounting) (Tarhan, Spindt, 1983, str. 331–332). Če bi se popolnoma prekrivali, bi banke imele obvezne rezerve, čeprav ne bi vedele, koliko jih morajo imeti, torej lahko rečemo, da ta varianta v praksi ni možna. Velikost obveznosti bi izvedele šele na koncu obdobja. Pri nas se to drugo obdobje, torej obdobje »izpolnjevanja obveznosti«, delno prekriva s prvim obdobjem (Ribnikar, 1996, str. 55–56).

Prav s tega vidika pa je pomembno tudi, kdaj se obdobje izpolnjevanja konča. Cilj izpolnjevanja obveznosti v povprečju je v blažitvi likvidnostnih šokov in s tem v stabilizaciji obrestnih mer. Vendar pa ti učinki niso skozi celotno obdobje izpolnjevanja enaki, saj bolj kot se obdobje bliža koncu, manj imajo banke časa, da prilagodijo višino obveznih rezerv zahtevani velikosti (Davies, 1998, str. 35). To pomeni, da je povpraševanje bank po rezervah ob koncu obdobja vedno večje in tudi bolj niha. Prav tako pa nihajo tudi obrestne mere na

medbančnem trgu, saj so banke pripravljene sredstva najeti tudi po višji obrestni meri. Res pa je, da je velikost nihanja odvisna tudi od višine sankcij za primer neizpolnjevanja obveznih rezerv. Iz tega lahko vidimo, da je pomembno, da se obdobje izpolnjevanja ne konča ravno takrat, ko imajo banke ravno največja nihanja v likvidnosti – torej na koncu oz. začetku meseca (izplačila pokojnin, plač).

Navadno je tako, da morajo imeti banke v celotnem obdobju najmanj toliko rezerv kot znašajo njihove obvezne rezerve. Za manjša odstopanja ni kazni, vendar pa so v boljšem položaju banke, ki imajo v celem obdobju v povprečju, ki je povprečje dnevni stanj, rezerve najmanj v višini obveznih rezerv. Ta politika je zlasti aktualna v sistemih, kjer je prisotna velika variabilnost sredstev bank v obdobju in/ali ni dobro delujočega denarnega trga (Ribnikar, 1996, str. 56). Sicer pa velja, da banke nikoli ne smejo priti do stanja rezerv nič. Prav variabilnost sredstev lahko namreč povzroči dnevne likvidnostne težave, zlasti pri izpolnjevanju obveznih rezerv, kot se je to zgodilo v Sloveniji v začetku leta 1999. Zato je prav, da bi CB v prihodnje bančnemu sistemu zagotovila nekatere dodatne informacije in tako zvišala raven odzivnosti trga. Med temi naj bi bili v Sloveniji najpomembnejši podatki o tekočem nivoju doseganja obvezne rezerve bančnega sistema, o skupnem stanju vpisanih blagajniških zapisov BS, doseganju predpisane odprte devizne pozicije in preseganju predpisanega deviznega minimuma (Saje, 1999, str. 25).

Ponavadi tudi velja, da CB sredstva obveznikov na poravnalnih računih obrestuje po tržni vrednosti. Na splošno pa tudi velja, da so od obrestovanja obveznih rezerv odvisne tudi kazni za neizpolnjevanje. Le-te so ponavadi precej visoke in različnih oblik, tako so lahko denarne in nedenarne. Denarne kazni so ponavadi izražene v odstotkih in se lahko nanašajo na neizpolnjevanje obveznih rezerv v povprečju ali pa na neizpolnjevanje le-teh ob koncu posameznega dneva. Medtem ko se nedenarne kazni izražajo predvsem v omejitvah dostopa do nekaterih instrumentov CB. Od višine sankcij pa je tudi odvisno, ali bodo banke pri izpolnjevanju obveznih rezerv ciljale na njihovo natančno izpolnjevanje, njihov primanjkljaj ali celo na presežek (Davies, 1998, str. 10–11).

3.4 Blagajniški zapisi Banke Slovenije

Glede na zelo velik presežek strukturnega položaja denarnega trga je količinsko najpomembnejši instrument denarne politike izdajanje blagajniških zapisov v tolarjih. BS je skozi svoje delovanje izdala več vrst takih vrednostnih papirjev.

3.4.1 Blagajniški zapisi BS v tujem denarju

Blagajniški zapis BS v tujem denarju je prenosljiv, imenski, neserijski vrednostni papir, ki ga je BS začela v nematerilizirani obliki izdajati januarja leta 1992. Že januarja 1992 je bilo mogoče vpisati 60-, 90- in 120-dnevne blagajniške zapise. In sicer so jih lahko z diskontom v

evrih (do 16. februarja 1999 pa v nemških markah) ali ameriških dolarjih po stalni odprti ponudbi kupovale poslovne banke in preko njih do 3. maja 2000 tudi ostale pravne osebe.

Od maja 1994 pa do marca 2001 je bilo mogoče vpisati tudi 180-, 270- in 360-dnevne blagajniške zapise. Za te je bilo mogoče uveljavljati popust z nakupnimi boni. Višina popusta je bila odvisna od razlike med gibanjem srednjega tečaja BS za nemško marko oz. evrom in pričakovano inflacijo ter števila priloženih bonov, določenega v okviru posamezne izdaje blagajniških zapisov z nakupnim bonom.

Obseg vpisa se je skozi leta spreminjal in je bil odvisen predvsem od njihove donosnosti – obrestne mere, gibanja deviznega tečaja in kasneje tudi od ugodnosti, ki jih je BS nudila poslovnim bankam. Veljalo namreč je, da se naložbe v blagajniške zapise v tujem denarju z rokom dospelosti do 120 dni vštejejo v izpolnitev deviznega minimuma. Stopnjo obrestne mere za blagajniške zapise BS v tujem denarju je BS spreminjala glede na obrestne mere na tujih denarnih trgih.

Za blagajniške zapise v tujem denarju je tudi značilno, da za poslovne banke predstavljajo tudi osnovo za sodelovanje pri večini posojil BS. Tako jih lahko banke zastavijo za lombardno posojilo ali pa jih BS zgolj začasno prodajo po posebni ponudbi. Prav tako so od novembra 1994 tudi osnova za likvidnostno in kratkoročno posojilo ali pa se uporabijo le kot zastava za zavarovanje sklenjenih poslov.

Kot zanimivost velja omeniti tudi dejstvo, da so blagajniški zapisi bank v tujem denarju do uvedbe deviznih računov za pravne osebe veljali kot nadomestek deviznih računov. Sedaj pa BS od poslovnih bank vsak dan odkupuje blagajniške zapise BS v tujem denarju z obveznostjo, da banke prodane blagajniške zapise čez štiri tedne ponovno odkupijo. Nakup blagajniških zapisov se opravi po nakupnem tečaju BS na dan sklenitve posla glede na nominalno vrednost blagajniških zapisov, povratni odkup pa se izvede po tečaju, ki ga banka licitra na dražbi. Omeniti pa moram dodatni pogoj, in sicer mora vsaka banka, ki začasno proda blagajniške zapise, v prvem tednu po sklenitvi posla od nebančnih podjetij odkupiti devizne prilive v določenem odstotku začasno prodanih blagajniških zapisov. Ta odstotek se skozi leta spreminja.

3.4.2 Blagajniški zapisi v tolarjih

Blagajniški zapisi v tolarjih so kratkoročni, nematerializirani, imenski vrednostni papirji, ki jih lahko vpisujejo banke in hranilnice za 60, 270 in 360 dni. 3. aprila 2000 so bili ukinjeni blagajniški zapisi BS v tolarjih z ročnostjo 7, 14 in 30 dni, 1. julija 2000 pa tudi blagajniški zapisi z ročnostjo 2 dni ter 21. decembra 2001 tudi 12-dnevni blagajniški zapisi BS.

BS ponuja 60- in 360-dnevne tolarske blagajniške zapise preko odprte ponudbe, 270-dnevne pa od novembra 2001 prodaja preko avkcij. Obrestna mera je za vse opisane blagajniške

zapise podana nominalno, pri čemer je potrebno vedeti, da se obrestne mere posameznih serij spreminjajo v skladu z gibanji na denarnem trgu ter seveda cilji in usmeritvami tečajne in denarne politike.

3.4.3 Dvodelni blagajniški zapisi

Dvodelni blagajniški zapis je bil kratkoročni, prinosniški, serijski papir, izdan v materializirani obliki. Sestavljen je bil iz tolarkega in deviznega dela. Vplačal se je z diskontom v tolarjih, medtem ko se je polovica izplačala v tolarjih, polovica pa v nemških markah, pri čemer se je tolarški del tekoče indeksiral s temeljno obrestno mero.

Za te blagajniške zapise je bilo značilno, da so jih s posredovanjem bank v primarni prodaji lahko kupile tudi druge pravne in fizične osebe. Na sekundarnem trgu pa se je lahko ločeno trgovalo z vsakim delom posebej. Realni donos pa se je spreminjal iz serije v serijo in je logično bil tudi različen za denarni in devizni del blagajniškega zapisa.

Zadnjo (dvanajsto) izdajo dvodelnega blagajniškega zapisa je BS izdala maja 1999 z rokom dospelosti 16. marca 2000.

3.4.4 Blagajniški zapisi z nakupnim bonom

Blagajniški zapis z nakupnim bonom je bil prinosniški, serijski vrednostni papir, ki je bil do devete serije izdan v materializirani obliki. Od desete izdaje pa je šlo za nematerializiran imenski vrednostni papir, ki se je izdajal v nominalni vrednosti po pol milijona tolarjev. Vplačeval se z diskontom v tolarjih in obrestoval po nominalni letni obrestni meri. Kot že ime pove je bil blagajniškemu zapisu dodan nakupni bon, sestavljen iz dveh med seboj ločljivih delov, ki je kupcu zagotavljal zavarovanje pred tveganjem višje inflacije od uradno pričakovane in tveganjem manjše spremembe deviznega tečaja. Pravico iz nakupnega bona je kupec uveljavil tako, da je s popustom kupil nov blagajniški zapis v tolarjih (brez dodanih nakupnih bonov) ali blagajniški zapis v tujem denarju. Višina popusta je bila odvisna od števila predloženih delov nakupnega bona posamezne serije, rasti cen in srednjega tečaja BS v primerjavi z uradno pričakovano inflacijo.

BS je izdala blagajniški zapis z nakupnim bonom dvakrat letno za šest mesecev, in sicer vedno tako, da je bil dan dospelosti prejšnje izdaje enak datumu izdaje naslednje serije, in sicer je prodaja potekala po posebni ponudbi prek avkcij. Pri vsaki seriji sta se posebej določila tudi obrestna mera in število kuponov, ki so jih poslovne banke lahko predložile pri nakupu novega blagajniškega zapisa.

Zadnjo (štirinajsto) izdajo tega blagajniškega zapisa je BS izdala maja 1999 z rokom dospelosti 16. marca 2000.

3.5 Eskontna politika ali spreminjanje obrestne mere

V uvodnih poglavjih sem že omenila, da je bila obrestna mera CB prvi instrument, ki je določal obseg kreditov in s tem količino bankovcev v obtoku. V današnjem času pa se uporablja vedno manj, kajti postavlja se vprašanje njegove učinkovitosti.

Tako velja, da če danes banka spreminja obrestno mero, želi vplivati na obseg (Ribnikar, 1997, str. 238):

- reeskontiranja in/ali
- kreditov poslovnim bankam.

Pri reeskontu gre za to, da CB ponovno eskontira vrednostne papirje iz portfelja poslovnih bank. Poslovne banke se za to odločijo le v primeru, ko pridejo v likvidnostne težave in si na ta način želijo povečati svoje likvidnostne rezerve. Poudariti velja, da se za to odločijo le v primeru, če do denarnih sredstev ne morejo priti na denarnem trgu. Razlog je v obrestni meri, saj je le-ta višja od tržne. CB lahko poslovnim bankam daje tudi kredite, in sicer lahko za to zahteva zavarovanje v obliki nekaterih vrednostnih papirjev iz portfelja poslovne banke ali pa brezoblične. Prek te povezanosti CB s poslovnimi bankami vodi CB denarno politiko tako, da bodisi spreminja obrestno mero bodisi kriterije, katere papirje je pripravljena reeskontirati, bodisi spreminja zgolj obseg kreditov, ki jih je pripravljena dati (Ribnikar, 1997, str. 239).

Kot vemo, sprememba obrestne mere učinkuje tako navzven kot na domače gospodarstvo. Pri slednjem moramo ločiti (Ribnikar, 1997, str. 240):

- **Učinek na stroške poslovnih bank**, kar pomeni, da bodo za poslovno banko v primeru zadolževanja pri centralni banki postala sredstva dražja ali da bo imela izgubo na tistih papirjih, ki jih bo reeskontirala pri centralni banki.
- **Demonstracijski učinek**, kar pomeni, da poslovne banke sledijo centralni banki in tudi same povišajo obrestne mere in omejujejo kredite. Le-ta je zato pomembnejši.

Za Slovenijo velja, da so bili reeskontni krediti pomembni do 8. oktobra 1991, ko je NBJ bankam refinancirala del posojil, ki so jih banke dale podjetjem za namene, ki naj bi bili narodnogospodarsko pomembni. Povedati moramo, da je v bistvu šlo za posojila z negativno realno obrestno mero in to podjetjem, ki jih nikoli ne bi smela dobiti. Po letu 1992 pa teh posojil logično ni več (Ribnikar, 1999, str. 259).

Sicer pa je diskontna obrestna mera ves čas določena nominalno, in sicer je na začetku znašala 25 % letno. Kasneje pa se je postopoma zniževala in tako je bila dolgo časa 10 % letno, medtem ko se je januarja 1999 znižala na 8 % letno. V bistvu bi lahko rekli, da je nepomembna, saj teh poslov ni. Za pomembno jo je postavil le zakon, ki je določil, da so oderuške obrestne mere v višini 1,5-kratnika eskonten obrestne mere, prav tako pa je za Slovenijo značilno, da je od te obrestne mere lombardna obrestna mera višja za eno odstotno točko.

Obrestna mera BS bi bila instrument denarne politike, če bi BS vodila diskontno politiko ali če bi pri začasnih nakupih to svojo obrestno mero uporabljala. V tem primeru bi namreč višja obrestna mera znižala obseg povpraševanja po diskontu, prav tako pa bi se tudi obseg njenih začasnih nakupov zmanjšal. Pri nižji obrestni meri pa bi bil postopek nasproten. Povedati moramo, da obrestna mera BS do sedaj ni imela te vloge, a se je kljub temu uporabljala ali je bila vsaj osnova pri nekaterih poslih denarne politike. Zato jo tudi navajam med instrumenti denarne politike, čeprav se postavlja vprašanje, če sem kot taka tudi dejansko sodi. Tako jo na primer ameriški avtorji naštevajo kot enega od treh instrumentov, nasprotno pa je ni med instrumenti denarne politike Evrosistema. Tu je med instrumente vključena posredno, in sicer v okviru glavnega refinanciranja (Ribnikar, 1999c, str. 42).

Sicer pa lahko ugotovimo, da se v Sloveniji pojavlja trend vsesplošnega zniževanja obrestnih mer. Na kar so v zadnjem času vplivali predvsem živahnejša kreditna aktivnost bank ter sprememba medbančnega sporazuma o najvišji zgornji meji pasivnih obrestnih mer. K padcu obrestnih mer pa seveda prispeva tudi padajoča inflacija.

3.6 Neposredno omejevanje kreditov poslovnim bankam

To je instrument, ki je zelo preprost, saj se osredotoča neposredno na omejevanje poslovnih bank v njihovi kreditni aktivnosti. Poudariti pa velja, da je hkrati njegova preprostost tudi slabost, saj prizadene samo uspešne poslovne banke, torej tiste, ki so glede na porast svojih sredstev in s tem kreditnega potenciala sposobne povečati kredite za več kot centralna banka dovoljuje z neposrednim omejevanjem. Prav slednje je glavni razlog, da se ta instrument uporablja le občasno, v primeru dolgoročne uporabe pa poskuša CB omiliti posledice za boljše banke. Obseg uporabe tega instrumenta pa se lepo vidi v obsegu presežnih rezerv, ki jih imajo poslovne banke navadno plasirane v državnih papirjih.

3.7 Posojila Banke Slovenije

3.7.1 Kratkoročna posojila

Kratkoročno posojilo je BS prvič ponudila bankam novembra leta 1994 kot posojilo za uravnavanje likvidnosti bank v okviru meseca. Kasneje, septembra 1995, pa se je začelo uporabljati tudi v povezavi z vlogami Ministrstva za finance za nevtralizacijo učinka prenosa likvidnostnih presežkov proračuna v vezane vloge pri BS.

Z rednimi kratkoročnimi enomesečnimi posojili BS uravnava likvidnost bank v okviru meseca ob upoštevanju začasnih podatkov o primarnem denarju. Redna kratkoročna posojila daje BS z mesečnimi ponudbami, pri čemer je osnova za velikost posojila, ki ga dobi posamezna banka, določena na podlagi njenega deleža v skupni devizni poziciji bank in glede

na celotno količino ponujenih posojil. O tem BS odloča vsak mesec enkrat. Obrestna mera je določena nominalno na letni ravni in se spreminja (Prikazi in analize VII/I).

Dodatno kratkoročno posojilo ponuja BS bankam na podlagi sprejetih vezanih vlog Ministrstva za finance, in sicer lahko v enakem ali večjem znesku. Obdobje črpanja kreditov je enako obdobju vezane vloge, vendar traja največ tri mesece, medtem ko se delež posamezne banke v skupnem znesku določi enako kot pri rednem kratkoročnem posojilu. Povedati velja, da je obrestna mera za to posojilo nekaj odstotnih točk višja od obrestne mere za vezano vlogo (leta 1996 je bila višja za eno odstotno točko, medtem ko je leta 1998 bila višja za kar 6 odstotnih točk), katera se ravna po obrestnih merah za tolarske blagajniške zapise podobnih ročnosti.

3.7.2 Likvidnostna posojila

Likvidnostna posojila so namenjena predvsem uravnavanju tolarske likvidnosti bančnega sistema in le v krajših obdobjih se uporabljajo za uravnavanje količine primarnega denarja. Pri teh posojilih so praviloma pobudnice banke, saj gre pri likvidnostnem posojilu na podlagi vpisanih blagajniških zapisov BS v tolarjih in pri likvidnostnem posojilu v skrajni sili za odprto možnost zadolžitve pri BS. Seveda pod pogojem, da ima banka ustrezno premoženje. Ta možnost pa ni popolnoma odprta pri likvidnostnem posojilu čez noč in še manj pri posebnem likvidnostnem posojilu s sodelovanjem bank (Ribnikar, 1999c, str. 43). V Sloveniji poznamo še naslednji obliki:

- **Likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih**, ki ga lahko črpajo banke, ki so vpisale dvanajst- in tridesetdnevne blagajniške zapise, in sicer za obdobje do treh oz. petih delovnih dni. Znesek posojila je odobren največ do nominalne vrednosti blagajniških zapisov, obrestne mere pa določa BS s pribitkom na obrestno mero ustreznega blagajniškega zapisa.
- **Posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank** je BS uvedla julija 1996. Namenjeno je bankam z likvidnostnimi težavami, katerim se nepredvideno zmanjša možnost financiranja likvidnostnega primanjkljaja s pridobivanjem vlog oz. z zadolževanjem na medbančnem trgu. Poleg tega pa te banke nimajo vrednostnih papirjev, ki bi jim omogočili pridobitev likvidnostnega posojila neposredno pri BS. Takšna banka lahko dobi posojilo BS le s sodelovanjem ene ali več bank, pri čemer mora sodelujoča banka BS zastaviti vrednostne papirje BS ali R Slovenije, banka v likvidnostnih težavah pa sodelujoči banki zastavi druge prvovrstne vrednostne papirje ali terjatve bonitete A.

V Sloveniji pa smo v začetnih letih naše samostojnosti poznali še:

- **Posebna likvidnostna posojila**, ki so bila namenjena le bankam v sanaciji in v predsanaciji. Le-ta so bila odobrena za en dan ali za štirinajst dni z obrestno mero, ki je bila višja kot za posojila čez noč. Povedati pa velja, da sta banki v sanaciji dobili skladno z odločbo o sanaciji tudi dodatno kratkoročno posojilo, in sicer največ za eno leto.

Posojilo pa je bilo odobreno na podlagi vnovčenih potencialnih obveznosti, ki so bile ob sanaciji prenesene na Agencijo za sanacijo bank in hranilnic, za katere je ta izdala obveznice R Slovenije. Povedati velja, da se je z uvedbo teh posojil zmanjšala zadolženost bank z drugimi likvidnostnih posojil. Prav tako pa so se posojila bank v sanaciji zmanjšala tudi zaradi določbe, da naj Ministrstvo za finance prosta sredstva proračuna nalaga v banke v sanaciji in pedsanaciji.

Naslednji dve obliki posojila je BS 1. 10. 2002 ukinila, kar je predstavljalo korak naprej pri racionalizaciji instrumentov BS:

- **Likvidnostno posojilo čez noč** je bilo namenjeno bankam neto dolžnicam. Za ta posojila se je BS odločila v primeru, če je bila kljub presežni likvidnosti bančnega sistema ponudba posojil majhna ali pa so bile obrestne mere previsoke. In sicer je v tem primeru BS na večernem medbančnem trgu določila količino likvidnostnih posojil po enotni obrestni meri. Vendar so ga banke lahko črpale le v obsegu razpoložljivih vrednostnih papirjev za zavarovanje.
- **Likvidnostno posojilo v skrajni sili** je bilo bankam na voljo neprekinjeno za primer nepričakovanih likvidnostnih težav, torej za izpolnjevanje obvezne rezerve ali za poravnavanje dospelih obveznosti. Zanj je bilo značilno, da se je obrestovalo po zakoniti zamudni obrestni meri⁸, prav tako pa je morala banka za znesek posojila zastaviti vrednostne papirje.

3.7.3 Lombardna posojila

Lombardna posojila so lahko banke dobile od junija 1992 naprej, in sicer na podlagi zastave blagajniških zapisov BS v tujem denarju ali zakladnih menic R Slovenije. Znesek posojila odobrenega na podlagi teh papirjev se je po posameznih letih spreminjal, in sicer je bil odvisen tudi od vrste posojila. Danes edino poznamo **interventna lombardna posojila**, ki so neprekinjena ponudba vsem bankam, da lahko dobijo likvidna sredstva kadar koli za pet dni v določenem odstotku zastavljeni vrednostnih papirjev. V času črpanja posojila mora banka kupovati devize od podjetij ali prodajati devize podjetjem po tečaju, navedenem v ponudbi. Tečaj se zelo pogosto spreminja, o čemer pa so banke obveščene s spremembo ponudbe.

V kratki zgodovini BS pa smo poznali tudi **lombardna posojila z neposredno ponudbo**, ki so jih lahko banke najele v okviru ponujene vsote v višini zastavljenih vrednostnih papirjev. Povedati pa je potrebno, da so se dodatni pogoji po posameznih letih spreminjali in so bili odvisni od denarnih gibanj in zastavljenih ciljev BS.

⁸ Zakonska zamudna obrestna mera je obrestna mera, po kateri se obrestuje denarne obveznosti v domačem denarju od dneva nastanka dolžnikove zamude do dneva plačila.

4 Ureditev obveznih rezerv v Sloveniji

Že v predhodnih poglavjih sem omenila, da se CB zelo poredko odločajo za spremembo odstotka obveznih rezerv, saj ima instrument ob spremembi velike učinke na likvidnost bančnega sistema. Spreminjanje višine rezerv spreminja možnosti poslovnih bank za kreditiranje gospodarstva in prebivalstva (Festić, 2002, str. 4). Kljub vsemu pa je Banka Slovenije v letih svojega delovanja že nekajkrat posegla po spremembi, kar je vidno tudi v naslednji tabeli.

Tabela 2: Stopnje obveznih rezerv v Sloveniji glede na ročnost vlog po posameznih obdobjih

Ročnost vlog	Od aprila 1992 do marca 1995	Od aprila 1995 do avgusta 2002	Od septembra 2002 dalje
Vloge na vpogled in do 30 dni	12,5	12	Glej točko 4.1.5.1
Vloge od 31 do 90 dni	3	6	
Vloge od 91 do 180 dni	3	2	
Vloge od 181 dni do 1 leta	3	1	
Vloge nad 1 letom	0,5	0	

Vir: Letno poročilo BS za leto 1995, 1996, str. 23.

In sicer se je način izpolnjevanja obveznih rezerv bank spreminjal predvsem z dveh vidikov (Veselinovič, 2002, str. 27):

- sledil je reformi plačilnih sistemov, zaradi česar ni bilo treba izločati bankam od decembra 1998 sredstev za izpolnitev obveznih rezerv na poseben, temu namenjen račun pri centralni bank, temveč je štel v izpolnjevanje obveznih rezerv bank stanje na poravnalnem računu banke in v blagajni;
- občasno so banke lahko obvezne rezerve izpolnjevale tudi z vpisom blagajniških zapisov v tolarjih, vendar skladno s posebnimi določili BS. Vse do spremembe sklepa v septembru leta 2002 je bilo tako možno z vpisanimi 60-dnevnimi blagajniškimi zapisi v tolarjih izpolnjevati del obveznih rezerv bank, ki je izhajal iz vlog iz naslova nacionalne stanovanjske sheme, kar je predstavljalo nekakšno kompromisno rešitev pri obravnavi teh vlog ob nedorečeni dilemi glede njihove ročnosti zaradi možnosti njihovega odpoklica.

Zadnja sprememba na področju obveznih rezerv, ki je posledica prilagajanja slovenske monetarne regulative regulativi ECB, se je zgodila aprila leta 2002, ko je BS poslovne banke obvestila, da je Svet centralne banke sprejel nov Sklep o obveznih rezervah. Ta sklep je poslovnim bankam naložil nalogo, da za od meseca septembra 2002 izračunavajo obvezne rezerve po novih določilih. Ta sklep se od predhodnega razlikuje predvsem glede izračuna obveznosti bank in ne toliko glede načina izpolnjevanja teh obveznosti. Spremenilo se je namreč izhodišče za izračun obveznih rezerv in stopnje obveznih rezerv za posamezne vrste sredstev bank. Več o vsem pa je možno prebrati v nadaljevanju.

4.1 Spreminjanje sistema obveznih rezerv na ozemlju Slovenije

Obvezne rezerve so na ozemlju Slovenije poznane od leta 1956, ko jih je z odlokom uvedel Zvezni izvršilni svet. Vse od takrat pa do danes se je instrument kar nekajkrat temeljito spremenil, tako same stopnje kot tudi osnova in način izpolnjevanja obveznosti bank iz tega naslova. Obvezne rezerve so banke po novem sistemu začele obračunavati leta 1991, in sicer na septembrsko stanje vlog, izpolnjevati obveznost pa v mesecu oktobru (Hiti, 1993, str. 2).

V nadaljevanju se bom osredotočila predvsem na instrument obveznih rezerv od denarne osamosvojitve Slovenije (8. oktober 1991) do današnjih dni.

4.1.1 Ureditev obveznih rezerv od 8. oktobra 1991 do 31. decembra 1991

V tem obdobju so bile dolžne imeti obvezne rezerve samo banke. In sicer so morale obračunavati obvezne rezerve (Sklep o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank, 1991):

- v višini 20 % – od depozitov na vpogled in depozitov, vezanih do treh mesecev; od sredstev, pridobljenih z izdajo vrednostnih papirjev z rokom dospelosti do treh mesecev; od sredstev, pridobljenih s krediti od pravnih oseb in občanov, z rokom dospelosti do treh mesecev in od združenih sredstev z rokom dospelosti do treh mesecev;
- v višini 5 % – od depozitov, vezanih za tri mesece in več; od sredstev, pridobljenih s krediti od pravnih oseb in občanov z rokom dospelosti tri mesece in več in od združenih sredstev z rokom dospelosti tri mesece in več.

Pri tem je potrebno poudariti, da je ta prvoten sklep veljal le za izločitev obveznih rezerv v obdobju od 14. oktobra do 31. oktobra 1991. Od 4. novembra 1991 dalje je namreč za vloge z rokom dospelosti do treh mesecev veljala nižja stopnja, in sicer se je le-ta z 20 % znižala na 7 %.

4.1.1.1 *Obračun obveznih rezerv in njihovo izpolnjevanje*

Banke so bile dolžne **obračun obveznih rezerv** sestaviti do 10. v mesecu iz povprečnih stanj depozitov iz prejšnjega meseca, in sicer na podlagi dnevnik knjigovodskih stanj v obračunskem obdobju oz. mesecu.

To **obveznost so banke izpolnile** tako, da je bil v povprečju znesek izločenih obveznih rezerv na posebnem računu pri pooblašeni organizaciji za plačilni promet v obdobju od 11. dne v tekočem mesecu do 10. dne v naslednjem mesecu najmanj enak znesku obračunane obvezne rezerve. Pri čemer so se pri izračunavanju povprečja upoštevali vsi delovni dnevi in sobote. Ta sredstva so lahko banke s prenosom na svoj žiro račun uporabljale za zagotavljanje svoje dnevne likvidnosti. Pri tem pa so morale plačati dokaj visoke stroške plačilnega prometa.

Na podlagi povedanega lahko za to prvo obdobje ureditve sistema obveznih rezerv ugotovimo, da je bilo obdobje izpolnjevanja obveznosti zamaknjeno za več kot mesec dni od obdobja izračuna. To pa je imelo za posledico, da so banke imele že na začetku obdobja za izpolnjevanje obveznosti natančno izračunano obveznost, hkrati pa to lahko pomeni tudi, da se je v tem času višina vlog v bankah lahko že močno spremenila.

4.1.1.2 Obrestovanje obveznih rezerv, poročanje in kazni za neizpolnjevanje obveznosti

Banke so za obvezne rezerve na posebnem računu pri pooblašteni organizaciji za plačilni promet dobile 1% letne obresti.

Za Slovenijo je v tem obdobju veljalo, da je banka, ki ni izpolnila predpisane obveznosti obveznih rezerv, morala plačati obresti, ki so bile 100 % višje od splošne eskontne obrestne mere BS. In sicer je morala banka ta znesek plačati za vse dni, za katere je veljala obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv. Prav tako pa je BS proti kršiteljem lahko uvedla tudi ostale ukrepe, ki so bili predpisani z zakonom.

Kazen je morala posamezna banka plačati sočasno s predložitvijo poročila o izpolnjevanju obveznosti. Ta so morale banke na podlagi obračuna za mesec september 1991 sestaviti na predpisanem obrazcu in v predpisanem roku, torej do 13. dne v mesecu. In sicer so morale to narediti posebej za obdobje od 14. oktobra do 31. oktobra 1991 in posebej za obdobje od 4. novembra do 10. novembra 1991 (Sklep o spremembi in dopolnitvi sklepa o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank, 1991). Za obdobje od 11. decembra do 31. decembra 1991 pa so banke morale poročilo o izpolnjevanju obveznosti predložiti najkasneje do 10. januarja 1992.

4.1.2 Ureditev obveznih rezerv od 1. januarja 1992 do 31. marca 1992

Instrument obveznih rezerv je bil v tem obdobju urejen s Sklepom o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerv bank, ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 30, 14. 12. 1991, in sicer se je sklep začel uporabljati od 1. januarja 1992 dalje.

Tudi za to obdobje je značilno, da so bile obvezane za držanje obveznih rezerv samo banke. Sicer pa se je obveznost nanašala skoraj na vse obveznosti bank, izločene so bile samo medbančne obveznosti. Tudi v tem obdobju se je stopnja obveznih rezerv razlikovala glede na ročnost vlog. Poznali smo dve stopnji:

- 7% za vloge z rokom dospelosti do treh mesecev,
- 5% za vloge z rokom dospelosti nad tremi meseci.

4.1.2.1 Obračun obveznih rezerv in njihovo izpolnjevanje

Glavna razlika v izpolnjevanju obveznih rezerv v tem obdobju glede na ureditev v predhodnem obdobju je v načinu **obračunavanja obveznosti iz naslova obveznih rezerv**. Banke le-to izračunajo kot povprečje dnevni knjigovodskih stanj depozitov v obdobju od prvega do zadnjega delovnega dne tekočega meseca.

To **obveznost so banke izpolnile** tako, da je v povprečju znesek izločene obveznih rezerv v obdobju od prvega do zadnjega delovnega dne v mesecu bil najmanj enak znesku obračunanih obveznih rezerv v istem mesecu.

Na podlagi povedanega lahko za to obdobje ureditve sistema obveznih rezerv ugotovimo, da se je obdobje izračuna obveznosti popolnoma pokrivalo z obdobjem izpolnjevanja. Ta slabost je imela za posledico dejstvo, da banke vse do zadnjega dne v mesecu niso natančno vedele, koliko bo znašala obveznost iz naslova obveznih rezerv. Prav v tem je razlog, da so banke v tem obdobju morale imeti vedno več presežnih rezerv, kot bi bilo sicer nujno.

Pravkar navedeno dejstvo je za posledico imelo tudi, da so banke morale BS hkrati predložiti tako poročilo o obračunu obveznih rezerv kot tudi poročilo o izpolnjevanju obveznosti, in sicer najkasneje do 10. dne v naslednjem mesecu.

Vsa ostala določila, obrestovanje obveznih rezerv in sankcije za neizpolnjevanje obveznosti so v tem obdobju enake kot v obdobju od 8. oktobra do 31. decembra 1991.

4.1.3 Ureditev obveznih rezerv od 1. aprila 1992 do 31. marca 1995

Instrument obveznih rezerv je bil v tem obdobju prvotno urejen s Sklepom o obračunavanju, izločanju in uporabi obveznih rezerv, ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 13, 20. 3. 1992. Na podlagi tega so banke morale obračunavati obvezne rezerve:

- v višini 12,5 % od vpoglednih depozitov in depozitov vezanih do 30 dni,
- v višini 3 % od depozitov, vezanih od 31 dni do enega leta ter
- v višini 0,5 % od depozitov, vezanih nad eno leto.

Pri tem so se kot depozit šteli vpogledni depoziti, vezani depoziti, sredstva na odpoklic in sredstva z odpovednim rokom, sredstva pridobljena z izdajo vrednostnih papirjev, sredstva pridobljena s krediti od pravnih oseb in prebivalstva ter druga sredstva.

Posebnost tega obdobja je tudi dejstvo, da so od 1. julija 1992 dalje morale na enak način kot banke obračunavati in izločati obvezne rezerve tudi hranilnice in hranilno kreditne službe pri kmetijskih zadrugah, od septembra 1992 pa še hranilno kreditne službe pri obrtnih zadrugah. To pa je hkrati pomenilo tudi, da se je njihov žiro račun vključeval v depozit pri BS in ne več v depozit bank.

Prav tako pa je potrebno opozoriti na posebnost, saj je v obdobju od aprila 1993 do februarja 1995 veljala posebna obravnava bank v sanaciji. Zaradi tega tako ni možno iz podatkov določati normalnega obnašanja bank.

4.1.3.1 Obračun obveznih rezerv in njihovo izpolnjevanje

Za to obdobje je bilo značilno, da so banke **obveznost izločanja obveznih rezerv izračunale** na podlagi povprečja iz dnevnik knjigovodskih stanj depozitov, in sicer v obdobju od 22. dne v prejšnjem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu. Tukaj velja poudariti, da so banke in hranilnice morale od vključno aprila 1993 dalje pri izračunu osnove in izpolnjevanju obveznosti upoštevati vse koledarske dni.

Obveznost pa so banke izpolnjevale tako, da je v povprečju znesek izločenih obveznih rezerv na posebnem računu pri pooblašeni organizaciji za plačilni promet, sredstev na žiro računu in v blagajni banke od prvega do zadnjega dne v tekočem mesecu znašal najmanj toliko, kot je bil znesek obračunane obvezne rezerve v predpisanem obdobju. Ta prvotni sklep pa je bil nekoliko popravljen 24. 7. 1992, ko so se k izpolnjevanju obveznosti izločanja obveznih rezerv začeli upoštevati tudi blagajniški zapisi BS v tolarjih, vpisani po posebni ponudbi, in to v odstotku, ki ga je s sklepom določil guverner BS.

Dejstvo, da so se bankam v izpolnjevanje obveznosti šteli tudi drugi zneski in ne samo znesek na posebnem računu obvezne rezerve, je omogočilo bankam večjo racionalizacijo upravljanja z obveznimi rezervami (Hiti, 1993, str. 5). Prav tako pa lahko vidimo, da je bilo obdobje izpolnjevanja za nekaj dni zamaknjeno od obdobja za izračun obveznosti. To je bankam omogočalo, da so v zadnjih dneh meseca zagotovile izpolnjevanje obveznosti, saj so na podlagi že obstoječih knjigovodskih podatkov o višini osnove le-te lahko natančno izračunale.

4.1.3.2 Obrestovanje obveznih rezerv, poročanje in kazni za neizpolnjevanje obveznosti

Tudi v tem obdobju so banke (in kasneje tudi hranilnice) za obvezne rezerve na posebnem računu pri pooblašeni organizaciji za plačilni promet dobile 1% letne obresti, medtem ko za sredstva na žiro računu niso dobile nobenih obresti.

Vse banke, ki niso izpolnile predpisane obveznosti iz naslova obveznih rezerv, so do 30. junija 1992 morale plačevati 50% letne zamudne obresti. Vendar pa se je kasneje ta stopnja glede na višino inflacije izkazala za prenizko. Tako je od 1. julija 1992 do 12. marca 1993 banka oz. hranilnica morala v primeru nezadostnih obveznih rezerv plačevati BS zamudne obresti za znesek primanjkljaja v višini $R + 30\%$, po 13. marcu 1993 pa je ta stopnja znašala $R + 25\%$ (Hiti, 1993, str. 6). V zakonu je bilo tudi predpisano, da če sredstva na žiro računu banke oz. hranilnice po končani dnevni obdelavi prometa njenih deponentov niso zadoščala za kritje vseh obremenitev, je Agencija za plačilni promet, nadziranje in informiranje zaključila dnevno obdelavo za banko oz. hranilnico tako, da je uporabila sredstva z računa

obveznih rezerv (Sklep o spremembi in dopolnitvi sklepa o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank, 1994).

Poročilo o obračunu obveznih rezerv in o izpolnjevanju obveznosti so morale banke in hranilnice predložiti na predpisanem obrazcu BS najkasneje tretji delovni dan v naslednjem mesecu. Po tem novem sklepu so banke poročilo prvič pripravile za mesec april 1992, in sicer so morale to storiti do 6. maja 1992.

V literaturi je zaslediti, da je bil glavni cilj spremenjene metodologije obveznih rezerv predvsem v cilju, spodbuditi banke k zbiranju kvalitetnejših vlog ter zmanjšati obrestne mere, zlasti na vpogledne vloge in vloge na odpoklic (Hiti, 1993, str. 6).

Iz sklepa o spremembah in dopolnitvah sklepa o obračunavanju, izločanju in uporabi obveznih rezerv, ki je bil objavljen v Uradnem listu R Slovenije, št. 38, 30. 6. 1994, je tudi razvidno, da so morale banke, pri katerih je izračunana efektivna pasivna obrestna mera za prejeta sredstva v domači valuti za preteklo četrtletje za določen odstotek preseгла povprečno izračunano mero za vse banke in hranilnice v Sloveniji, obvezno izločiti določen del obveznih rezerv na poseben račun izločene obvezne rezerve bank pri pooblaščen organizaciji za plačilni promet.

Tako je morala posamezna banka oz. hranilnica imeti dnevno na posebnem računu obveznih rezerv izločene naslednje odstotke za pretekli mesec obračunane obveznosti izločanja obveznih rezerv:

- 50 %, če je preseganje znašalo od 0,1 % do 5 %,
- 60 %, če je preseganje znašalo od 5,1 % do 10 %,
- 70 %, če je preseganje znašalo od 10,1 % do 15 %,
- 80 %, če je preseganje znašalo od 15,1 % do 20 %,
- 90 %, če je preseganje znašalo od 20,1 % do 25 %,
- 100 %, če je preseganje znašalo nad 25 % izračunane povprečne efektivne pasivne obrestne mere bank in hranilnic.

Ta sklep se je začel uporabljati 1. novembra 1994, ob upoštevanju izračunane efektivne obrestne mere za tretje četrtletje leta 1994.

4.1.4 Ureditev obveznih rezerv od 1. aprila 1995 do 31. avgusta 2002

Za obravnavano obdobje je značilno, da so se vloge pri obravnavi obveznih rezerv razdelile v več skupin. Tako so v začetku tega obdobja morale banke in hranilnice izračunavati obvezne rezerve v višini:

- 12 % od vpoglednih vlog in vezanih vlog do 30 dni,
- 6 % od vlog, vezanih od 31 do 90 dni,
- 2 % od vlog, vezanih od 91 do 180 dni in
- 1 % od vlog, vezanih od 181 dni do enega leta.

Tudi tu so se kot vloge, od katerih so morale banke in hranilnice izračunavati obvezne rezerve, štete vse vpogledne vloge, vezane vloge, vključno vloge na odpoklic in z odpovednim rokom, sredstva pridobljena z izdajo vrednostnih papirjev, prejeta posojila od pravnih oseb, razen od bank in hranilnic, prejeta posojila od prebivalcev in druga sredstva (Sklep o obvezni rezervi bank in hranilnic, 1994).

Že v tem obdobju pa je zaznati tudi prve ukrepe za postopno prilagoditev instrumenta obveznih rezerv ureditvi ECB. Tako so od januarja 2002 iz osnove za izračun obveznosti izvzeta kratkoročna posojila na podlagi začasne prodaje kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev, gre za t. i. REPO posle. Dejansko sicer le-ti ostajajo del osnove za izračun obveznosti, vendar se pri izračunu za ta del repo poslov uporablja 0-odstotna stopnja obveznih rezerv. Seveda pa ta ukrep ne pomeni samo približevanje ciljni ureditvi instrumenta obveznih rezerv, ampak je oz. bo prav gotovo pripomogel tudi k bolj živahnemu trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji tako med bankami kot tudi ostalimi tržnimi udeleženci (Obrazložitev sklepa št. 22-0223/01, 5. 12. 2001).

4.1.4.1 Obračun obveznih rezerv in njeno izpolnjevanje

Obvezne rezerve so banke izračunavale za tekoči mesec iz povprečnih dnevnik knjigovodskih stanj vlog v obdobju od 22. dne v prejšnjem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu.

V istem obdobju pa **so banke obvezne rezerve izpolnile** tako, da so imele v povprečju znesek obveznih rezerv na posebnem računu, žiro računu in v blagajni v obdobju od prvega do zadnjega dne v tekočem mesecu, najmanj v znesku izračunane obvezne rezerve za obdobje izračuna. Od 1. septembra 1997 dalje pa je obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv trajalo od 27. dne v prejšnjem mesecu do 26. dne v tekočem mesecu. Povedati je potrebno, da so se v izpolnitev obveznih rezerv tudi tedaj lahko šteli blagajniški zapisi BS v tolarjih, ki so bili vpisani po posebni ponudbi, in sicer v odstotku, določenim s sklepom guvernerja BS.

Prav tako je za to obdobje veljalo, da se tako pri izračunu kot pri izpolnitvi obveznih rezerv upoštevajo vsi dnevi meseca.

Obvezne rezerve na posebnem računu so lahko banke uporabljale za zagotavljanje svoje dnevne likvidnosti, in sicer tako, da so le-ta prenesla na svoj žiro račun. Prav tako pa je tudi Agencija za plačilni promet, nadziranje in informiranje v primeru, da sredstva na žiro računu posamezne banke po končani dnevni obdelavi prometa njenih deponentov niso zadoščala za pokritje vseh obremenitev, zaključila dnevno obdelavo te banke tako, da je uporabila sredstva z računa obveznih rezerv.

Od 1. septembra 1997 dalje pa so banke in hranilnice obvezne rezerve na posebnem računu lahko uporabljale tudi za poravnavanje svojih obveznosti do BS in drugih bank v skladu z danimi pogoji BS.

Prav je, da na tem mestu povem, da so banke od 27. aprila 1998 naprej namesto žiro računa uporabljale poravnalni račun⁹. Z vzpostavitvijo sistema bruto poravnave v realnem času (v nadaljevanju BPRČ) so imele vse neposredne udeleženske pri BS odprt poravnalni račun, prav iz tega razloga se tako pri izpolnjevanju obveznih rezerv namesto stanja na žiro računu upoštevajo stanja na poravnalnem računu. S tem pa se samo izpolnjevanje obveznih rezerv ni spremenilo. Hkrati pa so nastopile spremembe tudi pri posrednih udeležencih, ki so imeli odprt transakcijski račun pri neposredni udeleženci sistema BPRČ. Za te je še naprej veljalo, da so se pri izpolnjevanju obveznih rezerv upoštevala le znesek obveznih rezerv na posebnem računu in sredstva v blagajni, medtem ko se sredstva na transakcijskem računu v ta namen niso smela všteti, saj so ta sredstva predstavljala terjatev do banke in ne terjatev do BS. Spremembe pa so nastale tudi za hranilno kreditne službe, ki do 27. aprila 1998 niso uspele odpreti transakcijskega računa pri neposredni udeleženci sistema BPRČ, saj po tem datumu, zaradi zagotovitve enakega statusa vseh hranilno kreditnih služb, niso smele k izpolnjevanju obveznih rezerv šteti več sredstev na računu 625 pri Agenciji za plačilni promet (Tomažič, 1998, str.1).

Od 1. aprila 1995 pa do 1. julija 1995 je glede efektivne pasivne obrestne mere za prejeta sredstva v domači valuti veljalo enako določilo kot v predhodnem obdobju. Po prvem juliju 1995 in vse do januarja 2001, ko dogovor o določanju zgornje meje pasivnih obrestnih mer v bankah in hranilnicah ne velja več, pa se je pri teh obrestnih merah namesto povprečnih izračunanih obrestnih mer kot »meja« upošteval Sklep o spremembi in dopolnitvi sklepa o obveznih rezervah bank in hranilnic, ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 33, 16. 06. 1995. Po tem sklepu so banke oz. hranilnice, ki so priznavale višje pasivne obrestne mere, kot so bile določene v veljavnem dogovoru o določanju zgornje meje pasivnih obrestnih mer v bankah in hranilnicah, oz. ki so prekoračile nominalno obrestno mero, izračunano z uporabo revalorizacijske klavzule, ki jo je uporabljala BS, in določenega realnega dela, morale imeti celotne obvezne rezerve en mesec na posebnem računu pri pooblaščen organizaciji za plačilni promet. In sicer se je to izvedlo takoj naslednji mesec po ugotovljenem odstopanju obrestnih mer.

Z istim sklepom je bilo določeno tudi, da morajo banke in hranilnice imeti v tekočem mesecu vsak dan od prvega do zadnjega dne na posebnem računu obveznih rezerv pri pooblaščen organizaciji za plačilni promet najmanj 50 % obveznih rezerv, ki so bile izračunane za pretekli mesec.

4.1.4.2 Obrestovanje obveznih rezerv, poročanje in kazni za neizpolnjevanje obveznosti

Banke, ki niso imele s Sklepom o obveznih rezervah bank in hranilnic predpisane obvezne rezerve dnevno na posebnem računu so morale za premalo izločene obvezne rezerve za vsak dan plačati nadomestilo, in sicer skladno s sklepom o aktivnih in pasivnih obrestnih merah BS

⁹ Od takrat naprej se ustrezno prilagodijo tudi same definicije, ki se nanašajo na sistem obveznih rezerv.

v višini zakonsko določenih zamudnih obresti.

Tako kot v dosedanjih obdobjih so tudi v tem banke zavezane za poročanje. Poročilo o izračunanih obveznih rezervah, poročilo o izpolnitvi obveznih rezerv in poročilo o obveznih rezervah na posebnem računu so predložile banke in hranilnice BS na predpisanem obrazcu najkasneje tretji delovni dan v naslednjem mesecu. Od 1. septembra 1997 dalje pa so bile banke poročila o izračunanih obveznih rezervah in o izpolnitvi obveznih rezerv za tekoči mesec dolžne predložiti BS najkasneje do prvega delovnega dne v naslednjem mesecu.

4.1.5 Ureditev obveznih rezerv od 1. septembra 2002 do avgusta 2003

Obvezne rezerve so znesek, ki ga obveznik izračuna z množenjem osnove za izračun obveznih rezerv in ustreznih stopenj obveznih rezerv in ga mora imeti v povprečju posameznega obdobja izpolnjevanja na računu pri BS in kot gotovino v blagajni.

Obveznik je banka, hranilnica in hranilno kreditna služba s sedežem v R Sloveniji ter podružnica tuje banke v R Sloveniji, ki opravlja bančne storitve skladno z zakonom o bančništvu. Medtem ko podružnice domačih bank, ki so ustanovljene v tujini, niso dolžne izračunavati in izpolnjevati obveznih rezerv.

Za to obdobje je značilno še nadaljnje prilagajanje sistema obveznih rezerv v Sloveniji sistemu ECB. Tako se je število različnih stopenj zmanjšalo. Glavna sprememba pa je, da so se iz osnove za izračun obvezne rezerve izločila sredstva zbrana v okviru stanovanjskega varčevanja. Prav tako pa se v osnovi za izračun obveznih rezerv ne upoštevajo obveznosti do institucij, ki so prav tako obvezniki, ter obveznosti do BS. Prav tako pa lahko guverner BS v poročilu za izdelavo poročila za izračun in izpolnitev obveznosti poimensko navede institucije, katerih obveznosti lahko obvezniki izvzamejo iz osnove za izračun obveznih rezerv.

4.1.5.1 *Obračun obveznih rezerv in njihovo izpolnjevanje*

Obvezne rezerve banke obračunavajo z množenjem povprečnih dnevni knjigovodskih stanj obveznosti v obdobju izračuna in ustreznih stopenj, ki v tem obdobju znašajo: 0 %, 2 % in 7 %. Obdobje za izračun se tudi v tem obdobju začne 22. dne v preteklem mesecu in traja do 21. dne tekočega meseca.

Velika vsebinska sprememba je tudi razširitev osnove za izračun obveznih rezerv na devizne vloge, tako da ta sedaj zajema vse tolarske in devizne obveznosti bank, razen obveznosti do BS in do bank, ki so prav tako obvezniki za izpolnjevanje tega predpisa. Nove stopnje obveznih rezerv so (Veselinovič, 2002, str. 27):

- 7 % od tolarskih vlog, REPO poslov (razen REPO poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji) in sredstev, zbranih z izdajo vrednostnih papirjev z ročnostjo do 90 dni;
- 2 % od tolarskih vlog, REPO poslov (razen REPO poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji) in sredstev, zbranih z izdajo vrednostnih papirjev z ročnostjo od 91 dni do dveh let, ter vlog v tujem denarju z ročnostjo do dveh let;
- 0 % od vlog, REPO poslov in sredstev, zbranih z izdajo vrednostnih papirjev z ročnostjo nad dve leti, REPO poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji in sredstev, zbranih v okviru nacionalne stanovanjske varčevalne sheme.

Poleg novih stopenj je na tem področju najbolj izstopajoča novost obravnava sredstev Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS), ki so bila do sedaj uvrščena v osnovo za izračun obveznih rezerv po kriteriju odpovednega roka, po novem pa bankam za ta sredstva ne bo potrebno več izločati obveznih rezerv. S tem je vsaj s tega vidika tudi BS priznala dolgoročno naravo teh sredstev.

Tako bodo sredstva, zbrana v okviru NSVS, obravnavana enako kot v ECB. Slednja namreč sredstvom, pridobljenim na podlagi dolgoročnih projektov, katerih pogoji so opredeljeni v nacionalni zakonodaji, namenja posebno obravnavo, saj jih razvršča med dolgoročna, in to ne glede na njihove tehnične lastnosti, zato se zanje uporablja 0% stopnja obveznih rezerv. Tako obravnavanje je skladno tudi s teoretičnimi priporočili glede oblikovanja instrumenta obveznih rezerv, predvsem kar zadeva poenostavljanje instrumenta (Plut, 2002, str. 14).

Prav tako je v tem obdobju enako tudi obdobje izpolnjevanja, in sicer od 27. dne v preteklem mesecu do 26. dne tekočega meseca. Svojo obveznost obveznik izpolni tako, da je vsota sredstev v tem obdobju na računu pri BS in v blagajni najmanj enaka znesku izračunanih obveznih rezerv v tekočem obdobju izračuna. Pri čemer mora vsak obveznik paziti, da ima v tekočem koledarskem mesecu vsak dan od prvega do zadnjega dne na računu pri BS najmanj 50 % obveznih rezerv, izračunanih za preteklo obdobje izpolnjevanja.

Kot vidimo se v tem obdobju k izpolnjevanju obveznosti obveznih rezerv več ne štejejo blagajniški zapisi BS. Tako kot v prejšnjem obdobju pa se tako pri izračunu kot pri izpolnjevanju obveznosti upoštevajo vsi dnevi v mesecu.

4.1.5.2 Obrestovanje obveznih rezerv, poročanje in kazni za neizpolnjevanje obveznosti

Obrestovanje pomeni plačilo obresti, ki jih BS plača obvezniku na stanje, ki ga ima na računu pri njej, in sicer se to stanje obrestuje po 1% letni obrestni meri. Te obresti pa plača obvezniku prvi delovni dan v mesecu za pretekli koledarski mesec. Najkasneje do tega dne pa mora posamezen obveznik BS tudi predložiti poročilo o izračunu in izpolnitvi obveznih rezerv za tekoči mesec.

Obveznik, ki iz katerega koli razloga delno ali v celoti ne izpolnjuje obveznih rezerv, mora Banki Slovenije plačati nadomestilo na znesek manka, torej na razliko med izračunanimi obveznimi rezervami in zneskom povprečnega izpolnjevanja obveznih rezerv v obdobju izpolnjevanja. In sicer se nadomestilo izračuna kot zmnožek manka in obrestne mere zamudnih obresti. Od januarja 2003 pa Banka Slovenije poleg ukrepa plačila nadomestila z odločbo izreče tudi še enega ali več ukrepov, ki so določeni v zakonu o Banki Slovenije.

Prav tako pa mora za vsak dan plačati nadomestilo tudi obveznik, ki nima dnevno na računu pri BS najmanj 50 % obveznih rezerv, izračunanih za preteklo obdobje izpolnjevanja. Tudi v tem primeru je to zmnožek med zneskom dnevno premalo izločenih obveznih rezerv in obrestne mere zamudnih obresti. Za vsak dan izračunano nadomestilo pa se obrestuje do konca meseca po lombardni obrestni meri BS, zmanjšani za eno odstotno točko. Nadomestilo se obračunava in plačuje mesečno.

Poleg denarnih kazni pa so obvezniki lahko deležni tudi ostalih sankcij, ki so določene v Zakonu o Banki Slovenije. In sicer se najpogosteje pojavljajo v obliki kot omejitvev pri vpisovanju blagajniških zapisov BS, omejitev povečevanja obsega plasmajev, omejitev plačil v tujino ali omejitev zadolževanja v tujini ...

4.1.6 Ureditev obveznih rezerv od septembra 2003 naprej

Svet BS je na svoji 261. redni seji 14. januarja 2003 sprejel sklep o nadaljnji prilagoditvi instrumenta obveznih rezerv ureditvi v sistemu ECB. Obveznikom (banke, hranilnice in hranilno kreditne službe) se tako septembra 2003 ukine možnost izpolnjevanja obveznih rezerv z gotovino v blagajni. Obvezniki bodo po novem izpolnili obvezne rezerve tako, da bodo imeli v obdobju izpolnjevanja v povprečju na računu pri BS znesek, ki bo najmanj enak znesku izračunanih obveznih rezerv v tekočem obdobju izračuna.

Druga sprememba je, da se bo za tolarske obveznosti z ročnostjo do 90 dni, ki se upoštevajo v osnovi za obvezne rezerve, stopnja obveznih rezerv znižala s 7 % na 4,5 %, kar je še vedno več kot v ECB, kjer le-ta znaša 2 %.

Poleg tega se bodo v razred s stopnjo 0 % poleg repo poslov na podlagi kratkoročnih vrednostnih papirjev uvrstili tudi repo posli na podlagi dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. S tem se bomo na tem področju izenačili z ECB, kjer se vsi repo posli upoštevajo v razredu s stopnjo 0 % (Sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah, 2003).

Prav tako je Svet BS sprejel, da se po zgledu ECB za vsakega izdajatelja elektronskega denarja posebej že ob izdaji dovoljenja za storitve izdajanja elektronskega denarja določi nujnost izračunavanja in izpolnjevanja obveznih rezerv ali morebitno prehodno obdobje. Vendar pa moramo vedeti, da zaradi neustrezne pravne podlage septembra 2003 še ne bo možno vključiti izdajateljev elektronskega denarja med obveznike za obvezne rezerve.

Uvedba obveznih rezerv za slednje bo mogoča šele, ko bo sprejeta novela zakona o plačilnem prometu (Sporočila za javnost z 272. seje Sveta BS, 30.06.2003).

4.2 Analiza obveznih rezerv

Na podlagi analize dejanskih podatkov¹⁰ o stanju obveznih rezerv v posameznih mesecih ugotovimo, da pretežni del osnove (okrog 97%) in tudi razširjene osnove predstavljajo banke. Ostanek osnove pa se razdeli med hranilnice in hranilno kreditne službe. Prav tako pa so banke tudi tiste, ki imajo v primerjavi s hranilnicami in hranilno kreditnimi službami precej nižje presežne rezerve. Seveda pa imajo tudi nekatere banke vsak mesec velike presežne rezerve in s tem tudi oportunitetne stroške. Vendar pa je po mojem mnenju to še vedno ceneje kot plačevati nadomestilo za znesek neizpolnjevanja obveznosti. Iz podatkov se tudi lahko ugotovi, da izmed vseh obveznikov najmanj obveznosti izpolnjujejo z gotovino v blagajni, le okrog 20 %, medtem ko pri drugih tipih institucij ta delež presega 30 % (Bradeško, Plut, 2001, str. 38).

Na podlagi priporočil, ki so natančno opredeljena v točki 3.3.1, in dejanskega stanja na področju obveznih rezerv v Sloveniji vidimo, da je prva razlika že v sestavi osnove, saj se leta ne ujema s ciljanim denarnim agregatom. Iz naše osnove so namreč izvzete dolgoročne vloge. Prav tako pa imamo v Sloveniji še vedno diferencirane stopnje, lahko pa vidimo, da se je število le-teh od začetka do danes močno zmanjšalo. Prav tako pa se v nasprotju s priporočili v izpolnjevanje do septembra 2003 šteje tudi gotovina v blagajni bank. Še vedno pa je opazna tudi razlika v obrestovanju, saj se sredstva obvezne rezerve na poravnalnih računih obrestujejo znatno pod tržnimi obrestnimi merami (Bradeško, Plut, 2001, str. 34). Vendar pa ob tem ne smemo pozabiti, da priporočila niso v celoti upoštevana tudi v drugih sistemih, tako odstopanja opazimo tudi v ureditvi ECB, h kateri se poskušamo približati tudi v Sloveniji.

Glede na priporočila IMF-a je ena osnovnih funkcij obveznih rezerv, da zagotavljajo večjo stabilnost v povpraševanju po primarnem denarju in kot tako jo navaja tudi ECB. Čeprav je glavni pogoj za zagotavljanje tega, da se obveznosti izpolnjujejo v povprečju, v Sloveniji izpolnjen, lahko ugotovimo, da obvezne rezerve to funkcijo kljub temu opravljajo v znatno manjši meri, kot bi jo glede na obseg obveznosti lahko. Kot glavni razlog lahko navedemo dejstvo, da je spodnja meja dnevnega izpolnjevanja razmeroma visoka, saj morajo banke imeti na poravnalnem računu najmanj 50 % obveznosti preteklega meseca. Drugi pomemben razlog pa leži v dejstvu, da so sredstva na poravnalnem računu obrestovana le po 1% letni stopnji, pa še to le do višine obveznosti preteklega meseca. In tako banka, ki ima na določen dan na tem računu več sredstev, nosi oportunitetni strošek, ki pa je seveda manjši, kot bi stroški znašali v primeru prenizkega stanja. Prav tako pa imajo banke vedno na razpolago tudi

¹⁰ Konkretni podatki o stanju obveznih rezerv v Sloveniji v obdobju od oktobra 1991 do marca 2003 so prikazani v tabelah v prilogi št. 4.

odprto ponudbo za izposojanje pri Banki Slovenije in nalaganje presežkov pri njej, kar jim omogoča stalno uravnavanje likvidnosti po sprejemljivi ceni (Bradeško, Plut, 2001, str. 40).

Glede na to, da že vseskozi govorim o približevanju Slovenske ureditve obveznih rezerv ureditvi pri ECB, je prav, da v naslednjem poglavju na kratko pogledamo tudi le-to.

4.2.1 Ureditev obveznih rezerv v sistemu ECB in primerjava z ureditvijo v Sloveniji

Za ureditev obveznih rezerv v ECB lahko z gotovostjo trdimo, da so pri oblikovanju sistema poleg cilja in nalog, ki naj bi jih obvezne rezerve opravljale, upoštevali tudi izkušnje vseh sodelujočih držav.

Glavna vloga obveznih rezerv v EMU je zagotovitev stabilnosti kratkoročnih obrestnih mer, ki so hkrati tudi operativni cilj denarne politike. To se lahko doseže predvsem z izpolnjevanjem obveznih rezerv s pomočjo povprečenja. Medtem ko je glavni cilj obveznih rezerv v Sloveniji varovanje likvidnosti bančnega sistema. V obeh sistemih pa imajo obvezne rezerve pomembno vlogo tudi v povečevanju oz. pri nas zlasti v ustvarjanju primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga (Bradeško, Plut, 2001, str. 34–50).

Obvezniki za obvezne rezerve v Evrosistemu so vse kreditne institucije, ki sprejemajo vloge pravnih in fizičnih oseb in na podlagi teh sredstev dajejo posojila. Pri nas pa so trenutno obvezniki banke, hranilnice in hranilno kreditne službe. V obeh državah velja, da so obvezniki tudi podružnice kreditnih institucij oz. bank, ki nimajo sedeža na relevantnem območju, ter da so iz sistema izvzete podružnice domačih institucij. Prav tako pa je v obeh ureditvah možno, da se na nediskriminatorni osnovi izvzamejo iz sistema določene institucije. Glavna razlika med obema sistemoma je v dejstvu, da so v EMU iz sistema izvzete tako tiste kreditne institucije, ki so v sanaciji, kot tiste, ki so v stečaju ali likvidaciji, medtem ko je treba za slednje v Sloveniji obvezne rezerve obračunati.

Največja razlika med obema sistemoma je na področju osnove in stopenj ter načinu izračunavanja in izpolnjevanja obveznosti. Tako je osnova za izračun obveznih rezerv v EMU razdeljena tako po ročnosti kot po vrstah obveznosti, medtem ko je v Sloveniji razdeljena le po ročnosti. Tako v EMU poznajo dva razreda, in sicer obveznosti do dveh let, za katere velja 2% stopnja obveznih rezerv, in obveznosti nad dvema letoma in repoji, za katere velja 0% stopnja. V Sloveniji pa priporočilu IMF-a o enotni stopnji obveznih rezerv tudi v zadnjem obdobju ni ugodeno, saj so obveznosti za ta namen razdeljene v tri razrede, in sicer za obveznosti do 90 dni velja 7% stopnja, medtem ko je za obveznosti od 91 dni ter do dveh let 2% stopnja. Za vsa sredstva s prvotno zapadlostjo nad dvema letoma pa tudi v Sloveniji velja 0% stopnja obvezne rezerve. Kot zanimivost velja tudi povedati, da EMU pozna tudi zgornjo še dopustno stopnjo obveznih rezerv, in sicer znaša 10 %, medtem ko Banka Slovenije na tem področju ni omejena.

Od septembra 2002 se je v Sloveniji sistem prilagodil tudi tako, da tudi pri nas v osnovo za izračun obveznosti vštevamo obveznosti v tuji valuti. Sicer pa se v Sloveniji bolj držimo priporočil IMF-a tudi na samem področju izračuna in izpolnjevanja obveznosti, saj obvezniki kot obdobje izračuna upoštevajo stanja od 22. dne v preteklem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu, medtem ko v EMU za izračun obveznosti upoštevajo le zadnji dan preteklega meseca, kar pomeni, da obvezniki svojo obveznost poznajo že na začetku obdobja. Vendar pa je v EMU vsak obveznik tudi upravičen, da od zneska obveznosti odbije 100.000 EUR, kar pa v Sloveniji ni mogoče, saj bi v nasprotnem primeru nekateri obvezniki popolnoma izpadli iz sistema, zlasti to velja za hranilno kreditne službe. Za obe ureditvi pa je značilno, da obveznosti izpolnjujeta s pomočjo sistema povprečenja, vendar nikjer obdobje izpolnjevanja ne sovпада s koledarskim mesecem, pri čemer je ta zamik manjši v Sloveniji. Bistvena razlika med načinoma izpolnjevanja obveznosti je tudi v dejstvu, da se v Sloveniji k izpolnjevanju poleg povprečnega stanja sredstev na računu obvezne rezerve pri Banki Sloveniji šteje tudi gotovina v blagajni obveznika. Slednje pa je v nasprotju s priporočili IMF-a. Prav tako pa morajo banke v Sloveniji, kot smo videli, na poravnalnem računu vsak dan imeti 50 % obveznosti preteklega meseca.

Za oba sistema je tudi značilno, da obrestujeta sredstva na poravnalnem računu le do višine izračunane obveznosti. Je pa bistvena razlika v višini obrestovanja, saj je obrestna mera v Sloveniji fiksna in znaša 1 % letno, kar je znatno pod priporočeno tržno obrestno mero, medtem ko se v EMU uporablja obrestna mera za glavne operacije refinanciranja, in sicer se od junija 2000 upošteva povprečna izlicitirana obrestna mera.

V obeh sistemih so obvezniki v primeru neizpolnjevanja obveznosti kaznovani bodisi denarno bodisi nedenarno. Tako morajo v EMU za manko plačati nadomestilo po za 2,5 odstotni točki povečani povprečni obrestni meri za odprto ponudbo za posojilo čez noč za vse dni obdobja izpolnjevanja, v primeru večkratnih kršitev pa se ta pribitek poveča na 5 odstotnih točk. Prav tako morajo za celotno obdobje izpolnjevanja v višini zamudnih obresti plačati nadomestilo za znesek manka obvezniki v Sloveniji, medtem ko se nadomestilo za nedoseganje minimalnega dnevnega stanja na poravnalnem računu le-to plača le za število dni, ko minimalni znesek ni bil dosežen (Bradeško, Plut, 2001, str. 37–38).

Opazna razlika med sistemoma je tudi v sistemu poročanja, saj morajo obvezniki pri nas vsak dan sproti Banki Slovenije poročati o stanju gotovine v blagajni in stanja vseh razredov razširjene osnove. Poleg tega pa morajo mesečno poročati tudi o povprečnem stanju razredov in podrazredov osnove, o izračunu obveznosti in višini obveznosti ter izpolnjevanju. Za razliko od tega ECB ne zahteva dodatnega poročanja, ampak uporablja podatke iz rednega mesečnega statističnega poročanja.

Na podlagi povedanega lahko vidimo, da se je Banka Slovenije z zadnjo reformo instrumenta obveznih rezerv že močno približala ureditvi EMU. Kljub temu pa lahko napovemo še nekaj potrebnih sprememb, ki jih bomo slej ko prej morali narediti.

4.2.2 Spreminjanje instrumenta obveznih rezerv

Rečemo lahko, da se je BS pri prilagajanju obveznih rezerv sistemu ECB odločila za postopno spreminjanje, kar je glede na izkušnje nekaterih drugih evropskih držav tudi najbolj priporočljivo¹¹. Postopnost je pomembna predvsem zaradi omejitev v zvezi z razpoložljivostjo sredstev za plačilni promet, z bilanco uspeha in ne nazadnje tudi z usklajenostjo s spremembami drugih instrumentov (Bradeško, Plut, 2001, str. 42). Prvi del sprememb se je v Sloveniji torej že zgodil, in sicer s septembrom 2002, ko smo tako zmanjšali število stopenj obveznih rezerv, začeli vključevati v osnovo tudi obveznosti v tujem denarju ter razširili osnovo na vsa sredstva, katerih prvotna ročnost je bila do dveh let. Prav tako pa se je razjasnilo tudi obračunavanje obvezne rezerve na obročno zbrana sredstva ter sredstva, pri katerih obstaja možnost prekinitve varčevanja. Ob tem je bila v Sloveniji največja dilema glede na sredstva, zbrana v okviru stanovanjskega varčevanja¹².

V nadaljevanju tako čaka BS še sprememba načina izračuna obveznosti, ki se zaenkrat obračunava kot povprečje dnevni stanj, vendar pa mora biti zaradi dokaj velike obremenitve bank, ki izhaja iz obveznosti izločanja obveznih rezerv, pri tem pazljiva. Kajti izračun obveznosti na podlagi stanj sredstev na en dan v mesecu, bi namreč bankam omogočil izogibanje obveznostim. Ob tem pa lahko povemo tudi, da je oz. bo ločeno poročanje podatkov smiselno le, dokler se bo obveznost bank izračunavala na sedanji način.

Druga taka sprememba, ki bo prav tako pomenila približevanje ureditvi ECB, pa je ukinitve možnosti izpolnjevanja obveznosti z gotovino v blagajni (Bradeško, Plut, 2001, str. 44). Slednjo bodo banke začele izvajati že septembra 2003. Vendar pa ob tem ne smemo pozabiti, da bo to povzročilo povečanje obremenitve za banke, saj le-te več kot 20 % obveznosti izpolnijo z gotovino v blagajni. Slednje pa je seveda v nasprotju z načeli, ki naj bi jih BS upoštevala pri spreminjanju instrumenta obveznih rezerv. Po enem izmed njih naj bi se ob vsaki spremembi izogibali povečanju obremenitev, saj se bo skupna obremenitev bank končno z vidika obveznih rezerv znatno zmanjšala tako glede stopenj kot tudi glede oportunitetnih stroškov.

Prav tako pa se mora BS zavedati, da se bodo z zniževanjem stopenj, če se bo zanje še nadalje odločila, znižali neto obrestni prihodki nje same. Zato bi bilo smiselno, da se »davčni« namen obveznih rezerv izolira od drugih, saj bi tako ob morebitni ponovni potrebi po sterilizaciji ne bilo potrebno ponovno spreminjati stopenj ali osnove. To pa bi lahko BS dosegla s povečanjem in spreminjanjem obrestovanja sredstev na poravnalnih računih (Bradeško, Plut, 2001, str. 43). Povečanje teh obrestnih mer pa bo tudi zmanjšalo dohodkovno obremenitev bank.

¹¹ Tako je Portugalska pred popolno prilagoditvijo sistemu EMU imela 24-mesečno prilagoditveno obdobje.

¹² Več o tem glej prilogo št. 1.

Seveda pa vse te spremembe niso le posledica bližnjega vključevanja Slovenije v EU in kasneje še v EMU, ampak jih je smiselno izpeljati kmalu, ne glede na tempo našega dejanskega vključevanja v EMU. Glede na samo intenzivnost nastajajočih sprememb pa je očitno, da se tega zavedajo tudi pristojne institucije.

5 Novosti, ki se obetajo na področju denarne politike v Sloveniji tik pred vstopom in po vstopu v EU

Zaključek pogajanj Slovenije z EU za naš pristop v integracijo prihaja v fazo, ko za sam vstop postaja pomembna tudi priprava na prevzem evra. Sedanje kandidatke za članstvo v EU pri tem vprašanju namreč nimamo izbire. Prevzem evra je končni in neizogibni cilj našega vključevanja v EU. To pomeni, da je časovni horizont prevzemanja evra za nas zato drugačen kot za države članice, ki so se leta 1999 ob uvedbi evra lahko svobodno odločile za oz. proti uvedbi evra in s tem za nedoločen čas odložile prehod v enotno skupno valuto.

Neizogibno dejstvo vstopa v EMU postavlja pred kandidatke zahtevne naloge, saj morajo pred vstopom v EMU poleg nominalne konvergence¹³ izpolnjevati tudi, v zadnjem času vse pogosteje omenjeno, t. i. realno konvergenco – strukturna skladnost in dohitevanje gospodarske razvitosti¹⁴ obstoječih držav članic EU. Prav sklicevanje na realno konvergenco bo državam Evroobmočja omogočalo, da po potrebi zadržijo nove članice izven področja evra. V primeru neizpolnjevanja teh pogojev lahko vstop novih članic rezultira v neravnovesjih, ki se v končni posledici izravnavajo le s povečano brezposelnostjo ob nizki gospodarski rasti.

Tako je uskladitev stopnje rasti cen na raven Maastrichtskega kriterija že do vstopa v EU osrednja naloga držav kandidatk. Ključno vlogo pri umirjanju rasti cen pa ima denarna politika. Prostost njenega oblikovanja pa se bo z vstopom v EU do prevzema evra sicer še ohranja, vendar ob zmanjšani fleksibilnosti, saj bo tečaj domače valute postal že ob vstopu stvar skupnega interesa vseh držav članic EU. Zato je zelo pomembna njena polna izraba v času do vstopa v EU (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, maj 2002).

5.1 Vključitev v EMU

Čas do uvedbe evra za države centralne in vzhodne Evrope (CEE) lahko razdelimo na tri obdobja. **Prvo obdobje** predstavlja obdobje pred vstopom v EU, v katerem imajo omenjene države proste roke pri izbiri tečajnega režima in torej samostojno denarno politiko. V tem času je potrebno zagotoviti samostojnost CB, liberalizacijo kapitalskih tokov s tujino, obenem

¹³ Več o tem glej prilogo št. 2.

¹⁴ Tu gre predvsem za približevanje držav centralne in vzhodne Evrope državam evro področja pri BDP na prebivalca, ravni cen in pri strukturnih reformah.

pa je tudi prepovedano financiranje države s strani CB. V ta namen je Slovenija septembra 1999 sprejela novo devizno zakonodajo, junija 2000 je bil sprejet časovni okvir liberalizacije kapitalskih tokov s tujino, sprejet pa je bil tudi nov Zakon o BS, s čimer je Slovenija v veliki meri izpolnila zgoraj omenjene kriterije.

Drugo obdobje se prične z vstopom v EU in konča z vstopom v EMU. V tem času bodo CEE države pristopile v t. i. ERM2 mehanizem. Ta mehanizem zahteva postavitve paritete nacionalne valute glede na evro, dovoljeno odstopanje tržnega tečaja od centralne paritete pa je $\pm 15\%$.

Tretje obdobje se prične z vstopom v EMU in sistem ECB; torej z uvedbo evra in ukinitvijo nacionalne valute. S tem bodo CEE države imele enake pravice in dolžnosti pri vodenju denarne politike kot ostale države evro območja.

5.1.1 Slovenija in EMU

BS je usmerjena v pripravo pogojev, ki omogočajo Sloveniji čim hitrejši¹⁵ vstop v EMU. Uresničevanje te usmeritve lahko razčlenimo na tri dele:

- *čimprejšen vstop v EU,*
- *čimprejšen vstop v ERM2 in*
- *čim krajše sodelovanje v ERM2 in prehod v EMU.*

Vstop Slovenije maja 2004 v EU za BS pravno-formalno ne pomeni nobene nove omejitve oz. obveznosti, saj naj bi bil do takrat prost pretok kapitala že popolnoma liberaliziran, medtem ko je Zakon o BS že usklajen z zahtevami EU.

Glavna razlika bo v tem, da bo BS od takrat naprej morala voditi tečajno politiko kot stvar skupnega interesa, kar za evropsko komisijo pomeni prepoved uporabe politike deviznega tečaja za doseganje konkurenčnih prednosti v trgovinski menjavi.

Za izvajanje denarne politike BS bo pomemben predvsem vstop v ERM2 in nato vstop v EMU. Pomembno je stališče Evropske komisije, da članstvo v ERM2 ni možno pred članstvom v EU. Iz tega sledi, da se lahko neformalni pogovori o vključitvi v ERM2 pričnejo že pred vstopom v EU, formalno pa bi tak dogovor učinkoval šele po vstopu v EU. Vstop v ERM2 pomeni, da bo BS sprejela fiksen tečajni režim vezan na evro ter se prizadevala za vzdrževanje tečaja znotraj dovoljenih meja nihanja okoli centralne paritete $\pm 15\%$. Centralna pariteta se določi na podlagi pogajanj med ECB, ministri in guvernerji držav članic EU, Evropsko komisijo, Ekonomskim in finančnim odborom ter Slovenijo.

Ne glede na to, da za sodelovanje v ERM2 nizka inflacija ni pogoj, pa bi ob vstopu v ERM2 bistveno odstopanje inflacije od inflacije na področju EMU lahko pomenila za Slovenijo velik

¹⁵ Več o tem in razlogih za in proti hitremu vstopu v EMU glej v prilogi št. 3.

problem, saj bi denarna politika zaradi fiksiranja tečaja imela veliko nižji manevrski prostor. Omogočena je sicer možnost revalorizacije, ampak le s pristankom ECB in članic ERM2.

Izpolnjevanje nominalnih kriterijev pomeni fiksiranje tečaja in njegovo gibanje blizu centralne paritete. Ker bi bistveno višja inflacija od držav EU ob fiksnem tečaju lahko ogrožala makroekonomsko stabilnost, se nam zdi znižanje inflacije na raven Maastrichtskih kriterijev ena od prioritet ekonomske politike že do vstopa v ERM2, kajti če gledamo, da bi se vključili v ERM2 sedaj, po centralni pariteti, ki ustreza trenutnemu tečaju, in pri tem predpostavili podobno gibanje tečaja v prihodnosti, kot je bilo v zadnjih mesecih, bi dosegli zgornjo mejo koridorja ERM2 v približno treh letih.

5.1.2 Možni časovni okviri za vključevanje v ERM2 in EMU

Po sedaj znanih podatkih bo Slovenija maja 2004 postala polnopravna članica EU. S tem je denarni politiki že dan formalni dolgoročni inflacijski cilj, tj. letna inflacija od 3 % do 4 % do konca leta 2005, pri čemer se moramo zavedati, da je trenutna inflacija evro območja dokaj visoka. Na podlagi Sporočila za javnost s strani BS (Banka Slovenije, 11.7.2003) pa lahko ugotovimo, da sta se minister za finance Dušan Mramor in guverner BS Mitja Gaspari po seznanitvi s postopki in predvidenim vključevanjem držav pristopnic v redno proceduro koordinacije ekonomskih politik in javnofinančnega nadzora po vstopu v EU dogovorila, da bodo priprave na vstop v ERM2 potekale tako, da bo Slovenija lahko v ta mehanizem vstopila v letu 2005. V skladu s tem načrtom so tudi pripravili ustrezne načrte za dejanja tako v BS kot na Ministrstvu za finance, pri čemer so vseskozi upoštevali dejstvo, da je pri tem ključno leto 2004.

Že iz zgoraj povedanega izhaja, da je za denarno politiko že dan dolgoročni inflacijski cilj. Postavlja se vprašanje zelenega poteka procesa dezinflacije – ali postopno ali s hitrimi prelomi. Do vstopa v ERM2 ima denarna politika popolnoma proste roke pri izbiri tečajnega režima, kar vpliva tudi na izbiro bližnjih in operativnih ciljev denarne politike. Vendar pa se moramo zavedati, da je glede na naravo trenutnih inflacijskih pritiskov možnost močne in hitro učinkovite protiinflacijske aktivnosti BS omejena. Denarne oblasti lahko namreč vplivajo na makroekonomske cikle in inflacijo predvsem preko vplivanja na komponente agregatnega povpraševanja. Vendar pa lahko v primeru generiranja inflacije na strani ponudbe restriktivno delovanje le še bolj zavre že tako nizko zasebno potrošnjo in investicije. To pa bi lahko bistveno zavrlo okrevanje slovenskega gospodarstva (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, maj 2003).

Po upoštevanju vseh do sedaj znanih dejavnikov, ki naj bi v naslednjih letih vplivali na inflacijo v Sloveniji, naj bi po načrtih BS inflacija ob koncu leta 2003 predvidoma znašala 5,0 %, ob koncu leta 2004 pa 3,7 % (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, maj 2003). Doseganje zastavljenih ciljev brez nepotrebnih stroškov zniževanja inflacije pa ni uresničljivo brez ustreznih sprememb tudi pri ostalih ekonomskih politikah. Zato je za

uspešno zniževanje inflacije na vzdržen način potrebno sodelovanje BS z Vlado R Slovenije. Prav tako pa je potrebno sodelovanje tudi socialnih partnerjev, zlasti na področju gibanja plač.

Banka Slovenije tako računa na ukrepe Vlade RS, ki bodo delovali v podporo denarni politiki. Ti ukrepi se zlasti nanašajo na omejevalno politiko javne porabe in racionalno uporabo javnih sredstev, na zmerno rast mase plač v javnem sektorju ter na omejitev vseh rasti cen pod neposrednim ali posrednim nadzorom države. Prav tako pa je priporočljiv tudi odlog vseh ne nujno potrebnih davčnih ukrepov. Brez teh ukrepov lahko izgubimo v protiinflacijskem delovanju dodatno leto, kar pa bi lahko povzročilo prestavitev vstopa Slovenije v EMU.

6 Sklep

Denarna politika je del ekonomske politike, ki jo v Sloveniji samostojno in neodvisno izvaja BS. Njena temeljna usmeritev je vse od denarne osamosvojitve (8. oktober 1991), poleg stabilne valute, postopno zniževanje inflacije oz. njeno približevanje evropski ravni. Skozi proučevanje dokumentov sem ugotovila, da je stopnja inflacije končni cilj BS, ki pa ga banka ne more dosegati neposredno. Zato končni cilj dosega preko vmesnega cilja, ki je v začetnih letih po osamosvojitvi bil denarni agregat M1. Od leta 1997, ko je BS način vodenja denarne politike dopolnila z večjim upoštevanjem srednjeročne komponente in tudi z javnim poročanjem o letnih ciljeh slovenske denarne politike, pa se kot bližnji cilj uporablja denarni agregat M3. Slednji namreč poleg agregata M2 vsebuje tudi vloge v tujem denarju pri bankah. Slednje so v Sloveniji, zaradi dolgoletne visoke inflacije v preteklosti, zelo pomemben element denarnega varčevanja. Seveda pa se delež teh vlog kljub vsemu zmanjšuje. Na podlagi konkretnih podatkov o denarnih agregatih se ugotovila, da skozi celotno proučevano obdobje rastejo tako nominalno kot realno, pri čemer pa je pri vseh opaziti velika nihanja zlasti leta 1999, kar je posledica uvedbe DDV-ja v Sloveniji, ter leta 2001, ko so nastala nihanja posledica uvedbe evra.

Za uspešno vodenje denarne politike oz. doseganje zastavljenega končnega cilja se BS poslužuje številnih instrumentov. Njihov izbor pa je odvisen od strukturne pozicije denarnega trga, kar pomeni, da CB na denarnem trgu nastopa v vlogi neto ponudnika ali v vlogi dolžnika, oz. pove nam, ali CB ponuja dodatno likvidnost pod lastnimi pogoji ali pa je likvidnost prisiljena umikati. Za Slovenijo velja, da vsa leta beležimo strukturni presežek denarnega trga. K temu sta največ prispevala neto tuja aktiva ter izdani blagajniški zapisi BS v tujem denarju. Le-ti so slovenska posebnost, saj v nobeni drugi evropski državi ne zasledimo, da bi CB izdajale svoje papirje. Občasno pa so na strukturni položaj vplivale tudi neto vloge javnega sektorja. Pri izboru instrumentov za vodenje denarne politike pa mora BS upoštevati ne samo velikost strukturne pozicije ampak tudi njeno variabilnost. Slednja namreč sili CB v hitro odzivanje pri uporabi instrumentov. Glede na obsežen strukturni presežek mora BS zagotoviti dovolj obsežno povpraševanje po primarnem denarju z instrumentom obveznih rezerv. Slednje so namreč poleg blagajniških zapisov eden najpomembnejših instrumentov v Sloveniji.

Obvezne rezerve so v Sloveniji dolžne držati banke, hranilnice in hranilnokreditne službe. Ta instrument pa je v Sloveniji, kljub kratki zgodovini vodenja denarne politike, doživel že kar nekaj sprememb. Največ jih je bilo tik po uvedbi, zadnja pa se je začela uporabljati septembra 2002. Od takrat naprej imamo tri stopnje, in sicer 7% za tolarske vloge in sredstva z ročnostjo do 90 dni; 2% za tolarske vloge in sredstva z ročnostjo od 90 dni do dveh let ter za vloge v tujem denarju z ročnostjo do dveh let; ter 0% za vloge in sredstva z ročnostjo nad dvema letoma. V zadnjo skupino po novem sodijo tudi sredstva zbrana v okviru nacionalne stanovanjske varčevalne sheme, s čimer je tudi Banka Slovenije sedaj po zgledu evropskih držav priznala dolgoročnost teh sredstev.

Drugi pomemben instrument so danes še blagajniški zapisi v tolarjih in blagajniški zapisi v tujem denarju. To je tudi slovenska posebnost, saj v ostalih državah to funkcijo opravlja politika odprtega trga. V Sloveniji pa zaenkrat zanjo ni prostora, saj BS namesto odkupa državnih vrednostnih papirjev izdaja svoje papirje – blagajniške zapise. Med njimi imajo pomembno vlogo pri sterilizaciji zlasti blagajniški zapisi v tolarjih. Poleg te funkcije pa so slednji pomembni tudi zato, ker obrestna mera 60-dnevnih blagajniških zapisov v tolarjih predstavlja referenčno obrestno mero v Sloveniji. Izmed posojil pa so danes pomembna še lombardna posojila. Najmanj »uporaben« instrument pa je v Sloveniji neposredno omejevanje kreditov poslovnim bankam. To pa je tudi razumljivo, saj uporaba slednjega ni aktualna niti na Evroobmočju, kamor se bo vključila tudi Slovenija. Kajti Slovenija se zadnja leta vseskozi pripravlja na vstop v EU in s tem čez dve do tri leta tudi na vstop v EMU. Na podlagi teh dejstev lahko pričakujemo, da bodo vsa prizadevanja v vodenju same denarne politike BS še naprej usmerjena v umirjanje stopnje rasti cen. To pomeni, da bo glavna usmeritev BS tudi v prihodnje čim hitreje doseči evropsko raven inflacije, medtem ko bo BS ostale cilje podpirala le toliko, kolikor ji bo to omogočal načrtovani denarni okvir. Kajti tečaj tolarja in zniževanje obrestnih mer sta podrejena glavnemu cilju.

Seveda pa BS tudi v prihodnje ne bo zniževala inflacije sama, temveč pričakujemo še nadaljnje sodelovanje Vlade RS. Nadaljevanje takšnega sodelovanja, ki se je v zadnjem letu izkazalo za uspešno, lahko Sloveniji prinese ustrezno konkurenčno prednost pred ostalimi državami, ki so v procesu prevzemanja evra. Zavedati se namreč moramo, da se v primeru nekoordiniranih ekonomskih politik proces prevzemanja evra lahko močno zavleče. Videli pa smo tudi, da BS pričakuje, da se usklajena akcija ekonomskih politik ne bo omejila samo na Banko Slovenije in Vlado RS temveč bodo k temu pristopili tudi socialni partnerji – predvsem na področju dezindeksacije plač in ostalih stroškov dela.

Za konec pa je prav, da se zavemo, da po nekaj letih uspešnega vodenja denarne politike le-to kmalu ne bo več mogoče voditi popolnoma samostojno, saj bomo z vstopom v EMU monetarno avtonomijo izgubili.

Literatura

1. Arhar France: O denarni politiki letos in v letu 1996. Prikazi in analize, Ljubljana, 3 (1995), 4, str. 5-15.
2. Arhar France: Denarna politika v luči globalizacije in nadaljnje stabilnosti. Prikazi in analize, Ljubljana, 7 (1999), 3, str. 5-12.
3. Bole Velimir: Sterilization in a Small Open Economy; The Case of Slovenia. Zbornik mednarodne konference alternative Perspectives on Finance. Bled: Društvo ekonomistov Slovenije, 1994, str. 1-22.
4. Bradeško Jože, Alenka Plut: Obvezne rezerve v Sloveniji in približevanje EMU. Prikazi in analize. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001, 2, str. 31-50.
5. Calvo A. Guillermo: The Perils of Sterilization. IMF Staff Papers, Washington D.C., 38 (1991), 4, str. 921-926.
6. Ćirović Milutin: Monetarna ekonomija. Beograd: Eurpean Centre for Peace and Development – Standing Secretariat WSBM Beograd, 1987. 386 str.
7. Davies Haydn: Averaging in a Famework Paper of Zero Reserve Requirements: Implications for the Operation of the Monetary Policy. Bank of England, Working Paper Series, No 84. London: Bank of England, 1998. 54 str.
8. Duwendag Dieter et al: Geldtheorie und Geldpolitik. 4. izdaja. Köln: Bund-Verlag, 1992. 495 str.
9. Festić Merja: The Monetary Policy for Slovenia: Monetary or Inflation Targeting? Doktorska disertacija. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2000. 199 str.
10. Festić Merja: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (april 2002), 4, str.2-8.
11. Freedman Charles: The Goal of Price Stability. Journal of Money, Credit and Banking 8. 1991, str. 201-213.
12. Issing Otmar: Einführung in die Geldpolitik. 6. izdaja. München: Verlag Vahlen, 1996. 293 str.
13. Košak Tomaž: Denar v obtoku in drugi denarni agregati. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 60 str.
14. Košak Tomaž: Kaj nam strukturna pozicija denarnega trga pove o denarni politiki Banke Slovenije – 2.del. Prikazi in analize. Ljubljana: Banka Slovenije, 5 (1997), 3, str. 29-53.
15. Košak Tomaž: Politika odprtega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 3, str.39-42.
16. Košmerlj Teja: Obvezne rezerve v Evropski denarni uniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 41 str.
17. Kloten Norbert von Stein Heinrich Johann: Geld, Bank und Börsenwesen. 39. izdaja. Stuttgart: Schöffer-Pöschel Verlag, 1993. 1376 str.
18. Kuzmin Franc: Nacionalna stanovanjska varčevalna shema – ocena učinkov 12-odstotne obvezne rezerve. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 1-2, str.7-11.
19. Lavrač Vladimir: Denarna ureditev v Sloveniji s stališča priprav na Evropsko monetarno unijo (EMU). Zveza ekonomistov Slovenije: Slovenija in skupna evropska valuta. 2. letna

- konferenca znanstvene sekcije Zveze ekonomistov Slovenije. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1998, str. 42-59.
20. Lavrač Vladimir: Kdaj lahko pričakujemo vključevanje Slovenije v Evropsko monetarno unijo? Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 6, str. 7-13.
 21. Noč Matjaž: Osnovna razčlenitev ponudbe M3. Prikazi in analize, Ljubljana, 5 (1997), 4, str. 9-21.
 22. Okrogla miza bančnega vestnika: Tečajna politika Banke Slovenije – cilji in dileme. Bančni vestnik, Ljubljana, 44 (1995), 3, str. 5-33.
 23. Plut Alenka: Nacionalna stanovanjska varčevalna shema in obvezne rezerve bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 6, str. 14-16.
 24. Podbevšek Miha: Denarni agregati M1, M2 in M3 v Sloveniji, v obdobju od leta 1991 do leta 1998. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 57 str.
 25. Ribnikar Ivan: Sterilizacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 44 (1994), 9, str. 46-47.
 26. Ribnikar Ivan: Obvezne rezerve bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 45 (1996), 5, str. 54-56.
 27. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 336 str.
 28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
 29. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999a), 5, str. 46-49.
 30. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999b), 6, str. 47-49.
 31. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999c), 12, str. 41-44.
 32. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999d), 10, str. 47-49.
 33. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999e), 9, str. 12-15.
 34. Saje Janez: Težave pri dnevnem izpolnjevanju obvezne rezerve poslovnih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 5, str. 23-25.
 35. Strokovna skupina Banke Slovenije: Načrt opredelitve denarnih agregatov za Slovenijo. Prikazi in analize, Ljubljana, 3 (1995), 1, str. 11-33.
 36. Tarhan Vefa, Paul A. Spindt: Bank Earning Asset Behavior and Casuality Between Reserves and Money. Journal of Monetary Economics, Amsterdam, North-Holland. 12 (1983), str. 331-341.
 37. Veselinovič Nataša: Sprememba predpisa o obveznih rezervah slovenskih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 11, str. 27-30.

Viri

1. Ball J. Robert: Inflation and the Theory of Money. In The Minerva Series, 12. Manchester: Allen and Unwin, 1984. str. 38-64.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 12 (2003), 4.
3. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/index.html], 22.02.2003.
4. [URL: http://www.bsi.si/html/sporočila/svet_banke_20030630.html], 01.07.2003.
5. [URL:http://www.bsi.si/html/arc/denarni_pregled/letnik2002/DP_januar03.html], 25.08.2003.
6. [URL:http://www.bsi.si/html/arc/denarni_pregled/letnik2002/DP_marec03.html], 25.08.2003.
7. [URL:http://www.bsi.si/html/arc/denarni_pregled/letnik2002/DP_julij03.html], 25.08.2003.
8. [URL: <http://www.gov.si/umar/srhiv/og1196.html>], 18.06.2003.
9. Hiti Andreja: Obvezna rezerva – ureditev in analiza instrumenta. Pripravniška naloga. Ljubljana: Banka Slovenije, junij 1993. 38 str.
10. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999. Ljubljana: Banka Slovenije, 2000. 98 str.
11. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. 56 str.
12. Ribnikar Ivan: Denarni sistem (in denarna politika) na poti Slovenije v EU in EMU. Ljubljana, 2002. 18 str.
13. Sklep o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank (Uradni list RS, št. 18/91, št. 30/91, št. 13/92).
14. Sklep o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 36/02).
15. Sklep o obvezni rezervi bank in hranilnic (Uradni list RS, št. 80/94, št. 35/97).
16. Sklep o spremembi in dopolnitvi sklepa o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank (Uradni list RS, št. 21/91, št. 30/91, št. 36/92, št. 14/93, št. 38/94, št. 70/94, št. 74/94, št. 26/95, št.33/95).
17. Sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 65/03).
18. Sklep o spremembi sklepa o obvezni rezervi bank in hranilnic (Uradni list RS, št. 10/97, št. 35/97, št. 29/98, št. 78/98).
19. Tomažič Katarina: Obrazložitev sklepa številka 22-0072/98 z dne 9.1.1998. Ljubljana: Banka Slovenije, 1998.
20. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 58/02).

Priloge

Priloga 1: Nacionalna stanovanjska varčevalna shema

Prva Nacionalna varčevalna shema je bila vpeljana leta 1999, in sicer so julija 1999 prebivalci vpisali 60.750 lotov pri 12 bankah. Zaradi določb varčevalnih pogodb, ki urejajo prenehanje varčevanja, pa so bila sredstva, zbrana v okviru prve NSVS, z vidika sklepa o obveznih rezervah uvrščena med obveznosti z 12-odstotno stopnjo obveznih rezerv, kar je bankam povečalo stroške tako zbranih virov. Za varčevalce pa ta sklep ni spremenil ničesar. Za prvo NSVS je značilno tudi, da ni bila oblikovana na podlagi zakona, saj je le-ta bil sprejet šele tik pred izvedbo druge NSVS, to je 27. novembra 2000. Potem pa so se med vlado Republike Slovenije kot ponudnico dolgoročnega stanovanjskega varčevanja in Banko Slovenije oblikovala različna mnenja. Kajti iz 4. člena ZNSVS je izhajalo, da se sredstva, pridobljena na podlagi NSVS, obravnavajo kot dolgoročna in niso del osnove za izračun obveznih rezerv, medtem ko je Banka Slovenije vztrajala pri trditvi, da določba o neizračunavanju obveznih rezerv, ker so le-ta dolgoročne, ni ustrezna in še naprej vztrajala pri svojem stališču, naj banke sredstva obravnavajo po ročnosti, ki jo le-ta dejansko odležijo na računu ali v primeru odpovednega roka po dolžini le-tega.

Pomembna sprememba pri drugi izdaji NSVS, predvsem z vidika obveznih rezerv, je 100-dnevni odpovedni rok, zaradi katerega se sredstva, zbrana na podlagi druge, tretje in četrte sheme, uvrčajo med vloge, od katerih se izračunavajo obvezne rezerve po stopnji 2 %. S tem pa so se bankam glede na prvo shemo znižali tudi oportunitetni stroški¹⁶. In sicer so se le-ti pri petletnem varčevanju s prejšnjih 0,5 do 0,9 odstotne točke znižali na 0,05 do 0,09 odstotne točke, ob predpostavki gibanja TOM-a med 4 in 8%. Stroški desetletnega varčevanja pa so se ob enakem razponu TOM-a znižali na raven med 0,08 in 0,12 odstotne točke (prej med 0,7 in 1,1 odstotne točke).

Oportunitetni stroški pa so se bankam znižali tudi zaradi novega načina izpolnjevanja obveznih rezerv. Banke so namreč lahko izpolnjevale obvezne rezerve, izračunane od sredstev NSVS z vpisanimi 60-dnevnimi blagajniškimi zapisi Banke Slovenije v tolarjih. Ta način izpolnjevanja obveznih rezerv je začel veljati na dan vpisovanja druge NSVS in je veljal tudi za izpolnjevanje obveznih rezerv iz prve NSVS pa tudi poznejših dveh NSVS, ki so ju varčevalci vpisovali 10. aprila 2001 in 2. aprila 2002. Povprečno izpolnjevanje obveznih rezerv z blagajniškimi zapisi je bilo 1821 milijonov tolarjev oz. 93,6 % celotnih obveznih rezerv iz naslova sredstev, zbranih v okviru NSVS. Sicer pa je marca 2002 obveznost iz naslova NSVS predstavlja 2,9 % obveznih rezerv vseh bank skupaj oz. 3,7 % obveznih rezerv bank, ki so bile uvrščene v shemo.

¹⁶ Do podobnih ugotovitev je prišel tudi Franc Kuzmin v članku Nacionalna stanovanjska varčevalna shema – ocena učinkov 12-odstotne obvezne rezerve.

Priloga 2: Pogoji vstopa v EMU

EU poudarja, da bodo kriteriji vstopa novih članic v EMU enaki tistim, ki so veljali za sedanje članice. To pomeni, da bi morale prihodnje države izpolnjevati Maastrichtske konvergenčne kriterije na zdravi in trajni osnovi. Kajti namen le-teh je zagotoviti, da bo evro lahko dovolj stabilen oz. vsaj tako stabilen kot so bile prej najmočnejše evropske valute (npr. nemška marka) (Lavrač, 1998, str. 43).

Ti kriteriji so (Ekonomsko ogledalo, 1996):

↳ monetarni kriteriji:

- stopnja inflacije države kandidatke ne sme za več kot 1,5 odstotne točke presegati inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo inflacijsko stopnjo; pri čemer izračun zahteva primerjavo letnih povprečij;
- dolgoročna obrestna mera ne sme za več kot 2 odstotni točki presegati dolgoročne obrestne mere v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije; izračun se zahteva na temelju dolgoročnih državnih obveznic, ki imajo zadostno reprezentativnost in likvidnost, čemur se pri nas najbolj približujeta obveznici RS 1 in RS 2;
- stabilnost deviznega tečaja – kriterij zahteva udeležbo valute v mehanizmu deviznih tečajev EMU, in sicer z upoštevanjem normalnih meja nihanj deviznih tečajev in brez devalvacije lastne valute do katere koli druge valute članic EU na lastno iniciativo, in sicer vsaj dve leti;

↳ fiskalna kriterija:

- kriterij določa, da delež javnofinančnega deficita v bruto domačem proizvodu ne sme presegati 3 %, in sicer je ta vrednost fiksno določena;
- delež javnega dolga v BDP ne sme presegati 60 % oz. se mora dolg dovolj intenzivno približevati tej vrednosti.

Za Slovenijo lahko ugotovimo, da zlahka izpolnjuje oba fiskalna kriterija, prav tako pa ni daleč od izpolnjevanja ostalih treh monetarnih konvergenčnih kriterijev. Tukaj velja povedati, da Slovenija ne izpolnjuje kriterija glede deviznega tečaja, in sicer ker ni članica Evropskega monetarnega sistema in njegovega mehanizma deviznih tečajev in ker uporablja sistem drsečega deviznega tečaja.

Kljub prvotni obljubi, da bo izpolnjevanje teh kriterijev zadosten pogoj za vstop v EMU se v zadnjem času za države kandidatke glede na njihove tranzicijske posebnosti postavlja še dodaten pogoj – doseganje zadostne realne konvergence. To pomeni, da bodo države kandidatke realno konvergenco morale izpolnjevati vzporedno z nominalno konvergenco ali celo prej, saj je v ozadju misel, da se držav sploh ne da realno ocenjevati na podlagi nominalnih kriterijev vse dokler ne dosežejo napredka glede realne konvergence (Lavrač, 2002, str. 12). EU razume realno konvergenco kot razvojno dohitevanje ali približevanje ravni BDP na prebivalca v državah kandidatkah v povprečju EU ter tudi izpeljavo nujnih strukturnih reform oz. dokončanje tranzicije.

Na podlagi analiz so ugotovili, da je Slovenija glede na kriterije optimalnega valutnega območja¹⁷ zelo primerna za vključitev v monetarno integracijo. Slovensko gospodarstvo je majhno, odprto in diverzificirano po proizvodni in izvozni strukturi. Prav tako pa je tudi njena trgovina močno geografsko koncentrirana na območje EU. Slovensko gospodarstvo je tudi ciklično usklajeno z EU ter tudi struktura izvoza po proizvodih je podobna državam članicam EU. Vse to govori v prid dejstvu, da Slovenija po vstopu v EMU ne bi smela pričakovati asimetričnih šokov. Kako je z nominalnimi konvergenčnimi kriteriji sem napisala že zgoraj, medtem ko je Slovenija na dobri poti tudi kar se tiče izpolnjevanja realne konvergence, saj je slovenski BDP na prebivalca blizu ravni 70% povprečja EU. To pa pomeni, da Slovenija daleč presega druge države kandidatke in hkrati že dohiteva manj razvite članice EU (Lavrač, 20002, str. 12-13). Največ prilagajanj bi morale v Sloveniji po vstopu v EMU nositi realne plače oz. zagotoviti bi morali večjo fleksibilnost trga dela nasploh (Lavrač, 1998, str. 51).

Ob tem pa ne smemo pozabiti, da je koncept realne konvergence mogoče zlorabiti, kar pomeni, da lahko EU odloži vstop novih kandidatk v EMU za nedoločen čas. Zavedati se namreč moramo, da je razvojno dohitevanje zelo dolgotrajen proces, ki lahko traja tudi več desetletij, prav tako pa tudi strukturne reforme niso nikoli izpeljane povsem do konca.

¹⁷ Teorija optimalnega področja poudarja določene strukturne lastnosti gospodarstev, ki določajo, ali je za neko državo boljše vključiti se v širšo monetarno unijo ali pa ostati samostojno denarno področje z lastno valuto. Lastnosti, ki so pomembne so: odprtost, velikost, diverzificiranost in geografska koncentracija menjave (Lavrač, 1998, str. 50-51).

Priloga 3: Razlogi za in proti hitremu vstopu države v EMU

Na splošno velja, da se najbolj pripravljene kandidatke zavzemajo za zgodnjo vključitev v EMU in s tem za prevzem evra, medtem ko EU svari pred prezgodnjim vstopom. Tako velja, da naj bi kandidatke v EMU vstopile, ko bi izpolnjevale Maastrichtske konvergenčne kriterije na zdravi osnovi. Čeprav k temu vedno pogosteje dodajajo tudi druge zahtevne pogoje in administrativne ovire, ki od držav kandidatk zahtevajo dolgotrajno prilagajanje.

Kot najpogostejša tveganja ob hitrem vstopu teh držav v EMU se navaja sledeče (Lavrač, 2002, str. 11):

- vključitev šibkejših valut kandidat v EMU, bi lahko ogrozila stabilnost in kredibilnost evra;
- v primeru asimetričnih šokov, bi lahko prišlo do zahtev po finančni pomoči kandidatkam s strani EU;
- prišlo bi lahko do pristranskega odločanja v ECB ali celo do ohlapnejše denarne politike.

Vsem tem pa je seveda mogoče oporekati, saj je »pomen« držav kandidat v območju evra glede na BDP in tudi glede na denarne agregate zanemarljiv. Prav tako pa tudi ne moremo trditi, da bodo te države po dolgih pripravah do vstopa v unijo potem vodile manj stabilen finančne politike. Seveda pa se tudi same kandidatke zavedajo, da bodo z (hitrim) vstopom utrpele določene posledice, saj se bodo morale odpovedati svoji valuti, s tem pa bodo izgubile tudi svojo denarno politiko in instrument deviznega tečaja. Prav tako pa bodo lahko v primeru asimetričnih šokov utrpele izgube v padanju stopnje ekonomske rasti in zaposlenosti.

Na drugi strani pa obstajajo očitne prednosti hitrega vstopa držav kandidat v EMU. Pri tem je treba poudariti, da so prednosti za kandidatke podobne prednostim za države EU. V bistvu bi te prednosti lahko razdelili na (Lavrač, 2002, str. 11):

- mikroekonomske prednosti – odprava tečajnih nihanj ter stroškov konverzije med valutami znotraj evro območja in večja preglednost cen;
- makroekonomske prednosti – znižanje inflacije in obrestnih mer.

Kot prednost lahko omenimo tudi dejstvo, da so se te države že pred vstopom v EU morale popolnoma odpreti mednarodnim tokom kapitala in bile s tem izpostavljene šokom kratkoročnega kapitala, čemur pa po vstopu ne bodo več oz. bodo v primeru resnih težav lahko računale na plačilnobilančno pomoč EU in EMU. Kot zadnja in ne najmanj pomembna prednost pa je politične oz. prestižne narave, kajti med državami kandidatkami vlada rivalstvo, katera bo prej prevzela evro in s tem imela tudi večje možnosti za povečanje neposrednih naložb (Lavrač, 2002, str. 11).

Upoštevajoč vse navedeno so se razvili trije možni scenariji vstopa držav kandidat v EMU (Lavrač, 2002, str. 11 in 12):

- optimistični scenarij, ki predvideva vstop držav v EU leta 2004 ter hkrati tudi v ERM2 in potem v EMU čez dve leti;
- pesimistični scenarij, ki predpostavlja vstop v EU leta 2004, vstop v ERM2 pa leto ali dve kasneje, medtem ko bi do vstopa v EMU prišlo šele štiri do pet let po vstopu v ERM2;

- realistični scenarij, ki podobno kot ostala dva scenarija predvideva vstop v EU leta 2004, medtem ko je vstop v ERM2 predviden pol leta do leto kasneje in vstop v EMU dve leti in pol do tri leta po vstopu v ERM2. To pomeni, da bi do dejanskega vstopa v EMU prišlo okoli leta 2007 oz. 2008.

Seveda pa ob tem ne smemo pozabiti, da države članice lahko na podlagi realne konvergence vključitev novih držav odložijo za nedoločen čas in to ne glede na želje samih kandidatk. Dejstvo pa tudi je, da je članstvo v EMU za kandidatke obvezno in nimajo možnosti izbire kot so jo imele dosedanje članice EU.

Prednosti in slabosti vključevanja Slovenije v EMU

Za Slovenijo bi tako kot za ostale države kandidatke bila glavna prednost vstopa v EMU v dejstvu, da menjava Slovenije z EU, ki je za Slovenijo zelo pomemben trg, ne bi bila več izpostavljena tečajnim nihanjem in tudi ne stroškom konverzije med valutami. Posledica tega pa bi bili manjši stroški in večja stabilnost menjave, s tem pa tudi večji trgovinski in kapitalski tokovi z EU ter večja integracija v evropski skupni trg.

Prav tako pa lahko Slovenija pričakuje nižjo inflacijo in nižje obrestne mere. Nenazadnje pa bi bila Slovenija udeležena tudi seigniorageu iz izdajanja in uporabe skupne valute evra, bila bi soudeležena pri oblikovanju skupne evropske denarne politike in koristila bi prednosti ekonomije obsega pri držanju potrebnih mednarodnih monetarnih rezerv (Lavrač, 1998, str. 49-50).

Tudi slabosti bi bile podobne kot pri drugih kandidatkah, in sicer gre tu najprej za izgubo nacionalne valute. Poteg gre tudi za izgubo monetarne avtonomije in predvsem izguba deviznega tečaja kot instrumenta za prilagajanje mednarodne konkurenčnosti. Prav slednje naj bi predstavljalo največji problem.

Ne glede na prednosti in slabosti si Slovenija prizadeva za čim hitrejši vstop v EMU, kar je tudi obvezno, kajti sedanje kandidatke za vstop v EU nimajo možnosti izbire. Dejstvo pa je, da bo Slovenija najprej vstopila v EU in šele kasneje v EMU, saj ob vstopu v EU ne bo zadostila ne formalnemu, ki zahteva stabilnost deviznega tečaja najmanj dve leti v okviru ERM«, ne vsebinskemu pogoju, ki vsebuje ostale konvergenčne kriterije (Lavrač, 1998, str. 52-53).

Priloga 4: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od oktobra 1991 do marca 2003¹⁸

Tabela 1: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od septembra 1991 do decembra 1991
mio SIT

Mesec	OBVEZNOST BANK			
	v SIT	Višek	Manko	Presež. rezerve
Sep 1991	6.262,5			-
Okt	3.420,2	46,3		46,3
Nov	3.406,1	410,0		410,0
Dec	*** ¹⁹	218,5		218,5

Vir: Interni viri Banke Slovenije

Tabela 2: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od januarja 1992 do marca 1992
mio SIT

Mesec	OBVEZNOST BANK			
	v SIT	Višek	Manko	Presež. rezerve
Jan 1992	4.869,6	255,6		255,6
Feb	5.108,1	109,1	232,3	-123,2
Mar	5.627,0	335,1		335,1

Vir: Interni viri Banke Slovenije

¹⁸ V nobenih podatkih niso vključene hranilnice in HKS, ker imajo majhen delež in ne vplivajo na bančni sistem. Prav tako pa se tudi ne obnašajo tržno, enako pa tudi večina, vsaj v preteklosti, ni znala upravljati z rezervami. Sicer pa velja, da so HKS in hranilnice dolžne imeti obvezne rezerve od maja 1992 dalje.

¹⁹ Za december 1991 ni podatkov o obveznostih bank iz naslova obveznih rezerv.

Tabela 3: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od aprila 1992 do marca 1995²⁰*mio SIT*

Mesec	OBVEZNOST BANK			
	v SIT	Višek	Manko	Presež. rezerve
Apr 1992	7.406,5	250,9	1.070,5	-819,6
Maj	8.286,8	181,8	323,6	-141,8
Jun	8.361,4	580,7	915,5	-334,7
Jul 1992	9.218,5	902,4	534,0	368,3
Avg	10.067,0	269,8	1.231,6	-961,8
Sep	10.877,1	106,6	1.881,4	-1.774,8
Okt	11.780,8	173,6	2.032,7	-1.859,1
Nov	12.255,3	143,5	1.967,6	-1.824,1
Dec	12.593,6	143,7	2.351,9	-2.208,1
Jan 1993	13.694,3	233,6	2.404,3	-2.170,7
Feb	14.097,4	183,9	2.673,4	-2.489,6
Mar	14.875,4	84,5	3.367,4	-3.282,6
Apr	11.779,8	162,3	0,0	162,3
Maj	12.124,0	303,5	75,9	227,6
Jun	12.389,5	228,2	116,2	112,0
Jul	12.822,6	248,4	469,9	-221,5
Avg	13.579,0	158,4	407,3	-248,9
Sep	14.075,7	210,8	544,0	-333,2
Okt	14.764,0	236,9	539,4	-302,5
Nov	14.599,0	96,5	143,2	-46,6
Dec	14.969,9	380,0		380,0
Jan 1994	16.287,8	537,3		537,3
Feb	16.502,9	1.036,9		1.036,9
Mar	17.267,4	499,9		499,9
Apr	17.465,3	842,3	0,3	842,0
Maj	18.550,1	700,7	4,0	696,7
Jun	19.457,3	728,0	4,2	723,8
Jul	21.118,2	528,6	1,8	526,8
Avg	22.214,0	515,1		515,1
Sep	22.720,4	1.168,8		1.168,8
Okt	23.919,2	837,3		837,3
Nov	26.281,8	3.555,1		3.555,1
Dec	29.242,0	3.174,5		3.174,5
Jan 1995	30.785,9	2.248,1	2,0	2.246,1
Feb	30.228,2	1.801,8		1.801,8
Mar	31.405,2	1.417,2	4,2	1.413,0

Vir: Interni viri Banke Slovenije

²⁰ V obdobju od aprila 1993 do februarja 1995 je bila posebna obravnava bank v sanaciji, zato iz podatkov ni možno določiti »normalnega« obnašanja bank.

Tabela 4: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od aprila 1995 do avgusta 2002
mio SIT

<i>mesec</i>	OBVEZNOST B A N K			
	Obveznost	Višek	Manko	Presež. Rezerve
Apr 1995	33.755,7	1.564,9	0,0	1.564,9
Maj	34.618,2	1.817,1	0,0	1.817,1
Jun	35.213,8	1.798,4	0,0	1.798,4
Jul	35.810,2	1.268,9	0,0	1.268,9
Avg	36.554,2	832,7	0,0	832,7
Sep	36.219,4	1.133,9	0,0	1.133,9
Okt	36.432,7	1.298,1	0,0	1.298,1
Nov	36.055,6	1.695,9	0,0	1.695,9
Dec	35.829,0	1.462,4	0,0	1.462,4
Jan 1996	37.827,2	1.134,8	1,1	1.133,6
Feb	38.060,9	694,0	0,0	694,0
Mar	38.016,9	1.161,1	0,0	1.161,1
Apr	38.675,9	855,3	0,0	855,3
Maj	39.922,8	376,2	67,7	308,5
Jun	41.319,4	1.261,8	188,1	1.073,7
Jul	41.689,3	1.076,5	0,0	1.076,5
Avg	41.766,2	1.793,2	0,0	1.793,2
Sep	41.442,6	1.221,3	0,0	1.221,3
Okt	41.752,9	1.178,5	23,8	1.154,7
Nov	42.319,6	1.220,0	0,0	1.220,0
Dec	43.495,5	3.142,9	0,0	3.142,9
Jan 1997	44.628,2	2.220,1	0,0	2.220,1
Feb	44.076,8	2.255,5	0,0	2.255,5
Mar	44.920,3	2.123,6	0,0	2.123,6
Apr	46.048,5	2.698,9	0,0	2.698,9
Maj	46.914,7	1.342,5	0,0	1.342,5
Jun	47.873,1	2.310,5	0,0	2.310,5
Jul	48.935,7	2.662,4	0,0	2.662,4
Avg	49.941,3	2.018,0	0,0	2.018,0
Sep	50.870,1	1.717,0	0,0	1.717,0
Okt	51.363,9	1.487,6	0,0	1.487,6
Nov	51.726,6	1.528,2	0,0	1.528,2
Dec	52.925,4	2.165,4	0,0	2.165,4
Jan 1998	55.271,7	2.183,4	0,0	2.183,4
Feb	53.800,7	955,3	0,0	955,3
Mar	54.568,3	1.199,6	0,0	1.199,6
Apr	56.166,4	1.775,8	0,0	1.775,8
Maj	58.168,9	1.866,0	0,0	1.866,0
Jun	59.981,0	2.773,8	0,0	2.773,8
Jul	61.669,3	2.936,6	0,0	2.936,6
Avg	62.331,8	1.733,3	0,0	1.733,3
Sep	62.676,8	3.017,3	0,0	3.017,3
Okt	64.145,3	2.321,0	0,0	2.321,0
Nov	65.546,5	2.257,3	0,0	2.257,3
Dec	67.835,9	3.542,6	0,0	3.542,6
Jan 1999	70.149,7	1.841,4	0,0	1.841,4
Feb	70.263,7	1.674,2	0,0	1.674,2
Mar	69.688,6	1.496,9	0,0	1.496,9

Apr	71.705,9	2.033,2	0,0	2.033,2
Maj	72.019,9	1.328,1	0,0	1.328,1
Jun	73.759,9	2.825,5	0,0	2.825,5
Jul	76.316,5	2.252,4	155,7	2.096,7
Avg	76.982,9	1.353,3	0,0	1.353,3
Sep	76.564,2	2.259,7	0,0	2.259,7
Okt	76.495,7	2.281,7	0,0	2.281,7
Nov	76.265,5	3.092,5	0,0	3.092,5
Dec	76.917,4	4.522,8	0,0	4.522,8
Jan 2000	75.978,0	4.192,8	0,0	4.192,8
Feb	73.820,9	3.769,3	0,0	3.769,3
Mar	76.126,5	2.073,2	0,0	2.073,2
Apr	76.905,5	2.547,6	0,0	2.547,6
Maj	78.454,4	2.250,9	0,0	2.250,9
Jun	79.040,4	2.471,8	0,0	2.471,8
Jul	80.537,8	2.748,7	0,0	2.748,7
Avg	80.277,5	2.539,5	0,0	2.539,5
Sep	80.126,2	1.515,7	0,0	1.515,7
Okt	81.205,2	1.906,5	0,0	1.906,5
Nov	81.184,2	2.498,1	0,0	2.498,1
Dec	82.494,1	3.914,7	30,1	3.884,6
Jan 2001	82.364,0	2.794,0	41,8	2.752,2
Feb	82.141,2	2.356,0	0,2	2.355,9
Mar	83.620,9	2.261,9	8,6	2.253,3
Apr	85.346,1	2.119,2	0,0	2.119,2
Maj	86.878,5	3.263,5	0,0	3.263,5
Jun	86.780,5	2.372,8	0,0	2.372,8
Jul	88.292,1	1.637,3	0,0	1.637,3
Avg	88.347,2	1.172,2	0,0	1.172,2
Sep	89.379,7	997,3	0,0	997,3
Okt	90.764,6	1.882,3	0,0	1.882,3
Nov	91.954,9	1.241,3	0,0	1.241,3
Dec	94.481,6	2.655,5	0,0	2.655,5
Jan 2002	99.318,1	1.015,2	0,0	1.015,2
Feb	97.807,4	1.234,2	0,0	1.234,2
Mar	99.213,1	1.511,8	0,0	1.511,8
Apr	100.298,3	1.306,4	0,0	1.306,4
Maj	103.248,8	1.857,6	0,0	1.857,6
Jun	104.543,2	1.609,9	0,0	1.609,9
Jul	105.061,7	2.286,4	50,1	2.236,3
Avg	103.474,5	838,2	0,0	838,2

Vir: Interni viri Banke Slovenije

Tabela 5: Obveznost bank iz naslova obveznih rezerv v obdobju od septembra 2002 do marca 2003

Mio SIT

Mesec	OBVEZNOST BANK			
	Obveznost	Višek	Manko	Presež. Rezerve
Sep 2002	102.249	1.848	0	1.848
Okt	102.250	1.849	0	1.849
Nov	103.956	1.648	0	1.648
Dec	109.950	2.037	0	2.037
Jan 2003	111.056	1.670	0	1.670
Feb	109.649	1.336	0	1.336
Mar	109.985	1.216	0	1.216

Vir: Interni viri Banke Slovenije

Priloga 5: Denarni agregati v Sloveniji vrednostno (nominalno in realno) ter njihove povprečne mesečne stopnje rasti

Tabela 1: Podatki o stanju denarnih agregatov v Sloveniji v obdobju od januarja 1992 do aprila 2003 v tekočin in realnih cenah v mio SIT

	H	H-realno	M1	M1-realno	M2	M2-realno	M3	M3-realno
Jan 1992	14.867	10.541	39.324	27.881	83.666	59.319	133.383	94.569
Feb	14.893	11.885	38.904	31.045	89.549	71.460	140.991	112.511
Mar	19.144	16.962	43.106	38.192	101.766	90.165	166.065	147.134
Apr	19.854	18.762	45.305	42.813	108.619	102.645	178.225	168.423
Maj	22.689	22.398	46.180	45.587	120.403	118.858	192.386	189.917
Jun	25.304	24.099	49.325	46.976	126.151	120.144	200.464	190.918
Jul	27.921	26.390	52.796	49.902	139.744	132.083	214.562	202.800
Avg	29.571	27.871	60.963	57.458	150.731	142.065	229.044	215.876
Sep	32.647	29.733	65.870	59.991	160.778	146.428	245.912	223.964
Okt	34.289	30.211	69.735	61.441	171.505	151.106	262.694	231.448
Nov	34.354	29.262	70.139	59.744	178.812	152.310	275.496	234.664
Dec	36.357	30.733	75.842	64.110	184.707	156.134	286.280	241.995
Jan 1993	37.379	30.439	78.134	63.627	195.268	159.013	304.295	247.797
Feb	38.629	30.903	78.403	62.722	203.493	162.794	316.590	253.272
Mar	39.374	31.003	81.399	64.094	212.816	167.572	330.341	260.111
Apr	40.554	31.683	84.204	65.784	223.267	174.427	346.196	270.466
Maj	41.497	31.774	85.119	65.175	228.205	174.736	358.542	274.534
Jun	43.656	33.224	89.965	68.467	234.057	178.126	371.824	282.971
Jul	45.476	34.347	96.310	72.742	245.461	185.394	388.369	293.330
Avg	46.177	34.641	97.359	73.038	261.094	195.869	408.280	306.287
Sep	47.154	34.647	97.057	71.313	271.770	199.684	421.266	309.527
Okt	48.685	34.875	100.677	72.118	283.261	202.909	436.885	312.955
Nov	48.626	34.052	100.383	70.296	291.186	203.912	451.863	316.431
Dec	51.309	35.312	107.093	73.705	301.688	207.631	470.140	323.565

Jan 1994	51.554	34.810	107.759	72.761	315.225	212.846	495.438	334.529
Feb	52.668	35.135	107.945	72.011	324.533	216.500	512.351	341.795
Mar	54.158	35.607	112.011	73.643	338.144	222.317	530.328	348.671
Apr	56.666	36.371	116.805	74.971	352.320	226.136	547.306	351.288
Maj	59.789	37.961	122.541	77.804	368.311	233.848	567.058	360.037
Jun	62.680	39.224	128.356	80.323	388.222	242.942	589.498	368.897
Jul	66.247	40.893	133.384	82.336	405.104	250.064	608.690	375.735
Avg	68.393	41.882	135.562	83.014	419.080	256.632	625.958	383.318
Sep	70.269	42.305	135.437	81.539	426.355	256.686	637.055	383.537
Okt	72.848	43.156	140.309	83.121	437.428	259.140	652.238	386.397
Nov	79.278	46.092	145.050	84.331	453.820	263.849	671.357	390.324
Dec	85.549	49.279	159.632	91.954	489.324	281.869	708.860	408.329
Jan 1995	85.991	48.555	161.099	90.965	502.763	283.887	729.200	411.745
Feb	85.130	47.506	158.721	88.572	514.587	287.158	743.704	415.013
Mar	86.589	48.159	161.393	89.763	532.683	296.264	764.276	425.070
Apr	90.734	50.548	167.027	93.051	553.886	308.572	787.814	438.894
Maj	93.457	51.520	174.269	96.069	568.491	313.391	806.990	444.868
Jun	99.152	54.389	184.477	101.194	578.869	317.536	828.282	454.351
Jul	99.568	54.558	188.215	103.132	592.380	324.592	846.966	464.091
Avg	99.741	54.833	187.937	103.319	603.309	331.671	861.943	473.855
Sep	99.012	53.869	183.976	100.096	609.945	331.853	876.195	476.711
Okt	99.046	53.625	182.887	99.018	625.137	338.461	898.875	486.668
Nov	98.726	52.710	184.972	98.757	638.071	340.668	922.896	492.737
Dec	100.462	53.098	191.423	101.175	639.918	338.223	937.511	495.513

Jan1996	101.339	52.836	197.744	103.099	652.193	340.038	963.603	502.400
Feb	100.146	51.595	190.714	98.256	655.848	337.892	978.786	504.269
Mar	100.208	50.841	190.468	96.635	665.425	337.608	994.333	504.481
Apr	101.611	50.806	189.715	94.858	680.933	340.467	1.014.466	507.233
Maj	102.249	50.845	191.003	94.979	699.891	348.031	1.035.717	515.026
Jun	108.876	54.033	203.453	100.969	718.901	356.775	1.055.387	523.765
Jul	110.521	54.686	207.492	102.668	715.648	354.106	1.052.440	520.752
Avg	110.459	54.982	208.634	103.850	726.098	361.423	1.062.819	529.029
Sep	109.548	54.312	205.118	101.695	730.250	362.250	1.070.531	530.754
Okt	110.797	54.419	208.082	102.201	742.427	364.650	1.088.195	534.477
Nov	111.698	54.620	210.910	103.134	751.859	367.657	1.103.690	539.702
Dec	117.486	56.977	224.476	108.863	763.203	370.128	1.119.286	542.816
Jan 1997	116.029	55.543	221.797	106.174	782.621	374.639	1.141.952	546.650
Feb	116.025	55.171	219.424	104.339	792.019	376.614	1.150.893	547.262
Mar	119.076	56.327	225.761	106.793	813.416	384.776	1.171.179	554.011
Apr	121.798	56.968	229.744	107.457	839.677	392.739	1.195.749	559.284
Maj	122.384	56.320	233.064	107.254	855.843	393.853	1.211.003	557.295
Jun	126.177	58.066	239.542	110.236	879.832	404.893	1.231.896	566.910
Jul	130.791	59.831	249.043	113.926	899.333	411.406	1.251.819	572.653
Avg	131.316	59.962	250.042	114.174	921.558	420.803	1.281.304	585.070
Sep	133.400	60.581	249.430	113.274	941.656	427.637	1.306.595	593.367
Okt	134.305	60.689	251.824	113.793	961.451	434.456	1.330.075	601.028
Nov	135.084	60.549	254.707	114.167	980.794	439.621	1.352.137	606.068
Dec	139.151	62.038	261.686	116.668	1.011.736	451.064	1.386.051	617.945

Jan 1998	137.963	60.670	265.673	116.831	1.040.337	457.492	1.421.885	625.279
Feb	135.684	59.122	261.766	114.059	1.048.922	457.047	1.433.330	624.545
Mar	138.422	59.845	262.922	113.671	1.073.231	464.000	1.458.120	630.402
Apr	143.393	61.463	270.206	115.819	1.095.609	469.614	1.481.530	635.032
Maj	146.752	62.368	277.411	117.897	1.117.161	474.782	1.502.045	638.353
Jun	151.563	64.413	282.075	119.879	1.145.553	486.848	1.527.779	649.290
Jul	157.233	66.822	299.706	127.372	1.175.313	499.496	1.559.683	662.849
Avg	158.212	67.181	301.117	127.863	1.192.845	506.516	1.579.916	670.877
Sep	161.233	68.406	307.234	130.350	1.211.538	514.017	1.601.007	679.256
Okt	162.506	68.742	306.551	129.675	1.228.084	519.494	1.616.393	683.753
Nov	161.787	68.178	305.759	128.849	1.247.749	525.811	1.640.617	691.368
Dec	171.059	71.603	326.614	136.716	1.274.508	533.490	1.675.474	701.329
Jan 1999	166.026	68.805	320.477	132.813	1.299.629	538.595	1.709.184	708.323
Feb	170.347	70.333	323.891	133.729	1.309.655	540.733	1.722.900	711.354
Mar	168.775	69.455	332.623	136.882	1.325.206	545.352	1.741.385	716.619
Apr	179.749	73.698	345.664	141.724	1.335.349	547.499	1.751.358	718.064
Maj	176.962	72.112	347.245	141.502	1.336.347	544.559	1.756.106	715.610
Jun	185.027	75.398	368.085	149.994	1.359.461	553.978	1.784.339	727.115
Jul	188.920	75.750	376.073	150.791	1.381.252	553.830	1.815.000	727.747
Avg	184.338	73.266	372.998	148.250	1.391.532	553.073	1.851.710	735.974
Sep	185.972	73.362	370.030	145.968	1.407.461	555.211	1.888.025	744.783
Okt	188.957	74.188	373.543	146.660	1.415.402	555.713	1.905.897	748.291
Nov	187.298	73.192	373.823	146.082	1.428.353	558.168	1.925.997	752.637
Dec	199.040	77.147	391.713	151.827	1.445.906	560.429	1.951.109	756.244

Jan 2000	195.527	75.174	379.867	146.047	1.445.228	555.643	1.958.404	752.943
Feb	189.510	81.545	371.901	160.026	1.447.685	622.928	1.976.557	850.498
Mar	188.206	71.102	368.697	139.289	1.460.222	551.652	2.004.173	757.149
Apr	193.633	72.712	378.999	142.320	1.472.011	552.764	2.027.115	761.215
Maj	194.894	72.858	380.034	142.069	1.490.548	557.214	2.062.455	771.011
Jun	195.354	65.976	385.805	130.296	1.498.972	506.238	2.080.917	702.775
Jul	201.412	74.212	396.944	146.258	1.526.516	562.460	2.121.086	781.535
Avg	197.204	72.448	392.175	144.076	1.538.888	565.352	2.149.469	789.665
Sep	198.915	72.045	395.738	143.331	1.553.340	562.601	2.182.375	790.429
Okt	203.252	73.218	400.525	144.281	1.573.019	566.649	2.212.461	796.996
Nov	200.698	71.499	399.548	142.340	1.580.662	563.114	2.239.890	797.966
Dec	208.599	74.235	418.765	149.027	1.606.692	571.777	2.283.695	812.703
Jan 2001	200.740	71.159	402.741	142.765	1.620.844	574.564	2.299.063	814.982
Feb	200.498	70.252	397.363	139.230	<i>1.640.044</i>	574.648	<i>2.333.158</i>	817.505
Mar	203.156	70.442	<i>400.060</i>	138.717	<i>1.677.330</i>	581.598	<i>2.382.289</i>	826.036
Apr	207.478	71.470	408.809	140.823	1.706.404	587.807	2.432.257	837.843
Maj	210.728	71.725	416.233	141.672	1.749.464	595.461	2.483.871	845.429
Jun	211.279	71.644	423.311	143.544	<i>1.772.984</i>	601.215	<i>2.524.315</i>	855.990
Jul	215.649	73.002	433.746	146.833	1.810.634	612.943	2.568.875	869.626
Avg	210.542	71.274	426.773	144.473	1.834.850	621.141	2.608.338	882.985
Sep	215.186	72.259	430.436	144.539	1.872.973	628.937	2.645.212	888.251
Okt	<i>219.334</i>	73.307	<i>435.522</i>	145.562	<i>1.905.412</i>	636.836	<i>2.694.348</i>	900.517
Nov	<i>228.270</i>	75.963	<i>449.498</i>	149.583	<i>1.947.400</i>	648.053	<i>2.764.806</i>	920.069
Dec	253.309	84.212	489.608	162.769	2.032.937	675.843	2.906.498	966.256

Jan 2002	246.497	80.634	483.959	158.312	2.087.516	682.864	3.009.210	984.367
Feb	239.987	77.817	473.450	153.518	2.113.969	685.463	3.041.807	986.319
Mar	243.697	78.460	480.468	154.690	2.149.180	691.945	3.083.580	992.782
Apr	246.155	78.244	491.676	156.286	2.189.391	695.928	3.126.258	993.725
Maj	248.717	78.783	501.551	158.869	2.213.336	701.088	3.151.475	998.250
Jun	252.868	80.301	520.468	165.280	2.223.847	706.207	3.166.852	1.005.669
Jul	256.198	80.871	515.638	162.765	2.231.523	704.395	3.172.767	1.001.505
Avg	246.988	77.890	501.002	157.995	2.258.335	712.184	3.221.050	1.015.784
Sep	247.644	77.510	505.932	158.351	2.265.037	708.932	3.232.587	1.011.764
Okt	247.461	77.139	503.921	157.083	2.296.217	715.778	3.260.400	1.016.334
Nov	264.205	82.358	516.637	161.046	2.434.961	759.028	3.414.617	1.064.407
Dec	275.123	85.257	557.014	172.610	2.562.990	794.233	3.564.183	1.104.488
Jan 2003	255.957	78.514	545.758	167.410	2.582.821	792.276	3.572.303	1.095.798
Feb	252.688	77.133	528.777	161.409	2.587.740	789.908	3.572.471	1.090.498
Mar	255.416	77.375	534.199	161.829	2.608.755	790.292	3.595.402	1.089.186
Apr	262.966	79.350	548.539	165.522	2.633.144	794.552	3.623.454	1.093.378

Vir: Interni podatki Banke Slovenije in lastni izračuni.

Tabela 2: Povprečne mesečne stopnje rasti denarnih agregatov v Sloveniji

leto	H – stopnje rasti		M1- stopnje rasti		M2 – stopnje rasti		M3- stopnje rasti	
	nominalne	realne	nominalne	realne	nominalne	realne	nominalne	realne
1992	8,47	10,22	6,15	7,86	7,46	9,20	7,19	8,92
1993	2,92	1,36	2,91	1,35	4,03	2,45	4,03	2,46
1994	4,71	3,21	3,64	2,15	4,08	2,59	3,31	1,83
1995	1,42	0,82	1,58	0,97	2,22	1,60	2,31	1,70
1996	1,35	0,69	1,16	0,50	1,44	0,77	1,37	0,71
1997	1,67	1,01	1,51	0,86	2,36	1,70	1,78	1,12
1998	1,97	1,52	1,90	1,44	1,86	1,41	1,50	1,05
1999	1,66	1,05	1,84	1,22	0,97	0,36	1,21	0,60
2000	0,59	-0,11	0,89	0,18	0,97	0,26	1,41	0,70
2001	2,14	1,54	1,79	1,20	2,08	1,49	2,15	1,56
2002	1,00	0,51	1,29	0,79	1,88	1,38	1,55	1,05
2003	0,90	0,35	0,17	-0,38	0,65	0,10	0,48	-0,07

Vir: Lastni izračuni.