

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI  
BANKE SLOVENIJE**

Ljubljana, september 2005

TANJA MANFREDA

## **IZJAVA**

Študentka Tanja MANFREDA izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivana RIBNIKARJA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

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

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 BANKA SLOVENIJE</b> .....	<b>2</b>
<b>1.1 PREDSTAVITEV BANKE SLOVENIJE</b> .....	<b>2</b>
1.1.1 NALOGE BS .....	2
1.1.2 BLIŽNJI IN KONČNI CILJI.....	3
1.1.3 PREMOŽENJSKA BILANCA BS.....	4
1.1.3.1 I DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS.....	5
1.1.3.2 II DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS .....	5
1.1.3.2.1 II.A DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS .....	6
1.1.3.2.2 II.B DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS.....	6
1.1.4 STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI .....	6
1.1.5 DENARNA POLITIKA BS .....	7
1.1.5.1 DENARNA POLITIKA BS .....	7
1.1.5.2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE IN NJIHOVA KVALIFIKACIJA.....	8
1.1.5.2.1 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS .....	9
1.1.5.2.2 INSTRUMENTI POLITIKE DEVIZNEGA TEČAJA BS.....	9
<b>2 PRITOKI TUJEGA KAPITALA</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 KLASIFIKACIJA NALOŽB KAPITALA V TUJINO</b> .....	<b>10</b>
2.1.1 NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE ALI INVESTICIJE .....	10
2.1.2 PORTFELJSKE TUJE NALOŽBE.....	10
2.1.3 LOČNICA MED NEPOSREDNIMI TUJIMI IN PORTFELJSKIMI NALOŽBAMI .....	11
<b>2.2 UČINKI TUJIH NALOŽB NA DRŽAVO</b> .....	<b>11</b>
2.2.1 POZITIVNI UČINKI NA DRŽAVO PREJEMNICO.....	11
2.2.2 NEGATIVNI UČINKI NA DRŽAVO PREJEMNICO.....	12
<b>2.3 MEDNARODNA MOBILNOST KAPITALA</b> .....	<b>12</b>
<b>2.4 PRITOKI TUJEGA KAPITALA TER DEVIZNI TEČAJ</b> .....	<b>12</b>
<b>2.5 PRITOKI TUJEGA KAPITALA TER PLAČILNA BILANCA</b> .....	<b>13</b>
<b>2.6 OMEJEVANJE KAPITALSKIH TOKOV V SLOVENIJI</b> .....	<b>14</b>
<b>3 ODVZEM PRESEŽNIH DEVIZ Z DENARNEGA TRGA</b> .....	<b>15</b>
<b>3.1 INSTRUMENT ZAČASNEGA NAKUPA DEVIZ</b> .....	<b>16</b>
<b>3.2 VPLIV ZAČASNEGA NAKUPA DEVIZ NA PREMOŽENJSKO BILANCO BS IN PB</b> 17	
<b>3.3 RAZLIKA IN PODOBNOST MED ZAČASNIM NAKUPOM DEVIZ IN             BLAGAJNIŠKIMI ZAPISI BS</b> .....	<b>18</b>
<b>3.4 POGODBENO SODELOVANJE MED BS IN BANKAMI NA DEVIZNEM TRGU</b> .....	<b>19</b>
<b>4 TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE</b> .....	<b>20</b>
<b>4.1 VRSTE TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BS</b> .....	<b>20</b>
<b>4.2 BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE V TOLARJIH</b> .....	<b>20</b>
4.2.1 DEFINICIJA.....	20
4.2.2 ZAKONSKA PODLAGA .....	20
4.2.3 VRSTE TBZ.....	20
4.2.2.1 RAZLIKA MED NESERIJSKIMI IN SERIJSKIMI TBZ.....	21

4.2.4 NAMEN TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV .....	21
4.2.4.1 NAMEN IZDAJANJA TBZ S STRANI BANKE SLOVENIJE.....	21
4.2.4.2 NAMEN KUPOVANJA TBZ S STRANI BANK IN HRANILNIC .....	21
4.3.5 OBRESTNA MERA TBZ.....	21
4.4.6 ČRPANJE LIKVIDNOSTNEGA POSOJILA NA PODLAGI VPISANIH TBZ .....	22
<b>5 STERILIZACIJA .....</b>	<b>22</b>
<b>5.1 (NE)UČINKOVITOST IN PASTI STERILIZACIJE.....</b>	<b>23</b>
<b>5.2 STERILIZACIJA S TOLARSKIMI BLAGAJNIŠKIMI ZAPISI.....</b>	<b>25</b>
<b>6 RAZMERE V LETIH 2000 – 2004.....</b>	<b>25</b>
<b>6.1 LETO 2000 .....</b>	<b>25</b>
<b>6.2 LETO 2001 .....</b>	<b>28</b>
<b>6.3 LETO 2002 .....</b>	<b>30</b>
<b>6.4 LETO 2003 .....</b>	<b>32</b>
<b>6.5 LETO 2004 .....</b>	<b>35</b>
<b>6.6 BLIŽNJA PRIHODNOST .....</b>	<b>37</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>41</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>43</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>45</b>
 <b>PRILOGE</b>	

## UVOD

Slovenija, kot mlado in majhno gospodarstvo, se je vse od osamosvojitve srečevala z nestabilnimi razmerami na denarnem trgu. Po nekaj letih so se razmere umirile in sedaj ima jasno postavljen cilj - čimprejšnji prevzem skupne evropske valute – evro. Pred prevzemom evra, bo morala izpolniti določene pogoje, eden izmed katerih je tudi odpravljanje ovir do tujih naložb. Tuje naložbe lahko pustijo na gospodarstvu resne posledice, če se gibljejo povsem nepričakovano in če ni centralna banka pripravljena na pravočasno in pravilno ukrepanje. V nadaljevanju bomo videli, da bi bila lahko v resni nevarnosti tudi Slovenija, vendar se je znala Banka Slovenije pravilno ubraniti problemov in zato hujših posledic ni bilo.

Diplomsko delo, ki sem ga pripravila, je namenjeno tolarskim blagajniškim zapisom, instrumentu denarne politike, ki igra glavno funkcijo pri sterilizaciji presežnih deviz na deviznem trgu oziroma odvzemu presežne likvidnosti bančnemu sistemu. Delo je razdeljeno na več poglavij. Kratak pregled sledi v nadaljevanju.

Prvi del prvega poglavja je posvečeno Banki Slovenije (v nadaljevanju BS), njeni predstavitvi, nalogam, za katere je zadolžena ter zastavljenim ciljem. V drugem delu sta natančneje predstavljeni premoženjska bilanca BS in strukturni položaj denarnega trga ter nazadnje sta opredeljeni še denarna politika in politika deviznega tečaja.

Zakaj pravzaprav prihaja do presežne likvidnosti? V drugem poglavju bomo ugotovili, da so ti povezani s tujimi kapitalskimi pritoki. Devizni trg preplavljajo devize, ki jih BS odvzema z instrumenti politike deviznega tečaja oziroma, če smo natančnejši z začasnimi ali dokončnimi odkupi deviz od bank in hranilnic. Presežne ponudbe deviz poslabšujejo razmere pri konkurenčnosti gospodarstva zaradi vse večjega pritiska na apreciacijo deviznega tečaja. Z odkupi deviz BS od bank in hranilnic odvzema z deviznega trga devize, v zameno jim ponuja tolarje in tako se povečuje stanje tolarjev v obtoku.

Povečan obtok tolarjev povzroča rast inflacije. Ker si Slovenija želi čimprejšnji prevzem evropske valute in mora pred tem izpolnjevati tudi pogoj glede višine inflacije, je nujno, da nadzorujemo njeno raven ter hitro ukrepamo ob njeni prehitri težnji po rasti. Za Slovenijo velja, da je bila inflacija najtežje obvladljiva, vendar s pravo politiko že dosegamo zadovoljivo raven in v kratkem se bomo približali ravni, ki jo narekujejo prve tri države Evropske unije z najnižjo inflacijo. Za uravnavanje tolarske likvidnosti BS uporablja instrumente denarne politike, med katerimi so najpogosteje uporabljeni vrednostni papirji centralne banke, t.i. tolarski blagajniški zapisi. Podrobnejša predstavitev le-teh je v četrtem poglavju. Na kakšen način z njimi centralna banka uravnava likvidnost oziroma kako odvzema likvidnost ali bolje rečeno sterilizira likvidnost pa je predmet petega poglavja.

V šestem poglavju je prikazano kako se teoretičen del, ki je predstavljen v prvih poglavjih diplomskega dela, pokaže v praksi na primeru Slovenije v letih med 2000 in 2004. Ker so

tolarski blagajniški zapisi posebnost naše centralne banke, nas bo pred koncem zanimala njihova usoda, ko bo Slovenija postala članica EMU in prevzela skupno evropsko valuto evro.

## **1 BANKA SLOVENIJE**

### **1.1 PREDSTAVITEV BANKE SLOVENIJE**

Banka Slovenije je centralna banka na ozemlju Republike Slovenije. Ustanovljena je bila po osamosvojitvi Slovenije 25. junija 1991 na podlagi Zakona o Banki Slovenije (UL RS št. 1/91-I). Z uvedbo slovenske valute - tolar 8. oktobra 1991 je prevzela vse funkcije denarne oblasti.

BS je pri vodenju denarne politike in pri uresničevanju drugih nalog in pooblastil neodvisna institucija. Svet BS in guverner BS sta za uresničevanje nalog BS odgovorna Državnemu zboru, ki mu je dolžna po zakonu poročati o svojem delu, Državni zbor pa potrjuje njen finančni načrt in letni obračun.

#### **1.1.1 NALOGE BS**

BS opravlja naloge, ki so v zvezi z izvajanjem denarne politike (ZBS-1, 2002, str. 11):

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

Poleg zgoraj naštetega opravlja tudi druge naloge (ZBS-1, 2002, str. 11-12):

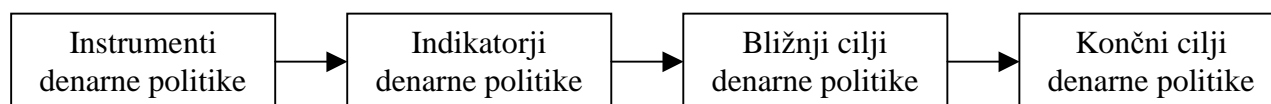
- upravlja z deviznimi sredstvi, kakor tudi z drugo aktivo, ki ji je zaupana,
- lahko deluje kot plačilni in/ali fiskalni agent države ter kot predstavnik v mednarodnih finančnih organizacijah v skladu z zakonom,
- odpira račune državnim organom in osebam javnega prava in drugim udeležencem na denarnem trgu in sprejema v depozit sredstva teh oseb,
- oblikuje, uveljavlja in nadzoruje sistem pravil za varno in skrbno varovanje poslovanje bank in hranilnic,
- zagotavlja informacijski sistem za nemoteno opravljanje vseh svojih funkcij.

## 1.1.2 BLIŽNJI IN KONČNI CILJI

BS mora pri vodenju denarne politike določiti primerno strategijo za doseg zastavljenih ciljev denarne politike. Končne cilje lahko doseže na različne načine, zato je potrebno opredeliti tudi vmesne oz. bližnje cilje, ki služijo kot kontrola na poti do končnih ciljev. Na končne in vmesne cilje vpliva prek številnih instrumentov, ki jih ima na voljo. Izbira je odvisna institucionalnih pogojev in od načina, kako se ekonomski sistem odziva na ukrepe centralne banke (Festić, 2001, str. 9). Pomembno je, da so vmesni cilji v vzročnem razmerju s končnimi cilji ter, da centralna banka za vmesne cilje izbere tiste spremenljivke, ki jih najlažje nadzira.

Pri izbiri bližnjega cilja ima centralna banka na voljo več možnosti. Za bližnji cilj lahko izbere količino denarja v obtoku, višino obrestne mere, višino deviznega tečaja ali stabilnost cen oziroma inflacijo<sup>1</sup>.

Slika 1: Ponazoritev povezave med instrumenti, indikatorji, bližnjimi in končnimi cilji denarne politike



Vir: Lastna slika.

Cilji BS so opredeljeni z Zakonom o Banki Sloveniji iz leta 1991 ter z novim Zakonom o Banki Sloveniji iz leta 2002.

Z uvedbo domače valute je slovenska centralna banka izbrala na podlagi razmer na denarnem trgu, to je stabilnejši monetarni sektor od realnega, dokaj stabilne funkcije povpraševanja po denarju ter nestabilnost na deviznem trgu zaradi osamosvojitve - izguba Jugoslovanskih trgov, majhen domači trg, neravnovesje v plačilni bilanci, neustrezna količina denarnih rezerv, za bližnji cilj denarne politike količino denarja v obtoku. Ta bližnji cilj je bil od leta 1991 do 1997 denarni agregat M1<sup>2</sup>, po letu 1997 pa je denarni agregat M3<sup>3</sup> (Festić, 2002, str. 2). Denarni agregati so endogene spremenljivke, ki jih je težje kontrolirati zaradi manj stabilnih multiplikatorjev. Za vmesni cilj je bolje izbrati težje nadzirajoč vendar stabilnejši denarni agregat M3, ker premiki v ročnosti depozitov odsevajo znotraj samega denarnega agregata M3, kot nihajoči ožji denarni agregat M1, saj sprememba v višini obrestne mere vpliva na premike v ročnosti depozitov in spremembe depozitov med domačo in tujo valuto.

<sup>1</sup> V zadnjem času se za bližnji cilj pojavlja stabilnost cen tako v razvitih državah (npr. Velika Britanija, Kanada, Nova Zelandija, Avstralija, Švedska, Finska) kot v nekaterih državah na prehodu (npr. Češka, Poljska, Slovaška, Madžarska, Čile, Brazilija). Naraščajoča vloga inflacijskega ciljanja pa se kaže predvsem v EMU.

<sup>2</sup> M1 je najbolj likviden narodnogospodarski denarni agregat. Zajema gotovino v obtoku ter vpogledne tolarske vloge pri bankah in BS (Noč, 1997, str. 4).

<sup>3</sup> M3 obsega poleg M2 (M1+hranilne in vezane vloge pri bankah in BS) še vloge prebivalstva v tujem denarju pri bankah in od septembra 1999 tudi vloge vseh nedenarnih sektorjev v tujem denarju pri bankah.

BS je za končni cilj denarne politike izbrala, kot večina centralnih bank, stabilnost cen. BS želi postopoma doseči inflacijsko stopnjo kot jo imajo razvitejšje članice EU. Z nizko stopnjo inflacije bo tako občutila manj negativnih posledic pri vključitvi tolarja v sistem deviznih tečajev EMR II in kasneje v EMU. Preko končnega cilja denarne politike neposredno vpliva tudi na druge vrste spremenljivk oziroma druge narodnogospodarske cilje (stopnjo zaposlenosti, stopnjo inflacije, gospodarsko rast, plačilnobilančno ravnovesje, stabilnost na finančnih trgih in stabilnost obrestnih mer) (Torkar, 2001, str. 2).

### 1.1.3 PREMOŽENJSKA BILANCA BS

Premoženjska bilanca BS ima v primerjavi z drugimi centralnimi bankami nekaj posebnosti (Ribnikar, 2001, str. 73):

1. med aktivni ima zelo malo domačih aktiv in mnogo tujih aktiv ali deviznih rezerv
2. med pasivi predstavlja najpomembnejši del<sup>4</sup> lastni vrednostni papirji - blagajniški zapisi BS
3. blagajniških zapisov je največ v tuji valuti (v evrih ali dolarjih) in ne v tolarjih.

Za razumevanje dejavnosti centralne banke Slovenije moramo najprej razdeliti njeno premoženjsko bilanco na tri dele: I., II.A in II.B. Vsak posamezen del predstavlja drugačno dejavnost centralne banke. Dejavnosti posameznega dela premoženjske bilance so (Ribnikar, 2003, str. 442):

- **I. del:** običajna dejavnost centralne banke, ki vodi denarno politiko in politiko deviznega tečaja,
- **II.A:** politika deviznega tečaja prek sterilizacijskih posegov na deviznem trgu z izdajanjem blagajniških zapisov v domačem in v tujem denarju,
- **II.B:** zagotavljanje »zunanje« likvidnosti<sup>5</sup> (izplačilo vlog v tujem denarju v tuji gotovini) in solventnost<sup>6</sup> bank prek njenih kratkoročnih (do 120 dni) papirjev v tujem denarju, ki jih morajo imeti banke vsaj v višini 60% najmanjšega zahtevanega likvidnega premoženja v tujem denarju.

Analizo stanj pasive premoženjske bilance BS v obdobju 2000 – 2004 imamo prikazano v Prilogi 2.

---

<sup>4</sup> Običajno imajo centralne banke za najpomembnejši del primarni denar.

<sup>5</sup> Sposobnost banke, da vlagatelje, ki želijo svoj denar dvigniti, v vsakem trenutku izplača v denarju centralne banke (Ribnikar, 2005a, str. 20).

<sup>6</sup> Sposobnost bank, da ohranja plačilno sposobnost na dolgi rok (premoženje > dolгови; zadosten obseg kapitala) (Ribnikar, 2005a, str. 20).



Primer razdeljene premoženjske bilance lahko vidimo na spodnji sliki za leto 2004.

Slika 2: Trije deli premoženjske bilance BS konec leta 2004 (v mio SIT)

AKTIVA		PASIVA		
Domača aktiva	30	Primarni denar	208	I. del
Tuja aktiva	302	Drugo	124	
<hr/>		<hr/>		
Tuja aktiva	370	II.A	7	II. del
		II.B	363	
1.619		1.619		

Vir: Bilten BS, 2005, str. II.-6-7.

### 1.1.3.1 I. DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS

Ta del premoženjske bilance in politiko centralne banke najdemo pri vseh drugih centralnih bankah. Pri BS predstavlja ta del okrog 40% celotne premoženjske bilance BS. BS opravlja posle povezane z denarno politiko in politiko deviznega tečaja. Če bi ta del predstavljal celotno premoženjsko bilanco centralne banke, bi to pomenilo, da BS poskuša voditi še dodatne politike deviznega tečaja s sterilizacijskimi posegi na deviznem trgu. S kupovanjem deviz na deviznem trgu bi se povečala količina primarnega denarja, kar pa ne bi pomenilo nastajanje odvečne likvidnosti. Ob tem bi se postavilo vprašanje ali bi bil obseg nakupov domačih aktiv zadosti velik, da bi BS res vodila denarno politiko. Posli v zvezi s transakcijami v I. delu prinašajo dobiček oziroma centralna banka pobira t.i. »seignorage<sup>7</sup>«.

### 1.1.3.2 II. DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS

Del II. nam omogoča, da lahko opredelimo posledice sterilizacijskih posegov BS na deviznem trgu in posledice zahteve po zagotavljanju »zunanje« likvidnosti in varovanju pred valutnim tveganjem zaradi vlog v tujem denarju s predpisano višino blagajniških zapisov BS v tujem

<sup>7</sup> Seignorage nastaja zaradi obresti, ki jih monopolni izdajatelj denarja ni dolžan plačevati svojim upnikom, tistim, ki imajo njegov denar (Ribnikar, 1999a, str. 64).

denarju s strani BS. Posli iz dela II.A prinašajo izgubo, posli v delu II.B na poslovni izid ne vplivajo.

#### **1.1.3.2.1 II.A DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS**

Ta del imenujemo tudi sterilizacijski del premoženjske bilance. Obstaja zaradi sterilizacijskih posegov na deviznem trgu in s tem preprečuje realno apreciacijo domače valute. V primeru, da ne bo več potrebno uravnavati deviznega tečaja in ob liberalizaciji mednarodnih kapitalskih tokov, ko postane sterilizacija neučinkovita, ta del lahko izgine. Velikost II.A dela bilance in njene transakcije nima nobenega vpliva na količino primarnega denarja, vendar je kljub temu pomemben za denarno politiko pri strukturnem položaju denarnega trga.

#### **1.1.3.2.2 II.B DEL RAZDELJENE PREMOŽENJSKE BILANCE BS**

V tem delu najdemo med pasivi blagajniške zapise, ki jih morajo imeti banke zaradi predpisov o zagotavljanju zunanje likvidnosti in solventnosti. Namen je preprečevanje valutnemu tveganju. Značilnost tega dela je stanovitnost, vendar ga v celoti predpisuje BS. Obstoje II.B dela je zaradi zagotavljanja »zunanje« likvidnosti in solventnosti<sup>8</sup> pri obveznostih v tujem denarju s papirji BS v tuji valuti.

#### **1.1.4 STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI**

Strukturni položaj denarnega trga nam kaže saldo avtonomnih transakcij. Pove nam, ali je bilo z avtonomnimi<sup>9</sup> transakcijami ustvarjeno premalo (strukturni primanjkljaj) ali preveč likvidnosti (strukturni presežek). Strukturni položaj denarnega trga nam daje odgovor na vprašanje, ali se bodo banke prisiljene zadolževati pri centralni banki ali pa bo centralna banka prisiljena bankam odvzeti presežno likvidnost (Ribnikar, 2005b, str. 22).

Težnja centralne banke je, da bi bil za strukturni položaj denarnega trga značilen primanjkljaj. To pomeni, da nastaja avtonomno manj primarnega denarja kot je potreben (v obliki gotovine v obtoku in vloge države pri centralni banki). Z avtonomnim večanjem aktiv (neto tuje aktive, neto druga aktiva ali pod predpostavko drugo) ne privede do povečanja količine primarnega denarja. V primeru, da je premalo primarnega denarja, ga centralna banka lahko poveča z ustreznimi instrumenti denarne politike<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Zunanjo likvidnost in solventnost lahko zagotavlja sama neposredno z deviznimi rezervami oziroma imetji pri bankah v tujini.

<sup>9</sup> Avtonomne transakcije so transakcije, s katerimi se ustvarja in absorbira likvidnost, vendar niso posledica delovanja denarne politike, temveč drugih politik (npr. tečajne politike) oz. okoliščin (npr. preference transaktorjev po držanju gotovine, vloge države pri CB) (Ribnikar, 2005b, str. 28).

<sup>10</sup> Obvezne rezerve povzročijo absorpcijo primarnega denarja tako, da se pojavlja dodaten prostor za nakup ustreznih aktiv, ki povečujejo količino primarnega denarja. Z temi nakupi centralna banka dodaja bankam manjkajočo, ustrezno in zadostno likvidnost z ustrežno obrestno mero.

Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji ima značilnost zelo velikega presežka. Količina primarnega denarja, izdanega z nakupi deviz, bistveno presega avtonomno povpraševanje po primarnem denarju. BS ustvarja dodatno povpraševanje po primarnem denarju še z predpisanimi obveznimi rezervami, ki jih morajo imeti banke in hranilnice pri BS. Presežek strukturnega položaja denarnega trga je zaradi obsežne monetizacije deviznih pritokov dosegal visoko raven predvsem v letu 2001 in 2002. Za vsa leta je značilno, da je usmerjena v sterilizacijsko kupovanje deviznih presežkov. To počne običajno z izdajanjem blagajniških zapisov, kateri neto zmanjšujejo ponudbo primarnega denarja.

## **1.1.5 DENARNA POLITIKA BS**

### **1.1.5.1 DENARNA POLITIKA BS**

Denarna (monetarna) politika ima pomembno vlogo v državi. Skupaj s fiskalno politiko tvorita ekonomsko politiko. Za vodenje denarne politike je običajno zadolžena centralna banka, ki z različnimi instrumenti uravnava količino denarja v obtoku.

Za vodenje denarne politike je v Sloveniji zadolžena Banka Slovenije, preko katere z ustreznimi instrumenti vpliva na ekonomske kategorije (inflacijo, zaposlenost, gospodarsko rast, mednarodno menjavo) in skuša zagotoviti stabilno ekonomsko okolje.

BS uresničuje glavni cilj denarne politike, to je zagotavljanje cenovne stabilnosti, glede na izbrani režim deviznega tečaja tako, da hkrati uravnava količino denarja v obtoku in devizni tečaj. BS mora uravnnavati obrestne mere in devizni tečaj soodvisno, da bi ohranila nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku v pogojih sproščenih kapitalskih tokov (Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 23).

BS ima nalogo vodenja denarne politike in politike deviznega tečaja s številnimi instrumenti denarne in devizne politike. Ločevanje med instrumenti ene in druge politike je zelo težko in smiselno le v pogojih, ko kapitalske transakcije s tujino niso popolnoma proste ali dokler ni za bližnji cilj denarne politike izbran devizni tečaj. Ali je ločitev smiselna, je odvisno od medsebojne povezanosti med denarno politiko ali obrestno mero in politiko deviznega tečaja ali višino deviznega tečaja, ki jo določa mednarodna mobilnost kapitala ali stopnja liberalizacije kapitalskih transakcij plačilne bilance (Ribnikar, 2000, str. 71).

Pri vodenju denarne politike BS z namenom kontrole rasti denarja uporablja dve instrumentalni spremenljivki, in sicer obrestne mere in devizni tečaj. S spreminjanjem deviznega tečaja zapira razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami tako, da ne bi prihajalo do špekulativnega pritoka ali odtoka denarja. Raven obrestnih mer pa spreminja skladno s ciljno stopnjo restriktivnosti in v odvisnosti od inflacije in inflacijskih pričakovanj. Za uravnavanje ustrezne količine primarnega denarja uporablja instrumente za posege na trgu tujega denarja in denarnem trgu.

V pogojih prostih kapitalskih tokov in visokih pritokov kapitala je za uravnavanje deviznega tečaja pomemben mehanizem posegov BS na deviznem trgu. Le-ta temelji na dogovoru BS z bankami o sodelovanju na trgu tujega denarja, ki BS omogoča signaliziranje tečaja oziroma določanje možnega razpona tečajev, po katerih banke sklepajo posle z drugimi komitenti. Banke podpisnice pogodbe<sup>11</sup> imajo stalno možnost začasne prodaje deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom, občasno pa tudi začasne prodaje deviz z možnostjo dokončne. S tem BS spreminja ponudbo ali povpraševanje na deviznem trgu, bankam pa ta ponudba predstavlja možnost zapiranja devizne pozicije in je najpomembnejši vir likvidnosti. Presežno likvidnost, ki izhaja iz obsežne monetizacije deviznih pritokov, BS sterilizira s tolarskimi blagajniškimi zapisi.

### **1.1.5.2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE IN NJIHOVA KVALIFIKACIJA**

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike. Z denarno politiko centralna banka ureja količino denarja v obtoku in prek urejanja količine denarja v obtoku dosega končne cilje denarne politike.

Instrumente denarne politike avtorji ločijo po različnih kvalifikacijah. Najpogosteje se v današnjem času deli na neposredne in posredne ali tržne instrumente. Za neposredne je značilno, da centralna banka nastopa kot institucija, ki ima moč reguliranja. Na posredne (tržne) pa centralna banka vpliva prek denarnega trga.

Pomembno izhodišče za instrumente denarnega trga, ki jih uporablja centralna banka, je saldo avtonomnih transakcij centralne banke. V primeru, da je na denarnem trgu primanjkljaj, uporablja instrumente, s katerimi povečuje količino primarnega denarja, v primeru presežka pa instrumente, ki zmanjšujejo količino primarnega denarja.

BS ne uporablja klasifikacijo instrumentov, ki je značilna za večina centralnih bank in tudi za ECB. Na podlagi strukturnega položaja imamo instrumente denarne politike in instrumente deviznega tečaja. Ločnice med obema nima jasno postavljene, klasificiramo jih po njihovi ekonomski vsebini. Po novem (z letom 2001) med instrumente politike deviznega tečaja uvrščamo tudi instrumente bonitetne kontrole, ki nimajo nikakršnega vpliva na bilanco BS, vplivajo pa na višino deviznega tečaja oziroma kreditno aktivnost bank. To so pogojevanje oziroma signaliziranje tečajev, odprta devizna pozicija, devizni minimum, likvidnostna lestvica in omejitve kapitalskih tokov (Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 32).

---

<sup>11</sup> Več o tem v poglavju 3.4.

### **1.1.5.2.1 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS**

Če izhajamo iz strukturnega položaja potem BS uporablja štiri instrumente denarne politike (Ribnikar, 2003, str. 383):

- obvezne rezerve,
- posojila bankam,
- izdajanje tolarskih blagajniških zapisov,
- začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju.

Zaradi strukturnega presežka denarnega trga BS z denarno politiko predvsem odvzema bankam odvečno likvidnost. To počne z predpisovanjem visokih obveznih rezerv in izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov z različnimi dospelostmi. Hkrati pa tudi dodaja likvidnost z raznimi likvidnimi posojili (lombardno posojilo, dolgoročna selektivna posojila, odobrena pred osamosvojitvijo) ter z začasnimi nakupi blagajniških zapisov v tuji valuti.

### **1.1.5.2.2 INSTRUMENTI POLITIKE DEVIZNEGA TEČAJA BS**

K instrumentom politike deviznega tečaja uvrščamo (Ribnikar, 2003, str. 384-385):

- dokončni nakup in/ali prodaja deviz,
- začasni nakup in /ali prodaja deviz.

Instrumente začasnega in dokončnega nakupa deviz BS uporablja za odvzem presežnih deviz z deviznega trga, z začasno in dokončno prodajo pa plasira na trg dodatno količino deviz.

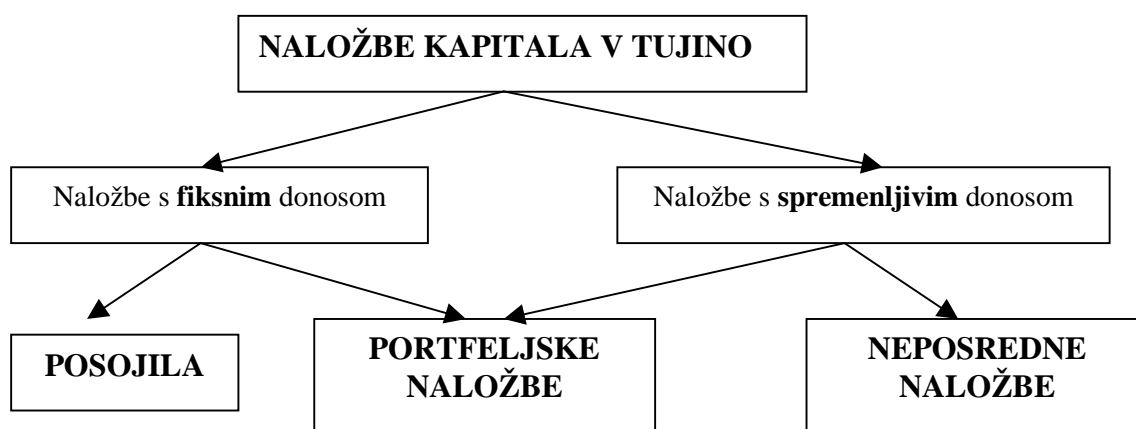
## **2 PRITOKI TUJEGA KAPITALA**

Cilj imetnika kapitala je doseči maksimalen donos na vložena sredstva ob pričakovani stopnji tveganja, zato bo imetnik kapitala vlagal v tista področja, kjer bo za svoj kapital iztržil največ. Ključno vlogo pri tem igra obrestna mera. Višja kot je, večje je zanimanje po naložbah s strani imetnikov kapitala. Kapital išče optimalne možnosti tako doma kot v tujini. Če je obrestna mera višja v tujini kot doma ob predpostavki c.p., potem kapital potuje v tujino. V nasprotnem primeru ostane doma in hkrati privabi tudi kapital iz tujine. Vzrok za privabljanje tujega kapitala v državo pa ni vedno samo v višji obrestni meri, ampak tiči tudi v večji možnosti za gospodarsko rast, nižjih stroških, ugodnejši davčni politiki, pridobivanju novih trgov, lažjemu dostopu do surovin itd.

## 2.1 KLASIFIKACIJA NALOŽB KAPITALA V TUJINO

V mednarodni ekonomiji se največkrat pojavlja delitev naložb glede na namembnost<sup>12</sup>. Tako poznamo posojila, neposredne naložbe in portfeljske naložbe. Za neposredne naložbe je značilno, da so to naložbe s spremenljivim donosom, naložbe s fiksnim donosom predstavljajo posojila. Portfeljske naložbe pa prinašajo lahko spremenljivi ali fiksni donos, odvisno v katere vrste vrednostnih papirjev lastniki kapitala nalagajo. Tuji vlagatelji z neposrednimi ali portfeljskimi naložbami pridobijo lastništvo nad podjetjem ali določenim delom tega podjetja v tujini. Obe obliki naložb sta zelo pomembna vira kapitalskih pritokov, ki s svojim prispevanjem k lastniškemu kapitalu podjetij veliko pripomoreta k spodbujanju razvoja podjetniškega sektorja.

Slika 3: Klasifikacija naložb kapitala v tujino



Vir: Lastna slika.

### 2.1.1 NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE ALI INVESTICIJE

Neposredne tuje naložbe so dolgoročne naložbe, s katero želi neposredni tuji investitor iz ene države s podjetjem neke države vzpostaviti trajnejši nadzor oziroma donos. Pri teh naložbah gre lahko za ustanovitev novega podjetja, za prevzem (odkup) obstoječega podjetja, ali pa za razširitev obstoječega podjetja (Rojec, 2000, str. 25). Pobuda prihaja ponavadi s strani izvoznika kapitala. Te vrste investicije so dejansko močno zaželjene v vsakem gospodarstvu, ker imajo lastniki kapitala tudi upravljalški interes, zato navadno ne prihaja do nenadnega bega kapitala v primeru slabših izgedov za gospodarstvo.

### 2.1.2 PORTFELJSKE TUJE NALOŽBE

Portfeljske naložbe so nakup lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev s strani tujcev z namenom razpršitve rizika, ki vključuje pogosto tudi špekulativni kapital. Gre za kapital, ki išče najboljše donose na kratek rok, zato ob slabih izgedih v gospodarstvu lahko razmeroma hitro

<sup>12</sup> Ostale najpogostejše delitve, ki jih zasledimo v literaturi je glede na ročnost (kratkoročne, dolgoročne) in glede na njihove akterje (tokovi zasebnega kapitala, tokovi javnega kapitala).

zapusti državo. Pri tem gre lahko za prevzem (odkup) ali za razširitev obstoječega podjetja. Pobuda pri tej vrsti naložb prihaja s strani uvoznika kapitala. Beg špekulativnega kapitala lahko povzroči močno depreciacijo domače valute in plačilnobilančno krizo (Hočevar, 2003, str. 7).

Zaradi velike »volatilnosti« portfeljskih naložb, le-te lahko povzročijo precej težav z vodenjem denarne politike in politike deviznega tečaja, predvsem v majhnih državah. Zaradi tega navadno države skušajo za to obliko naložb obdržati omejitve najdlje časa.

### **2.1.3 LOČNICA MED NEPOSREDNIMI TUJIMI IN PORTFELJSKIMI NALOŽBAMI**

Neposredne tuje naložbe ločimo od portfeljskih naložb glede na:

- ***odstotek tujega kapitala, ki ga tuji investitor vloži v podjetje***  
Meja med eno in drugo obliko naložb je pri 10% lastniškega kapitala. Če je lastniškega kapitala nad 10%, potem govorimo o neposrednih tujih naložbah, saj s strani investitorja prevladujejo dolgoročni interesi. V nasprotnem primeru govorimo o portfeljskih naložbah in prevladujejo kratkoročni interesi.
- ***obliko naložb***  
Pri portfeljskih naložbah investitor vlaga v finančni obliki. Pri neposrednih naložbah se kombinira z vlaganji v nefinančni obliki. Torej gre za transfer cele vrste različnih virov (finančna sredstva, oprema, tehnološka, poslovodna, marketinška in druga znanja) v t.i. »paketu« s katerim tuji investitor pridobi zadostni nadzor nad podjetjem.

## **2.2 UČINKI TUJIH NALOŽB NA DRŽAVO**

Neposredne tuje naložbe imajo številne učinke na domače gospodarstvo. V grobem jih lahko razdelimo na tri skupine:

- mikroekonomski učinek (učinek na rast in produktivnost prevzetega – ustanovljenega podjetja ter preostalih podjetij v isti in povezanih panogah),
- makrofinančni učinek (učinek priliva finančnih sredstev iz neposrednih tujih naložb na tečaj domače valute ter s tem povezanimi možnimi negativnimi učinki apreciacije tečaja na izvoz, uvoz in domačo proizvodnjo),
- dolgoročna kumulativa mikroekonomskega in makrofinančnega učinka, ki izraža agregatni učinek neposrednih tujih naložb na domačo gospodarsko rast.

### **2.2.1 POZITIVNI UČINKI NA DRŽAVO PREJEMNICO**

Tuje naložbe imajo pozitiven vpliv predvsem v povečani gospodarski rasti in razvoju, kar prispevajo v obliki nove tehnologije, znanja in proizvodov ter storitev. Naložbe tako omogočajo ekonomskim subjektom investiranje, ki ga zaradi nezadostnega varčevanja ne bi mogli izvesti

brez tuje pomoči. Naložbe s tem krepijo tudi konkurenčnost in gospodarsko učinkovitost in posledično položaj na tujih trgih.

### **2.2.2 NEGATIVNI UČINKI NA DRŽAVO PREJEMNICO**

Poleg pozitivnih prinašajo tuje naložbe tudi negativne učinke. Negativne posledice se na gospodarstvo kažejo predvsem ob nenadnem begu kapitala iz države v velikem obsegu, pogosto tudi zaradi nepomembnih dejavnikov.

### **2.3 MEDNARODNA MOBILNOST KAPITALA**

Učinki prostega pretoka kapitala se na posamezno državo kažejo različno. Odvisno je od velikosti gospodarstva (Žumer, 2002, str. 36). Nedvomno je, da so učinki bolj opazni v majhnem gospodarstvu, saj ima tuje poseganje v državo večji vpliv na gospodarstvo, medtem ko majhno gospodarstvo nima na tuje večje gospodarstvo nikakršnega vpliva.

Iz zgornjega odstavka lahko sklepamo, da je za majhna gospodarstva, kot je npr. slovensko, nujno, da so čim bolj povezana s tujino, da se zagotavlja prosti pretok kapitala in ostalega, saj v zaprtem režimu takšno gospodarstvo nima pogojev za preživetje. Vsekakor pa ne smemo zanemariti vprašanja, kakšno stopnjo odprtosti naj država omogoči, za katere dobrine itd.

Mnenja o koristnosti prostega pretoka kapitala so si med ekonomisti deljena. Zagovorniki (Obsfeld, Rogoff) vidijo pozitivnost predvsem v odpravljanju časovnega neskladja med potrebami po kapitalu in podpiranju finančnega neskladja. Drugi pa vidijo posledice v okolju zaradi nepopolnih informacij in ekonomskih neskladij (Oplotnik, 2003, str. 9).

Večina analitikov zagovarja, da je za začetek sproščanja pritoka tujega kapitala nujno potrebna uravnoteženost javnih financ in zdrav finančni sistem, ker bi v nasprotnem primeru (Oplotnik, 2003, str. 7) razmere pripeljale do moralnega hazarda, usmerjanja kapitala v tvegane naložbe in do anomalij ter kakšne izmed pojavnih oblik finančne krize.

Z liberalizacijo tokov tujega kapitala naj bi zato potekala postopoma in vzporedno z drugimi ekonomskimi reformami. Najpomembnejše so reforme domačega finančnega trga in usklajena fiskalna politika. Zagotoviti je potrebno mednarodno primerljive obrestne mere, da se s tem zmanjša pritisk na plačilno bilanco in devizni tečaj.

### **2.4 PRITOKI TUJEGA KAPITALA TER DEVIZNI TEČAJ**

Tokovi tujega kapitala in devizni tečaj sta v močni povezavi. Povezava je tem pomembnejša, čim manjši so posegi z neposrednimi metodami v prosti pretok kapitala.



S pritokom tujega kapitala prihaja do presežne ponudbe deviz na trgu in s tem do neravnovesja na deviznem trgu, ki posledično vpliva na spremembo deviznega tečaja. Za gospodarstvo so nevarne in nezaželjene predvsem nepričakovane in velike količine pritokov kapitala, saj lahko ob ne dobro pripravljenem gospodarskem sistemu na takojšnje ukrepe povzročijo gospodarstvu veliko negativnih posledic.

Probleme pritokov tujega kapitala in s tem presežno ponudbo deviz na deviznem trgu države rešujejo glede na izbran režim deviznega tečaja.

»Najmanj težav pri prilagajanju čezmernim kapitalskim pritokom iz tujine se vsekakor pojavlja v režimu drsečih deviznih tečajev, saj je v tem primeru spremenljivka, ki se prilagaja, kar tečaj, kar daje podporo monetarni politiki, hkrati pa povečuje tečajno tveganje. Režim je primernejši za velike, sorazmerno zaprte države, ki se povečini spopadajo z zunanjimi šoki in imajo drugačno želeno razmerje med inflacijo in nezaposlenostjo kot druge države« (Berk, 2000a, str. 33).

Pri **popolno drsečem deviznem tečaju** centralna banka ob povečanih pritokih kapitala ne posega na devizni trg, ker povzročijo tržne sile v takšnem sistemu apreciacijo deviznega tečaja in vzpostavitev ponovnega ravnovesja na trgu.

V **režimu uravnavano drsečega deviznega tečaja**, ki ga uporablja tudi BS, se ponudba in povpraševanje po devizah oblikujeta prosto, centralna banka na deviznem trgu le občasno intervenira in s tem vpliva na raven sprememb na devizni tečaj tako, da neposredno kupuje ali prodaja devize ali pa posredno vpliva na ponudbo in povpraševanje z različnimi instrumenti, ki jih ima na voljo. Z njimi ji je uspelo postopoma zniževati inflacijo in makroekonomsko stabilnost ter vzpostaviti liberalen sistem ekonomskih odnosov s tujino.

Če je monetarna oblast zavezana k ohranjanju **trdnega deviznega tečaja**, se mora le-ta odločati glede na cilje in omejitve monetarne politike in politike deviznega tečaja. Ob povečanih pritokih kapitala in posledično ob povečani ponudbi deviz na deviznem trgu začne centralna banka kupovati presežek deviz na trgu in s tem povečuje mednarodne denarne rezerve. Povečevanje mednarodnih rezerv pa lahko povzroči manjšo kontrolo centralne banke nad količino denarja v obtoku, pospešeno inflacijo in večjo fiskalno zadolženost.

## **2.5 PRITOKI TUJEGA KAPITALA TER PLAČILNA BILANCA**

Plačilna bilanca je zapis ekonomskih transakcij rezidentov države z nerezidenti v določenem obdobju. Sestavljena je iz treh delov: iz tekočega računa, kapitalsko finančnega računa ter neto statistične napake in izpustitve. Ker nas zanimajo samo tuje naložbe kapitala, bom predstavila le segment plačilne bilance, kjer tuji kapital vpliva nanj.

Tuji kapital je zajet v finančnem delu kapitalsko finančnega dela plačilne bilance. Iz kapitalskega dela se vidi, kako se financira tekoči del plačilne bilance. V primeru presežnih pritokov tujega kapitala prihaja do velikega pritiska na tekoči račun bilance zaradi rasti deviznega tečaja.

Finančni račun razdelimo na štiri segmente:

1. neposredne naložbe, kjer so zajete neposredne tuje naložbe v obliki lastniškega kapitala, reinvestiranih dobičkov ter neto obveznostih oziroma neto terjatev do povezanih oseb v tujini,
2. portfeljske naložbe ali naložbe v vrednostne papirje, kjer so vključene vse transakcije z lastniškimi in dolžniškimi vrednostnimi papirji, kot so delnice, obveznice, blagajniški in komercialni zapisi in ostali vrednostni papirji,
3. ostale naložbe, kamor se uvrščajo bančna posojila, trgovinski krediti, depoziti, gotovina in ostale terjatve in obveznosti,
4. sprememba mednarodnih denarnih rezerv.

Tuje naložbe kapitala v plačilni bilanci predstavljajo pozitiven tok kapitala, zato jih evidentiramo na kreditni strani konta plačilne bilance. Takojšen učinek na plačilno bilanco države je torej pozitiven.

Obenem moramo biti pozorni na t.i. »fizične« investicijske dobrine, ker le-te ne uvrščamo med mednarodne kapitalске tokove, ampak se smatrajo kot mednarodna trgovina. Mednarodne kapitalске tokove je potrebno razlikovati od tokov finančnih sredstev, ki zajemajo tudi plačila obresti, dobičkov in enostranskih transferjev, ki se beležijo na tekočem delu plačilne bilance.

Pri spremljanju sprememb neposrednih naložb moramo biti pozorni, ker obstajajo razlike med vrednostmi, ki jih beležijo podjetja in vrednostmi, ki so zajete v plačilni bilanci. Do razlik prihaja zaradi štirih vzrokov:

1. uporaba različnega tečaja za preračun podatkov (plačilna bilanca uporablja devizni tečaj na dan transakcije, letna poročila podjetja pa za stanje uporabljajo tečaj na zadnji dan v letu, pri transakcijah pa se uporablja povprečni letni tečaj),
2. plačilna bilanca beleži le transakcije, ki potekajo preko plačilnega prometa poslovnih bank in podjetij s tujino ter carinskih deklaracij (tako niso zajeti poboti, prekvalifikacije kreditov v kapital, ...)
3. transakcije, ki jih beleži plačilna bilanca se vrednostno razlikujejo od »knjigovodskih« transakcij,
4. del sprememb knjigovodske vrednosti stanja izvira iz prevrednotenja ter različnih metod vrednotenja, ki jih uporabljajo podjetja.

## **2.6 OMEJEVANJE KAPITALSKIH TOKOV V SLOVENIJI**

Vse države, ki se zavzemajo za vstop v Evropsko unijo, morajo na podlagi sporazuma o pridruženem članstvu v Evropski uniji postopno liberalizirati kapitalске tokove in v 4 letih

zagotoviti popoln prosti pretok. S 1. februarjem 1999 je stopil v veljavo pridružitveni sporazum med Evropsko unijo in Slovenijo, s čimer je postala Slovenija uradno pridružena članica EU (Letno poročilo BS za leto 1998, 1999, str. 40). Plačila iz tekočih transakcij so bila povsem prosta že pred 1. februarjem 1999 (skladno z 8. členom Statuta Mednarodnega denarnega sklada). S sporazumom je zagotovljen prosti pretok kapitala in prepoved postavljanja novih omejitev na njegov pretok. V primeru izjemnih okoliščin, ko pretok kapitala povzroča ali ogroža delovanje denarne ali tečajne politike, je dovoljeno sprejeti ustrezne ukrepe za dobo 6 mesecev.

Pri posojilih so bile odpravljene omejitve glede zadolževanja v tujini, vplačevanju tolarskih depozitov za najeta tuja finančna posojila in usklajevanje neto povečanja obveznosti bank z njihovimi terjatvami.

Neposredne tuje naložbe so kot pomemben dejavnik v prestrukturiranju gospodarstva na prehodu zelo zaželeni in v glavnem brez omejitev. Omejitve obstajajo le pri ustanavljanju podjetij na nekaterih področjih (vojaško orožje, zračni in železniški promet, zveze in telekomunikacije, zavarovanja, založništva in javno obveščanje) ter pri najvišjih deležih tujcev (v reviziji, borznih hišah, družbah za upravljanje investicijskih skladov, pooblaščenih investicijskih družbah, medijih, bankah in zavarovalnicah).

V Sloveniji so najdlje obstajale omejitve portfeljskih naložb. »Portfeljske omejitve naj bi bile po mnenju BS nujen instrument za zaščito stabilnosti slovenskega tolarja in gospodarstva pred potencialnimi negativnimi šoki, ki jih lahko povzroči večji priliv ali odliv vročega tujega kapitala« (Kleindienst, 2000, str. 1). Ker ima BS kot centralna banka majhnega denarnega prostora omejene možnosti za nevtraliziranje tečajnih učinkov velikega obsega, je Svet BS februarja 1997 sprejel sklep o uvedbi skrbniških računov za tuje naložbe v vrednostne papirje (Letno poročilo BS za leto 1997, 1998, str. 33). Naložbe naj bi bile sproščene najmanj v 7 letih, kasneje v letu 1999, pa so spremenili na 4 leta. S takšno ureditvijo so bili zaščiteni interesi dolgoročnih investitorjev, saj je s tem slovenski finančni trg bil varnejši pred zunanji motnjami. V Sloveniji so portfeljske naložbe tako bile popolnoma sproščene z začetkom leta 2002.

### **3 ODVZEM PRESEŽNIH DEVIZ Z DENARNEGA TRGA**

Na vsakem trgu obstaja ravnovesje med ponudbo in povpraševanjem. V primeru, da se določene spremenljivke spremenijo, se to ravnovesje podre. Tokovi tujega kapitala vplivajo na ravnovesje na trgu deviz. Pritoki tujega kapitala se na trgu pojavijo v obliki presežne ponudbe deviz in povzročijo neravnovesje na deviznem trgu. Kako ponovno priti do vzpostavitve prejšnjega ali novega ravnovesja je odvisno tudi od režima deviznega tečaja države, ki ga država uporablja. Država lahko sama poseže na trg in vzpostavi ravnovesje ali pa pusti, da se ponudba in povpraševanje s časoma sama oblikujeta v novem ravnovesju. Vendar v primeru, ko pustimo, da se ravnovesje vzpostavi samo, ni vedno nujno, da bo to novo ravnovesje takšno, kakršnega si želimo. Oblikovanje deviznega tečaja glede na ponudbo in povpraševanje po devizah lahko

povzročijo potencialno različne negativne posledice na gospodarstvu. Ponavadi gospodarstva ne želijo morebitnih hudih posledic, zato same posežejo s svojimi instrumenti na trg.

Gospodarstva se bojijo predvsem velikih in nepričakovanih pritokov, saj le-ti pustijo na gospodarstvu precej velike negativne posledice. Zlasti so ti nevarni za majhna odprta gospodarstva, ker je ponavadi njihov kapitalski trg slabše razvit in deluje manj učinkovito. Kapitalski tokovi iz tujine so močno odvisni od denarne ureditve države. Na deviznem trgu se pojavijo v obliki presežne ponudbe deviz, kar ima za posledico največji vpliv na devizni tečaj. Poleg tega pa vpliva tudi na primarni denar ter na višino obrestnih mer.

BS se v zadnjih letih srečuje s precej visoko presežno ponudbo deviz, saj prihaja zaradi prostega pretoka kapitala do tujega kupovanja državnih deležev podjetij. BS mora zato presežke ponudbe deviz z deviznega trga odvzeti, da ne bi prišlo do hudih sprememb na trgu tako na področju deviznega tečaja, obrestnih mer in količine denarja v obtoku, ki z njihovo spremembo vplivajo tudi na višino inflacije. Ker je Slovenija v fazi za prevzem evra, je zelo pomembno, da bo zniževala tudi višino inflacije, zato je naloga BS tudi odvzem presežne ponudbe deviz z deviznega trga.

### **3.1 INSTRUMENT ZAČASNEGA NAKUPA DEVIZ**

Instrument začasnega nakupa deviz uvrščamo med instrumente politike deviznega tečaja. Namenjen je za odvzem deviz z deviznega trga, z njim pa vpliva na devizni tečaj.

Centralna banka kupuje od poslovnih bank devize, ki jih le-te kupujejo od svojih komitentov, t.j. fizičnih in pravnih oseb. Kot vemo iz prejšnjega poglavja, prihajajo devize v državo zaradi tujih kapitalskih naložb. Centralna banka ima ponavadi s poslovnimi bankami sklenjeno nekakšno pogodbo o kupovanju in prodaji deviz. Z odkupom deviz s strani centralne banke le-ta odvzema presežek ponudbe deviz z njihovega trga na način, ki povzroča spremembe v višini deviznega tečaja. S tem preprečuje, da bi presežek deviz povzročil apreciacijo domače valute in posledično vplival na ostale kategorije v gospodarstvu, saj so večinoma vse kategorije v močni odvisnosti od samega deviznega tečaja tako posredno ali neposredno. Centralna banka torej kupuje od poslovnih bank devize, v zameno zanje pa poslovne banke dobijo tolarje. Ko preteče obdobje začasnega roka tega začasnega nakupa, morajo poslovne banke ponovno odkupiti devize od centralne banke.

Poznamo tri oblike začasnega nakupa deviz:

- **Začasni nakup deviz od bank z obveznim povratnim odkupom**  
Pravzaprav gre za repo posle<sup>13</sup>. Poslovne banke prodajo devize BS po dogovorjenem tečaju za določeno obdobje. Po preteku začasnega obdobja morajo poslovne banke

---

<sup>13</sup> Med repo posle se uvrščajo začasni nakupi/prodaja deviz in blagajniški zapisi v tujem denarju (Snoj, 2001, str. 37).

ponovno odkupiti od BS devize po pogojih, ki jih določi BS, zato so tolarska sredstva dana v obtok za določen čas. Instrument neposredno vpliva na količino denarja v obtoku, ki se ob nakupu deviz od bank poveča, s povratnim odkupom pa zmanjša.

- **Začasni nakup deviz po intervalnem tečaju z obveznim povratnim odkupom**

Pri teh vrstah nakupov deviz gre za sklepanje poslov na podlagi odprtih ponudb, kjer je intervalni tečaj določen. V sami osnovi je posel enak kot predhodni instrument. BS od poslovnih bank začasno odkupijo devize, po določenem času pa sledi povratni odkup (Bajraktarevič, 1999, str. 36). Za ta instrument je značilno, da daje poslovnim bankam možnost sprotnega dostopa do potrebne tolarske likvidnosti, vpliva na izdajanje primarnega denarja, z dodatnimi pogoji pa ima BS tudi vpliv na tečaj.

- **Odkup deviz s pravico do povratnega odkupa**

Poslovne banke prodajo devize BS in imajo po določenem času pravico in ne obveznost odkupiti devize nazaj, medtem ko je BS dolžna prodati devize poslovnim bankam. Ker lahko slednje odkupijo devize ali tudi ne, prištevamo te posle k nepravim začasnim odkupom deviz<sup>14</sup>. Poslovne banke se za povratni odkup deviz od BS odločijo takrat, ko jim to prinaša večji dobiček kot tolarske naložbe. To pa je v primeru, ko je velika razlika med tržnim tečajem in tečajem BS za določeno valuto pri apreciaciji tolarja proti določeni valuti.

### **3.2 VPLIV ZAČASNEGA NAKUPA DEVIZ NA PREMOŽENJSKO BILANCO BS IN PB**

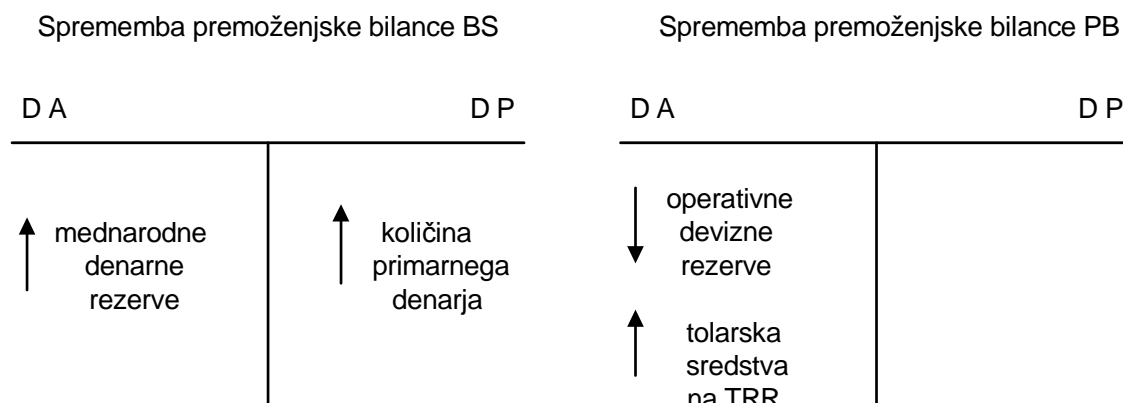
Uporaba instrumentov politike deviznega tečaja BS se kažejo v njeni premoženjski bilanci v predpostavki neto aktiva v tujem denarju. Neto aktiva v tujem denarju predstavlja razliko med mednarodnimi denarnimi rezervami BS v njeni aktivih, ki v največji meri predstavljajo devizne rezerve, ter blagajniški zapisi v tujem denarju med njenimi pasivi. Aktiva v tujem denarju se veča z nakupi deviz od PB ter z izdajanjem in prodajanjem blagajniških zapisov v tujem denarju. Ko BS kupuje devize, se hkrati veča tudi njena neto aktiva v tujem denarju in s tem se veča tudi količina primarnega denarja. Ko BS devize prodaja, se zmanjšujeta njena neto aktiva v tujem denarju in količina primarnega denarja.

Začasni odkup deviz BS vpliva na spremembo premoženjske bilance PB med aktivih. Z začasnim nakupom deviz BS se med aktivih PB zmanjšajo operativne devizne rezerve, zmanjšajo se krediti tujini. PB dobi v zameno za devize od BS tolarje, kar se kaže med aktivih kot povečana tolarska sredstva na TRR. S tem ko PB povratno odkupuje devize od BS, se to v premoženjski bilanci med aktivih kaže kot povečanje operativnih deviznih rezerv in zmanjšanje tolarskih sredstev na TRR.

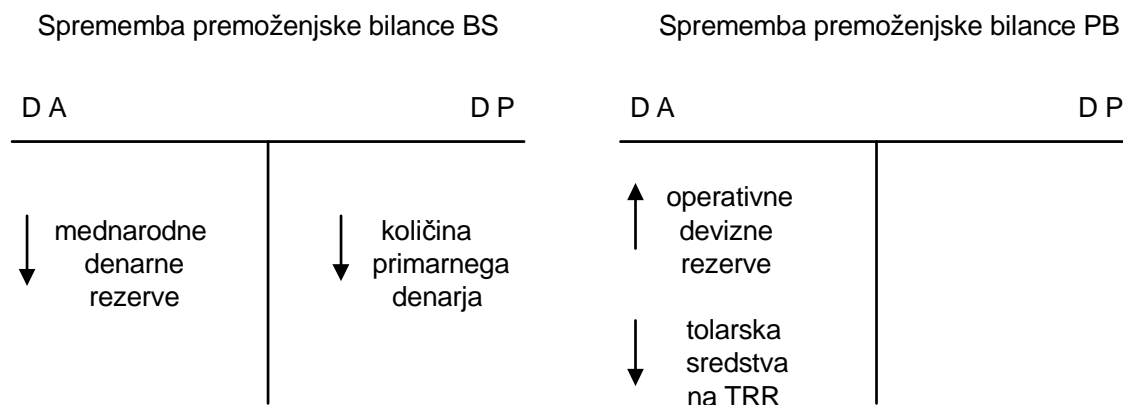
---

<sup>14</sup> Nemška centralna banka loči prave in neprave posle, kar pomeni, da pri pravih pride do povratne prodaje/nakupa, pri nepravih pa to ni nujno.

- **Začasni odkup deviz BS od PB**



- **Povratni odkup deviz PB od BS**



### 3.3 RAZLIKA IN PODOBNOST MED ZAČASNIM NAKUPOM DEVIZ IN BLAGAJNIŠKIMI ZAPISI BS

Začasni nakup deviz uvrščamo med instrumente politike deviznega tečaja. Z nakupi deviz se večja aktiva v tujem denarju ter posledično se povečuje količina primarnega denarja v obtoku. Ročnost začasnega nakupa deviz je običajno 7 dni, pred leti pa je bila običajno 2 meseca, pa tudi 270 dni.

Pri začasnem nakupu blagajniških zapisov so predmet nakupa blagajniški zapisi v tujem denarju. Ta instrument uvrščamo med instrumente denarne politike. Poznamo 7-dnevni in 2-mesečni začasni nakup blagajniških zapisov v tujem denarju. Prodajanje in izdajanje blagajniških zapisov v tujem denarju vpliva na aktivo premoženjske bilance BS, jo povečuje. Izdajanje ali izplačevanje pa ne vpliva na spremembo tuje aktive, zato se tudi ne spremeni količina primarnega denarja.

Pri začasnem nakupu deviz pomeni, da centralna banka začasno odkupi devize od poslovnih bank, medtem ko pri začasnem nakupu vrednostnih papirjev oz. blagajniških zapisov, ti so blagajniški zapisi v tujem denarju, pomeni, da centralna banka začasno kupuje od poslovnih bank ta instrument in s tem daje denar v obtok.

Oba instrumenta uvrščamo med repo posle. Namen obeh je odvzem deviz s trga tako, da centralna banka odkupuje same devize ali tako, da ponuja svoje blagajniške zapise v tujem denarju in skuša tiste, ki imajo devize, pripraviti do tega, da bi šli z devizami v njene vrednostne papirje, namesto da bi šli z njimi na devizni trg in jih tam prodajali (Ribnikar, 1994, str. 47). Na deviznem trgu jih centralna banka ne bi mogla kupovati, zato bi se znižal devizni tečaj. Centralna banka pripravi poslovne banke, da gredo v te vrste poslov tako, da jim ponuja boljše pogoje kot jih imajo na samem trgu.

### **3.4 POGODBENO SODELOVANJE MED BS IN BANKAMI NA DEVIZNEM TRGU**

Konec leta 1997 je BS podpisala z nekaterimi bankami (12 bank) pogodbo o sodelovanju pri posegih na deviznem trgu. Pogodba z aneksom (podpisan konec leta 1999) opredeljuje medsebojne pravice in obveznosti pri posegu z intervencijskim nakupnim tečajem, intervencijskim prodajnim tečajem, določitvi največje marže med bančnimi nakupnimi in prodajnimi tečaji ter začasnemu nakupu in začasni prodaji deviz. Banke od BS prejemaajo eksplicitno nadomestilo oportunitetnih stroškov (0,05% povprečnega stanja naložb v tujem denarju), ki izhajajo iz pogodbenih obveznosti (Letno poročilo BS za leto 1999, 2000, str. 42).

Zaradi institucionalnih sprememb, zlasti uvedbe deviznih računov za podjetja in možnost nakupov vrednostnih papirjev v tujini, se je znatno povečala variabilnost tokov tujega denarja. Zato je BS v začetku leta 2000 dala pobudo za spremembo pogodbenega odnosa. Novo pogodbo, ki velja od začetka aprila 2000 in je nadomestila staro, je podpisalo 22 bank (Letno poročilo BS za leto 2000, 2001, str. 39).

BS lahko v primeru, ko razmere na deviznem trgu niso skladne z usmeritvami politike deviznega tečaja, določi izhodiščni tečaj, ki ga morajo banke podpisnice upoštevati pri sklepanju kupoprodajnih pogodb. Ko izhodiščni tečaj ni določen, banke lahko same oblikujejo nakupni in prodajni tečaj.

Banke podpisnice imajo na voljo stalno možnost začasnega nakupa in prodaje deviz po implicitni obrestni meri 1%. Posli se sklepajo po izhodiščnem tečaju. Če ta ni določen, pa po povprečnem tržnem tečaju (Letno poročilo BS za leto 2000, 2001, str. 39).

BS lahko dokončno kupuje ali prodaja od bank devize, s čimer neposredno zmanjšuje stanje začasnega nakupa oziroma prodaje (Letno poročilo BS za leto 2000, 2001, str. 39).

## **4 TOLARSKI BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE**

### **4.1 VRSTE TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BS**

Med tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije uvrščamo:

- dvodelne blagajniške zapise BS<sup>15</sup>,
- blagajniške zapise BS z nakupnim bonom<sup>16</sup>,
- blagajniške zapise BS v tolarjih<sup>17</sup>.

BS je 16.02.2000 ustavila s prodajo 1. serije 12. emisije dvodelnih blagajniških zapisov BS z zapadlostjo 16.03.2000. S to serijo je prenehala izdajati dvodelne blagajniške zapise BS. Zadnje blagajniške zapise z nakupnim bonom pa je prenehala izdajati že v letu 1999.

V diplomskem delu proučujem obdobje od leta 2000 do leta 2004. Ker so bili v tem času v obtoku le blagajniški zapisi BS v tolarjih, se bom posvetila le-tem.

### **4.2 BLAGAJNIŠKI ZAPISI BANKE SLOVENIJE V TOLARJIH**

#### **4.2.1 DEFINICIJA**

Blagajniški zapisi BS v tolarjih (v nadaljevanju TBZ) so imenski, nematerializirani, kratkoročni vrednostni papirji, ki jih lahko vpisujejo banke in hranilnice<sup>18</sup>, ki imajo od BS dovoljenje za opravljanje bančnih storitev v svojem imenu in za svoj račun.

#### **4.2.2 ZAKONSKA PODLAGA**

BS izdaja TBZ na podlagi sklepa o izdajanju blagajniških zapisov BS (UL RS, št. 28/91, 3/92, 38/92 in 52/98), novi sklep o izdajanju tolarskih blagajniških zapisov (UL RS, 103/02), sklepa o dajanju kratkoročnih kreditov bankam za zagotavljanje dnevne likvidnosti (UL RS, št. 3/92 in 36/92) ter sklepa guvernerja Banke Slovenije.

#### **4.2.3 VRSTE TBZ**

TBZ ločimo glede na ročnost. Poznamo 2-, 7-, 12-, 14-, 28-, 30-, 60-, 270- in 360-dnevne TBZ. TBZ delimo tudi na neserijske in serijske BZ. Med neserijske uvrščamo 2-, 7-, 12-, 14- in 30-dnevne TBZ, vse ostale (28-, 60-, 270- in 360-dnevne) pa med serijske TBZ. 270-dnevni TBZ so se do novembra 2001 uvrščali k neserijskim TBZ.

---

<sup>15</sup> Dvodelni blagajniški zapis je kratkoročni, prinosniški, serijski vrednostni papir, izdan v materialni obliki. Izdan je v dveh različnih apoenih, mali in veliki. Vsak apoen je sestavljen iz tolarskega in deviznega dela.

<sup>16</sup> Blagajniški zapis z nakupnim bonom do vključno devete izdaje je serijski, prinosniški in materializiran vrednostni papir, od desete izdaje dalje pa dematerializiran, prenosljiv in imenski vrednostni papir.

<sup>17</sup> Več o tem v poglavju 4.2.

<sup>18</sup> Pred letom 2000 so imeli možnost vpisovanja tudi pravne in fizične osebe.



#### **4.2.2.1 RAZLIKA MED NESERIJSKIMI IN SERIJSKIMI TBZ**

Razlika med neserijskimi in serijskimi TBZ je v tem, da se pri neserijskih TBZ, TBZ vpisujejo na podlagi odprte ponudbe, medtem ko se serijski TBZ izdajajo s strani BS v serijah v apoenih oziroma lotih z določeno nominalno vrednostjo, katere BS ponuja v obliki stalne, občasne ponudbe ali avkcije.

#### **4.2.4 NAMEN TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV**

##### **4.2.4.1 NAMEN IZDAJANJA TBZ S STRANI BANKE SLOVENIJE**

Po ustanovitvi BS le-ta ni imela med aktivni ustreznega premoženja, ki bi lahko kompenzacijsko prodajala, zato je začela z izdajo svojih lastnih vrednostnih papirjev - blagajniških zapisov, da bi lahko uresničevala sterilizacijo, ki je značilna za centralne banke. Pri tem gre za posledico nenavadne strukture sekuritiziranega državnega dolga, ki sestoji skoraj izključno iz dolgoročnih obveznic, večinoma neprenosljivih, ki niso uporabne za vodenje monetarne politike (Gregorčič, 1995, str. 6).

Namen izdajanja BZ ni samo v intervenciji centralne banke, ampak tudi v ustvarjanju dodatnega intervencijskega prostora za izdajanje primarnega denarja. S prodajo TBZ se ji torej povečuje primarni denar, le-tega pa odvzema z denarnega trga z nakupom deviz.

##### **4.2.4.2 NAMEN KUPOVANJA TBZ S STRANI BANK IN HRANILNIC**

TBZ so za banke in hranilnice zanimivi vrednostni papirji, ker jim le ti pomenijo varno naložbo za svoje likvidne presežke. Za naložbo v TBZ dobijo tudi določene obresti. Banke imajo možnost črpanja likvidnostnih posojil na podlagi vpisanih TBZ, kar jim zagotavlja sekundarno likvidnost. Možnost črpanja likvidnostnega posojila povečuje bankam fleksibilnost pri uravnavanju likvidnosti bančnega sistema. Preteklost kaže, da je bilo s strani hranilnic večje zanimanje za TBZ kot s strani bank, ker so hranilnice imele manj možnosti za varno nalaganje občasnih likvidnostnih presežkov. Kljub temu pa skupni promet vplačil in izplačil TBZ hranilnic ne presega 1% celotnih vplačil in izplačil TBZ.

#### **4.3.5 OBRESTNA MERA TBZ**

Bankam in hranilnicam naložbe v TBZ prinašajo določeno »nagrado«, to je obresti, ki jim jih BS izplača na dan dospelosti TBZ skupaj z glavnico.

Obrestno mero za posamezne vrste blagajniških zapisov določa Svet BS. V posameznih ponudbah za vpis TBZ, ki jih prejema banke in hranilnice od BS, sta torej navedeni med drugim tudi obrestna mera in način obrestovanja.

#### **4.4.6 ČRPANJE LIKVIDNOSTNEGA POSOJILA NA PODLAGI VPISANIH TBZ**

BS je bankam v začetku leta 1992 ponudila možnost črpanja likvidnostnega posojila na podlagi vpisanih 12- in 30-dnevnih TBZ. Na podlagi vpisanih 12-dnevnih TBZ so imele možnost črpanja posojila do 3 delovne dni, medtem ko pri 30-dnevnih TBZ največ 5 delovnih dni. Višina posojila pa je bila omejena navzgor in sicer največ do nominalne vrednosti vpisanih TBZ. Obrestna mera po kateri so morale banke plačevati za posojilo, je bila višja kot pri naložbi v TBZ. Navadno je bil odstotku ustreznega TBZ pribito še za 3% (Saje, 1996, str. 69).

Danes se banke ne morejo več posluževati najemanja likvidnostnih posojil na podlagi vpisanih TBZ. Konec marca 2000 je z odpravo 30-dnevnih TBZ bila ukinjena možnost črpanja 5-dnevnega likvidnostnega posojila, konec decembra 2001 pa tudi 3-dnevno likvidnostno posojilo z odpravo 12-dnevnih TBZ.

### **5 STERILIZACIJA**

Sterilizacija pomeni, da centralna banka nevtralizira učinek nakupa/prodaje ene vrste finančnih aktiv z nasprotno transakcijo – prodajo/nakupom druge vrste finančnih aktiv, tako da ne pride do spremembe denarnega obtoka (Ribnikar, 2005a, str. 20).

O sterilizaciji govorimo v dveh primerih:

- V primeru, ko centralna banka sterilizira z ukrepi, da ostane ponudba denarja nespremenjena zaradi njene intervencije na deviznem ali odprtem trgu, ki bi za posledico povzročile spremembo količine primarnega denarja.
- V primeru, ko centralna banka hkrati ko kupuje ali prodaja devize, za enak obseg prodaja ali kupuje državne vrednostne papirje. V tem primeru ne pride do spremembe denarnega obtoka. S tem se izločijo iz denarne mase dodatna denarna sredstva, ki so se pojavila v obtoku zaradi odkupa deviz.

Cilj sterilizacije je preprečevanje pritiska na nominalni tečaj domače valute oziroma na apreciacijo deviznega tečaja ter preprečevanje monetarne ekspanzije oziroma ohranjevanje ponudbe denarja na trgu nespremenjeno, ki jo povzroča sama intervencija centralne banke na devizni trg z odkupom deviz. Apreciacija bi poslabšala razmere gospodarstva, ker bi se poslabšala konkurenčnost države na mednarodnem trgu. Sprememba denarja v obtoku pa bi pripeljala do inflacije.

Vzroki, ki privedejo centralno banko, da začne s sterilizacijo, so tako zunanji kot notranji (Hočevar, 2003, str. 6). Med zunanjimi vzroki je najpomembnejši padec donosnosti kapitala v najrazvitejših državah, ki so vodilne v svetu. Zato se kapital seli na druge stabilne in razvijajoče trge, kjer je tveganje sicer večje, vendar pa je donosnost zato višja. Med notranjimi vzroki pa so pomembne predvsem reforme za prehod na tržno gospodarstvo: trgovinska liberalizacija, monetarna stabilizacija, finančna liberalizacija v državi in finančna liberalizacija med državami.

Prav ta zadnja, ki pomeni prosti pretok kapitala med državami, je največji problem za države v razvoju, za kar je potrebna sterilizacija.

Sterilizacija poteka na tri načine (Berk, 2000a, str. 34):

- **Z operacijami na odprtem trgu**

Poseg na odprti trg je lahko bodisi v obliki prodaje državnih obveznic, kar pomeni notranje zadolževanje, bodisi v obliki izdaje vrednostnih papirjev centralne banke, kar pomeni zadolževanje centralne banke. Cilj prodaje vrednostnih papirjev je odstraniti dodatno likvidnost, ki jo povzroči odkup deviz s strani centralne banke. Prednost tega posega je omejevanje kreditne in monetarne ekspanzije, hkrati pa poseg ne obremenjuje domačega finančnega sistema. Pomanjkljivosti so dvig domačih obrestnih mer ter fiksni stroški, ki so posledica razlike med domačimi obrestnimi merami in obrestnimi merami na mednarodnem trgu kapitala (Kovačič, 1999, str. 20).

- **Prek instrumenta obveznih rezerv**

S povečevanjem obveznih rezerv za vloge v domači valuti se ublaži učinek denarnega multiplikatorja in omeji denarna ekspanzija, ki je posledica centralne banke. Slednje je možno tudi kot obvezna likvidnostna rezerva, ki je lahko v obliki obrestovanih državnih vrednostnih papirjev ali vrednostnih papirjev centralne banke. Pomanjkljivost tega posega je, da ga poslovne banke občutijo kot davek. Le-tega prenesejo na svoje komitente bodisi v obliki nižjih obrestnih mer za vloge, s čimer se zmanjša priliv tujega kapitala, bodisi v obliki višjih obrestnih mer za posojila, kar znova spodbudi zadolževanje v tujini, učinek pa je tako nasproten od zaželenega (Kovačič, 1999, str. 20).

- **Z upravljanjem depozitov države**

Ukrep predvideva, da se vsa denarna sredstva javnih ustanov umaknejo iz poslovnih bank in se deponirajo pri centralni banki, s katerim le-ta odkupuje tuje prilive. Prednost tega ukrepa je, da centralni banki za omejene vloge ni potrebno plačevati tržne obrestne mere, s čimer se izogne fiksnim stroškom. Če pa se vloge kljub temu obrestujejo, so obrestne mere nižje kot na denarnem trgu, stroški pa manjši kot bi bili pri klasični sterilizaciji. Pomanjkljivost tega ukrepa je v omejevanju količine denarja v obtoku, saj se tako zmanjša likvidnost bank. Posledica tega je zmanjšan obseg kreditiranja in višje obrestne mere, kar pa posledično vodi k dodatnim prilivom tujega kapitala (Kovačič, 1999, str. 20).

## 5.1 (NE)UČINKOVITOST IN PASTI STERILIZACIJE

Sterilizacija pomeni odpravljanje negativnih posledic, ki jih prinašajo tuji pritoki kapitala, zato bo sterilizacija učinkovita le na kratek rok, dokler se ne ugotovi vzroka za kapitalske prilive. Namreč centralna banka mora dobiti na dolgi rok druge instrumente, ki bodo obvladovali nihanja

v pritokih kapitala. Na dolgi rok obstaja bojazen, da bi kapitalski pritoki preseгли zmožnosti sterilizacijskih ukrepov države.

Govorimo, da je sterilizacija učinkovita, ko se prepreči sprememba denarnega obtoka ali obrestne mere. Obrestna mera je indikator denarne politike. Če ostaja vse enako, pomeni nižja/višja obrestna mera večjo/manjšo likvidnost.

Na učinkovitost sterilizacije kapitalskih pritokov vplivata tudi režim deviznega tečaja in mednarodna mobilnost kapitala. Možnost sterilizacije je obratno sorazmerna stopnji mednarodne mobilnosti kapitala. Bolj kot je kapital mobilan, manjši so učinki sterilizacije. To pomeni, da so domači vrednostni papirji popolni substitut za tuje vrednostne papirje, zato se ne more spremeniti donosnost enih papirjev primerjavi z drugimi. Tega pa ne dovolijo tisti, ki imajo te papirje v lasti (Ribnikar, 1994, str. 46). Torej instrument je nemogoče uporabljati v razmerah popolne mobilnosti kapitala oziroma popolne zamenljivosti med domačimi in tujimi finančnimi instrumenti tudi na kratek rok, ker vsakršen pritisk na povišanje obrestnih mer privabi nove tokove iz tujine. V režimu trdnega deviznega tečaja in v primeru popolne mobilnosti kapitala je sterilizacija popolnoma neučinkovita.

Pri sami sterilizaciji moram opozoriti, da obstajajo tudi določene pasti, ki imajo za posledico večje negativne učinke na gospodarstvo. Pasti, ki so se pojavile v državah v razvoju zaradi sterilizacije, so sledeče (Jančar, 1998, str. 38):

- **dvig domačih obrestnih mer**

Namesto novega denarja, začne država izdajati vrednostne papirje, ki pa morajo imeti nekoliko višje obrestne mere od tržnih, da lahko postanejo dovolj privlačni za kupce. Čim dlje traja ta ukrep, tem bolj se začnejo tržne obrestne mere prilagajati novi višji obrestni meri. Zaradi višjih obrestnih mer pa začnejo upadati domače investicije, saj lastnik kapitala dobi več z obrestovanjem kapitala kot pa z vlaganjem v nekaj novega. Poleg tega višje domače obrestne mere začnejo privabljati tudi tuji kapital.

- **povečanje fiskalnih stroškov**

Sterilizacija povzroča nastajanje neposrednih fiskalnih stroškov, ker mora država plačevati obresti za izdane vrednostne papirje (Žemva, 1996, str. 19). Nastajajo tudi posredni fiskalni stroški, ki so povezani s povečanim razponom med tržno obrestno mero na mednarodnem trgu kapitala ter domačo obrestno mero. Fiskalni stroški lahko centralno banko privedejo do operativnih izgub, zaradi katerih lahko centralna banka izgubi samostojnost pri vodenju monetarne politike. V daljšem obdobju pa lahko privede do tega, da se mora centralna banka dokapitalizirati (Poberžnik, 1999, str. 4).

- **večanje mednarodnih denarnih rezerv**

Sterilizacija veča mednarodne denarne rezerve.

- **prepočasno drsenje domače valute navzdol ali celo realna apreciacija valute**  
Kljub intervenciji obstaja možnost, da zaradi povišane domače obrestne mere privabi v državo povečan priliv tujega kapitala, zato se padanje tečaja domače valute ne upočasni oziroma v slabšem primeru domača valuta celo aprecira.
- **nadomestilo z finančnimi omejitvami prilivov**  
Predvsem na podlagi izkušenj iz držav v razvoju so sterilizacijo po začetnem obdobju odpravili in jo nadomestili s finančnimi omejitvami kapitala.
- **zmanjševanje likvidnosti**  
Ukrepi sterilizacije zmanjšujejo likvidnost bančnega sistema in s tem slabšajo stabilnost celotnega bančnega in finančnega sistema. Omenjene nezaželene posledice so tem bolj vidne, čimbolj je bančni sistem šibak.

## 5.2 STERILIZACIJA S TOLARSKIMI BLAGAJNIŠKIMI ZAPISI

Na slovenskih tleh torej BS s sterilizacijo zamenjuje prilive tujega kapitala za vrednostne papirje, ki niso denar. BS s tem izloči iz denarne mase dodatna denarna sredstva, ki jih je spravila v obtok z odkupom deviz.

BS ne izvaja sterilizacije v običajnem pomenu besede. Ker po osamosvojitvi ni bilo na razpolago primernih kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (npr. zakladnih menic<sup>19</sup>), BS ni mogla kupovati presežnih deviz ter s prodajo državnih vrednostnih papirjev preprečevati večanje količine denarja v obtoku. Držanje deviznega tečaja na višji ravni kot bi sicer bil, če bi se oblikoval na trgu, ter držanje nespremenjeno količino denarja v obtoku ji je uspelo na drugačen način. Presežke deviz je umikala tako, da je začasno kupovala od bank devize in jim v zameno ponujala tolarje. Ker se je s tem povečevala količina tolarjev v obtoku, ki je ogrožala ekonomijo države, je morala umakniti presežno tolarško likvidnost z izdajanjem in prodajanjem tolarških blagajniških zapisov. Pri tem je potrebno opozoriti, da so bili za nekatere finančne subjekte zanimivejši blagajniški zapisi v tujem denarju, zato je povečano količino denarja v obtoku umikala tudi z njimi.

## 6 RAZMERE V LETIH 2000 – 2004

### 6.1 LETO 2000

V letu 2000 je bil devizni trg pod močnim vplivom plačilnobilančnih gibanj in poplavljen od raznih oblik naložb. Visoki neto finančni pritoki iz tujine so dosegli od osamosvojitve najvišjo vrednost v višini 1.089 mio EUR. Z njim se je financiral primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance v višini 583 mio EUR, ki je nastajal zaradi poslabšanih pogojev mednarodne menjave. V

<sup>19</sup> Zakladne menice je BS začela izdajati šele v letu 1998.

višini 506 mio EUR pa so se na račun močnih kapitalskih tokov povečale tudi mednarodne devizne rezerve (Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 18).

Pri začasnih transakcijah s tujim denarjem se je znesek odkupov in prodaj v primerjavi s preteklimi leti znatno povečal; po eni strani zaradi skrajšane ročnosti instrumentov začasne prodaje in nakupa (z dveh mesecev na en teden), po drugi strani pa zaradi njihove bolj pospešene porabe. Skupaj je BS začasno kupila za 362,7 mlrd SIT deviz in jih začasno prodala za 109,4 mlrd SIT, z upoštevanjem povratnega dela poslov pa je bilo primarnega denarja več za 11,4 mlrd SIT (Letno poročilo BS za leto 2000, 2001, str. 39).

Tabela 1: Stanje instrumentov politike deviznega tečaja konec leta 1999 in 2000 ter njihova povprečna trimesečna stanja leta 2000

(v mio SIT)	Stanje 31.12.99	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2000				Stanje 31.12.00
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Začasni odkup deviz za 7 dni</b>	3.858	3.481	10.603	7.539	9.640	15.535
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	-	0	1.600	5.014	1.763	213

Vir: Letno poročilo BS za leto 2000, 2001, str. 34.

V letu 2000 so se glede na prejšnja leta od osamosvojitve končno umirile razmere na trgu, zato je BS začela spreminjati svoj instrumentarij in ga prilagoditi novim razmeram (Saje, Jernejčič, 2001, str. 36). Prenova instrumentov se je pokazala med drugim na področju tolarskih blagajniških zapisov. Zmanjšala je izbiro blagajniških zapisov v tolarjih, ki jih je lahko vpisovala širša javnost, poleg bank tudi podjetja in fizične osebe. Odpravljeni so bili blagajniški zapisi z nakupnim bonom ter dvodelni blagajniški zapisi. Med blagajniškimi zapisi v tolarjih so bili ukinjeni z ročnostjo 7-, 14-, 28- in 30-dni. Zaradi zmanjšanja pritokov iz tujine in deficita na tekočem računu plačilne bilance v zadnjih dveh letih je BS prenehala s prodajo navedenih instrumentov, ker je bil na ta račun tudi obseg sterilizacije zmanjšan. »V pogojih ponovnega presežka strukturnega položaja denarnega trga BS jemlje primarni denar iz obtoka samo na podlagi BZ namenjenih le bankam« (Bohnec, 2001, str. 141).

Z odpravo 30-dnevnih TBZ je bila odpravljena bankam možnost pridobitve 5-dnevnega likvidnostnega posojila, ki so ga lahko pridobile na podlagi vpisa teh TBZ. Izravnavanje nihanj v kratkoročni tolarski likvidnosti so bankam omogočili blagajniški zapisi v tujem denarju, 60-dnevni TBZ pa so bili vir za dolgoročno tolarsko likvidnost. Sredi februarja je bila ustavljena prodaja 1. serije 12. emisije dvodelnih BZ z zapadlostjo 13.03.2000. S to serijo je BS tudi prenehala izdajati dvodelne BZ. S 1. marcem je bila izplačana 13. izdaja blagajniških zapisov z nakupnim bonom v višini 6.214,5 mio SIT, s 25. majem pa še 14. izdaja blagajniških zapisov z nakupnim bonom v višini 4.943 mio SIT, katera je bila kot zadnja izdana 1. decembra 1999.

Stanje TBZ je bilo konec leta 6.946 mio SIT in se je občutno zmanjšalo glede na predhodno leto (28.046 mio SIT).

V letu 2000 so banke in hranilnice vplačale za 227.578,8 mio SIT TBZ različnih ročnosti. BS pa jim je izplačala za 235.264 mio SIT TBZ. Z neto izplačili TBZ v višini 7.685,2 mio SIT se je za isti znesek povečal primarni denar (Priloga 5).

Tabela 2: Stanje TBZ kot instrumenta denarne politike konec leta 1999 in 2000 ter povprečno trimesečno stanje v letu 2000

(v mio SIT)	Stanje 31.12.99	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2000				Stanje 31.12.00
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Tolarski blagajniški zapisi</b>	<b>28.046</b>	<b>30.616</b>	<b>14.279</b>	<b>11.679</b>	<b>10.506</b>	<b>6.946</b>
- Blagajniški zapisi v tolarjih	17.629	19.652	11.475	11.679	10.506	6.946
- Dvodelni blagajniški zapisi	1.386	2.903	0	-	-	-
- Blagajniški zapisi z nakupnim bonom	9.031	8.062	2.805	-	-	-

Vir: Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 34.

V letu 2000 so se zaradi naraščajočih inflacijskih pritiskov občutno povečale obrestne mere TBZ (glej Tabela 3).

Tabela 3: Sprememba obrestnih mer v letu 2000 za TBZ različnih ročnosti

TBZ glede na ročnost	OM (v %)	Nova OM (v%)	Datum spremembe
<b>2-dnevni TBZ</b>	1,70	2,00	29.03.2000
	2,00	4,00	07.08.2000
	4,00	4,50	14.11.2000
	4,50	5,00	01.12.2000
<b>7-dnevni TBZ</b>	2,70	-	
<b>12-dnevni TBZ</b>	3,20	4,00	29.03.2000
	4,00	6,00	07.08.2001
	6,00	6,50	14.11.2000
<b>14-dnevni TBZ</b>	3,30	-	
<b>30-dnevni TBZ</b>	5,50	-	
<b>60-dnevni TBZ</b>	7,00	7,50	03.03.2000
	7,50	8,00	15.03.2000

Nadaljevanje Tabele 3: Sprememba obrestnih mer v letu 2000 za TBZ različnih ročnosti

<b>TBZ glede na ročnost</b>	<b>OM (v %)</b>	<b>Nova OM (v %)</b>	<b>Datum spremembe</b>
<b>60-dnevni TBZ</b>	8,00	8,50	01.09.2000
	8,50	9,25	14.11.2000
	9,25	10,00	01.12.2000
<b>270-dnevni TBZ</b>	9,00	9,50	01.09.2000
	9,50	10,25	14.11.2000
	10,25	11,00	01.12.2000

Vir: Denarni pregled BS, 2000, različne številke.

## 6.2 LETO 2001

Kapitalski pritoki so v letu 2001 bili zelo močni in nad pričakovanimi. Tuji kapitalski pritoki so povečali mednarodne devizne rezerve za 1.762 mio EUR. Neto finančni pritok je znašal 1.724 mio EUR, od tega so posojila znašala v višini 649 mio EUR, neposredne naložbe, ki so posledica povečevanja kapitalskih deležev tujcev, pa 412 mio EUR. Portfeljske naložbe so bile razmeroma nizke, njihova višina je bila 11 mio EUR (Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 18).

Veliki finančni pritoki so povzročili veliko količino deviz na deviznem trgu. BS je kupovala in prodajala devize preko instrumentov na podlagi pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja. Začasni nakup deviz je bil kot instrument politike deviznega tečaja najpomembnejši vir likvidnosti. Njegovo povprečno stanje je skozi leto zelo hitro naraščalo, z začetnih 15.535 mio SIT konec leta 2000 na 262.012 mio SIT konec leta 2001. BS je v začetku leta devize neto prodala za 21,7 mlrd SIT deviz, od marca dalje pa je začasno neto odkupila 251,5 mlrd SIT deviz. Na deviznem trgu je začasno kupila 4.053,4 mlrd SIT deviz in prodala skupno 3.808,8 mlrd SIT deviz. Iz tega naslova se je primarni denar povečal za 244,6 mlrd SIT.

Tabela 4: Stanje instrumentov politike deviznega tečaja konec leta 2000 in 2001 ter njihova povprečna trimesečna stanja leta 2001

(v mio SIT)	Stanje 31.12.00	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2001				Stanje 31.12.01
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Začasni odkup deviz za 7 dni</b>	15.535	9.410	43.143	82.818	168.139	262.012
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	213	3.827	183	44	0	0

Vir: Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 32.

Trend nabora TBZ se je še bolj zožal. BS je skozi celo leto ponujala kot odprto ponudbo 60-dnevne TBZ. 16. februarja je preklicala sklep o izdaji 270-dnevni TBZ na podlagi odprte



ponudbe ter jih ponovno ponudila v juniju, za katere pa s strani bank in hranilnic ni bilo pretiranega zanimanja. Z 22. decembrom je ukinila njihovo odprto ponudbo in jih začela ponujati na dražbah dvakrat mesečno. Z julijem so bili opravljeni TBZ z ročnostjo 2 dni. Nadomestila jih je z novim instrumentom imenovanim depozitom čez noč na podlagi odprte ponudbe. Z 20. decembrom je BS ukinila tudi 12-dnevne TBZ, s katerimi se je ukinilo tudi 3-dnevno likvidnostno posojilo, ki so ga do sedaj lahko banke črpale ob zastavljenih 12-dnevnih TBZ. Stanje TBZ je konec leta 2000 znašalo 6.946 mio SIT, ob koncu leta 2001 pa se je povzpelo na 125.777 mio SIT. Vplačanih je bilo za 898.414 mio SIT in izplačanih za 779.582 mio SIT TBZ (Priloga 5), kar pomeni, se je zaradi zabeleženega neto vplačila TBZ v višini 118.832 mio SIT zmanjšala količina primarnega denarja za isti znesek. Stanje depozita čez noč je konec leta 2001 znašalo 35.372 mio SIT.

Tabela 5: Stanje TBZ in depozita čez noč konec leta 2000 in 2001 ter povprečno trimesečno stanje v letu 2001

(v mio SIT)	Stanje 31.12.00	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2001				Stanje 31.12.01
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Tolarski blagajniški zapisi</b>	6.946	8.829	30.955	53.980	107.282	125.777
<b>Depozit čez noč</b>	0	0	0	3.196	7.116	35.372

Vir: Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 32.

Obrestne mere so se v prvi polovici leta ob vodenju restriktivne denarne politike zvišale za večina uporabljenih instrumentov. V drugi polovici leta ob naraščanju kapitalskih pritokov in zniževanju stopnje inflacije so obrestne mere začele padati. Gibanje obrestnih mer za TBZ v letu 2001 glede na ročnost so prikazane v spodnji tabeli.

Tabela 6: Sprememba obrestnih mer v letu 2001 za TBZ različnih ročnosti

TBZ glede na ročnost	OM (v %)	Nova OM (v%)	Datum spremembe
<b>2-dnevni TBZ</b>	5,00	6,50	12.03.2001
<b>12-dnevni TBZ</b>	7,00	8,50	12.03.2001
<b>60-dnevni TBZ</b>	10,00	11,00	12.03.2001
	11,00	9,00	02.11.2001
	9,00	8,50	03.12.2001
	8,50	8,00	21.12.2001
<b>270-dnevni TBZ</b>	-	11,50	14.06.2001

Vir: Letno poročilo BS za leto 2001, 2002, str. 96-97.

### 6.3 LETO 2002

V letu 2002 so bili zelo visoki prilivi tujega kapitala v Slovenijo. Glede na leto 2001 so se povečali za 3,7-krat. Ti so naraščali predvsem v drugi polovici leta. Največji delež so predstavljale tuje neposredne naložbe v višini 1.750 mio EUR. Njihova vrednost se je povečala predvsem v mesecu novembru in decembru, ki je povezana s privatizacijo NLB in prodajo Leka. Visoko vrednost so dosegli tudi tokovi posojil najetih v tujini (1.011 mio EUR). Naložbe tujcev v vrednostne papirje pa so tudi v tem letu ostale razmeroma skromne (27 mio EUR) (Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 18). Obilni kapitalski pritoki so vplivali na povečanje denarnega agregata M3 in M2, zaradi prestrukturiranja premoženja iz kapitalskih oblik v dolgoročne bančne vloge. Kapitalski pritoki niso bistveno vplivali na spremembo denarnega agregata M1, zato pa ni bilo pretiranega pritiska na inflacijo, ker je BS izvedla obsežno sterilizacijo pritokov deviz že konec tega leta, nadaljevala pa je tudi v naslednjem letu.

Instrument začasnega nakupa deviz je bil v tem letu najpomembnejši pri uravnavanju likvidnosti celotnega bančnega sistema. BS je uporabljala pri vodenju politike deviznega tečaja skozi celotno leto predvsem instrument začasnega nakupa deviz z obveznim povratnim odkupom čez 7 dni. Posli so ob zapadlosti navadno bili obnovljeni. Z novembrom pa je bil s strani BS, bankam ponujen tudi začasni nakup deviz z obveznim povratnim odkupom čez 270 dni zaradi povečanega obsega deviz. Z zapadlostjo tega instrumenta je bila bankam ponujena možnost dokončne prodaje deviz BS. Stanje začasno kupljenih deviz je z začetnih 262,0 mlrd SIT konec leta 2001 naraslo na 543,1 mlrd SIT konec leta 2002. Naraščanje je bilo posebno hitro zadnja dva meseca zaradi monetizacije kupnine za Lek. BS je skozi vse leto neto kupovala devize, razen z izjemo januarja in julija, skupaj za 181 mlrd SIT (Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 34).

Cena instrumentov začasnega nakupa deviz z obveznim povratnim odkupom tako za 7-dnevne kot 270-dnevne je vso leto znašala na višini 4,5%.

Tabela 7: Stanje instrumentov politike deviznega tečaja konec leta 2001 in 2002 ter njihova povprečna trimesečna stanja leta 2002

(v mio SIT)	Stanje 31.12.01	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2002				Stanje 31.12.02
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Začasni odkup deviz za 7 dni</b>	262.012	261.226	313.942	326.941	422.640	507.527
<b>Začasni odkup deviz za 270 dni</b>	-	-	-	-	23.941	35.565
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	0	27	216	0	0	0

Vir: Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 31.

BS je večino primarnega denarja v letu 2002 izdala z deviznimi transakcijami, in sicer prek instrumenta začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom. Primarni denar pa je umaknila z izdajanjem TBZ, s katerimi je BS sterilizirala 89% denarja izdanega prek začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom (Letno poročilo za leto 2002, 2003, str. 24)

Med najpomembnejše instrumente tega leta uvrščamo tudi TBZ. Z njimi se je umikalo presežno tolarstvo likvidnost, ki je bila posledica povečanja začasnih nakupov deviz.

BS je glede na ročnost tolarstvih blagajniških zapisov izdajala 60-dnevne, 270-dnevne in 360-dnevne TBZ. 60-dnevni TBZ so bili bankam na voljo prek odprtih ponudb čez vso leto. 270-dnevne TBZ je BS ponujala sodelujočim bankam na licitacijah. Število teh je bilo, zaradi enakomernejše razporeditve dospevanja velikega akumuliranja obsega teh zapisov, junija povečano z 2 na 4 licitacije v mesecu. Od začetka novembra (pa do 12.01.2003) so sodelujoče banke lahko vpisovale tudi 360-dnevne TBZ, katerih namen je bil umik likvidnosti, ki je prišla na denarni trg kot posledica odkupa deviz iz prevzema Leka s strani švicarske farmacevtske družbe Novartis. Stanje TBZ se je povečalo s 125,8 mlrd SIT konec leta 2001 na 369,0 mlrd SIT konec decembra 2002 (Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 32). Primarni denar se je iz naslova vplačanih in izplačanih TBZ zmanjšal v višini 172.825,1 mio SIT (Priloga 5). Zanimanje za depozit čez noč je bilo skozi vse leto, razen januarja ter zadnja dva meseca, razmeroma nizko.

Tabela 8: Stanje TBZ in depozita čez noč konec leta 2001 in 2002 ter povprečno trimesečno stanje v letu 2002

(v mio SIT)	Stanje 31.12.01	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2002				Stanje 31.12.02
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Tolarski blagajniški zapisi</b>	125.777	184.378	208.685	195.979	286.279	369.000
<b>Depozit čez noč</b>	35.375	7.213	5.291	4.480	11.356	18.360

Vir: Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 31.

Kljub izjemno obsežnim finančnim prilivom je BS uspevalo ohranjati visoko stopnjo sterilizacije in omejiti tveganje, da bi se veliki kapitalski prilivi preobrazili v kreditno ekspanzijo. Z njo je obvladovala ponudbo primarnega denarja in transakcijskega denarja v obtoku. Stopnja sterilizacije deviznih prilivov se je v prvi polovici leta gibala med 62% in 73%, konec leta pa je znašala 72% (Priloga 6).

BS je razmeram na trgu morala slediti tudi z obrestnimi merami. V prvi polovici leta je morala zaradi višje inflacije in uporabe restriktivne denarne politike obrestne mere za svoje instrumente večina višati in jih med letom glede na razmere tudi sproti spreminjati in prilagajati trgu. V decembru pa je zaradi znižanja glavne obrestne mere ECB prišlo do znižanja večine obrestnih mer BS, med njimi tudi za TBZ.

Pod vplivom inflacije so bili najbolj podvrženi spremembam 60-dnevni TBZ. V spodnji tabeli so prikazane spremembe obrestnih mer za TBZ različnih ročnosti ter datumi sprememb.

Tabela 9: Sprememba obrestnih mer v letu 2002 za TBZ različnih ročnosti

<b>TBZ glede na ročnost</b>	<b>OM (v %)</b>	<b>Nova OM (v%)</b>	<b>Datum spremembe</b>
<b>60-dnevni TBZ</b>	8,00	7,50	03.01.2002
	7,50	7,75	31.01.2002
	7,75	8,00	29.03.2002
	8,00	8,25	30.04.2002
	8,25	8,75	16.05.2002
	8,75	8,25	12.12.2002
<b>270-dnevni TBZ</b>	11,00	9,00	14.01.2002
	9,00	10,00	28.03.2002
	10,00	9,50	12.12.2002
<b>360-dnevni TBZ</b>	-	12,00	04.11.2002
	12,00	11,91	02.12.2002
	11,91	11,50	13.12.2002

Vir: Letno poročilo BS za leto 2002, 2003, str. 94-95.

#### 6.4 LETO 2003

V letu 2003 so se glede na leto 2002 prilivi tujega kapitala umirili in so dosegali relativno skromno vrednost, kar je BS omogočilo učinkovito kontrolo denarnih agregatov. V plačilni bilanci Slovenije smo zabeležili neposredne tuje naložbe v višini 299 mio EUR in naložbe v vrednostne papirje v višini 34 mio EUR. Vrednost najetih posojil pa se je zopet močno povečala, in sicer v skupni vrednosti 1.294 mio EUR. V letu 2003 so smo zabeležili velik porast domačih naložb v tujino, zato je neto finančni tok plačilne bilance znašal le 159 mio EUR (Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 18). Posledično se je zato zmanjšala potreba po odvzemu deviz z deviznega trga, ker so bili njeni presežki precej manjši glede na preteklo leto, kar je tudi potreba po sterilizaciji bila manjša za odvzem tolarske likvidnosti. Ker pa so posledice pritokov deviz iz preteklega leta vplivale tudi v tem letu, jih je morala BS odpravljati v tem letu.

Pri izvajanju politike deviznega tečaja je bil najpomembnejši instrument začasni odkup deviz, s katerim se je umikalo presežno likvidnost bančnega sistema. Uporabljali so se začasni nakupi deviz za 7 dni, pri čemer so bili ti posli ob zapadlosti obnovljeni. V tem letu so v celoti zapadli posli začasnega nakupa deviz za 270 dni. Ker so imele banke ob njihovi zapadlosti možnost dokončno prodati devize BS, so to v večini tudi izkoristile. Stanje začasno odkupljenih deviz se je konec leta glede na začetek leta zmanjšalo za 39,4 mlrd SIT, na višino 503,7 mlrd SIT. V zadnjem kvartalu je BS od bank dokončno odkupila za 285 mlrd SIT deviz.

Tabela 10: Stanje instrumentov politike deviznega tečaja konec leta 2002 in 2003 ter njihova povprečna trimesečna stanja leta 2003

(v mio SIT)	Stanje 31.12.02	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2002				Stanje 31.12.03
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Začasni odkup deviz za 7 dni</b>	507.527	494.754	481.234	548.373	528.537	503.698
<b>Začasni odkup deviz za 270 dni</b>	35.565	75.820	104.627	87.651	26.517	-
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	0	0	0	0	0	0

Vir: Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 33.

Cena začasnega nakupa deviz za 7 dni se je v tem letu spremenila trikrat. Trend padanja obrestne mere za instrument začasnega nakupa deviz lahko vidimo v spodnji tabeli.

Tabela 11: Sprememba obrestnih mer v letu 2003 za začasni nakup deviz za 7 dni

(v %)	OM	Nova OM	Datum spremembe
	<b>Začasni nakup deviz za 7 dni</b>	4,50	4,00
4,00		3,25	24.10.2003
3,25		3,00	07.11.2003

Vir: Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 98-99.

BS je z neto odkupom deviz od bank v višini 138,4 mlrd SIT dala v obtok prav toliko primarnega denarja, vendar ga je z TBZ uspelo umakniti za neto 96,7 mlrd SIT. Tako se je iz naslova teh dveh instrumentov primarni denar povečal za 41,7 mlrd SIT. Končna vrednost povečanja primarnega denarja pa je bila v letu 2003 manjša, v višini 11,4 mlrd SIT na račun drugih postavk, ki so vplivale na umikanje tolarjev iz obtoka (npr. zmanjšanje stanja vlog proračuna).

Sterilizacija (Priloga 6) je bila v tem letu še vedno obsežna zaradi umika kapitalskih pritokov, ki v največji meri izvirajo iz preteklega leta, zato so TBZ imeli pomembno vlogo pri odvzemu presežne tolarске likvidnosti s trga. BS je izdajala samo TBZ z ročnostjo 60 in 270 dni. Za 360-dnevne TBZ, ki jih je začela BS izdajati v preteklem letu zaradi učinkovitejšega odvzemanja obilnih pritokov v državo, je BS 13.01.2003 sprejela sklep o prenehanju njihovega izdajanja.

60-dnevni TBZ so bili ponujeni bankam skozi vse leto preko odprtih ponudb. 270-dnevni TBZ pa so bili ponujeni bankam na rednih tedenskih licitacijah (Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 33). Sproščanje likvidnosti iz 360-dnevnih TBZ ni bilo nevtralizirano prek ponovne izdaje 360-dnevnih TBZ, temveč prek posebnih izdaj 270-dnevnih TBZ, ki so bili ponujene le sodelujočim bankam prek zaprte ponudbe. Stanje TBZ je konec leta znašalo 472.330 mio SIT.

Primarni denar se je zaradi neto vplačil TBZ s strani bank in hranilnic povečal za 101.729,7 mio SIT. Pretiranega zanimanja za depozit čez noč skozi vse leto ni bilo (Priloga 8).

Tabela 12: Stanje TBZ in depozita čez noč konec leta 2002 in 2003 ter povprečno trimesečno stanje v letu 2003

(v mio SIT)	Stanje 31.12.02	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2003				Stanje 31.12.03
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Tolarski blagajniški zapisi</b>	369.000	438.051	432.815	479.370	485.268	472.330
<b>Depozit čez noč</b>	18.360	2.841	1.806	1.581	2.905	8.170

Vir: Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 33.

Obrestne mere so se skozi vse leto zniževale navzdol zaradi padanja inflacije in inflacijskih pričakovanj. S tem so se že počasi prilagajale obrestni meri ECB. Zniževale so se obrestne mere vseh instrumentov, tudi TBZ (glej Tabela 13). »Stanje TBZ je približno dvakrat večje od stanja primarnega denarja in predstavlja potencialno nevarnost presežne likvidnosti, zato je BS previdna pri zniževanju obrestnih mer. Ta likvidnost se lahko absorbira v primeru večjih plačilno bilančnih odlivov oziroma lahko podpre kreditno aktivnost, povezano z gospodarsko rastjo« (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, 2004, str. 18).

Tabela 13: Sprememba obrestnih mer v letu 2003 za TBZ različnih ročnosti

TBZ glede na ročnost	OM (v %)	Nova OM (v %)	Datum spremembe
<b>60-dnevni TBZ</b>	8,25	7,50	12.03.2003
	7,50	7,25	14.05.2003
	7,25	6,50	11.06.2003
	6,50	6,25	03.10.2003
	6,25	6,00	07.11.2003
<b>270-dnevni TBZ</b>	9,50	8,75	12.03.2003
	8,75	8,25	14.05.2003
	8,25	7,50	11.06.2003
	7,50	7,25	03.10.2003
	7,25	7,00	07.11.2003
	7,00	6,75	05.12.2003

Vir: Letno poročilo BS za leto 2003, 2004, str. 98-99.

## 6.5 LETO 2004

V letu 2004 so bili neto finančni pritoki v obsegu pričakovanega in nižji kot pretekla 4 leta. Ti so dosegli raven 105 mio EUR. Večina naložb je bila v obliki lastniških vlaganj. Neposredne tuje naložbe so dosegle 422 mio EUR. Povečale so se tudi portfeljske naložbe tujcev v slovenski zasebni sektor v višini 148 mio EUR. Poleg omenjenega je domači sektor pridobil 1.882 mio EUR posojil (Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 22).

BS je zaradi načrtovanega prevzema evra nadaljevala z izvajanjem nekaterih strukturnih prilagoditev, katerih namen je omogočiti lažji prehod v pogoje poslovanja v evrosistemu. V nadaljevanju bomo videli, da so te spremembe dotikajo tako instrumenta začasnega nakupa deviz kot TBZ<sup>20</sup>.

Skozi vse leto je BS začasno kupovala in prodajala devize bankam za 7 dni. Ob zapadlosti 7-dnevnih začnih nakupov deviz, so bili posli praviloma obnovljeni, razen, ko je BS bankam ponudila količinsko omejen dokončni odkup začasno prodanih deviz. Stanje začnih nakupov deviz za 7 dni je bilo konec leta 2003 503.698 mio SIT, konec leta pa se je stanje znižalo na 225.716 mio SIT. BS je v letu 2004 začasno odkupila za 388.934 mio SIT deviz ter začasno prodala za 62.619 mio SIT deviz. Stanje začnih nakupov bi bilo še višje, če BS ne bi ponudila bankam dokončnega odkupa deviz, ki je znašal v letu 2004 za 331.780 mio SIT deviz.

BS je poleg instrumentov deviznega tečaja, skrbela še za višino deviznega tečaja tudi z devizno intervencijo, vendar le v prvi polovici leta, saj je z vključitvijo tolarja v režim menjalnega tečaja EMR II (28. junij 2004) prenehala z devizno intervencijo.

Tabela 14: Stanje instrumentov politike deviznega tečaja konec leta 2003 in 2004 ter njihova povprečna trimesečna stanja leta 2004

(v mio SIT)	Stanje 31.12.03	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2004				Stanje 31.12.04
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Začasni odkup deviz za 7 dni</b>	503.698	463.500	313.172	298.966	276.922	225.716
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	0	54	0	28.250	7.336	479
<b>Dokončni odkup deviz od bank (tok)</b>	-	118.939	114.949	0	97.892	-

Vir: Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 36.

Obrestne mere začasno odkupljenih in prodanih deviz za 7 dni so se skozi vse leto postopoma zniževale. Spremembe obrestnih mer so vidne v spodnji tabeli.

<sup>20</sup> Poleg omenjenega se spremembe dotičejo tudi postopne sprostitve minimalne devizne likvidnosti v okviru likvidnostne lestvice in na sistem obveznih rezerv (Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 37).

Tabela 15: Sprememba obrestnih mer v letu 2004 za začasni nakup deviz za 7 dni

(v %)	OM	Nova OM	Datum spremembe
<b>Začasni nakup deviz za 7 dni</b>	3,00	2,75	09.01.2004
	2,75	2,50	06.02.2004
	2,50	2,25	02.04.2004
	2,25	2,00	07.05.2004
	2,00	1,75	04.06.2004
	1,75	1,50	17.06.2004
	1,50	1,00	28.06.2004
<b>Začasna prodaja deviz za 7 dni</b>	1,00	1,25	23.12.2004
	1,50	1,25	09.01.2004
	1,25	1,00	06.02.2004
	1,00	0,75	02.04.2004
	0,75	0,50	07.05.2004
	0,50	0,25	04.06.2004

Vir: Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 82-85

BS je stalno ponujala bankam možnost vpisa 60-dnevnih TBZ v obliki odprte ponudbe in 270-dnevnih TBZ v obliki avkcije. Ob zapadanju 270-dnevnih TBZ od sredine leta dalje, pa je namesto ponovne ponudbe vpisa TBZ, bankam ponudila nov instrument t.i. dolgoročni depozit, ki je v bistvu nadomestil 270-dnevne TBZ, z namenom po dolgoročni sterilizaciji presežne likvidnosti do vstopa v evrosistem. Zanimanje za depozit čez noč je bilo skozi vse leto razmeroma majhno.

V letu 2004 smo iz naslova neto izplačil TBZ (zopet po letu 2000) zabeležili povečanje primarnega denarja za 230.095,9 mio SIT (Priloga 5).

Tabela 16: Stanje TBZ in depozita čez noč konec leta 2003 in 2004 ter povprečno trimesečno stanje v letu 2004

(v mio SIT)	Stanje 31.12.03	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2004				Stanje 31.12.04
		I.	II.	III.	IV.	
<b>Tolarski blagajniški zapisi</b>	472.330	490.800	470.283	366.990	284.335	266.588
<b>Dolgoročni depozit</b>	-	-	-	65.125	148.871	156.730
<b>Depozit čez noč</b>	8.170	629	453	514	777	4.800

Vir: Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 36.



Trend postopnega zniževanja obrestnih mer je veljal tudi za obe obliki ročnosti TBZ. Obrestna mera za 60-dnevne TBZ je dosegla konec leta raven 4%, 270-dnevni TBZ pa 4,2%. Natančnejše spremembe obrestnih mer TBZ med letom 2004 so vidne v spodnji tabeli.

Tabela 17: Sprememba obrestnih mer v letu 2004 za TBZ različnih ročnosti

TBZ glede na ročnost	OM (v %)	Nova OM (v %)	Datum spremembe
<b>60-dnevni TBZ</b>	6,00	5,75	09.01.2004
	5,75	5,50	06.02.2004
	5,50	5,25	18.03.2004
	5,25	4,75	02.04.2004
	4,75	4,50	07.05.2004
	4,50	4,25	04.06.2004
	4,25	4,00	17.06.2004
<b>270-dnevni TBZ</b>	6,75	6,50	09.01.2004
	6,50	6,25	06.02.2004
	6,25	5,75	05.03.2004
	5,75	5,50	18.03.2004
	5,50	5,00	02.04.2004
	5,00	4,75	07.05.2004
	4,75	4,50	04.06.2004
	4,50	4,25	17.06.2004
	4,25	4,20	20.07.2004

Vir: Letno poročilo BS za leto 2004, 2005, str. 82-85.

## 6.6 BLIŽNJA PRIHODNOST

Slovenija si želi čim prej postati članica EMU in prevzeti tudi skupno evropsko valuto evro. To se bo zgodilo predvidoma januarja 2007. Pred prevzemom evra bo v predhodnem obdobju, ko z vključitvijo tolarja v EMR2 preide na režim fiksnega deviznega tečaja. Slovenija ima vključen tolar v EMR2 od 28. junija 2004. V tem obdobju mora delati na tem, da bo do priključitve k članicam EMU izpolnjevala vseh 5 ključnih pogojev, ki jih predpisujejo Maastrichtski kriteriji<sup>21</sup>.

Do sedaj Slovenija ne izpolnjuje le še pogoj glede stopnje inflacije<sup>22</sup>, ki je izrazito podvržen tveganjem. Tveganje za doseganje kriterija cenovne stabilnosti predstavljajo zunanji dejavniki, predvsem rast cen naftnih derivatov. Vpliv cen naftnih derivatov na inflacijo v Sloveniji je asimetričen, kar pomeni, da njihov dvig cen povzroči večje povišanje inflacije v Sloveniji kot v nekaterih drugih državah EU. Kljub hitri rasti cen nafte na svetovnem trgu, zaenkrat pogoj

<sup>21</sup> Glej Prilogo 10.

<sup>22</sup> Glej Tabela 6 v Prilogi 10.

izpolnjevanja cenovne stabilnosti Slovenije še ni ogrožen. Po makroekonomskih napovedih BS pa naj bi ga Slovenija izpolnjevala sredi leta 2006.

Ker so tema mojega diplomskega dela tolarski blagajniški zapisi in ker so ti tudi eni izmed vprašanj, ki jih mora centralna banka rešiti pred prevzemom evra, je prav, da prikažem usodo le-teh v bližnji prihodnosti.

Slaba usoda se piše tako za tuje kot za tolarske blagajniške zapise. Odprava le-teh pa bo pri obeh različna. Nekoliko lažje bo odpraviti tuje blagajniške zapise, ker so imeli blagajniški zapisi v tujem denarju le funkcijo vzdrževanja predpisanega deviznega minimuma. Centralna banka bo zmanjševala njihovo količino tako, da bo postopoma zmanjševala odstotek, ki ga morajo imeti banke in hranilnice od likvidnega premoženja v tujem denarju.

Trši oreh bo odprava tolarskih blagajniških zapisov, vendar s pravim načinom ne bo »preboleča«. Najbolje bo, če se bo tolarske blagajniške zapise zmanjševalo in končno odpravilo brez pretresov. To pomeni brez posledic na realno apreciacijo tolarja glede na evro oziroma na realno depreciacijo evra.

Če še enkrat povemo, so TBZ služili pri vodenju denarne politike BS za odvzem likvidnosti bankam, ki je nastala zaradi avtonomnih transakcij - nakupov deviz. Ker je med TBZ in začasnimi nakupi deviz zelo tesna povezava, potem zmanjševanje TBZ posledično pomeni tudi manj deviz med aktivni premoženjske bilance BS. Evropska unija te vrste zapisov ne pozna in jih bo zato potrebno odpraviti do uvedbe evra ali vsaj kmalu po uvedbi. Z uvedbo evra BS ne bo več sterilizacijsko kupovala deviz z svojimi BZ.

Kot smo rekli, bo BS izbrala možnost za odpravo TBZ na način, ki bo pustil najmanj posledic na realno apreciacijo tolarja glede na evro. Zelo pomembno je, da pri postavitvi tečaja ob vstopu v EMR2 in kasneje ob prevzemu evra ne sme biti tolar precenjen. Pred začetkom odpravljanja oziroma zmanjševanja TBZ pa so zelo pomembne tri spremenljivke:

1. stanje TBZ,
2. plačilnobilančne razmere,
3. potrebno povečanje količine primarnega denarja.

Najugodnejše za BS bi bilo, če bi bilo stanje TBZ čim manjše, da ji tako ne bi bilo potrebno kupovati deviz. Potrebno bi bilo tudi čim večje povečanje količine primarnega denarja. Zakaj je temu tako, je razvidno iz naslednjega grafa, ki prikazuje, kako se bo odpravljalo TBZ.

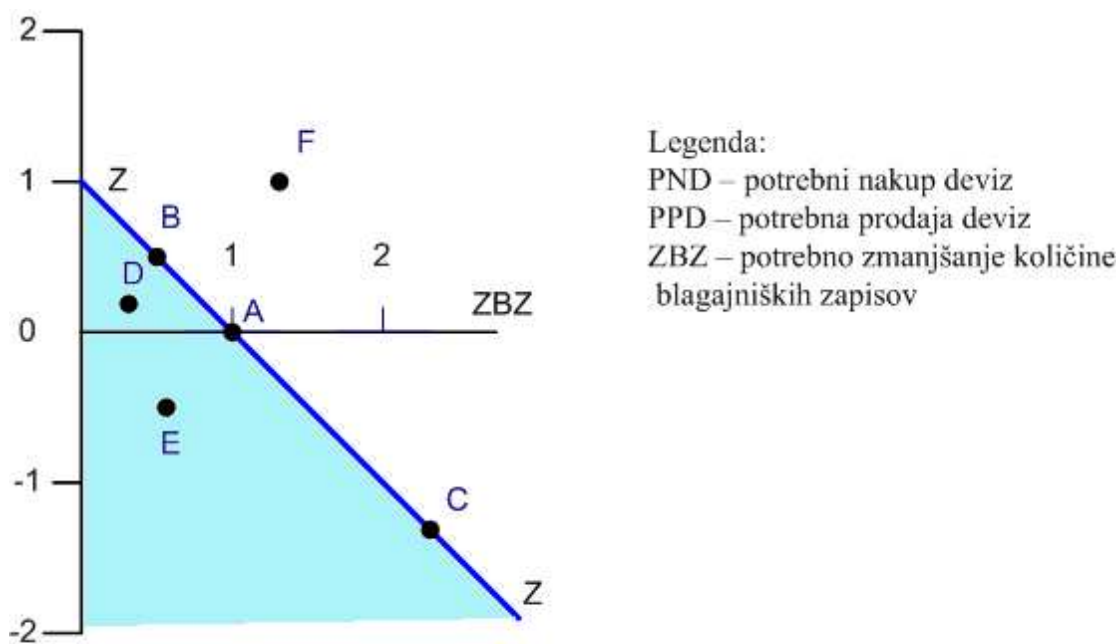
Še preden preidemo k samemu grafu, pa velja še poudariti kakšne so poti ob različnih plačilnobilančnih razmerah. Imamo tri možnosti (Ribnikar, Košak, 2004, str. 28):

- Če so plačilnobilančne razmere takšne, da BS ni treba posegati na devizni trg, potem je največje možno letno zmanjšanje količine TBZ enako potrebnemu letnemu povečanju

količine primarnega denarja. V tem primeru gre preprosto za to, da se devize v vrednosti letnega povečanja količine primarnega denarja, ki so bile svoj čas sterilizacijsko kupljene, spremenijo v nesterilizacijsko kupljene devize. Med pasivi premoženjske bilance BS se namesto njenih tolarskih blagajniških zapisov pojavi primarni denar.

- Če so plačilnobilančne razmere takšne, da bi morala BS kupovati devize, je seveda možno zmanjšanje količine TBZ za te nakupe deviz manjše. Del monetizacije ali povečanja količine primarnega denarja se opravi z nakupi deviz na deviznem trgu.
- Če bi bile plačilnobilančne razmere takšne, da bi morala BS devize prodajati, bi bilo možno zmanjšanje količine TBZ za te prodaje deviz večje od letnega potrebnega povečanja količine primarnega denarja. V tem primeru bi najprej imeli demonetizacijo v višini deviz, ki jih je prodajala BS, in bi zato lahko bila monetizacija prek spremembe sterilizacijsko kupljenih deviz v nesterilizacijsko kupljene devize za obseg te demonetizacije večja.

Slika 3: Največje možno neboleče relativno zmanjšanje količine TBZ v odvisnosti od plačilnobilančnih razmer



Vir: Ribnikar, Košak, 2004, str. 28.

Vse točke, ki so kombinacije potrebnega obsega posegov BS na deviznem trgu (ordinata) in potrebnega zmanjšanja količine blagajniških zapisov BS (abscisa) v prostoru, ki je zatemnjen, so možne neboleče. Lahko tudi rečemo, da potreben obseg nakupov deviz s strani BS ni večji od možnega obsega monetizacije. Krivulja ZZ nam tako kaže največje možno neboleče relativno zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS v odvisnosti od potrebnega obsega posegov BS na

deviznem trgu. Kombinacije nad krivuljo ZZ ali desno od nje niso v tem smislu možne, da bi lahko šlo za neboleče zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov BS. Neboleče zmanjšanje pomeni, da ne pride do neto prodaj deviz s strani BS in s tem do znižanja tečaja evra (Ribnikar, 2003 str. 460).

Točka A je točka, kjer je največje možno zmanjšanje količine BZ enako potrebnemu povečanju količine primarnega denarja. V tem primeru BS ni potrebno posegati na devizni trg.

Točka B nam pove, da je največje možno zmanjšanje količine BS manjše, če mora BS kupovati devize, v nasprotnem primeru (v točki C) pa, da je največje zmanjšanje količine BS lahko večje, če mora BS prodajati devize.

Za točki D in E je značilno, da je možno zmanjšanje količine BZ večje, in sicer za vodoravno razdaljo teh točk do krivulje ZZ.

Zmanjšanje količine BZ, kot nam jo kaže točka F, ni možno neboleče. V tem primeru mora BS namreč poseči na devizni trg namesto kot kupec deviz v obsegu, kot nam ga izraža navpična razdalja med točko F in absciso, kot prodajalec deviz v vrednosti, kot nam jo kaže navpična razdalja med absciso osjo in točko, ki je navpično pod točko F na krivulji ZZ.

Čim bližje smo točki 0 na diagramu, tem manjše je potrebno relativno zmanjšanje količine TBZ in tem več prostora ima BS. Devize lahko neto kupuje, hkrati pa zmanjšuje stanje TBZ in obseg monetizacije je tolikšen, kolikšen sme biti.

Če se vrnemo na sam primer Slovenije, potem bo vodenje BS usmerjeno tudi na to, da bo odpravljala TBZ na čim bolj neboleč način oz. da se bo skušala ves čas nahajati v položaju, ki ga prikazuje osenčeni del na grafu. To pa bo verjetno takrat, ko stanje TBZ ne bo zelo veliko in/ali ko bo večina podjetij, ki bi se naj prodala tujcem, njim že prodana. To bi namreč pomenilo, da je relativno majhna verjetnost velikega pritoka deviz zaradi kapitalskih transakcij s tujino (Ribnikar, 2003, str. 462)

Tehnično se bo torej zmanjševanje stanja TBZ dogajalo tako, da bo BS TBZ ob njihovem dospelju:

- monetizirala v obsegu, kolikor bo lahko, to je v obsegu potrebnega povečanja količine primarnega denarja in
- prodala na deviznem trgu tisti znesek deviz, ki jih ne bo mogla monetizirati. To seveda nadalje pomeni, da bo lahko začasno, na primer za sedem dni, kupovala devize samo takrat, če ne bo v celoti izčrpan možen obseg monetizacije zaradi dospelja BZ v tujem denarju in samo v višini te razlike. Zaradi tega je pomembno, kakšne bodo takrat plačilnobilančne razmere (Ribnikar, 2003, str. 455-456).

## SKLEP

S postopnim odpravljanjem ovir pri mednarodnih pretokih kapitala med Slovenijo in tujino ter višjimi obrestnimi merami, so postale naložbe tujcev v slovensko gospodarstvo vedno bolj privlačnejše. V obdobju med letoma 2000 in 2004 smo zato imeli v plačilni bilanci visoke vrednosti neto finančnih naložb, ki so se pojavljale v obliki neposrednih in portfeljskih naložb ter posojil. Najvišje vrednosti smo dosegli v letu 2002 (Prilogi 3, 4) s prodajo tujcem dela NLB in Leka. BS se je z restriktivno denarno politiko in v režimu uravnavanega deviznega tečaja<sup>23</sup> uspešno borila proti posledicam povečanih deviznih pritokov.

Povečana ponudba deviz na deviznem trgu je pritiskala na devizni tečaj. Ker si Slovenija ni smela dovoliti poslabšanje gospodarskih razmer na račun apreciacije tolarja, je BS uporabljala za odvzem presežne ponudbe deviz instrument začasnega nakupa deviz od poslovnih bank. Z menjavo deviz za tolarje bi se povečevala količina tolarjev v obtoku in s tem stopnja inflacije, če ne bi BS z ustreznim instrumentom odvzela tudi presežno tolarstvo likvidnosti bank. Ker bo Slovenija predvidoma v letu 2007 postala članica EMU, mora v predhodnem obdobju, pred prevzemom evra izpolniti pogoj glede višine inflacije, ki jo narekuje Maachstrichski kriterij, si zato ne sme dovoliti njenega občutnega povišanja, za katerega smo v preteklih letih dosegali razmeroma visoko raven.

Posebnost na slovenskem denarnem trgu so tolarški blagajniški zapisi, vrednostni papirji, ki jih izdaja centralna banka. Njihova funkcija je odvzem presežne likvidnosti bančnemu sistemu. Nenadne nepričakovane spremembe na denarnem trgu so se z letom 2000 umirile, zato je BS začela spreminjati svoj instrumentarij pri vodenju denarne in politike deviznega tečaja ter ga postopno prilagajati na raven, kot ga ima ECB. Spremembe so se pokazale tudi pri širini ponudbe TBZ. Odpravila je tolarške blagajniške zapise z nakupnim bonom ter dvodelne blagajniške zapise. Postopoma je ukinjala blagajniške zapise v tolarjih različnih ročnosti in skozi vsa leta imela v ponudbi le TBZ z ročnostjo 60 in 270 dni. K svoji ponudbi TBZ je dodala 360-dnevne TBZ le v letu 2002, zaradi potrebe po večji sterilizaciji deviznih pritokov. Ukinjene TBZ je nadomeščala z različnimi instrumenti denarne politike. Bankam je ponudila depozit čez noč, v letu 2004 pa tudi dolgoročni tolarški depozit, katerega namen je dolgoročna sterilizacija presežne likvidnosti do vstopa v evrosistem.

BS je zaradi nadzora količine denarja v obtoku vseh 5 let držala visoko raven TBZ. Proti koncu leta 2003 je stanje TBZ že presegalo stanju začasnega nakupa deviz, kar pomeni, da ji je uspelo umakniti ves denar, ki se je pojavil v obtoku zaradi začasnega nakupa deviz ter del denarja, ki je nastal bodisi iz postavke deviznih ali tolarških transakcij (Priloga 7).

---

<sup>23</sup> Z vključitvijo tolarja v mehanizem tečajev EMRII je prešla v režim fiksnega deviznega tečaja. BS je določila centralni tečaj 239.64 SIT za 1 EUR, kateri lahko niha v dogovorjenih mejah, ki znašajo  $\pm 15\%$ .

BS bo s prevzemom evra prevzela tudi vse instrumente denarne politike, ki jih uporablja ECB. Ker ECB ne pozna nobene oblike TBZ, bo morala BS do prevzema oziroma takoj po prevzemu evra odpraviti vse TBZ. Ker je predvideno, da ji do januarja 2007 ne bo uspelo umakniti vse TBZ, jih bo zato še uporabljene po prevzemu evra, odpravila tako, da jih bo del monetizirala ter prodala na deviznem trgu tisti znesek deviz, ki ga ne bo mogla monetizirati.

Poleg TBZ bo morala odpraviti tudi vse instrumente, ki niso značilne za ECB. Kot smo v proučevanem obdobju videli, je slovenska centralna banka že odpravila večina instrumentov, ki niso značilne za evrosistem. Z evrom bomo presežno likvidnost uravnavali z drugimi instrumenti. Poleg tega ne bo potrebno sterilizacijsko kupovati deviz z deviznega trga.

## LITERATURA

1. Bajraktarević Gregor: Začasni odkup deviz ali blagajniških zapisov BS kot instrument denarne politike BS. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 50 str., 5 pril.
2. Berk Aleš: Upravljanje kapitalskih transakcij s tujino (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2000a), 5, str. 32-35.
3. Berk Aleš: Upravljanje kapitalskih tokov s tujino (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2000b), 6, str. 25-27.
4. Bofinger Peter: Managed floating: Understanding the new international monetary order. Discussion paper series. London : Centre for Economic Policy Research, 2001, 62 str.
5. Bohnec Darko: Trg denarja v Sloveniji. 7. strokovno posvetovanje o bančništvu. Banke in denarna politika. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 2001, str. 131-145.
6. Bole Velimir: Financial flows in a small open economy; The case of Slovenia. Working papers. Ljubljana : Ekonomski inštitut Pravne fakultete, 1997. 23 str.
7. Bole Velimir: Tečaj in kreditno racioniranje. 7. strokovno posvetovanje o bančništvu. Banke in denarna politika. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 2001, str. 121-130.
8. Festić Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2001a), 3, str. 7-11.
9. Festić Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2001b), 4, str. 6-11.
10. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2002), 4, str. 2-8.
11. Gregorčič Lucija: Kdo naj v Sloveniji skrbi za likvidnost in tečaj državnih vrednostnih papirjev. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1995), 12, str. 6-8.
12. Hočevnar Tit: Problemi sterilizacije pritokov tujega kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 38. str., V pril.
13. Jančar Gorazd: Makroekonomski ukrepi ob nenadnih in obsežnih prilivih kapitala iz tujine. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(1998), 7/8, str. 36-41.
14. Jazbec Boštjan: Nominalna in realna konvergenca znotraj Maastrichtskih kriterijev, Gradiva k predavanjem 21. Finančno-borzne konference Ljubljanske borze d.d. Ljubljana. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2004. 116 str.
15. Kleindienst Robert: Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva?. Okrogla miza gospodarske zbornice Slovenije. Ljubljana : Gospodarska zbornica Slovenije, 2000. 51 str.
16. Košak Tomaž: Politika odprtega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2002), 11, str. 39-42.
17. Kovačič Kristina: Dva namena blagajniških zapisov Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 49 str.
18. Jang-Young Lee: Sterilizing Capital Inflows. Washington, D.C. : IMF, 1997. 17 str.
19. Noč Matjaž: Analiza ponudbe primarnega denarja. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, 3(1997), 2. 11 str.

20. Noč Matjaž: Osnovna razčlenitev ponudbe M3. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, 5(1995), 5, str. 9-22.
21. Oplotnik Žan: Neto devizni tokovi in tečaj tolarja ob vstopanju v EMR2. Narodna gibanja, Ljubljana, 2003, 5/6, str. 573-583.
22. Poberžnik Bogdan: Sterilizacija Banke Slovenije in devizni tečaj. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999, 42 str., 11 pril.
23. Poredoš Andrej: Denarna politika Banke Slovenije od leta 1991 do leta 2003. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 58 str., 59 pril.
24. Potrpin Miha: Tolarski blagajniški zapisi Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 45 str.
25. Rant Andrej: Uravnavanje količine denarja v obtoku. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(1997), 4, str. 46-47.
26. Ribnikar Ivan: Sterilizacija. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1994), 9, str. 46-47.
27. Ribnikar Ivan: Začasni nakup (»reodkup«) vrednostnih papirjev ali deviz. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1995), 10, str. 47-48.
28. Ribnikar Ivan: Slovenija in nastajajoče denarno področje evra. 2. letna konferenca znanstvene sekcije zveze ekonomistov Slovenije: Slovenija in skupna evropska valuta. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 17-41.
29. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I.: Denar, finančne institucije in denarna politika. Ekonomska fakulteta : Ljubljana, 1999a, 380 str.
30. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(1999b), 6, str. 47-49.
31. Ribnikar Ivan: Instrumenti politike deviznega tečaja Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2000), 1/2, str. 69-72.
32. Ribnikar Ivan: Nastanek in razvoj denarnega sistema Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2001), 5, str. 71-75.
33. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I.: Denar, finančne institucije in denarna politika. Ekonomska fakulteta : Ljubljana, 2003. 463 str.
34. Ribnikar Ivan, Košak Tomaž: Denarna politika Banke Slovenije do vključitve Slovenije v EMU, Bančni vestnik, Ljubljana, 57(2004), 5, str. 23-31.
35. Rojec Matija: Neposredne tuje investicije v Slovenijo: Trendi, razvoj in politika v obdobju 1997-1999, Ljubljana : Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 2000, 55 str.
36. Saje Janez: Prespektive denarnega trga v Sloveniji. 2. strokovno posvetovanje o bančništvu. Spremembe v bančnem okolju. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 1996, str. 61-72.
37. Saje Janez, Jernejčič Marko: Razmere na domačem deviznem trgu v letu 2000, Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2001), 1/2, str. 36-38.
38. Simčič Kristina: Problemi sterilizacije pritokov tujega kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 41 str.
39. Snaj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, 9(2001), 5, str. 47-63.



40. Škrinjar Ladi: Uravnavanje likvidnosti bank v slovenskem denarnem okolju, Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2001), 10, str. 24-28.
41. Torkar Tanja: Blagajniški zapisi Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 43. str.
42. Žemva Mojca: Sterilizacija denarja v državah s presežno ponudbo deviz. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 45 str., 3 pril.
43. Žumer Tina: Slovenija in EMU: Teorija optimalnih področij (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2002), 1/2, str. 36-40.

## **VIRI**

1. Neposredne naložbe – direct investment, 1996-2000. Ljubljana : Banka Slovenije, 5(2001), 1. 98 str.
2. Neposredne naložbe – direct investment, 1994-2001. Ljubljana : Banka Slovenije, 6(2002), 1. 101 str.
3. Neposredne naložbe – direct investment, 1994-2002. Ljubljana : Banka Slovenije, 7(2003), 1. 93 str.
4. Neposredne naložbe – direct investment, 1994-2003. Ljubljana : Banka Slovenije, 8(2004), 1. 92 str.
5. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 9(2000), različne številke.
6. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 10(2001), različne številke.
7. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 11(2002), različne številke.
8. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), različne številke.
9. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 13(2004), različne številke.
10. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 14(2005), 1. 140 str.
11. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000, različne številke.
12. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001, različne številke.
13. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002, različne številke.
14. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003, različne številke.
15. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004, različne številke.
16. Interni viri Banke Slovenije.
17. Konvergenčno poročilo 2004. Frankfurt : Evropska centralna banka, 2004. 76 str.
18. Kriteriji za uvedbo evra. [URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/kriteriji.html>], 13.7.2005.
19. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1997. Ljubljana : Banka Slovenije, 1998. 60 str.
20. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1998. Ljubljana : Banka Slovenije, 1999. 74 str.
21. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000. 95 str.
22. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 101 str.
23. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 96 str.
24. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003, 105 str.
25. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2003. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004. 104 str.
26. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005. 118 str.

27. Načrt uvedbe evra.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/Euro\\_Masterplan\\_612005.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/Euro_Masterplan_612005.pdf)],  
16.2.2005.
28. Program vstopa v EMR II in prevzem evra (Skupno gradivo Vlade Republike Slovenije in Banke Slovenije). Ljubljana : Banka Slovenije, Vlada Republike Slovenije, 2003. 76 str.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20\\_BS\\_Vlada\\_200311.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf)],  
16.2.2005.
29. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija. 6. vaje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005a. 29 str.
30. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija. 7. vaje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005b. 31. str.
31. Slovenija vključena v EMR2. [URL: <http://www.bsi.si/html/kazalo.asp>], 15.2.2005.
32. Uresničevanje kratkoročnih denarnih usmeritev denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001 - 2005, različne številke.
33. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 33/1991-I).
34. Zakon o Banki Slovenije -1 (Uradni list RS, št. 58/2002).

# **PRILOGE**

## PRILOGA 1:

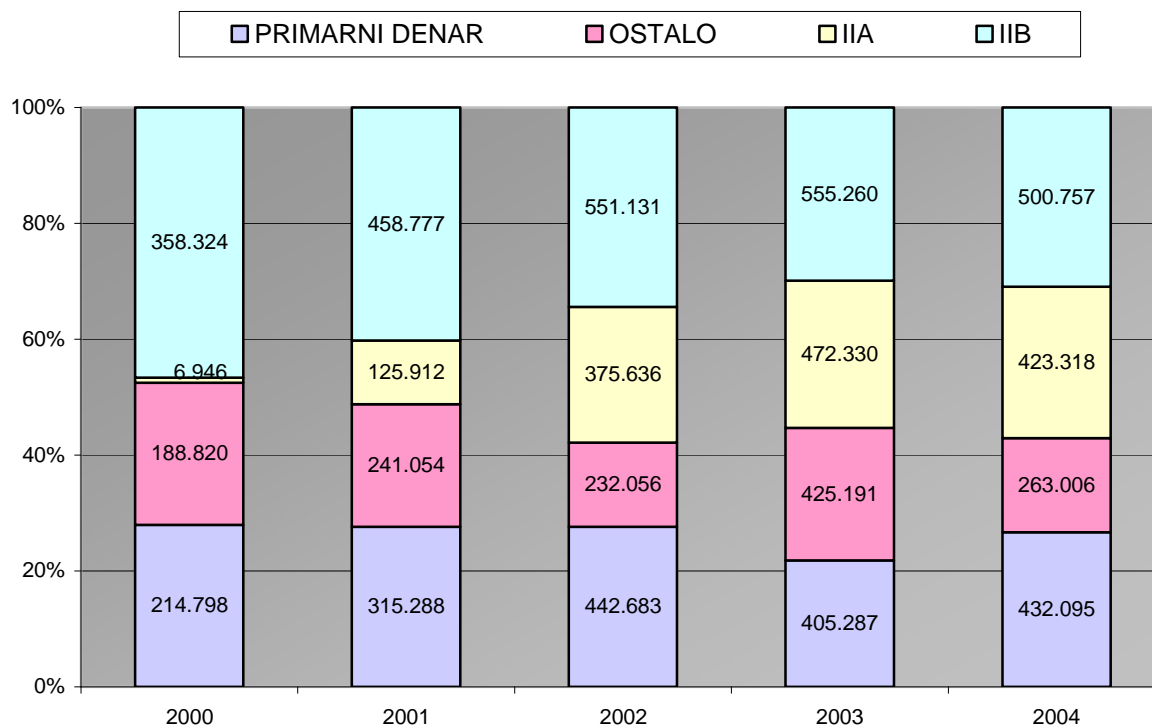
### SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

BS	Banka Slovenije
BZ	blagajniški zapis(i)
CB	centralna banka
ECB	Evropska centralna banka
EMU	Evropska monetarna unija
EU	Evropska unija
OM	obrestna mera
PB	poslovna banka
TBZ	tolarski blagajniški zapis(i)
TRR	transakcijski račun
ZBS	Zakon o Banki Slovenije
UL RS	Uradni list Republike Slovenije

PRILOGA 2:

**ANALIZA STANJ PASIVE PREMOŽENJSKE BILANCE BANKE SLOVENIJE KONEC LETA V OBDOBJU 2000 - 2004**

Slika 1: Analiza stanj pasive premoženjske bilance Banke Slovenije konec leta v obdobju 2000 – 2004 (v mio SIT)



Vir: Bilteni Banke Slovenije, 2000 – 2004.

## PRILOGA 3:

**PLAČILNA BILANCA REPUBLIKE SLOVENIJE V OBDOBJU 2000 - 2004 V MIO EUR**

Tabela 1: Plačilna bilanca Republike Slovenije v obdobju 2000 – 2004 v mio EUR

<b>v mio EUR</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>A. TEKOČI RAČUN</b>	<b>-583,0</b>	<b>38,0</b>	<b>335,4</b>	<b>-91,2</b>	<b>-238,3</b>
1. Blago	-1.227,0	-684,5	-269,3	-545,8	-839,9
2. Storitve	489,2	535,6	616,5	538,4	671,9
3. Dohodki	29,3	43,2	-153,8	-178,0	100,9
4. Tekoči transferi	125,5	143,6	142,0	94,2	30,5
<b>B. KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN</b>	<b>541,6</b>	<b>-148,4</b>	<b>-142,2</b>	<b>26,4</b>	<b>368,6</b>
<b>a). KAPITASKI RAČUN</b>	<b>4,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-163,6</b>	<b>-156,5</b>	<b>-178,8</b>
1. Kapitalski transferi	0,8	0,2	-162,7	-163,7	-178,4
2. Patenti in licence	3,3	-4,7	-0,8	-1,8	0,4
<b>b). FINANČNI RAČUN</b>	<b>537,6</b>	<b>-144,3</b>	<b>21,4</b>	<b>191,9</b>	<b>547,0</b>
<b>1. Neposredne naložbe</b>	<b>77,4</b>	<b>251,2</b>	<b>1.582,3</b>	<b>-114,8</b>	<b>21,0</b>
1.1. Domače v tujini	-71,7	-161,2	-168,1	-413,7	-400,7
1.2. Tuje v Sloveniji	149,1	412,4	1.750,4	298,8	421,6
<b>2. Naložbe v vrednostne papirje</b>	<b>185,2</b>	<b>79,8</b>	<b>-69,1</b>	<b>-217,5</b>	<b>-618,9</b>
2.1. Terjatve (domače v tujini)	-65,5	-119,3	-94,1	-192,8	-603,3
2.1.1. Lastniški vrednostni papirji	-16,0	-26,1	-74,4	-88,8	-280,8
2.1.2. Dolžniški vrednostni papirji	-49,5	-93,2	-19,7	-104,0	-322,5
2.2. Obveznosti (tuje v Sloveniji)	250,8	199,1	25,0	-24,8	-15,6
2.2.1. Lastniški vrednostni papirji	28,4	-2,6	12,1	13,5	40,3
2.2.2. Dolžniški vrednostni papirji	222,4	201,6	12,9	-38,3	-55,9
<b>3. Finančni derivativi</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>-0,9</b>
<b>4. Ostale naložbe</b>	<b>461,8</b>	<b>964,0</b>	<b>393,4</b>	<b>788,5</b>	<b>890,0</b>
4.1. Terjatve	-576,0	247,9	-703,2	-835,9	-1.368,2
4.2. Obveznosti	1.037,9	716,1	1.096,6	1.624,3	2.258,2
<b>5. Mednarodne denarne rezerve</b>	<b>-186,8</b>	<b>1.439,3</b>	<b>-1.885,3</b>	<b>-264,2</b>	<b>255,9</b>
<b>C. NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE</b>	<b>41,4</b>	<b>110,4</b>	<b>-193,2</b>	<b>64,8</b>	<b>-130,3</b>

Vir: Bilteni BS, 2000 – 2004.

Opombe: Zaradi zaokroževanja podatkov in različne strukture prikaza plačilne bilance nekatere vrednosti nekoliko odstopajo od vrednosti, ki so v diplomskem delu uporabljene iz Letnih poročil BS.

## PRILOGA 4:

## PLAČILNA BILANCA REPUBLIKE SLOVENIJE V OBDOBJU 2000 - 2004 V MIA SIT

Tabela 2: Plačilna bilanca Republike Slovenije v obdobju 2000 – 2004 v mia SIT

v mia SIT	2000	2001	2002	2003	2004
<b>A. TEKOČI RAČUN</b>	<b>-119,1</b>	<b>8,5</b>	<b>76,3</b>	<b>-20,9</b>	<b>-56,0</b>
1. Blago	-251,2	-148,5	-60,9	-127,6	-200,6
2. Storitve	100,3	116,4	139,5	125,7	160,5
3. Dohodki	6,0	9,3	-34,4	-41,2	-23,1
4. Tekoči transferi	25,7	31,2	32,2	22,1	7,2
<b>B. KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN</b>	<b>110,5</b>	<b>-32,1</b>	<b>-32,2</b>	<b>6,0</b>	<b>87,4</b>
<b>a). KAPITALSKI RAČUN</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-37,2</b>	<b>-38,8</b>	<b>-42,7</b>
1. Kapitalski transferi	0,2	0,1	-37,0	-38,4	-42,8
2. Patenti in licence	0,7	-0,1	-0,2	-0,4	0,1
<b>b). FINANČNI RAČUN</b>	<b>109,7</b>	<b>-31,2</b>	<b>5,0</b>	<b>44,8</b>	<b>130,1</b>
<b>1. Neposredne naložbe</b>	<b>15,9</b>	<b>54,7</b>	<b>360,3</b>	<b>-26,6</b>	<b>4,5</b>
1.1. Domače v tujini	-14,8	-35,1	-37,7	-96,5	-95,6
1.2. Tuje v Sloveniji	30,7	89,8	398,1	69,9	100,0
<b>2. Naložbe v vrednostne papirje</b>	<b>36,4</b>	<b>15,9</b>	<b>-15,9</b>	<b>-51,2</b>	<b>-147,9</b>
2.1. Terjatve (domače v tujini)	-13,6	-25,8	-21,6	-45,1	-144,2
2.1.1. Lastniški vrednostni papirji	-3,3	-5,7	-17,0	-20,8	-67,1
2.1.2. Dolžniški vrednostni papirji	-10,3	-20,1	-4,6	-24,3	-77,1
2.2. Obveznosti (tuje v Sloveniji)	50,0	41,7	5,7	-6,0	-3,6
2.2.1. Lastniški vrednostni papirji	5,9	-0,6	2,7	3,2	9,7
2.2.2. Dolžniški vrednostni papirji	44,1	42,3	3,0	-9,2	-13,3
<b>3. Finančni derivativi</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>-0,2</b>
<b>4. Ostale naložbe</b>	<b>95,8</b>	<b>212,2</b>	<b>89,9</b>	<b>185,2</b>	<b>212,9</b>
4.1. Terjatve	-118,2	56,3	-159,1	-194,7	-326,7
4.2. Obveznosti	214,0	155,9	249,0	379,8	539,6
<b>5. Mednarodne denarne rezerve</b>	<b>-38,4</b>	<b>-314,1</b>	<b>-429,3</b>	<b>-62,6</b>	<b>60,8</b>
<b>C. NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE</b>	<b>8,6</b>	<b>23,7</b>	<b>-44,1</b>	<b>14,9</b>	<b>-31,4</b>

Vir: Bilteni BS, 2000 – 2004.

PRILOGA 5:

**VPLAČILA IN IZPLAČILA BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BANKE SLOVENIJE V TOLARJIH V OBDOBJU 2000 - 2004**

Tabela 3: Vplačila blagajniških zapisov BS v tolarjih v obdobju 2000 - 2004

*v tisoč SIT*

leto	2 dni	12 dni	28 dni	30 dni	60 dni	270 dni	360 dni	Skupaj
2000	148.615,0	50.030,0	298,6	3.350,0	15.845,9	7.439,3		227.578,8
2001	138.070,0	462.770,0			260.448,3	37.125,7		898.414,0
2002					479.929,9	220.582,1	164.149,7	864.661,7
2003					379.726,9	498.555,2	55.992,9	934.275,0
2004					832.259,8	86.421,0		918.680,8
<b>Skupaj</b>	<b>286.685,0</b>	512.800,0	298,6	3.350,0	1.968.210,8	850.123,3	220.142,6	3.843.610,3

Vir: Interni viri BS in lastni izračuni.

Tabela 3: Izplačila blagajniških zapisov BS v tolarjih in sprememba primarnega denarja v obdobju 2000 - 2004

*v tisoč SIT*

leto	2 dni	12 dni	28 dni	30 dni	60 dni	270 dni	360 dni	Skupaj	□ Prim. denarja (izplačila-vplačila)
2000	148.335,0	51.220,0	300,0	4.150,0	12.340,0	16.919,0		235.264,0	+7.685,2
2001	138.420,0	463.650,0			175.303,0	2.209,0		779.582,0	-118.832,0
2002					511.132,2	180.704,4		691.836,6	-172825,1
2003					401.303,7	211.099,0	220.142,6	832.545,3	-101.729,7
2004					652.266,7	486.470,0	10.040,0	1.148.776,7	+230.095,9
<b>Skupaj</b>	<b>286.755,0</b>	514.870,0	300,0	4.150,0	1.752.345,6	897.401,4	230.182,6	3.688.004,6	

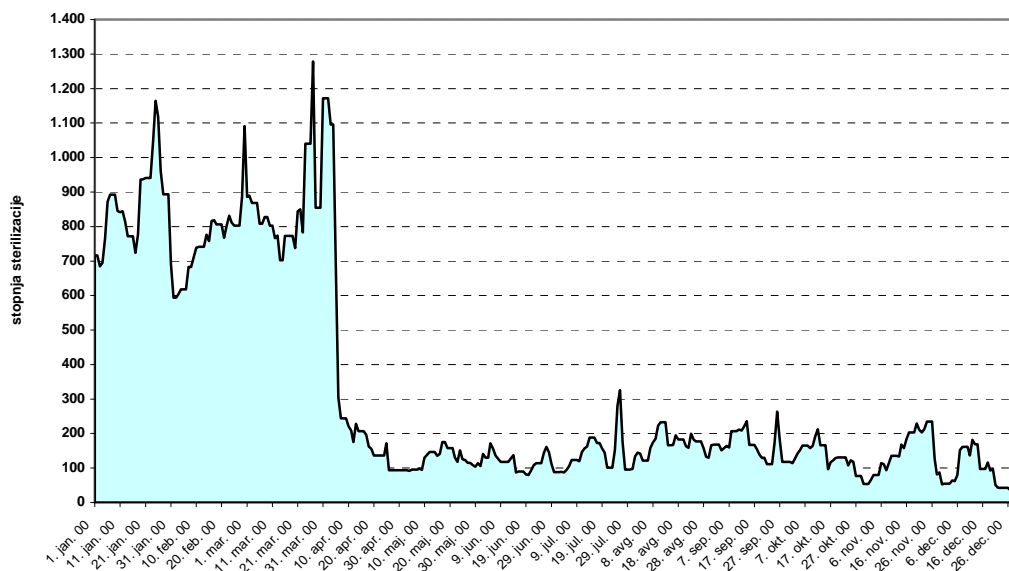
Vir: Interni podatki BS in lastni izračuni.



PRILOGA 6:

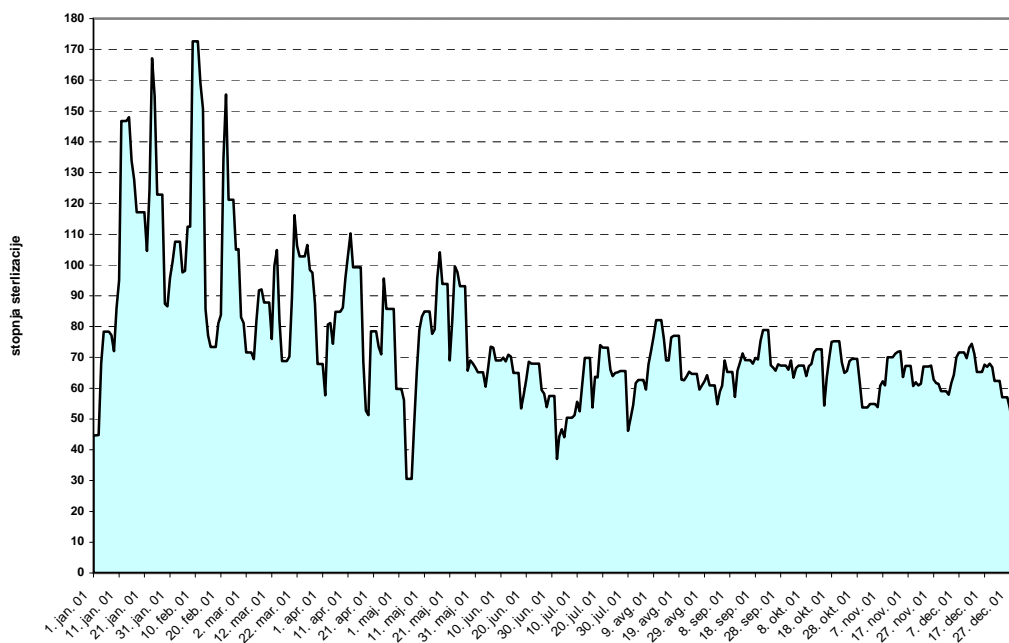
**STOPNJA STERILIZACIJE V OBDOBJU 2000 - 2004**

Slika 2: Stopnja sterilizacije v letu 2000 (v %)



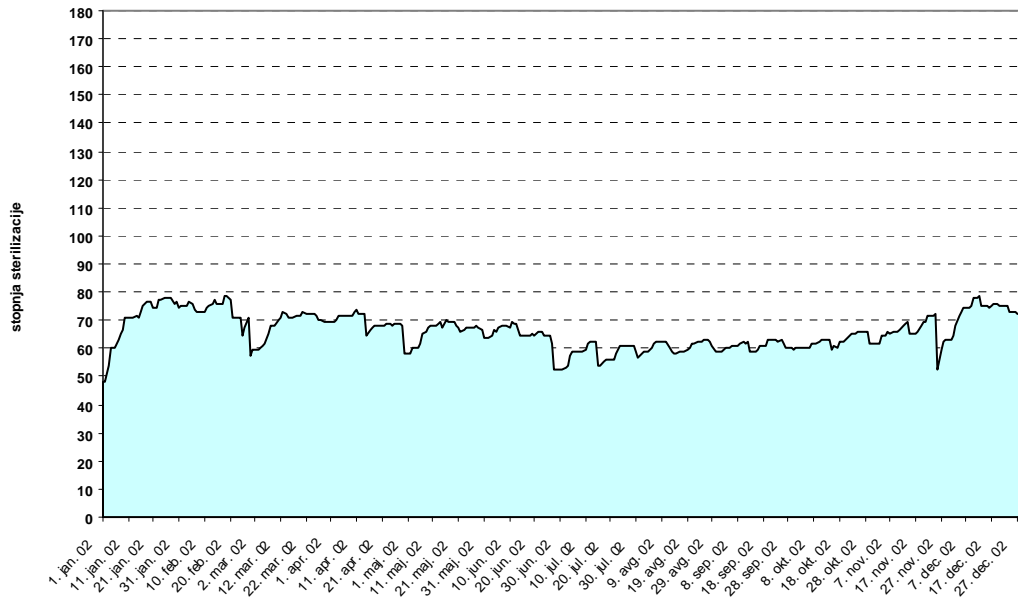
Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

Slika 3: Stopnja sterilizacije v letu 2001 (v %)



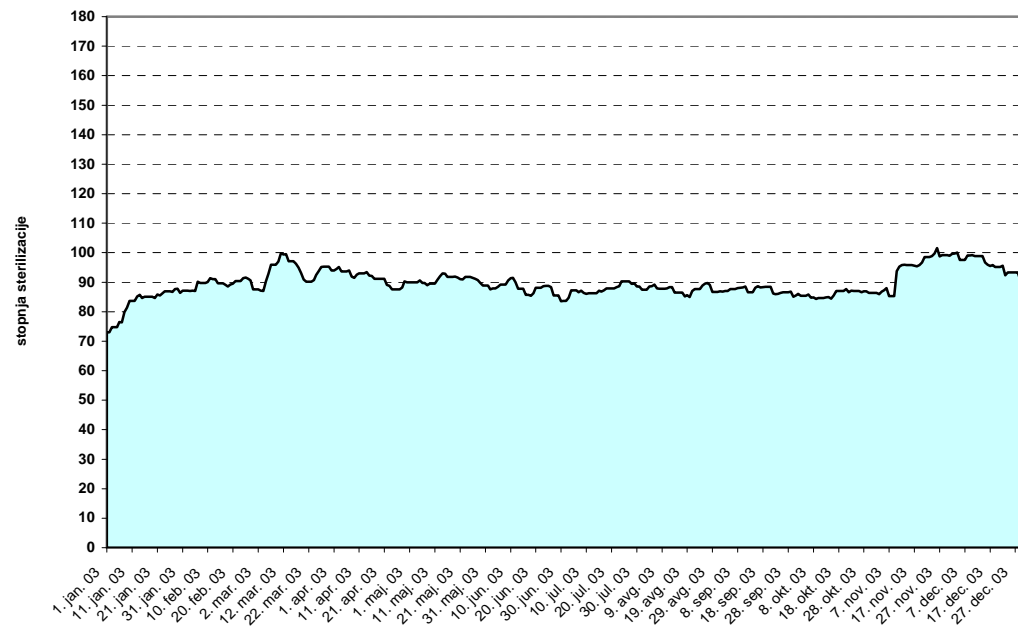
Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

Slika 4: Stopnja sterilizacije v letu 2002 (v %)



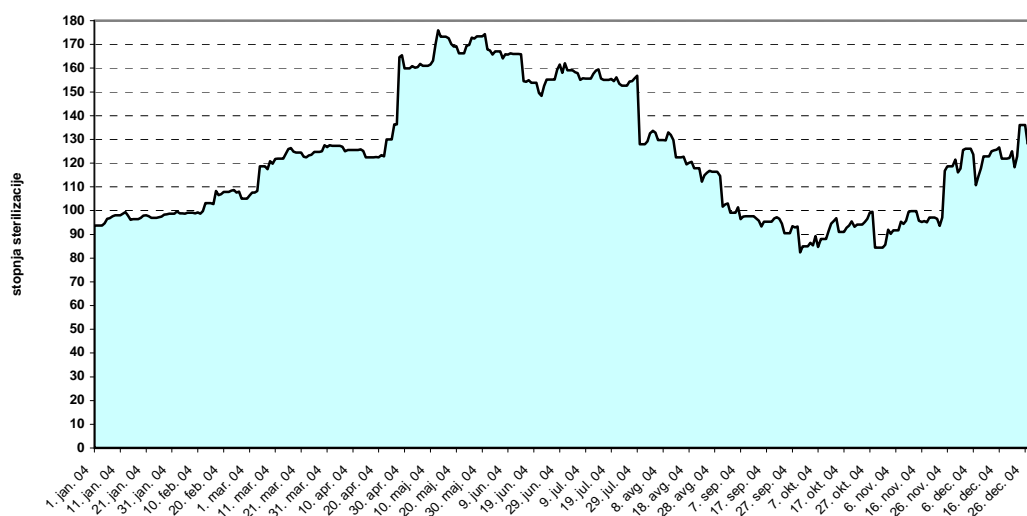
Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

Slika 5: Stopnja sterilizacije v letu 2003 (v %)



Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

Slika 6: Stopnja sterilizacije v letu 2004 (v %)



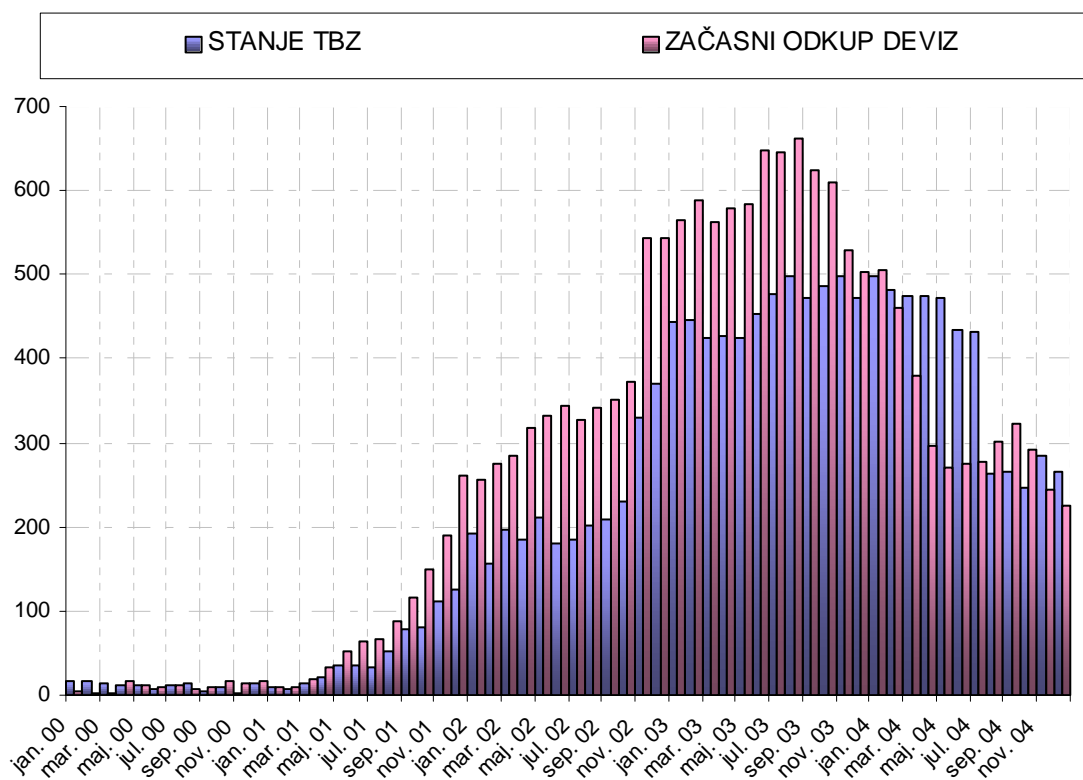
Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

Opombe: **Stopnja sterilizacije** je opredeljena kot razmerje med stanjem vpisanih tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije in stanjem začasno kupljenih deviz od bank (Uresničevanje kratkoročnih denarnih usmeritev denarne politike, 2003, str. 28).

PRILOGA 7:

**STANJE ZAČASNEGA ODKUPA DEVIZ PRI BANKI SLOVENIJE IN STANJE TOLARSKIH BLAGAJNIŠKIH ZAPISOV BANKE SLOVENIJE na zadnji dan v mesecu**

Slika 7: Stanje začasnega odkupa deviz pri BS in stanje tolarških blagajniških zapisov BS na zadnji dan v mesecu v obdobju 2000 – 2004 (v mio SIT)



Vir: Interni podatki BS; lastna slika.

PRILOGA 8:

**STANJE DEPOZITOV ČEZ NOČ NA ZADNJI DAN V MESECU V OBDOBJU  
2001 - 2004**

Tabela 4: Stanje depozitov čez noč na zadnji dan v mesecu v obdobju 2001 – 2004 (v 1000 SIT)

<b>mesec</b>	<b>stanje</b>	<b>mesec</b>	<b>stanje</b>
<b>jul. 01</b>	130.000	<b>apr. 03</b>	237.000
<b>avg. 01</b>	1.910.000	<b>maj. 03</b>	105.000
<b>sep. 01</b>	3.550.000	<b>jun. 03</b>	4.737.000
<b>okt. 01</b>	2.790.000	<b>jul. 03</b>	97.000
<b>nov. 01</b>	2.120.000	<b>avg. 03</b>	0
<b>dec. 01</b>	35.341.100	<b>sep. 03</b>	0
<b>jan. 02</b>	0	<b>okt. 03</b>	0
<b>feb. 02</b>	13.270.000	<b>nov. 03</b>	0
<b>mar. 02</b>	750.000	<b>dec. 03</b>	0
<b>apr. 02</b>	9.760.000	<b>jan. 04</b>	0
<b>maj. 02</b>	0	<b>feb. 04</b>	100.000
<b>jun. 02</b>	17.650.000	<b>mar. 04</b>	0
<b>jul. 02</b>	4.500.000	<b>apr. 04</b>	0
<b>avg. 02</b>	2.547.000	<b>maj. 04</b>	0
<b>sep. 02</b>	1.280.000	<b>jun. 04</b>	0
<b>okt. 02</b>	75.000	<b>jul. 04</b>	0
<b>nov. 02</b>	55.945.000	<b>avg. 04</b>	0
<b>dec. 02</b>	18.360.000	<b>sep. 04</b>	0
<b>jan. 03</b>	70.000	<b>okt. 04</b>	0
<b>feb. 03</b>	393.000	<b>nov. 04</b>	0
<b>mar. 03</b>	770.000	<b>dec. 04</b>	13.270.000

Vir: Interni podatki BS.

PRILOGA 9:

**STANJE DOLOGORČNIH DEPOZITOV NA ZADNJI DAN V MESECU V LETU 2004**

Tabela 5: Stanje dolgoročnih depozitov na zadnji dan v mesecu v letu 2004 (v 1000 SIT)

<b>mesec</b>	<b>stanje</b>
<b>jul. 04</b>	76.000.000
<b>avg. 04</b>	105.370.000
<b>sep. 04</b>	136.690.000
<b>okt. 04</b>	148.050.000
<b>nov. 04</b>	154.900.000
<b>dec. 04</b>	156.730.000

Vir: Interni podatki BS.

PRILOGA 10:

**MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI IN IZPOLNJEVANJE LETEH ZA SLOVENIJO**

**Maastrichtski konvergenčni kriteriji:**

- **Doseganje visoke stopnje stabilnosti cen**  
Stopnja inflacije ne sme za več kot 1,5 odstotnih točk presežati povprečja stopnje inflacije treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen.
- **Vzdržnost položaja javnih financ**
  1. Javno-finančni primanjkljaj ne sme presežati 3% BDP, razen če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti ali, v drugem primeru, je prekoračitev referenčne vrednosti samo izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti;
  2. javni dolg ne sme presežati 60% BDP, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.
- **Gibanje dolgoročnih obrestnih mer**  
Dolgoročne obrestne mere ne smejo presežati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki.
- **Gibanje menjalnega tečaja**  
Članica mora upoštevati normalne meje nihanja, tečaja v EMR2 brez hujših posledic ter da ne prihaja do devalvacije domače valute do evra.

Tabela 6: Izpolnjevanje Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev za Slovenijo

	<b>Inflacija v zadnjih 12 mesecih*</b> (v %)	<b>Dolgoročna OM v zadnjih 12 mesecih*</b> (v %)	<b>Deficit v letu 2004</b> (v % BDP)	<b>Javni dolg v letu 2004</b> (v % BDP)
Konvergenčni kriterij	2,3	5,99	-3,0	60,0
<b>Slovenija</b>	<b>3,2</b>	<b>4,25</b>	<b>-1,9</b>	<b>29,4</b>

Vir: Kriteriji za uvedbo evra, 2005.

Opombe:

\* Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno maja 2005.