

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE
OD LETA 1991 DO LETA 2003**

Ljubljana, april 2004

ANDREJ POREDOŠ

IZJAVA

Študent Andrej Poredoš izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5. aprila 2004.

Podpis

KAZALO

1.	UVOD	1
2.	PREDSTAVITEV BANKE SLOVENIJE	2
2.1.	CENTRALNA BANKA – OPREDELITEV, RAZVOJ, NALOGE	2
2.1.1.	Opredelitev centralne banke	3
2.1.2.	Zgodovinski razvoj centralne banke	4
2.1.3.	Naloge centralne banke	5
2.1.3.1.	<i>Denarna politika centralne banke</i>	6
2.1.3.2.	<i>Instrumenti denarne politike</i>	7
2.1.4.	Neodvisnost centralne banke	10
2.2.	BANKA SLOVENIJE – OPREDELITEV, NASTANEK, NALOGE	11
2.2.1.	Nastanek in razvoj Banke Slovenije	12
2.2.2.	Zakon o Banki Slovenije	13
2.2.2.1.	<i>Status in položaj BS ter izdajanje bankovcev in kovancev</i>	13
2.2.2.2.	<i>Cilj, naloge in organi BS</i>	13
2.2.2.3.	<i>Sodelovanje BS s centralnimi bankami in mednarodnimi finančnimi organizacijami, članstvo RS v EU ter uvedba evra kot denarne enote</i>	14
2.2.3.	Naloge Banke Slovenije	14
2.2.3.1.	<i>Denarna politika in politika deviznega tečaja</i>	15
2.2.3.2.	<i>Nadzor nad bankami in hranilnicami</i>	15
2.2.3.3.	<i>Financiranje javnega sektorja</i>	15
2.2.4.	Neodvisnost Banke Slovenije	15
3.	DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE	16
3.1.	VLOGA DENARNE POLITIKE BS V GOSPODARSTVU	16
3.2.	STRATEGIJA, CILJI IN USMERITVE DENARNE POLITIKE BS	16
3.3.	DENARNI AGREGATI	17
3.4.	STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI	21
3.4.1.	Opredelitev strukturnega položaja denarnega trga	21
3.4.2.	Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji	22
3.5.	INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS	26
3.5.1.	Delitev instrumentov denarne politike BS	27
3.5.2.	Opis instrumentov denarne politike BS ter njihov pomen in namen	28
3.5.2.1.	<i>Posojila BS bankam – likvidnostna, lombardna, kratkoročna</i>	28
3.5.2.1.1.	<i>Likvidnostna posojila</i>	29
3.5.2.1.2.	<i>Lombardna posojila</i>	31
3.5.2.1.3.	<i>Kratkoročna posojila</i>	31
3.5.2.2.	<i>Blagajniški zapisi BS</i>	32
3.5.2.2.1.	<i>Tolarski blagajniški zapisi BS</i>	32
3.5.2.2.2.	<i>Dvodelni blagajniški zapisi BS</i>	33
3.5.2.2.3.	<i>Blagajniški zapisi BS z nakupnim bonom</i>	34
3.5.2.3.	<i>Rezerve bank in hranilnic – obvezna rezerva bank in hranilnic</i>	35
3.5.2.4.	<i>Začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju – repo posli</i>	39

3.5.2.5.	<i>Depozit čez noč pri BS</i>	40
3.5.3.	Politika obrestnih mer	40
3.5.4.	Delitev instrumentov denarne politike BS po skupinah.....	41
3.6.	DENARNA POLITIKA BS V OBDOBJU OD NJENEGA NASTANKA PA DO DANES	42
4.	VSTOP SLOVENIJE V EU IN EMU TER VPLIV NA DENARNO POLITIKO	46
4.1.	DENARNA POLITIKA BS DO VSTOPA V ERM II	46
4.1.1.	Denarna politika BS do vstopa v EU	46
4.1.2.	Denarna politika BS po vstopu v EU do vstopa v ERM II	47
4.2.	DENARNA POLITIKA BS OD VSTOPA V ERM II DO VSTOPA V EMU	47
4.3.	DENARNA POLITIKA BS PO VSTOPU V EMU	48
4.4.	DENARNA POLITIKA BS IN NJENI BLAGAJNIŠKI ZAPISI DO VKLJUČITVE SLOVENIJE V EMU	50
5.	SKLEP	53
6.	LITERATURA	55
7.	VIRI	57
	SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV	
	PRILOGE	

1. UVOD

Zadnje desetletje prejšnjega stoletja (tisočletja) je bilo za slovensko državo in njene državljane prelomno desetletje. Slovenke in Slovenci smo dobili svojo državo, neodvisno in samostojno Republiko Slovenijo. S tem je prišlo do spremembe družbenega sistema. Bil je torej dosežen pomemben politični cilj. Hkrati pa je bila sprejeta tudi odločitev, da se (predvsem na gospodarskem, kasneje pa še na drugih področjih – npr. denarnem) povežemo z zahodnim svetom. Danes tako stojimo na pragu Evropske unije (v nadaljevanju besedila: EU), katere člani bomo postali 1. maja letos.

Poleg sprememb na političnem in družbenem področju so bile potrebne tudi spremembe na denarnem področju, saj brez teh sprememb tranzicija ne bi bila uspešna. Eno je bilo pogojeno z drugim. Slovenija je dobila svojo centralno banko, to je Banko Slovenije (v nadaljevanju besedila: BS). Dejstvo, ki govori o pomembnosti te denarne institucije, je, da je bila ustanovljena istočasno z osamosvojitvijo, torej 25. junija 1991. Od takrat bo kmalu minilo že 13 let. To pa je obdobje, ki ga je že smiselno analizirati.

Namen tega diplomskega dela seveda ni analiza celotne ekonomske politike Slovenije po osamosvojitvi. To bi bilo skoraj nemogoče, saj bi bil bodisi obseg diplomskega dela potem preobsežen bodisi bi bila analiza preveč površna. Namen in cilj pričujočega diplomskega dela je tako analizirati le del ekonomske politike Slovenije, in sicer njeno denarno politiko oziroma denarno politiko BS od njenega nastanka pa do danes ter hkrati ugotoviti, kakšne spremembe nastajajo oziroma bi morale nastati na področju denarne politike, da bi se Republika Slovenija (v nadaljevanju RS) lahko brez težav vključila v Evropsko monetarno unijo (v nadaljevanju besedila: EMU) in bila po vključitvi uspešna in visoko razvita država.

Diplomsko delo je razdeljeno na sedem poglavij, katerih kratek pregled sledi v nadaljevanju.

Analiza denarne politike ni mogoča brez predstavitve BS, saj je le-ta zadolžena za denarno politiko v Sloveniji. Da pa bi razumeli delovanje BS, moramo najprej na kratko predstaviti vlogo centralne banke nasploh. To je predmet drugega poglavja, ki sledi temu uvodu. Predstavljena je vloga centralne banke v gospodarstvu na splošno, njen zgodovinski razvoj, njene naloge in značilnosti. Sledi opis vloge BS v slovenskem gospodarstvu, opis njenega razvoja, njenih nalog in pristojnosti.

V tretjem, osrednjem in najpomembnejšem poglavju so podani analiza, instrumenti in razvoj denarne politike BS do danes. Prikaz je podan kronološko in vsebinsko.

Sledi poglavje o spremembah v denarni politiki, ki so potrebne, da bo BS lahko normalno izvajala svoje naloge tudi v prihodnosti. Predstavljene so spremembe, ki se bodo oziroma bi se morale zgoditi z vstopom Slovenije v EU, ko bo BS postala del Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju besedila ESCB) in bo vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II. Prav tako pa so opisane tudi spremembe, ki se bodo zgodile ob vstopu Slovenije v EMU, torej ko bo

BS postala članica Evropske centralne banke (v nadaljevanju besedila ECB) in bo Slovenija uvedla evro. Takrat bo namreč BS izgubila precej oziroma večino pristojnosti, predvsem na področju denarne politike. Korenite spremembe pa bodo tudi na področju politike deviznega tečaja (izgubili bomo nacionalno valuto), ki pa eksplicitno ni predmet tega diplomskega dela.

Diplomsko delo zaključujem s sklepom, kjer so povzete bistvene »misli« iz vsebine. Sklepu pa nato sledita še spiska literature in virov ter slovar tujih izrazov, ki so uporabljeni v diplomskem delu. Na koncu so priložene tudi določene priloge, ki se nanašajo na samo vsebino dela.

2. PREDSTAVITEV BANKE SLOVENIJE

BS je, kot je omenjeno že v uvodu, centralna oziroma osrednja (in emisijska) banka RS. Da bi lažje razumeli njeno delovanje (predvsem njeno denarno politiko), je v nadaljevanju najprej predstavljena centralna banka na splošno, nato pa še BS.

2.1. CENTRALNA BANKA – OPREDELITEV, RAZVOJ, NALOGE

Will Rogers (Samuelson, Nordhaus, 1998, str. 493) je nekoč zapisal: »Čas človeštva so zaznamovala tri velika odkritja: ogenj, kolo in centralno bančništvo.«

Prvemu in drugemu odkritju verjetno ne bi nihče oporekal; kako pa je s tretjim »odkritjem«? Je tudi to tako pomembno za človeštvo kot prvi dve? Gledano skozi oči večine ekonomistov sigurno je, saj ima centralna banka v gospodarstvu in državi nasploh pomembno vlogo. Goodhart (1987, str. 75-89) na vprašanje, ali poslovne banke sploh potrebujejo centralno banko, odgovarja pritrdilno. Po njegovem mnenju bi vedno potrebovali določeno institucijo, kot je na primer centralna banka, tudi v primeru, če bi se uveljavilo svobodno bančništvo, saj bi ta institucija preprečevala navale na banke (zaradi značilnosti njihovih naložb, ki niso tržne, in sredstev, pri katerih gre za vloge z nominalno trdno vrednostjo).

So pa tudi ekonomisti, ki imajo drugačno mnenje. Bagehot (Ribnikar, 2000a, str. 47), na primer, meni, da centralna banka ni potrebna, če pa že je prisotna, naj se ne odpravi. Smith (Ribnikar, 2000a, str. 46) pa celo meni, da sploh ni bil nujen razvoj v smeri nastanka centralnih bank, kot jih poznamo dandanes, in za katere velika večina misli, da so nujne potrebne institucije in da je nujno, da opravljajo tiste funkcije, ki jih dandanes na splošno opravljajo. Smith namreč pravi: »Centralna banka ni naravni proizvod razvoja bančništva. Je od zunaj vsiljena ali nastane zaradi tega, ker država tako želi.«

Sam si kot (bodoči) ekonomist težko zamišljam, da centralne banke ne bi bilo. Dejstvo pa je, da če ni centralne banke, mora biti nekaj drugega (oziroma neka druga institucija), ki skrbi za to, za kar ponavadi skrbi centralna banka. Še posebej velja to za denarno politiko, katero nekdo enostavno mora voditi, na takšen ali drugačen način.

Centralna banka je poleg države (oziroma pravilneje vlade) ena izmed pomembnih nosilcev ekonomske politike. Vsi nosilci skupaj skrbijo za doseganje ciljev ekonomske politike, ki si jih zastavijo. Ti cilji so lahko naslednji: stabilnost cen, gospodarska rast, »polna« zaposlenost, uravnovešena plačilna bilanca,... Vsi nosilci ekonomske politike si torej zastavijo določene cilje, za njihovo izpolnjevanje pa imajo na razpolago določene instrumente. Ti se seveda med različnimi nosilci razlikujejo. Instrumenti, ki jih uporablja centralna banka (torej instrumenti denarne oziroma monetarne politike), so opredeljeni v nadaljevanju (glej poglavje o instrumentih denarne politike centralne banke). Instrumenti ostalih nosilcev (npr. vlade) niso omenjeni, prav tako pa tudi ne njihove aktivnosti za doseg zastavljenih ciljev.

2.1.1. Opredelitev centralne banke

Centralno (ali osrednjo), izdajateljsko ali emisijsko, nacionalno ali narodno banko bi lahko opredelili kot banko bank, pa tudi kot banko nekaterih drugih posebnih institucij, kot je npr. država. Rose (1986, str. 658) jo zato imenuje kar državna agencija (institucija). Je denarna (monetarna) oblast, ki ji je zaupano izvajanje denarne politike. Praviloma to ni banka, ki bi neposredno poslovala z gospodarstvom in posamezniki. Za to so poslovne banke in druge finančne institucije. Podjetja in posamezniki so lahko komitenti centralne banke predvsem kot upniki na osnovi njenih bankovcev v obtoku. Drugače pa povečini ne sme dajati posojil podjetjem in posameznikom. Če jih že mora, jih daje le tistim z najboljšo boniteto, saj tako nikogar ne privilegira. Sprejema pa depozite bank in jim daje posojila (vse banke imajo pri njej svoje račune).

Centralna banka je ustanovljena z namenom, da izdaja oziroma kreira primarni denar (nad tem ima monopol) in kontrolira rast količine le-tega v obtoku. Pri tem se nič ne razlikuje od poslovnih bank, saj tudi te izdajajo denar. Razlika je le v tem, da centralna banka izdaja bankovce, medtem ko poslovne banke izdajajo knjižni denar. So pa tudi pri tem izjeme v nekaterih državah (Ribnikar, 1994, str. 41).

Poleg tega centralna banka pravno regulira in nadzoruje nacionalni bančni (ali denarni) sistem (je na vrhu tega sistema), varuje domačo valuto in skrbi za mednarodne rezerve države. Običajno je neposredno podrejena parlamentu (oziroma zakonodajni oblasti), kateremu je tudi odgovorna za vsa svoja dejanja (Gregorčič, 1996, str. 4-5), vendar je večinoma neodvisna od odločitev vlade (oziroma izvršilne oblasti). Je bodisi v popolni bodisi delni lasti države, vendar to ni povezano z njeno odvisnostjo oziroma neodvisnostjo.

Centralna banka ni pravi ekonomski subjekt, katerega poglobitni cilj poslovanja bi bil maksimalni dobiček oziroma profit. Njena vloga je zasledovati širše družbene interese oziroma cilje in njena uspešnost se kaže v doseženi družbeni blaginji (Tušar, 1996, str. 42).

2.1.2. Zgodovinski razvoj centralne banke

Centralne banke v državah, kjer so se najprej pojavile, niso nastale kar naenkrat, na primer čez noč, kot naša centralna banka. Prav tako niso kar naenkrat prevzele vseh nalog oziroma funkcij, ki so danes značilne za večino centralnih bank. Današnja podoba centralnih bank se je izoblikovala počasi, s pomočjo zakonov ali na podlagi zahtev prakse. Sprva so bile osredotočene le na emisijo denarja, kasneje so prevzele še funkcijo financiranja vlade, nazadnje pa so postale še posojilodajalke poslovnim bankam v stiski oziroma skrajni sili (»lender of last resort«). S tem so prevzele odgovornost za regulacijo in stabilizacijo bančnega sistema v državi (Tušar, 1996, str.1).

Sprva je tako med centralno banko in poslovnimi bankami vladal tekmovalen duh, kasneje pa so počasi centralne banke prevzemale odgovornost za »zdravje« bančnega sistema. Poslovne banke so sprejele njeno vlogo nadzornika in usmerjevalca svojega poslovanja (Tušar, 1996, str.34).

Prvo centralno banko so ustanovili že leta 1668 na Švedskem (»Sverige Riksbank«). Leta 1694 je sledila ustanovitev slovite »Bank of England« (takrat še ni bila centralna banka, pač pa samo banka s posebnimi privilegiji), danes je to centralna banka Združenega kraljestva Velike Britanije in Severne Irske. Leta 1800 pa je bila ustanovljena francoska centralna banka (»Banque de France«), ki je tako tretja najstarejša centralna banka na svetu in katere ustanovitev je povezana z Napoleonom (Gradivo za Finančno ekonomijo 2001/02).

Večina evropskih držav je dobila svojo centralno banko v 19. stoletju. Leta 1900 je tako bilo na svetu vsega skupaj 18 centralnih bank. Ta številka se je do leta 1990 povečala na 161 (Gradivo za Finančno ekonomijo 2001/02). Danes je verjetno še nekoliko večja. Iz tega lahko sklepamo, da so države (oziroma njihovi voditelji) ustanavljale centralne banke, ker so videle v tem določene koristi in prednosti. Marsikdaj je bil vladarjev motiv predvsem v tem, da je pobiral »seignorage« - poseben dohodek od izdajanja denarja.

Ker je ozemlje Slovenije v preteklosti vsaj nekaj časa spadalo v okvire denarnih področij francoske, avstrijske, nemške, italijanske in jugoslovanske centralne banke, je potrebno omeniti tudi nastanek teh centralnih bank. Ustanovitev prve je že omenjena, za nas pa je pomembna zaradi Ilirskih provinc. Pomembna je ustanovitev avstrijske nacionalne banke leta 1816 (»Österreichische Nationalbank«), saj je slovensko ozemlje dolgo časa spadalo najprej pod Habsburško cesarstvo, kasneje pa pod Avstro-Ogrsko. Avstrijska centralna banka je šesta najstarejša banka na ozemlju današnje Evropske unije (Tušar, 1996, str.33). Nemška centralna banka (»Deutsche Reichsbank«, danes »Deutsche Bundesbank«) je nastala leta 1875, italijanska (»Banca d'Italia«) pa leta 1893 (Ribnikar, 1994, str. 42).

Za Slovence pa je pomembna poleg zgoraj omenjenih štirih centralnih bank še centralna banka (oziroma centralne banke) denarnega področja, iz katerega smo se izločili leta 1991. Gre za dinarsko denarno področje, katerega zgodovina se je začela leta 1883 z ustanovitvijo centralne banke Kraljevine Srbije (»Privilegirana narodna banka Kraljevine Srbije«). Ta pa ni imela vpliva

na slovenskem ozemlju vse do konca prve svetovne vojne, ko je Avstro-Ogrska razpadla in se je večji del slovenskega ozemlja priključil najprej Državi Slovencev, Hrvatov in Srbov, kasneje pa Kraljevini Srbov, Hrvatov in Slovencev. Leta 1920 se je zato zgoraj omenjena centralna banka spremenila v »Narodno banko Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca«, ki pa se je leta 1929 preimenovala v »Narodno banko Kraljevine Jugoslavije«. Po drugi svetovni vojni je nastala »Narodna banka Jugoslavije« (Ribnikar, 1994, str. 42).

2.1.3. Naloge centralne banke

Vsaka centralna banka je ustanovljena zato, da bi opravljala določene naloge za narodno gospodarstvo. Osnovna oziroma temeljna naloga vsake centralne banke je vodenje denarne politike (in s tem kontrola nad količino denarja v obtoku). Skrbi za to, da je v obtoku vedno takšna količina denarja, da so z njo lahko doseženi postavljeni monetarni cilji (Tušar, 1996, str. 34). Hkrati pa centralna banka skrbi tudi za stabilnost cen, ki je ponavadi njen dolgoročni cilj. Le-ta predstavlja pomembno sredstvo za zagotavljanje dolgoročne stabilnosti gospodarstva.

Denarna politika je torej tisti del ekonomske politike, ki jo neposredno izvaja centralna banka. Poleg tega pa ima centralna banka še številne druge naloge oziroma funkcije. Pomembna funkcija, ki je hkrati odločilna za opredelitev določene banke za centralno banko, je funkcija posojilodajalca v skrajni sili. S tem centralna banka zagotavlja splošno likvidnost in varnost bančnega sistema.

Poleg denarne politike izvaja centralna banka tudi politiko deviznega tečaja. Pri tem skrbi za ohranjanje vrednosti domače valute in za zunanjo likvidnost države, torej likvidnost plačevanje do tujine.

Naloga centralne banke je tudi nadzor nad bankami (in bankam podobnimi institucijami, npr. hranilnicami). Ta nadzor je monetarni oziroma denarni (tiče se torej denarne politike). Pri tem je pomembno dejstvo, da centralna banka izvaja denarno politiko preko poslovnih bank. Da bo le-to uspešno, mora nadzorovati banke. Hkrati pa gre pri nadzoru tudi za nadzor preudarnosti, varnosti in smotrnosti poslovanja bank (t.i. »prudential control«). Ponekod opravlja ta nadzor centralna banka, ponekod pa imajo za to posebno institucijo.

Ostale naloge centralne banke so še: določanje temeljnih obrestnih mer v državi (to poteka že v okviru denarne politike), sprejemanje depozitov bank in drugih institucij, skrb za plačilne sisteme, upravljanje mednarodnih denarnih rezerv, opravljanje nekaterih poslov za državni (javni) sektor, zagotavljanje ustreznega informacijskega sistema, odgovornost za stabilizacijo trga denarja in trga kapitala ter drugo.

2.1.3.1. Denarna politika centralne banke

Uvodoma je omenjeno, da bo v tem diplomskem delu govora o denarni politiki. Torej o tistem delu ekonomske politike, ki je pod neposrednim vplivom centralne banke. To je le ena izmed njenih nalog, vendar je (verjetno) najpomembnejša.

Izbira ustrezne strategije denarne politike je ena od najpomembnejših odločitev, ki jo mora sprejeti vsaka centralna banka. Dejavnikov, ki vplivajo na odločitev, je nedvomno veliko, prav tako pa so pomembne tudi posledice takšne odločitve. Končni cilj denarne politike je skoraj gotovo stabilnost cen, vendar želi običajno centralna banka s svojim delovanjem neposredno ali posredno vplivati še na vrsto drugih spremenljivk (Delakorda, 2001, str. 1).

Politika centralne banke je vedno predstavljala kompromis med doseganjem posameznih postavljenih ekonomskih ciljev. Večkrat se zgodi, da centralna banka vodi politiko zniževanja stopnje inflacije in krepitev domače valute na račun nekaj dodatne nezaposlenosti in kratkoročno počasnejše ekonomske rasti (Gregorič, 1996, str. 6).

Pri izvajanju denarne politike centralna banka uporablja instrumente denarne politike, s katerimi vpliva na instrumentalne spremenljivke (npr. primarni denar, denarni multiplikator), indikatorji (npr. izbrana obrestna mera, količina primarnega denarja) pa kažejo smer in moč ukrepa denarne politike (Ribnikar, 1999b, str. 240-244). Indikatorji dajejo centralni banki informacijo o delovanju instrumentov, hkrati pa naj bi ji že vnaprej pomagali oceniti posamezne narodnogospodarske (še posebej monetarne) probleme.

Bližnji cilji (targets ali intermediate targets – ponavadi količina denarja v obtoku, višina tržne obrestne mere, obseg kreditov, v majhnih gospodarstvih lahko tudi višina deviznega tečaja) pomenijo za centralno banko sredstvo za doseganje končnih ciljev (goals ali ultimate targets), ki pa so lahko stabilnost cen, visoka stopnja zaposlenosti produkcijskih faktorjev, plačilno-bilančno ravnovesje ali ustrezna gospodarska rast (Ribnikar, 1999b, str. 267-272). Pri tem pa je pomembno, da cilji denarne politike temeljijo na stabilnosti in kredibilnosti denarne ustanove.

Denarna politika je lahko omejevalna (restriktivna), če centralna banka s svojimi aktivnostmi povzroči zmanjšanje likvidnosti poslovnih bank. S tem vpliva zaviralno na gospodarsko aktivnost. Lahko pa je spodbujevalna (ekspanzivna), če centralna banka povzroči povečanje likvidnosti poslovnih bank, preko tega pa poveča gospodarsko aktivnost države.

Za uspešno vodenje denarne politike je pomembno, da imajo monetarne oblasti natančno oceno posledic, ki jih povzroči določen instrument denarne politike na gospodarstvo. Denarna politika ima namreč lahko tako zaželene ali pričakovane kot tudi nezaželene ali nepričakovane posledice (Švigelj, 2000, str.1). Zato je potrebna neprestana kontrola in analiza izvajanja le-te, kar vodi k pravočasnim in zanesljivim odločitvam. Pomembno je, da je denarna politika centralne banke v pravem trenutku dovolj odločna in pravilno naravnana.

Učinkovitost denarne politike se pokaže šele v prihodnosti, torej z zamikom. Miniti mora določeno prilagoditveno obdobje (ponavadi nekaj mesecev) od uporabe določenega instrumenta denarne politike do ustreznega učinka, ki ga je centralna banka hotela doseči z uporabo tega instrumenta. Zaradi tega zaostajanja morajo denarne oblasti pri uporabi določenih instrumentov denarne politike čim bolj natančno predvideti bodoče stabilizacijske vplive, da se bodo le-ti ujeli z nastopom tistega stanja v narodnem gospodarstvu, zaradi katerega je prišlo do uporabe instrumenta denarne politike. Če časovno uravnavanje ni primerno, lahko denarna politika narodnogospodarska neravnovesja dodatno poveča, namesto da bi jih zmanjšala (Rolih, 1998, str. 70).

2.1.3.2. Instrumenti denarne politike

Denarna politika zaseda visok položaj med dejavniki, ki na tak ali drugačen način vplivajo na gibanje narodnega gospodarstva. Centralna banka poskuša s svojo denarno politiko preko instrumentov, ki jih v ta namen uporablja, vplivati na tiste spremenljivke, ki posredno vplivajo na narodnogospodarske agregate, kot so npr. bruto domači proizvod, gospodarska rast, stopnja investiranja in zaposlenosti ter drugo (Janežič, 1999, str. 6). S pomočjo instrumentov denarne politike dosega bližnji cilj (bližnje cilje), nato pa preko tega še končni cilj (končne cilje) (Gregorič, 1992, str. 25).

Instrumenti so spremenljivke oziroma orodja, ki jih vsakodnevno spremlja in uporablja centralna banka. Na razpolago ima mnogo različnih instrumentov, izbiro in obseg njihove uporabe pa določa sproti. Uporaba posameznih instrumentov je tako odvisna od nje same in od okoliščin, v katerih deluje.

Osnovni oziroma glavni trije instrumenti (bolje: tri skupine instrumentov) denarne politike so naslednji (Samuelson, Nordhaus, 1998, str. 498-501; Polanec, Masten, Fabjančič, 2000, str. 154):

- **operacije na odprtem trgu:**

Te operacije predstavljajo nakupe ali prodaje kratkoročnih vladnih oziroma državnih obveznic (lahko govorimo o kreditih državi) ali drugih ustreznih vrednostnih papirjev. Operacije na odprtem trgu se imenujejo zato, ker centralna banka, ko jih izvaja, ne nastopa kot oblastna institucija, ampak kot običajni (enakovreden ostalim) kupec oziroma prodajalec vrednostnih papirjev. Sprejeti oziroma plačati mora tisto ceno, ki jo določi trg. Te operacije so instrument, ki ga centralne banke najpogosteje uporabljajo. Razlog je v preprostosti njegove uporabe, fleksibilnosti in nediskriminiranosti (v poštev pridejo le državne obveznice oziroma vrednostni papirji institucij z največjim zaupanjem oziroma najvišjo boniteto) (Raič, 1991, str. 12-13). S temi operacijami centralna banka posredno vpliva tudi na oblikovanje obrestne mere na trgu.

- **diskontna (eskontna) stopnja:**

Mehanizem diskonta je najstarejši instrument denarne politike in je v začetnih obdobjih centralnega bančništva v Evropi veljal za njeno osnovno orodje (Rolih, 1998, str. 67-70). Diskontna (eskontna) stopnja je obrestna mera, ki jo centralna banka zaračuna za diskontne kredite bankam (rediskontiranje oziroma reeskontiranje), iz nje pa izhaja tudi višina ostalih obrestnih mer za posojila centralne banke. Pri rediskontu centralna banka reeskontira vrednostne papirje poslovnih bank (na osnovi katerih je ta banka dala kredit nekemu gospodarskemu subjektu), kadar le-te zaidejo v likvidnostne težave in želijo povečati svoje likvidnostne rezerve (Raič, 1991, str. 11-12). Nižja diskontna stopnja zniža stroške zadolževanja pri centralni banki, zato se poveča količina primarnega denarja v obtoku in s tem tudi ponudba denarja oziroma količina denarja v obtoku. Višja diskontna stopnja ima obratne posledice.

- **obvezna rezerva:**

To je instrument, s katerim centralna banka določi poslovnih bankam (in drugim finančnim institucijam) minimalno razmerje med rezervami in depoziti. Spreminjanje zakonske stopnje obvezne rezerve na depozite vpliva na likvidnost bank in njihovo kreditno aktivnost (višja stopnja obvezne rezerve zmanjša likvidnost bank, kar privede do manjše količine denarja v obtoku; in obratno). Obvezna rezerva je tiste del depozitov poslovnih bank, ki jih le-te ne smejo uporabiti za kreditiranje ekonomskih subjektov.

Tabela 1: Uporaba splošnih instrumentov denarne politike centralne banke

INSTRUMENT	OMEJEVALNA politika CB	SPODBUJEVALNA politika CB
operacije na odprtem trgu	Prodaja vrednostnih papirjev na odprtem trgu.	Nakup vrednostnih papirjev na odprtem trgu.
diskontna (eskontna) stopnja	Zvišanje diskontne stopnje, manj ugodni pogoji za kreditiranje.	Znižanje diskontne stopnje, ugodnejši pogoji kreditiranja.
obvezna rezerva	Dvig stopnje obveznih rezerv.	Znižanje stopnje obveznih rezerv.

Vir: Rolih, 1998, str. 71.

To je najpreprostejša delitev instrumentov denarne politike centralne banke (najdemo jo predvsem v literaturi ameriških ekonomistov in avtorjev učbenikov ekonomije), s katerimi poskuša vplivati na količino denarja v obtoku. Pomembna pa je tudi tako imenovana tradicionalna ali stara delitev instrumentov denarne politike na naslednji dve skupini (Žižmond, 1996, str. 162):

- **kvalitativni (selektivni) instrumenti:**

To so predvsem *selektivni krediti*, ki jih namenja centralna banka posameznim geografskim (regijam) in gospodarskim (panogam, dejavnostim) področjem. Drugi tovrstni instrumenti so *omejevanje in kontingentiranje kreditov*, *diferenciranje obrestnih mer* in *diferenciranje politike anuitet* (vračanje kreditov) za različne uporabnike. Kvalitativne instrumente uporablja centralna banka na osnovi lastnih ocen in s tem ustvarja neenake (selektivne,

diferencirane) pogoje kreditiranja gospodarskih subjektov. Med kvalitativne instrumente prištevamo še *moralno prepričevanje poslovnih bank in ekonomskih subjektov*, naj se obnašajo v skladu z družbenimi interesi. S temi instrumenti želi centralna banka usmerjati kreditni potencial poslovnih bank.

- **kvantitativni (splošni, posredni) instrumenti:**

Z njimi centralna banka določa kreditni potencial poslovnih bank. Z uporabo teh instrumentov spreminja pogoje kreditiranja za vse gospodarske subjekte enako, le-ti pa se sami odločajo, v kolikšni meri bodo v spremenjenih razmerah spremenili obseg kreditiranja in obtok denarja. Kvantitativni instrumenti so *obrestna oziroma eskontna (diskontna) stopnja (mera)*, *nakupna in prodajna vrednost papirjev na odprtem trgu* (ang.: »open market operations«) in *obvezna rezerva poslovnih bank*. S temi instrumenti želi centralna banka zgolj vplivati na kreditni potencial poslovnih bank.

Od instrumentov, ki jih centralna banka uporablja za uravnavanje denarnega obtoka in ki so bistvenega pomena za delovanje denarnega trga, sta najpomembnejša politika diskontne stopnje in politika odprtega trga (Raič, 1991, str. 11).

Cvikl (1990, str. 26) deli instrumente denarne politike v naslednje tri sklope:

- **tržne intervencije:**

- politika odprtega trga,
- diskontni mehanizem;

- **omejitve portfeljev finančnih institucij** (običajno bank):

- obvezna rezerva,
- neposredna kontrola;

- **ostali instrumenti:**

- omejevanje kreditov centralne banke,
- omejevanje kreditov poslovnih bank,
- uravnavanje selektivnih kreditov,
- uravnavanje potrošniških kreditov,
- obvezni depoziti pred uvozom,
- moralno prepričevanje,
- drugo.

Na splošno tako poznamo več delitev instrumentov denarne politike. Omenjena je že bila delitev na kvantitativne in kvalitativne, potem poznamo delitev na splošne ali neposredne in selektivne instrumente, pa delitev na neposredne (gre za avtoritarne ukrepe) in posredne (gre za posege CB na trge). Poznamo pa še druge delitve. Pomembna je delitev na tiste, s katerimi se določa količina, in tiste, s katerimi se določa cena. Gre za količinsko naravnano ter cenovno naravnano denarno politiko. Za ameriške avtorje pa je na splošno značilno, da ne delijo instrumentov

denarne politike na dve skupini, ampak preprosto naštevajo instrumente (kot je prikazano že zgoraj). Tako največkrat navajajo tri instrumente: politika odprtega trga, spremembe diskontne mere ali politika diskontnega okna in obvezne rezerve (Ribnikar, 1999, str. 47).

Danes prevladujoča delitev instrumentov je na neposredne in posredne. Pri neposrednih nastopa CB kot institucija, ki ima moč reguliranja. Pri posrednih instrumentih vpliva CB prek denarnega trga. Ti se zato označujejo tudi kot tržni instrumenti. In tržni instrumenti denarne politike postajajo vse pomembnejši.

Očitno je, da ima moderna centralna banka na voljo veliko instrumentov, s katerimi lahko vpliva na udejanjanje načrtane denarne politike. Vendar izbira in uporaba ustreznih instrumentov zahteva dober premislek (Weber, 1995, str. 35).

Kljub možnosti uporabe različnih instrumentov se je potrebno zavedati, da centralna banka ne more popolnoma kontrolirati količine denarja v obtoku. Centralna banka namreč ne more vplivati na nekatere spremenljivke, ki pomembno vplivajo na količino denarja v obtoku.

2.1.4. Neodvisnost centralne banke

Za uspešno delovanje vsake centralne banke je pomembno, da je pri svojem delu neodvisna (predvsem naj bi imela svobodo pri implementaciji denarne politike v skladu z doseganjem ciljev). To pomeni, da ne pripada nobeni od treh vej državne oblasti (zakonodajni, izvršilni ali sodni). Torej je neodvisna od dnevnopolitičnega dogajanja, ni podložna političnim ciljem političnih strank in ji je prepovedano neposredno financiranje javnega primanjkljaja. Le neodvisna centralna banka je lahko varuh vrednosti nacionalne valute in najboljši zaščitnik proti hitro rastoči inflaciji. Neodvisna centralna banka kaže tudi na urejene ekonomske, socialne in politične razmere v državi (Ribnikar, 1998, str. 68).

Zgodovinske študije kažejo, da so države z neodvisno centralno banko ponavadi bolj uspešne pri zniževanju inflacije in ohranjanju le-te na nizki ravni kot pa države, katerih centralne banke so podložne izvoljeni oblasti. Obstaja torej negativna zveza med neodvisnostjo centralne banke in višino inflacije. Raziskave so pokazale tudi, da neodvisnost centralne banke pozitivno vpliva na zaupanje ekonomskih subjektov v denarno politiko (Mirnik, 1997, str. 45).

Kljub prevladi pozitivnih mnenj glede neodvisnosti centralne banke pa Lippi (1999, str. 17) omenja tudi nekatere razloge, zakaj nekatere države niso uvedle neodvisne centralne banke. Razloge namreč nekateri vidijo v tem, da je pri neodvisni centralni banki stabilizacijska politika manj učinkovita. Vendar je učinkovitost le-te odvisna tudi od stabilnosti makroekonomskih ciljev družbe. Bolj so ti cilji stabilni, bolj je neodvisna centralna banka učinkovita pri stabilizacijski politiki.

Goodhard (1987, str. 81) pravi, da se je še ne dolgo nazaj jemala centralna banka kot sestavni del državne »mašinerije« za vodenje ekonomske politike. Razen centralnih bank v Nemčiji, ZDA in Švici, ki so že dolgo neodvisne, so v zadnjih letih centralne banke druga za drugo dobile zakonsko neodvisnost, podobno nemški (Ribnikar, 1998, str. 8). Večina centralnih bank znotraj EU je dobila neodvisnost šele v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko se je izoblikovala EMU, katere nastanek je bil povezan z neodvisnimi nacionalnimi centralnimi bankami (to je bil eden izmed pogojev za vstop države v EMU). Oblikovali so tudi neodvisno ECB in se pri tem zgledovali po nemškem modelu neodvisnosti.

Danes je neodvisnost tako nekaj samoumevnega. Pri tem je mišljena zakonska, formalna neodvisnost, ki je tudi lažje razpoznavna. Poleg tega pa je pomembna še dejanska neodvisnost, ki je prepoznavna v obnašanju centralne banke (Ribnikar, 1998, str. 8).

Barro in Grilli (Ribnikar, 1998, str. 8) govorita tako o politični in ekonomski avtonomnosti oziroma neodvisnosti centralne banke. Politična avtonomija pomeni, da lahko centralna banka vodi denarno politiko brez vmešavanja države. Ekonomska avtonomija pa pomeni, da se lahko brez kakršnihkoli omejitev osredotoči na stabilnost cen. V tej zvezi je posebno pomembno, da nima nobenih obveznosti financirati primanjkljaj javnega sektorja.

Neodvisnost centralne banke pa ne pomeni njene neodgovornosti. Dejansko je lahko samo neodvisna centralna banka odgovorna, ker se ne more skrivati za odločitvami vlade ali politike. Najprej je odgovorna v formalnem smislu tistemu, ki postavlja ali voli vodstvo centralne banke. Hkrati pa je odgovorna še v dveh smislih: da doseže postavljene cilje ter da razloži in utemelji svojo politiko parlamentu in javnosti (Ribnikar, 1998, str. 7). Znano je, da tudi neodvisna centralna banka v svojih prizadevanjih ne more biti povsem uspešna, če nima hkrati stabilizacijske opore v politiki plač in v fiskalni politiki (Letno poroči BS za leto 1992, str. 2). Kakorkoli že, neodvisnost ni dana enkrat za vselej in se lahko centralni banki tudi odvzame, če ta ne deluje odgovorno (Ribnikar, 1998, str. 8).

2.2. BANKA SLOVENIJE – OPREDELITEV, NASTANEK, NALOGE

V sodobnem svetu dandanes velja, da ima večina držav svojo centralno banko. Slovenija pri tem ni nobena izjema, saj je njena centralna banka (to je Banka Slovenije) opredeljena že v 152. členu Ustave Republike Slovenije (Ustava Republike Slovenije, 1991).

BS je emisijska in centralna banka RS. Ustanovljena je bila 25. junija 1991. Taisti dan je namreč pričel veljati Zakon o BS (v nadaljevanju besedila ZBS) (Zakon o BS, 1991), poglobitni in najpomembnejši formalnopravni vir, ki ureja delovanje BS. Julija 2002 je bil Zakon o BS (Zakon o BS, 2002) spremenjen, lahko bi rekli posodobljen. Spremembe so bile potrebne predvsem zaradi vstopanja Slovenije v EU ter kasneje še v EMU in s tem povezane uvedbe evra. Zakon o BS iz leta 2002 (v nadaljevanju besedila ZBS-1) je tako že danes primeren in ustrezen za čas, ko

bo Slovenija že članica obeh integracij. Določeni členi zakona bodo namreč stopili v veljavo šele z dnem vstopa v EU oziroma EMU.

Temeljni cilj BS je stabilnost cen (Zakon o BS, 2002). To je tako bližnji kot končni cilj BS. Cilj BS pa je tudi čimprejšnji vstop v EMU. S tem je denarni politiki zastavljen dolgoročni inflacijski cilj, tj. evropska raven inflacije najpozneje do vstopa v EMU (Usmeritve denarne politike BS, 2001, str. 45). Ena izmed njenih glavnih nalog je skrb za ustrezno denarno politiko in politiko deviznega tečaja.

BS je banka bank (tudi t.i. »*lender of last resort*« oziroma *posojilodajalec v skrajni sili*) in nadzorni organ bančnega sistema (ne pa tudi drugih finančnih posrednikov oziroma nebank). Edini komitent BS so poleg bank ministrstva in druge vladne institucije. S fizičnimi in (ostalimi) pravnimi osebami ne posluje. BS se ne sme zadolževati v tujini ne v svojem imenu in za svoj račun kakor tudi ne v svojem imenu in za tuj račun. Sicer je nevladna, neodvisna institucija in je dolžna parlamentu enkrat letno (prej vsakih šest mesecev) predložiti poročilo o svojem poslovanju.

2.2.1. Nastanek in razvoj Banke Slovenije

Banka Slovenije je nastala kot pravna naslednica Narodne banke Slovenije tako rekoč čez noč, istočasno z osamosvojitvijo Slovenije. Takratna oblast je namreč smatrala, da je potrebna poleg politične tudi denarna oziroma monetarna samostojnost.

Centralne banke, ki so imele vpliv na današnjem ozemlju Republike Slovenije, so omenjene že v poglavju o zgodovini razvoja centralne banke (poglavje 2.1.2.). Tu se bomo osredotočili samo na slovensko centralno banko in njeno predhodnico, Narodno banko Slovenije. Omenjeno je, da je bila po drugi svetovni vojni ustanovljena Narodna banka Jugoslavije, v okviru te pa leta 1972 Narodna banka Slovenije (pred njo je bil že leta 1944 ustanovljen Denarni zavod Slovenije, vendar se je leta 1946 spojil z »Narodno banko (takrat še) Federativne ljudske republike Jugoslavije«), kar je bilo zelo pomembno za nadaljnji razvoj na slovenskem denarnem področju. To je namreč pomenilo decentralizacijo centralno-bančnega sistema Jugoslavije, s tem pa je bila potem omogočena lažja denarna osamosvojitvev in nastanek centralne banke tolarskega denarnega področja (BS) čez noč (Ribnikar, 1994, str. 42).

BS je formalno postala samostojna centralna banka dne 25. junija 1991, ko je začel veljati Zakon o Banki Slovenije (ZBS). Za začetek je bila predvidena le institucionalna osamosvojitvev, uvajanje lastnega denarja pa naj bi bilo postopno. Njegova uvedba je bila prepuščena posebni parlamentarni (takrat še skupščinski) odločitvi (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 3). V prvih mesecih po ustanovitvi je BS tako opravljala naloge v okviru dinarskega denarnega sistema in skladno z enotno denarno politiko Narodne banke Jugoslavije (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 3).

Skupščina RS (kot se je takrat še imenoval Državni zbor RS) je odločitev o uvedbi denarne enote RS, ki jo je poimenovala tolar, sprejela 7. oktobra 1991, uresničevati pa se je začela naslednji dan (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 3). Tako je BS 8. oktobra 1991 tudi dejansko postala centralna banka RS, Slovenija pa se je izločila iz dinarskega denarnega področja. S tem je BS začela voditi samostojno denarno politiko in politiko deviznega tečaja. Za Slovenijo pa je to pomenilo, da je dosegla tudi monetarno neodvisnost.

2.2.2. Zakon o Banki Slovenije

Kot je že omenjeno, je Zakon o BS temeljni in poglavitni formalnopravni vir, ki ureja delovanje BS. V veljavo je stopil 25. junija 1991 (Zakon o BS, 1991), kot dopolnjen in spremenjen pa 19. julija 2002 (Zakon o BS, 2002).

ZBS-1 opredeljuje med drugim naslednje:

- status in položaj BS,
- osnovni kapital in rezerve BS,
- izdajanje bankovcev in kovancev,
- cilj BS,
- naloge BS,
- organe BS,
- sodelovanje BS s centralnimi bankami in mednarodnimi finančnimi organizacijami,
- članstvo Republike Slovenije v Evropski uniji,
- uvedbo evra kot denarne enote Republike Slovenije.

2.2.2.1. Status in položaj BS ter izdajanje bankovcev in kovancev

BS je centralna banka Republike Slovenije in je kot taka v izključni državni lasti s finančno in upravljalno avtonomijo. BS ter člani njenih organov odločanja so neodvisni in pri opravljanju nalog po zakonu niso vezani na sklepe, stališča in navodila državnih ali katerihkoli organov, niti se ne smejo nanje obračati po navodila ali usmeritve.

BS je pooblaščen za izdajanje bankovcev, ki so neomejeno zakonito plačilno sredstvo v RS, ter za določanje apoenov in njihovih glavnih znamenj. Obveznost na podlagi izdanih bankovcev je za BS trajna. Kovance izdaja RS oziroma Ministrstvo za finance. BS pa odloča o dajanju bankovcev in kovancev v obtok in o njihovem jemanju iz obtoka.

2.2.2.2. Cilj, naloge in organi BS

Temeljni cilj BS je stabilnost cen. V okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti BS podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost, upoštevajoč načeli odprtega tržnega gospodarstva in proste konkurence.

Podrobnejši opis nalog BS sledi pod točko 2.2.3. tega poglavja.

Organa BS sta guverner BS in Svet BS. Guverner BS vodi poslovanje in organizira delo BS, izvršuje odločitve Sveta BS ter zastopa BS. Svet BS sestavlja devet članov in sicer: guverner (ki je hkrati tudi predsednik Sveta), štirje viceguvernerji (od katerih je eden namestnik guvernerja) in štirje člani. Vsi člani Sveta BS so zaposleni v BS (izjema so visokošolski učitelji). Pristojnosti Sveta BS so določanje denarne politike in sprejemanje ukrepov za njeno izvajanje. Pri tem sta tako guverner kot Svet BS odgovorna državnemu zboru.

2.2.2.3. Sodelovanje BS s centralnimi bankami in mednarodnimi finančnimi organizacijami, članstvo RS v EU ter uvedba evra kot denarne enote

BS lahko zaradi izvrševanja svojih nalog sodeluje z drugimi centralnimi bankami in nadzornimi institucijami ter z mednarodnimi finančnimi institucijami.

BS bo z dnem članstva RS v EU sestavni del ESCB in bo pri svojem delovanju upoštevala določila 43. člena statuta ESCB in ECB, ki veljajo za države članice EU z derogacijo. Guverner BS postane sočasno z dnem članstva RS v EU član Razširjenega sveta ECB.

Z dnem uvedbe evra se bodo pri uresničevanju nalog BS v celoti upoštevala določila statusa ESCB in ECB. V primeru neskladnosti posameznih določil Zakona o BS s statutom ESCB in ECB bodo veljale določila statuta ESCB in ECB. BS bo pri izvajanju denarne politike na podlagi ZBS-1 izhajala iz statuta ESCB in ECB ter upoštevala usmeritve in navodila ECB. Pri tem bo sooblikovala in uresničevala denarno politiko ter denarni nadzor. Z dnem uvedbe evra bo guverner BS postal član Sveta ECB.

2.2.3. Naloge Banke Slovenije

BS v zvezi z izvajanjem *denarne politike* opravlja različne naloge, predvsem (Zakon o BS, 2002):

- oblikuje in uresničuje denarno politiko (uravnava količino denarja v obtoku, izdaja bankovce ter daje bankovce in kovance v obtok),
- 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,
- odpira račune bankam in hranilnicam,
- ureja, usmerja, vodi in nadzira delovanje plačilnih sistemov.

Poleg zgoraj opisanih nalog BS opravlja še *druge naloge*, predvsem (Zakon o BS, 2002):

- upravlja z deviznimi sredstvi, kakor tudi z drugo aktivo, ki ji je zaupana,
- lahko deluje kot plačilni in/ali fiskalni agent države,

- odpira račune državnih organom in osebam javnega prava ter drugim udeležencem na denarnem trgu; hkrati sprejema v depozit sredstva teh oseb,
- oblikuje, uveljavlja in nadzoruje sistem pravil za varno in skrbno poslovanje bank in hranilnic,
- zagotavlja informacijski sistem za nemoteno opravljanje vseh svojih funkcij.

2.2.3.1. Denarna politika in politika deviznega tečaja

BS lahko opredeli pogoje in instrumente za uravnavanje kreditne aktivnosti ter likvidnosti bank in hranilnic ter pogoje in instrumente za uravnavanje količine denarja v obtoku. Za doseganje ciljev denarne politike in politike deviznega tečaja sprejema BS ukrepe v zvezi z obrestnimi merami in deviznim tečajem. BS vodi denarno politiko v pogojih uravnane drsečega deviznega tečaja.

Politiko deviznega tečaja domače valute vodi BS v skladu z doseganjem temeljnega cilja, to je stabilnosti cen. Uresničuje jo v skladu s cilji in pooblastili za vodenje denarne politike:

- z nakupi in prodajami (promptnimi in terminskimi, začasnimi in dokončnimi) deviz ali katerekoli oblike deviznih dobroimetij, vključno z vrednostnimi papirji v tuji valuti, ter plemenitih kovin,
- z vsemi vrstami bančnih poslov z domačimi in tujimi institucijami vključno s posojanjem in izposojanjem.

Denarni politiki je namenjeno celotno tretje poglavje, zato je tukaj podrobneje ne omenjamo.

2.2.3.2. Nadzor nad bankami in hranilnicami

BS opravlja nadzor nad poslovanjem bank in hranilnic. Podlaga za nadzor je Zakon o bančništvu. Pri tem BS oblikuje, uveljavlja in nadzoruje sistem pravil, ki zagotavljajo standarde varnega poslovanja bank in hranilnic. Gre torej za kontrolo varnosti, preudarnosti in smotrnosti poslovanja bank, kar s tujko imenujemo »prudential control«.

2.2.3.3. Financiranje javnega sektorja

BS ne sme financirati, to je odobravati okvirnih in drugih kreditov organom Republike Slovenije, Evropske unije ali državam članicam Evropske unije. Obstajajo pa določene izjeme.

2.2.4. Neodvisnost Banke Slovenije

O neodvisnosti BS govori že 152. člen slovenske ustave: BS je v svojem delovanju samostojna in odgovarja neposredno Državnemu zboru (Ustava RS, 1991). Zakon o BS pa v svojem 2. členu o položaju BS določa, da so BS ter člani njenih organov odločanja neodvisni in pri opravljanju

nalog po tem zakonu niso vezani na sklepe ali navodila drugih organov, niti se nanje ne smejo obračati po navodila (Zakon o BS, 2002).

S tem je BS in njenim organom odločanja zagotovljena politična oziroma formalna neodvisnost, saj lahko BS vodi denarno politiko brez vmešavanja države. Hkrati pa lahko ugotovimo, da je glede na obnašanje BS prisotna tudi dejanska oziroma ekonomska neodvisnost, saj se lahko BS brez večjih omejitev osredotoči na končni cilj, to je stabilnost cen, hkrati pa ima popolno svobodo pri izbiri instrumentov denarne politike (gre za t.i. ciljno in instrumentalno neodvisnost). Prepovedano pa ji je tudi financiranje primanjkljaja javnega sektorja.

3. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE

3.1. VLOGA DENARNE POLITIKE BS V GOSPODARSTVU

Denarna (monetarna) politika ima v gospodarstvu pomembno vlogo. Je del ekonomske politike in je poleg fiskalne politike, ki je pod okriljem vlade, najpomembnejši del ekonomske politike države. Denarno politiko v Sloveniji vodi BS, zato ima le-ta pomembno vlogo v gospodarstvu. Preko denarne politike vpliva na gospodarsko rast, inflacijo, zaposlenost, devizni tečaj (in s tem na mednarodno menjavo) ter še kaj. Vse to pa so pomembne ekonomske kategorije, ki pomembno vplivajo na zagotavljanje stabilnosti gospodarstva.

Denarna politika je skratka pomembno sredstvo za zagotavljanje stabilnosti gospodarstva. BS poskuša s svojim delovanjem vplivati pozitivno na gospodarstvo. Vendar pa imajo lahko njeni vplivi tudi nepričakovane ali nezaželene posledice. Te poskuša BS vnaprej predvideti in minimizirati. Denarna politika je pogosto odločujoča pri vplivu na gospodarstvo in zato nepričakovane ali nezaželene posledice ukrepov BS niso dobrodošle.

3.2. STRATEGIJA, CILJI IN USMERITVE DENARNE POLITIKE BS

Kot vsaka druga centralna banka je morala BS ob svojem nastanku izbrati primerno strategijo svoje denarne politike. Na to odločitev je vplivalo mnogo dejavnikov. BS je izbrala cilje svojega delovanja oziroma cilje denarne politike. Določila je namreč bližnji in končni cilj denarne politike. Poleg tega pa je sproti skozi leta določala ustrezne instrumente, s katerimi je vplivala na bližnji cilj, in sicer tako, da je bil bližnji cilj kar najbolj primerno vplival na končni cilj.

Navadno je bližnji cilj denarne politike količina denarja v obtoku, lahko pa sta tudi višina obrestne mere ali višina deviznega tečaja. Centralna banka ima preko količine primarnega denarja v svojih rokah količino denarja v obtoku. V novejšem času pa se pojavlja kot bližnji cilj nekaterih centralnih bank (npr. v Veliki Britaniji, na Novi Zelandiji) tudi stabilnost cen oziroma inflacija.

Končni cilj denarne politike večine centralnih bank je stabilnost cen (so pa možni tudi drugi cilji, npr. rast bruto domačega proizvoda). BS pri tem ni nobena izjema (konkretnije: BS zasleduje oziroma ima za cilj inflacijsko stopnjo držav EU). Ta cilj je bil določen že v Zakonu o BS iz leta 1991 in se ni spremenil, ko je bil sprejet nov Zakon o BS leta 2002. Preko tega cilja potem BS vpliva na vrsto drugih spremenljivk, npr. zaposlenost, gospodarsko rast in podobno. Vpliva torej na splošne narodnogospodarske cilje, ki si jih zastavi gospodarstvo oziroma država kot celota. Seveda je pri tem vpliv le posreden.

BS je ob denarni osamosvojitvi 8. oktobra 1991 izbrala za bližnji cilj denarni agregat – količino denarja v obtoku (najprej M1, od leta 1997 naprej pa je to M3). Izbor je bil posledica inflacijskih razmer in prizadevanj za znižanje stopnje rasti cen, izgube velikega dela zunanjih trgov ter iskanje novih. Zaradi relativno stabilnega povpraševanja po denarju, ki je kazal na relativno večjo stabilnost monetarnega sektorja v primerjavi s stabilnostjo realnega sektorja, je bil naveden izbor ekonomsko popolnoma upravičen.

Od novembra 2001, ko so bile sprejete nove usmeritve denarne politike BS v obdobju približevanja EMU, vodenje denarne politike temelji na dveh stebrih. Prvi steber sestavlja količina denarna v obtoku oziroma skupina indikatorjev, ki ga pojasnjuje (likvidnost bančnega sistema – predvsem agregat presežnih rezerv, gibanje kratkoročnih obrestnih mer, sestava denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank). Drugi steber denarne politike pa upošteva širši spekter informacij, zajema indikatorje, ki dopolnjujejo informacijo o stanju gospodarstva ter kazalce ekspanzivnosti oziroma restriktivnosti denarne politike (indikatorji so plačilna bilanca, obrestne mere v tujini in obrestni razmik, devizni tečaj, plače in rast nadzorovanih cen) (Usmeritve denarne politike BS, 2001, str. 13-14).

3.3. DENARNI AGREGATI

Denarni teoretiki in tisti, ki vodijo denarno politiko, si prizadevajo med monetarnimi kategorijami izbrati agregate, ki so najbolj ustrezni za analitično pojasnjevanje dogajanj v denarni politiki in gospodarstvu nasploh (Košak, 1995, str. 1). Pri empiričnem opredeljevanju denarnih agregatov je torej najpomembnejše vprašanje glede namena oziroma namenov definiranja agregatov. Gre za vprašanje o tem, v kakšnih institucionalnih in predvsem konkretnih razmerah se bodo ti agregati uporabljali (Košak, 1995, str. 45). Od odgovorov na ta vprašanja je v veliki meri odvisna konkretna struktura posameznega agregata.

Primarni denar (ali denarna baza; označuje se z B (ang.: base money) ali H (ang.: high-powered money) ali M0 oziroma M₀) lahko izdaja le centralna banka kot denarna oblastna institucija. Poslovne banke na drugi strani izdajajo knjižni denar. Poleg tega pa je potrebno dodati, da izdaja centralna banka ponavadi le bankovce, medtem ko kovance, ki tudi tvorijo primarni denar, izdaja država. Primarni denar ali »primarni agregat« je osnova za oblikovanje ostalih denarnih agregatov.

Primarni denar je v Biltenu BS (2003, str. 21 in 90) do vključno julija 2001 opredeljen kot seštevek gotovine v obtoku, rezerv bank (blagajna bank, računi obvezne rezerve in žiro računi pri BS) in vpoglednih tolarskih vlog republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS. Od julija 2001 pa je **primarni denar opredeljen kot seštevek bankovcev v obtoku, poravnalnih računov bank, depozita čez noč in drugih vpoglednih tolarskih vlog** (poravnalni računi hranilnic, računi obveznih rezerv hranilnic in hranilnokreditnih služb ter transakcijski računi republiškega proračuna in občin).

Količina denarja v obtoku (oziroma količina denarja v ožjem smislu) ali ožje opredeljen denar, torej *denarni agregat M1*, je denar za transakcijske namene. Zato ga lahko imenujemo tudi denar kot plačilno in menjalno sredstvo. *Denarna agregata M2 in M3* pa denarni teoretiki opredeljujejo kot širše opredeljen denar, zato govorimo o širše opredeljenih agregatih. Govorimo o denarju kot delu premoženja, ki zajema likvidne finančne instrumente, ki pa se ne morejo neposredno uporabiti za plačilne instrumente (Košak, 1995, str. 11).

V Biltenu BS (2003, str. 21 in 90) je *denarni agregat M1 prikazan kot vsota gotovine v obtoku, vpoglednih tolarskih vlog republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS ter vpoglednih tolarskih vlog pri bankah*. Septembra 2003 (Bilten BS, 2003a, str. 111) se je spremenila metodologija izračunavanja nacionalnih denarnih agregatov (z namenom usklajevanja metodologij in njihove postopne harmonizacije z metodologijami ECB), zato od takrat naprej *denarni agregat M1 zajema gotovino v obtoku, vpogledne tolarske vloge pri BS (republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij) ter vpogledne tolarske vloge pri bankah (vključno s hranilnimi vlogami na vpogled – to je novost)*.

BS je *denarni agregat M2* opredelila tako, da le-ta *sestoji iz denarnega agregata M1, vezanih tolarskih vlog republiškega proračuna pri BS, hranilnih in vezanih tolarskih vlog pri bankah ter vlog bank v stečaju in bank v likvidaciji pri bankah* (Bilten BS, 2003, str. 21 in 90). Od septembra 2003 (Bilten BS, 2003a, str. 111) pa je *denarni agregat M2 sestavljen iz denarnega agregata M1, tolarskih vezanih vlog pri bankah, vezanih vlog države pri BS in tolarskih vrednostnih papirjev (vključno s podrejenimi obveznostmi) (to zadnje je novost)*.

Denarni agregat M3 po opredelitvi BS *obsega M2 ter vloge prebivalstva v tuji valuti pri bankah ter (od 1. septembra 1999 tudi) vloge ostalih nenedenarnih sektorjev v tuji valuti pri bankah* (Bilten BS, 2003, str. 21 in 90). Od septembra 2003 (Bilten BS, 2003a, str. 111) pa obsega *denarni agregat M2, vloge v tuji valuti pri bankah ter vrednostne papirjev v tuji valuti (novost)*.

Zgoraj omenjeni denarni agregati so prikazani v skladu z *nacionalno definicijo* denarnih agregatov. Od avgusta 2003 naprej pa BS izračunava vrednosti denarnih agregatov tudi v skladu z definicijo ECB. Gre za tako imenovane **harmonizirane denarne agregate**.

Glavne razlike med obema definicijama denarnih agregatov so (Bilten BS, 2003a, str. 110):

- omejitev roka zapadlosti vključenih postavk (harmonizirani agregati vključujejo le obveznosti do 2 let),

- enakovreden status obveznosti v tuji valuti (v harmoniziranih agregatih so slednje razvrščene v ustrezne postavke enakovredno s tistimi v domači valuti, medtem ko so v metodologiji nacionalnih agregatov obveznosti v tuji valuti vključene v agregat M3),
- obravnava denarno nevtralnega sektorja (v harmoniziranih agregatih je centralna vlada obravnavana kot denarno nevtralen sektor) in
- vključitev delnic in/ali točk odprtih investicijskih skladov denarnega trga (ki jih v Sloveniji ni) v harmonizirani agregat M3.

V skladu s temi razlikami so *harmonizirani denarni agregati* opredeljeni takole (Bilten BS, 2003a, str. 110):

- **HM1** vsebuje *gotovino v obtoku in vpogledne vloge (tolarske in v tuji valuti)*;
- **HM2** poleg **HM1** vključuje še *vloge z dogovorjeno zapadlostjo do dveh let in vloge na odpoklic do treh mesecev, tako tolarske kot v tuji valuti*;
- **HM3** vključuje **HM2**, *repo ter dolžniške vrednostne papirje z zapadlostjo do dveh let, poleg tolarskih tudi v tuji valuti*.

Tabela 2: Denarni agregati BS na dan 31.12.2003

Denarni agregat (na dan 31.12.2003)	Vrednost denarnega agregata	Delež glede na BDP (BDP₂₀₀₂ = 5.275,83 mia SIT)
Primarni denar (H, B, M0)	291,16 mia SIT	5,5
Denarni agregat M1	796,67 mia SIT	15,1
Denarni agregat M2	2.711,82 mia SIT	51,4
Denarni agregat M3	3.777,82 mia SIT	71,6
Harmonizirani den.agregat HM1	1.247,65 mia SIT	23,6
Harmonizirani den.agregat HM2	3.035,89 mia SIT	57,5
Harmonizirani den.agregat HM3	3.066,58 mia SIT	58,1

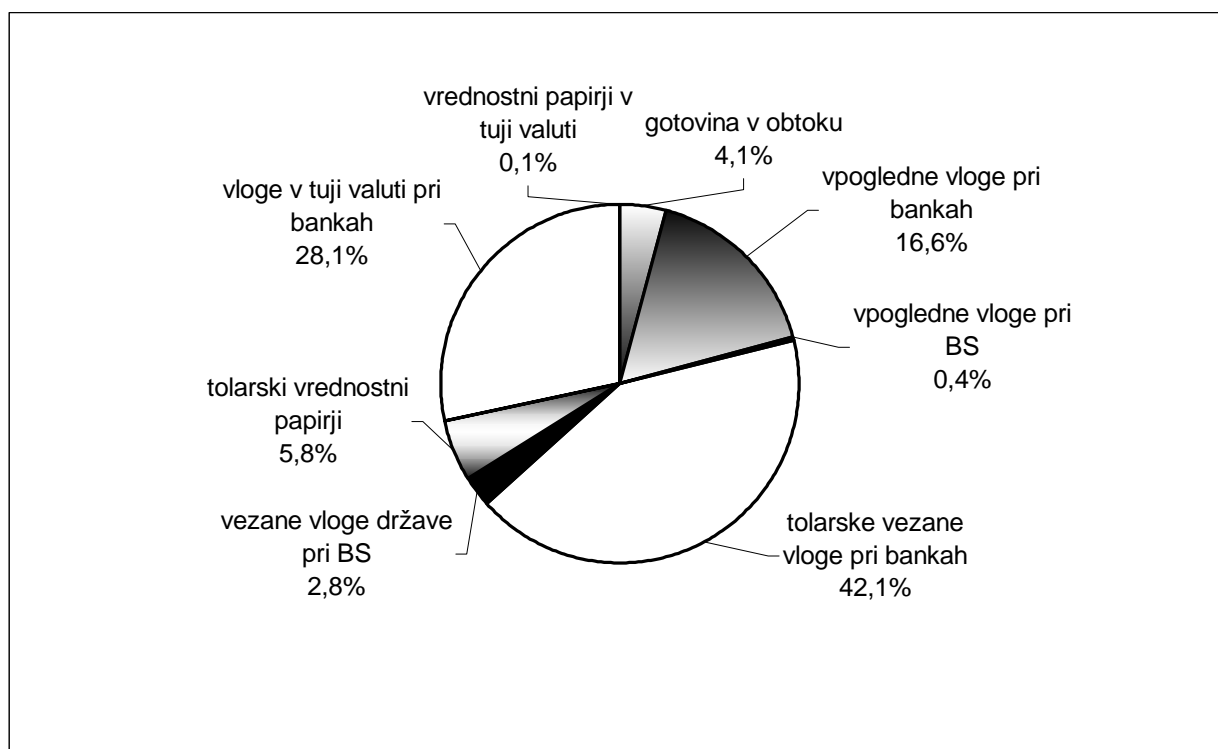
(Opomba: Zaradi še nepoznane vrednosti bruto domačega proizvoda za leto 2003 je v tabeli pri izračunu uporabljena vrednost za leto 2002 (v tekočih cenah – tekoče cene so uporabljene tudi pri denarnih agregatih). Ta vrednost pa se bistveno ne bo razlikovala od vrednosti za leto 2003, saj je bila rast bruto domačega proizvoda za leto 2003 nizka (nekaj odstotkov). Vrednost za leto 2003 bo tako nekoliko višja, kar bi imelo za posledico nekoliko nižje odstotke, kot so predstavljeni v tabeli.)

Viri: Bilten BS, 2003b, str. II.-3; Podatki Statističnega urada Republike Slovenije.

V tabeli 2 prikazujem velikost posameznih denarnih agregatov in njihov delež v bruto domačem proizvodu (BDP) na dan 31.12.2003 (vse v tekočih cenah). Na sliki 1 pa prikazujem sestavo denarnega agregata M3 na dan 31.12.2003. Vsi denarni agregati, ki jih je opredelila BS in jih prikazuje v svojih poročilih, so izračunani kot mesečna povprečja dnevni podatkov BS in bank iz vseh koledarskih dni v mesecu.

Iz zgornje tabele sledi, da je bilo razmerje med denarnimi agregati M1, M2 in M3 konec lanskega leta 1 : 3,4 : 4,74, razmerje med harmoniziranimi denarnimi agregati pa 1 : 2,43 : 2,46.

Slika 1: Sestava denarnega agregata M3 na dan 31.12.2003 (prikazani so odstotki posameznih komponent denarnega agregata M3)



Vir: Bilten BS, 2003b, str. II.-4-5.

K nacionalni definiciji denarnih agregatov pa je potrebno dodati nekaj opomb. Medtem ko lahko za denarni agregat M1 trdimo, da sledi definicijam drugih centralnih bank, predvsem pa definicijam, ki jih uporabljajo denarni teoretiki in jih lahko najdemo v knjigah o denarni teoriji in politiki, pa denarna agregata M2 in M3 tem definicijam ne sledita v celoti ali pa sploh ne.

V Sloveniji je bil v preteklosti in je še danes institut hranilne vloge nekoliko nepravilno opredeljen, zato ga težko nedvoumno uvrstimo bodisi v denarni agregat M1 bodisi M2. Gre za posebnost slovenske opredelitve denarnih agregatov (s septembrom 2003 se je to nekoliko spremenilo in popravilo). V bolj razvitih denarnih sistemih je namreč hranilna vloga del denarnega agregata M3, saj predstavlja vlogo denarja kot hranilna premoženja (na daljši rok). Pri nas pa pomeni sredstva na hranilnih knjižicah (ki jih sicer uradno ni več, vendar se v praksi še uporabljajo), torej so vključene tako vpogledne kot tudi vezane vloge. Imetniki hranilnih knjižic nanje pogosto prejemajo osebne prejemke (plače, pokojnine, štipendije), ki jih praviloma uporabljajo za plačevanje. S tega vidika bi jih lahko vključili v agregat M1. Vendar pa so hranilne vloge lahko tudi vezane vloge, ki jih sklenejo imetniki hranilnih knjižic, in zato sredstev ne morejo uporabljati za transakcijske namene. Tako bi lahko s tega vidika bila pravilna vključitev v agregat M2 (Košak, 1995, str. 29). Kot sem že omenil, se je septembra 2003 opredelitev denarnih agregatov nekoliko spremenila (kar se tiče hranilne vloge), zato se od takrat hranilne vloge na vpogled uvrščajo v denarni agregat M1, vezane hranilne vloge pa v M2. Pripomniti pa velja še, da je pri nas dejansko vlogo hranilne vloge kot hranilna vrednosti

premoženja prevzela vloga v tujem denarju. To je bila posledica obdobja visoke inflacije pred osamosvojitvijo Slovenije. Vloge v tujem denarju pa so zato uvrščene v denarni agregat M3 (Košak, 1995, str. 29).

3.4. STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI

Namen tega poglavja je prikazati, kakšen je strukturni položaj denarnega trga¹ v Sloveniji. Le-ta predstavlja odnos centralne banke do domačega denarnega trga. Brez njega ni mogoče obravnavati instrumentov denarne politike, saj izbira in uporaba le-teh temelji na strukturnem položaju. Ni namreč vseeno, ali je zanj značilen presežek ali primanjkljaj. Vsaka centralna banka mora pri izbiri ustreznih instrumentov denarne politike in pravilnem izvajanju le-te upoštevati strukturni položaj denarnega trga.

3.4.1. Opredelitev strukturnega položaja denarnega trga

Centralna banka spreminja količino svojega primarnega denarja (B, H ali M0) tako, da kupuje ali prodaja ustrezna finančna aktiva. Če hoče povečati količino primarnega denarja, kupuje finančna aktiva, če pa zmanjšati, le-te prodaja.

Ali mora centralna banka kupovati ali prodajati ustrezna finančna aktiva, ugotovi s pomočjo strukturnega položaja denarnega trga. Ta je *enak saldu avtonomnih postavk* (avtonomnih v tem smislu, da jih ne določa centralna banka in/ali so neodvisne od nje oziroma njene denarne politike) premoženjske bilance vsake centralne banke. Če je za strukturni položaj značilen *primanjkljaj*, mora centralna banka v višini tega primanjkljaja z instrumenti denarne politike (torej z nakupi ustreznih finančnih aktiv) zagotoviti likvidnost (to je primarni denar, katerega mora centralna banka izdati toliko več, koliko znašajo obvezne rezerve bank – le-te primanjkljaj strukturnega položaja še povečujejo) – ta primanjkljaj mora pokriti. Če je za strukturni položaj značilen *presežek*, bi morala centralna banka ta presežek z instrumenti denarne politike absorbirati (torej s prodajami ustreznih finančnih aktiv – npr. izdajanje kratkoročnih vrednostnih papirjev, zbiranje vezanih vlog od bank) – odvzeti mora torej del likvidnosti bank, ki je nastala z njenimi avtonomnimi transakcijami. Presežek je predvsem značilen za državo, v kateri se zelo povečujejo neto tuja aktiva centralne banke. Del tega presežka pa centralna banka odvzame že z obveznimi rezervami bank. Če pa je strukturni položaj denarnega trga izravnal ali v *ravnovesju*, centralni banki ni treba uporabljati instrumentov denarne politike (Ribnikar, 1999c, str. 46).

Torej, strukturni položaj denarnega trga nam pove, ali centralna banka z instrumenti denarne politike, ko kupuje (tuja) finančna aktiva in/ali prodaja (svoje) vrednostne papirje, neto kupuje in s tem veča likvidnost denarnega trga ali neto prodaja in s tem zmanjšuje likvidnost denarnega trga. V prvem primeru je strukturno stanje denarnega trga deficitno (primanjkljaj), v drugem pa suficitno (presežek) (Ribnikar, 1999c, str. 47).

¹ Marko in Tomaž Košak (1996 in 1997) govorita o strukturni poziciji denarnega trga.

Za ustrezno denarno politiko mora centralna banka ugotoviti, ali je za strukturni položaj denarnega trga značilen presežek ali primanjkljaj. To lahko ugotovi tako, da loči postavke v svoji premoženjski bilanci na avtonomne (do njih pride neodvisno od želja centralne banke – neodvisno od vodenja denarne politike – nastanejo lahko npr. v zvezi z vodenjem politike deviznega tečaja) in na »neavtonomne« ali denarno-politične, to je na tiste, ki so posledica denarne politike (do njih pride zaradi tega, ker centralna banka želi vplivati na količino primarnega denarja ali na likvidnost bank). Saldo avtonomnih postavk je, kot je že rečeno, enak strukturnemu položaju denarnega trga oziroma presežku ali primanjkljaju le-tega (Ribnikar, 1999c, str. 47).

Avtonomne postavke so naslednje: neto tuja aktiva² (le-ta nastane na podlagi deviznih transakcij, sem pa sodijo predvsem mednarodne denarne rezerve – torej devize), neto vloge države³, gotovina v obtoku in neto druge obveznosti (oziroma neto ostale pasivne postavke)⁴ (Ribnikar, 1999c, str. 48). Z avtonomnimi postavkami centralna banka ne more vplivati na količino primarnega denarja.

Strukturni položaj denarnega trga ugotovi centralna banka tako, da od neto tujih aktiv odšteje vsoto gotovine v obtoku, neto vlog države in neto ostalih pasivnih postavk. Če so neto tuja aktiva večja od vsote gotovine v obtoku, neto vlog države in neto ostalih pasivnih postavk, imamo strukturni presežek, v nasprotnem primeru pa strukturni primanjkljaj.

Kakšen je saldo avtonomnih transakcij centralne banke (torej strukturni položaj denarnega trga), je pomembno za instrumente denarne politike, ki jih bo uporabljala centralna banka. Če je na denarnem trgu strukturni primanjkljaj, bodo prevladovali instrumenti denarne politike, s katerimi centralna banka povečuje količino primarnega denarja. Če pa je strukturni presežek, bodo prevladovali instrumenti, s katerimi bo centralna banka zmanjševala količino primarnega denarja (Ribnikar, 1999c, str. 48).

3.4.2. Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji

Od uvedbe slovenske valute 8. oktobra 1991 so najpomembnejša avtonomna postavka v premoženjski bilanci BS neto tuja aktiva (torej devize). Ta so tolikšna, da so druga aktiva (npr. posojila bankam – domača aktiva) nepomembna. Znašajo kvečjemu nekaj odstotkov celotne aktive (Ribnikar, 1999c, str. 49). Takšno je stanje še danes.

Na denarnem področju tako že ves čas živimo v razmerah, ko se z avtonomnimi transakcijami centralne banke ustvarja toliko likvidnosti za banke (ali primarnega denarja), da prevladujejo instrumenti denarne politike, s katerimi se mora bankam ta prevelika likvidnost odvzemati. To pa zato, ker je denarni trg v stanju strukturnega presežka, če jemljemo premoženjsko bilanco BS kot celoto. Vendar tako prikazan strukturni položaj ni ustrezen. Zaradi večje preglednosti in potem

² Neto tuja aktiva so razlika med terjatvami do tujine in obveznostmi (dolgovi) do tujine.

³ Neto vloge države dobimo tako, da od vlog države pri centralni banki odštejemo posojila državi.

⁴ Neto ostale obveznosti so razlika med ostalimi obveznostmi (pasivi) in ostalimi terjatvami (aktivni).

ustreznejšega ukrepanja BS je potrebno ugotoviti, kaj je pri nas pravzaprav strukturni položaj denarnega trga. Tega pa ni mogoče narediti, če ne razdelimo premoženjske bilance BS na dva dela. Pri tem gre za prilagoditev oblike vsebini (Ribnikar, 1999c, str. 49).

Na BS ali na njeno premoženjsko bilanco kot celoto verjetno ni dobro gledati tudi zato, ker je tako na primer poleg drugega težko razložiti, na kaj cilja – ali na kak denarni agregat prek nadzora nad količino primarnega denarja ali na višino deviznega tečaja. Če jo zanima višina deviznega tečaj, jo namreč ne bi smelo skrbeti, kako je s količino primarnega denarja in z denarnimi agregati M1, M2 in M3 (Ribnikar, 1999d, str. 47). Velja seveda tudi obratno.

Denarna politika je povezana z uravnavanjem količine denarja v obtoku, za zunanjo vrednost denarja pa skrbi BS z ustrezno politiko deviznega tečaja. BS je torej institucija, ki izvaja denarno politiko in politiko deviznega tečaja (vendar je politika deviznega tečaja podrejena denarni politiki). Zaradi tega je smiselna delitev njene premoženjske bilance na dva dela. Tej delitvi namreč potem sledi tudi delitev instrumentov na instrumente denarne politike in instrumente politike deviznega tečaja (Jurčević, 2001, str. 13).

Premoženjsko bilanco BS tako razdelimo na dva dela (dejansko tri – drugi del delimo naprej še na dva dela) (Ribnikar, 1999d, str. 48):

- na del I, kjer je med pasivi vse razen blagajniških zapisov BS;
- na del IIA, kjer so med pasivi »dolgoročnejsi« blagajniški zapisi BS v tujem denarju in vsi blagajniški zapisi v domačem denarju;
- na del IIB, kjer so med pasivi »kratkoročnejsi« blagajniški zapisi v tujem denarju.

Del I predstavlja tisti del premoženjske bilance BS, ki je značilen za denarno oblastno institucijo v običajnem pomenu, del II (oziroma IIA in IIB) pa zrcali dejavnosti BS, ki so povezane z vodenjem politike deviznega tečaja (Jurčević, 2001, str. 1).

Dne 16. februarja 2001 je BS odpravila vse »dolgoročnejsi« blagajniške zapise v tujem denarju (oziroma natančneje vse tiste, katerih ročnost je presegala 120 dni). Ostali so tako le 60-, 90- in 120-dnevni (»kratkoročnejsi« blagajniški zapisi). Iz tega sledi, da od tega dne naprej med del IIA prištevamo samo blagajniške zapise v tolarjih (natančneje tolarske blagajniške zapise), med del IIB pa vse blagajniške zapise v tujem denarju.

Premoženjsko bilanco BS razdelimo potem takole (ta delitev je upoštevana tudi pri prikazu poenostavljene premoženjske bilance BS):

- na del I, kjer je med pasivi vse razen blagajniških zapisov BS in
- na del II, kjer so med pasivi blagajniški zapisi BS:
 - del IIA, kjer so med pasivi blagajniški zapisi v domačem denarju in
 - del IIB, kjer so med pasivi blagajniški zapisi v tujem denarju.

Tabela 3: Poenostavljena premoženjska bilanca BS na dan 31. december 2003 (v mlrd tolarjev – polja niso sorazmerna dejanskim vrednostnim, ki jih prikazujejo)

Aktiva		Pasiva	
Domača aktiva	0,09	Primarni denar ⁵	291,16
		Vezane vloge države	105,85
		Neto druga pasiva ⁷	183,12
Neto tuja aktiva ⁶	1607,63	Blagajniški zapisi v tolarjih	472,33
		Blagajniški zapisi v tujem denarju	555,26
	1607,72		1607,72

(Opomba: Domača aktiva je na dan 31.12.2003 znašala samo 91 mio (0,09 mlrd) SIT, kar je zanemarljiv del aktive. Vendar je potrebno pripomniti, da je bil v preostalih mesecih leta 2003 njen znesek višji (npr. 28.2.2003 5,4 mlrd SIT). Kljub temu ti zneski v odstotkih ne pomenijo pomembnega deleža aktive.)

Vir: Bilten BS, 2003b, str. II.-3-7.

Na osnovi tako razdeljene premoženjske bilance BS na tri dele lahko prikažemo tri različice strukturnega položaja denarnega trga v Sloveniji (Ribnikar, 1999d, str. 48-49):

- Najprej vzamemo premoženjsko bilanco BS kot celoto. Ugotovimo, da je za strukturni položaj denarnega trga značilen zelo velik presežek. Pri velikosti premoženjske bilance BS 1607,72 mlrd tolarjev znaša omenjeni presežek 1162,62 mlrd tolarjev oziroma 72,3 odstotkov njene premoženjske bilance. Kot avtonomne postavke moramo od neto tujih aktiv v višini 1607,63 mlrd tolarjev odšteti vsoto gotovine v obtoku (156,04 mlrd), vlog države pri BS (105,85 mlrd) in postavke, označene z neto druga pasiva (183,12 mlrd).

Slaba stran tako dobljenega strukturnega položaja je v tem, ker tuja aktiva prvega dela premoženjske bilance niso iste narave v smislu določanja strukturnega položaja kot tuja aktiva drugega dela. Za tuja aktiva drugega dela premoženjske bilance lahko rečemo, da so avtonomna glede na denarno politiko. Velikost in spreminjanje velikosti tega dela premoženjske bilance namreč vpliva na višino deviznega tečaja in obrestnih mer doma ali pa so posledice določenih predpisov BS (npr. sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti določa, da

⁵ Primarni denar je opredeljen kot seštevek bankovcev v obtoku, poravnalnih računov bank, depozitov čez noč in drugih depozitov pri BS (poravnalnih računov hranilnic, obveznih rezerv hranilnic in hranilnokreditnih služb, poravnalnega računa proračuna ter transakcijskih računov državne zakladnice in občin) (Bilten BS, december 2003/januar 2004, str. IV.-2).

⁶ Neto tuja aktiva v premoženjski bilanci BS dobimo kot razliko med tujimi aktivimi (mednarodne denarne rezerve + ostale terjatve do tujine) in vlogami države v tuji valuti.

⁷ Neto druga pasiva je razlika med drugo pasivo in drugo aktivo.

morajo imeti banke določen odstotek bilančnih obveznosti v tujem denarju v blagajniških zapisih BS v tujem denarju). Če to pustimo ob strani, lahko rečemo, da so tuja aktiva v drugem delu premoženjske bilance BS avtonomne postavke. Zato jih lahko izločimo.

Kako pa je s tujimi aktivimi prvega dela premoženjske bilance BS? So tudi to avtonomne postavke? Tega ne moremo trditi, saj so to tista aktiva, ki jih predvsem kupuje in prodaja BS. Verjetno moramo na njih tudi dandanes gledati povečini kot na aktiva, ki jih centralna banka kupuje zaradi vodenja denarne politike, in ne kot na avtonomne postavke, ki niso v zvezi z njeno denarno politiko.

Tuja aktiva prvega in drugega dela torej niso enaka z vidika njihove avtonomnosti, zato zgoraj prikazan strukturni položaj denarnega trga pri nas ni ustrezen. V nadaljevanju lahko tako zberemo dve poti za prikaz strukturnega položaja.

- Prva pot je ta, da v celoti izločimo drugi del premoženjske bilance BS (torej vse blagajniške zapise). Ostane samo prvi del. V tem primeru je še vedno presežek strukturnega položaja denarnega trga, vendar je ta precej manjši. Znaša samo 135,03 mlrd tolarjev od 580,13 mlrd vredne premoženjske bilance BS ali 23,3 odstotkov.
- Druga pot pa je ta, da upoštevamo, da tuja aktiva v prvem delu in delu, ki mu med pasivi ustrezajo blagajniški zapisi v tolarjih, niso enaka z vidika njihove avtonomnosti, bi pa bilo zelo arbitrarno, če bi jih poskusili razdeliti na dva dela. Če izločimo iz premoženjske bilance na desni strani vse blagajniške zapise v tujem denarju in med aktivimi ustrezno vrednost tujih aktiv, dobimo strukturni položaj denarnega trga, ki ima sicer velik presežek (607,36 mlrd tolarjev ali 57,7 odstotkov), vendar se ta presežek, ko odštejemo rezerve bank pri BS, absorbira z blagajniškimi zapisi BS v tolarjih, to je z njenimi kratkoročnimi vrednostnimi papirji.

Vsebina strukturnega položaja denarnega trga pri nas je nekoliko drugačna zaradi dveh posebnosti naše centralne banke: med aktivimi ima skoraj v celoti samo tuja aktiva (oziroma terjatve do tujine) in med pasivi ima poleg nekaj primarnega denarja predvsem blagajniške zapise. Strukturni položaj zato najprimerneje prikažemo tako, da iz premoženjske bilance BS izločimo blagajniške zapise v tujem denarju med pasivi, med aktivimi pa njim po vrednosti enaka tuja aktiva. Za tako določen strukturni položaj je še vedno značilen presežek, vendar se le-ta absorbira z blagajniškimi zapisi v tolarjih, to je z blagom denarnega trga (in seveda tudi z obveznimi rezervami bank pri BS) (Ribnikar, 1999d, str. 49).

Kakorkoli že, *za strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji je značilen presežek*, ne glede na to, kako ga prikažemo. To je pomembno dejstvo, ki vpliva na vodenje denarne politike BS in na izbiro ustreznih instrumentov denarne politike (prevladujejo instrumenti, s katerimi BS odvzema odvečno likvidnost bank). In to dejstvo je upoštevano, ko je kasneje govora o instrumentih denarne politike in o denarni politiki sami.

Poleg velikosti strukturnega presežka oziroma primanjkljaja pa določa uporabo in izbiro ustreznih instrumentov denarne politike tudi variabilnost strukturnega položaja denarnega trga. Nihanjem strukturnega položaja mora slediti centralna banka s svojimi aktivnostmi ter tako bodisi zagotavljati manjkajočo bodisi umikati presežno likvidnost (Jurčević, 2001, str. 31). Tudi za strukturni položaj slovenskega denarnega trga je bila ugotovljena variabilnost oziroma nestanovitnost (Košak, 1997a, str. 31-34), zato poskuša BS le-to omiliti.

3.5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS

Na splošno o instrumentih, ki jih imajo na voljo centralne banke, in njihovih delitvah v skupine govori poglavje o centralni banki nasploh. Tam opisujem instrumente, ki so na voljo centralnim bankam in ki so ponavadi omenjeni v literaturi. V nadaljevanju pa so opredeljeni instrumenti denarne politike, ki jih uporablja BS.

Poznavanje strukturnega položaja denarnega trga je pomembno za izbor vrste in načinov uporabe instrumentov denarne politike. Na splošno velja naslednje: Če se centralna banka sooča s primanjkljajem strukturnega položaja denarnega trga, bodo prevladovali instrumenti denarne politike, s katerimi centralna banka povečuje količino primarnega denarja (npr. posojila bankam, repo posli). V primeru strukturnega presežka pa bodo prevladovali instrumenti denarne politike, s katerimi bo centralna banka zmanjševala količino primarnega denarja (npr. obvezna rezerva, zakladne menice – pri nas blagajniški zapisi). Vendar pri tem ne obstaja jasna ločnica glede uporabe instrumentov, saj centralna banka uporablja hkrati instrumente, s katerimi povečuje in zmanjšuje likvidnost bank oziroma količino primarnega denarja. Uporaba je odvisna predvsem od odločitve posamezne centralne banke.

Glede na spreminjajoče ekonomske razmere v Sloveniji so se instrumenti denarne politike BS ves čas spreminjali. Vse do danes pa je bil presežek strukturnega položaja denarnega trga tisti, ki je opredeljeval instrumente denarne politike. Kljub temu pa je BS uspevala uspešno voditi denarno politiko.

Zaradi strukturnega presežka denarnega trga so prevladovali in še prevladujejo instrumenti denarne politike, s katerimi BS odvzema likvidnost bankam. Obseg absorpcije presežne likvidnosti bank pa mora biti večji kot znaša strukturni presežek, saj uporablja BS poleg instrumentov za umikanje denarja iz obtoka tudi instrumente za povečanje količine denarja v obtoku. Hkrati pa je potrebno upoštevati tudi obvezno rezervo bank, ki zmanjšuje presežno likvidnost bank, zato je zaradi nje potrebna manjša absorpcija presežne likvidnosti.

Obvezno rezervo je smiselno upoštevati pri določitvi dejanskega likvidnostnega položaja bančnega sistema, saj zmanjšuje likvidnost bank. Intenzivnost njene uporabe je v veliki meri odvisna od tega, ali obstaja strukturni presežek ali strukturni primanjkljaj. V primeru strukturnega presežka pomeni njena uporaba možen način odvzemanja odvečne likvidnosti oziroma zmanjševanje presežka, v primeru strukturnega primanjkljaja pa poglobljanje le-tega.

3.5.1. Delitev instrumentov denarne politike BS

Pregled instrumentov denarne politike (in politike deviznega tečaja) BS je narejen na podlagi definicije strukturnega položaja denarnega trga za Slovenijo. V skladu s tem **ločimo instrumente denarne politike, instrumente politike deviznega tečaja in instrumente bonitetne kontrole** (Letno poročilo BS za 2002, str. 31). To delitev uporablja BS v svojih poročilih. Tu nas bodo zanimali predvsem instrumenti denarne politike, ostali so samo omenjeni.

Med *instrumente politike deviznega tečaja* tako BS prišteva (Letno poročilo BS za 2002, str. 34-35): nakup in prodajo deviz (začasne in dokončne transakcije) ter signaliziranje in pogojevanje deviznih tečajev. Med *instrumente bonitetne kontrole* pa BS šteje (Letno poročilo BS za 2002, str. 35-36) blagajniške zapise v tujem denarju, posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank, likvidnostno lestvico (le-ta je 1.1.2002 nadomestila devizno in tolarsko likvidnostno lestvico, 15.2.2002 pa še devizni minimum), odprto devizno pozicijo bank (do 30.7.2002) ter omejitve kapitalskih tokov s tujino (do 1.1.2002).

Med *instrumente denarne politike* BS prišteva naslednje instrumente (Letno poročilo BS za 2002, str. 31-34):

- posojila bankam (lombardno, likvidnostna, ostala),
- blagajniški zapisi BS v tolarjih,
- depozit čez noč,
- začasni odkup (repo) blagajniških zapisov BS v tujem denarju,
- rezerve bank in hranilnic (obvezne in presežne),
- prejete vezane vloge države.

V tem poglavju nas zanimajo samo instrumenti denarne politike BS (in ne tudi politike deviznega tečaja). Zanima nas klasifikacija instrumentov, ki temelji na ekonomski vsebini teh instrumentov. Zgoraj omenjena delitev sledi klasifikaciji, ki jo uporablja BS.

V preteklosti (danes že nekoliko manj) je bil pri instrumentih BS prisoten problem, ker so se vse njene transakcije šteli k instrumentom denarne politike. Vendar politika ni nekaj avtomatičnega, ampak zavestna dejavnost, ki želi doseči nek cilj. Zato je potrebno najprej izločiti vse avtonomne transakcije BS, do katerih ne pride zato, ker bi BS želela spremeniti količino primarnega denarja. Tako so nakupi in prodaje deviz s strani BS zaradi poseganja na devizni trg instrumenti politike deviznega tečaja in ne denarne politike (pa čeprav pride do spremembe količine primarnega denarja) (Ribnikar, 1999a, str. 41).

Pri obravnavi instrumentov denarne politike moramo tako izločiti vse instrumente ali transakcije, ki rezultirajo v spremembi aktive in pasive BS v tujem denarju. BS prav tako ne odloča o količini gotovine v obtoku in o količini denarja, ki ga ima država na računih pri njej. Iz tega sledi, da med instrumente denarne politike BS sodijo naslednji instrumenti (Ribnikar, 1999a, str. 42):

1. Instrumenti, s katerimi BS *povečuje* količino primarnega denarja, so:
 - posojila bankam (likvidnostna, lombardna, kratkoročna),
 - začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju od bank;
2. Instrumenti, s katerimi BS *zmanjšuje* količino primarnega denarja, so:
 - izdajanje blagajniških zapisov BS v tolarjih,
 - obvezna rezerva bank,
 - depozit čez noč,
 - (morda) obrestna mera BS.

3.5.2. Opis instrumentov denarne politike BS ter njihov pomen in namen

V nadaljevanju so podrobneje opisani posamezni instrumenti denarne politike BS, ki so se oziroma se še uporabljajo. Opis instrumentov sledi klasifikaciji BS, saj je navsezadnje ona pristojna za denarno politiko in izbiro instrumentov. Med prilogami (Priloga 1) pa je dodan kronološki pregled uvajanja, spreminjanja, ukinjanja in uporabljanja vseh pomembnih instrumentov BS (tudi instrumentov politike deviznega tečaja in bonitetne kontrole) od ustanovitve BS do danes. Seveda je poudarek na instrumentih denarne politike (torej posojilih bankam, blagajniških zapisih BS in obvezni rezervi). Z njimi namreč BS izravnava strukturni položaj denarnega trga.

3.5.2.1. Posojila BS bankam – likvidnostna, lombardna, kratkoročna

Posojila oziroma krediti BS bankam so instrument, s katerim BS povečuje likvidnost bank oziroma s katerim povečuje količino (primarnega) denarja v obtoku. Vendar je po obsegu teh posojil ta instrument dokaj nepomemben, sploh če upoštevamo, da je strukturni položaj denarnega trga v presežku – s posojili BS se ta samo še povečuje.

V preteklosti se je ta instrument ves čas spreminjal. Dejansko sploh ne moremo govoriti o enem instrumentu, ampak o skupini oziroma sklopu večih instrumentov, ki jim je skupno to, da gre pri vseh za posojila BS bankam. Tako poznamo oziroma smo poznali več različnih vrst teh posojil, ki pa se oziroma so se še naprej delila v podvrste. Danes vseh izmed teh posojil ni več, saj je nekatere izmed njih BS ukinila, nekatere pa je uvedla na novo. Kljub temu pa so v nadaljevanju naštetna vsa posojila, tudi tista, ki se danes ne uporabljajo več. Podrobnejši opis pa je dodan le za aktualna in za tista, ki se ne uporabljajo več, a so bila zelo pomembna za vodenje denarne politike.

Tako najprej delimo posojila BS bankam v naslednje tri skupine:

- likvidnostna posojila,
- lombardna posojila in
- kratkoročna posojila.

To so torej glavne tri skupine posojil BS. Vsako izmed teh treh skupin pa moramo še naprej razčleniti na več vrst posojil, ki jih uporablja oziroma jih je uporabljala BS:

Likvidnostna posojila so ali so bila naslednja:

- likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov BS v tolarjih,
- likvidnostno posojilo čez noč,
- likvidnostno posojilo čez dan,
- likvidnostno posojilo v skrajni sili,
- posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank in
- posebno likvidnostno posojilo za banke v sanaciji in predsanaciji.

Lombardna posojila so ali so bila dveh vrst:

- (navadno) lombardno posojilo in
- interventno lombardno posojilo.

Kratkoročna posojila so bila tudi dveh vrst:

- redno kratkoročno posojilo in
- dodatno kratkoročno posojilo.

3.5.2.1.1. Likvidnostna posojila

Likvidnostna posojila so v glavnem namenjena uravnavanju likvidnosti bančnega sistema, zgolj občasno pa tudi uravnavanju količine (primarnega) denarja v obtoku. Od zgoraj naštetih se danes uporabljata samo še naslednji dve obliki likvidnostnih posojil: posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank in likvidnostno posojilo čez dan.

Posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank je BS uvedla 1. avgusta 1996 (do danes je bilo že večkrat spremenjeno). Namenjeno je bankam z likvidnostnimi težavami, ki se jim nepredvideno zmanjša možnost financiranja likvidnostnega primanjkljaja s pridobivanjem vlog oziroma z zadolževanjem na medbančnem trgu, in ki nimajo ustreznih vrednostnih papirjev za pridobitev likvidnostnega posojila neposredno pri BS (Janežič, 1999, str. 28-29). BS odobri posojilo proti zastavi vrednostnih papirjev, ki sta jih izdali RS ali BS, sodelujoči banki (to je dajalki likvidnostnega posojila – s to banko BS sklene pogodbo o sodelovanju), ki potem iz tako dobljenih sredstev, proti zastavi prvovrstnih papirjev ali odstopu prvovrstne terjatve v zavarovanje, odobri likvidnostno posojilo v enakem znesku banki prejemnici («koristnici») likvidnostnega posojila. Pri tem je posojilo BS odobreno s sodelovanjem ene banke ali več drugih sodelujočih bank (bančni sindikat). BS odobri posojilo sodelujoči banki na podlagi odprte ponudbe za dobo enega leta, pri čemer ji za sodelovanje povrne stroške za pripravljenost v višini 1,5% na letni ravni. Za sodelovanje z bankami BS podpiše posebno pogodbo, ki sodelujoče banke zavezuje brezpogojno (Sklep o dajanju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank, 2002). Dodamo lahko še, da BS to posojilo šteje med instrumente bonitetne kontrole (Letno poročilo BS za 2002, str. 35-36).

Likvidnostno posojilo za čez dan je BS uvedla dne 19. oktobra 2002 (sprememba 10. decembra 2002). Posojilo je namenjeno bankam in hranilnicam prek odprte ponudbe na podlagi zastave blagajniških zapisov BS v tujem denarju, tolarskih blagajniških zapisov in zakladnih menic RS. Za zavarovanje obveznosti iz posojila banka zastavi vrednostne papirje najmanj v višini 110% črpanega posojila. Posojilo daje BS z namenom zagotavljanja stabilnosti plačilnega prometa. Banka lahko črpa posojilo vsak delovni dan, pri čemer je rok za vračilo isti delovni dan. Obresti ne zaračunava. V primeru, da posojilo ni vrnjeno v istem delovnem dnevu, se ob koncu dneva spremeni v lombardno posojilo (v tem primeru banka za posojilo poleg obrestne mere za lombardno posojilo plača tudi penale v višini 4% na letni ravni) (Sklep o posojilu čez dan, 2002).

Likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov BS v tolarjih je BS uvedla na začetku leta 1992. To posojilo so lahko črpale banke, ki so vpisale dvanajst- in tridesetdnevne blagajniške zapise BS v tolarjih, za obdobje do treh oziroma pet delovnih dni, največ do nominalne vrednosti vpisanih blagajniških zapisov. Obrestno mero je BS določala na podlagi obrestne mere ustreznega blagajniškega zapisa (obrestna mera za posojilo je bila vedno višja od obrestne mere za ustreznih blagajniški zapis) (Janežič, 1999, str. 27). Konec marca 2000 je BS najprej odpravila možnost črpanja petdnevnega likvidnostnega posojila na podlagi vpisanih 30-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov BS (zaradi odprave le-teh). Konec decembra 2001 pa je BS umaknila še možnost črpanja tridnevnega likvidnostnega posojila na podlagi vpisanih 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov (prav tako zaradi odprave le-teh).

Likvidnostno posojilo čez noč je BS uvedla julija 1992, ukinila pa oktobra 2002. To posojilo je bilo namenjeno tistim bankam, ki so bile neto dolžnice na medbančnem trgu in so uporabljale najeto posojilo za izpolnitev svojih obveznosti (tudi obvezne rezerve). Posojilo se je odobrilo in črpalo v času večernega dežurstva na medbančnem trgu (Bohnec, 1996, str. 3). BS je posojilo ponudila v primeru, če je bila ponudba posojil kljub presežni likvidnosti bančnega sistema majhna ali če je bila obrestna mera za posojila previsoka. Pri tem je BS ponudila posojilo po enotni obrestni meri, banke pa so ga lahko črpale glede na razpoložljive vrednostne papirje za zavarovanje (Janežič, 1999, str. 27-28).

Likvidnostno posojilo v skrajni sili je BS uvedla decembra 1995, ukinila pa oktobra 2002. Posojilo je bilo preko odprte ponudbe neprekinjeno namenjeno bankam, ki so zašle v nenadne likvidnostne težave in za poravnavo nepričakovanih obveznosti, nikakor pa ne za povečanje kreditnega potenciala. V celoti je bilo zavarovano z zastavo blagajniških zapisov BS v tujem denarju. Banke so ga lahko črpale za en dan, z možnostjo ponovne odobritve, po zakoniti zamudni obrestni meri (s tem je bilo destimulirano črpanje tega posojila) (Bohnec, 1996, str. 3).

Posebno likvidnostno posojilo za banke v sanaciji in predsanaciji je BS uvedla v marcu 1992, ukinila pa z zaključkom sanacije julija 1997. To posojilo je bilo namenjena le bankam v sanaciji in predsanaciji (natančneje Ljubljanski banki d.d. in Kreditni banki Maribor d.d.). BS je to posojilo odobrila za en ali 14 dni po obrestni meri, ki je bila višja od obrestne mere za likvidnostna posojila čez noč (Bohnec, 1996, str. 3). V času obstoja teh posojil so predstavljala večinski delež med likvidnostnimi posojili.

3.5.2.1.2. Lombardna posojila

Lombardno posojilo kot instrument denarne politike lahko BS daje na podlagi zastave blagajniških zapisov BS in zakladnih menic. BS je do sedaj ponujala dve vrsti lombardnih posojil, navadno in interventno lombardno posojilo. Danes je aktualno le slednje.

Interventno lombardno posojilo je BS uvedla junija 1992 na podlagi zastave blagajniških zapisov BS v tujem denarju z vračilnim rokom do treh mesecev (Sklep o dajanju lombardnih posojil, 1992). Posojilo se danes odobri za en delovni dan (do sredine maja 2001 do pet koledarskih dni) in to na podlagi zastave blagajniških zapisov BS v tujem denarju, tolarskih blagajniških zapisov in zakladnih menic RS. Posojilo predstavlja za banke instrument za izhod v sili, saj gre za stalno možnost najetja tega posojila (neprekinjeno odprta ponudba) – BS ga daje z namenom uravnavanja dnevne likvidnosti. Banka mora za zavarovanje posojila zastaviti vrednostne papirje v višini vsaj 110 % vrednosti črpanega posojila (Sklep o lombardnem posojilu, 2002). Črpanje posojila se je v določenih obdobjih pogojevalo tudi z odkupom deviznih pritokov od podjetij po vnaprej določenem minimalnem tečaju (od januarja 1995 tega pogoja ni več) (Bohnec, 1996, str. 1).

Navadno lombardno posojilo je BS uvedla že oktobra leta 1991 na podlagi zastave določenih kratkoročnih vrednostnih papirjev in blagajniških zapisov BS (takrat jih je dajala v okviru določene reeskontne kvote). Banka je lahko prejela kredit za največ tri mesece (oziroma manj, če je zastavljeni vrednostni papir dospel prej). To posojilo se danes ne uporablja več.

3.5.2.1.3. Kratkoročna posojila

BS je prvič ponudila bankam kratkoročna posojila BS oktobra leta 1994, dokončno pa jih je ukinila 20. novembra 2002. Ukinitev je predstavljala ukrep približevanja instrumentom denarne politike ECB in ESCB. Poznali smo redno in dodatno kratkoročno posojilo.

Redno kratkoročno posojilo je bilo bankam prvič ponujeno konec oktobra leta 1994, od konca novembra 2002 naprej pa BS s tem posojilom ni več posredovala na denarnem trgu. Namenjeno je bilo uravnavanju količine primarnega denarja v obtoku in s tem likvidnosti bank v okviru meseca (s septembrom 1995 je bilo črpanje posojila podaljšano na tri mesece) (Bohnec, 1996, str. 2). Posojilo je BS ponujala v skladu s tekočimi denarnimi gibanji. Podlaga za črpanje in zavarovanje posojila so bili vpisani blagajniški zapisi BS v tujem denarju ali državni vrednostni papirji, ki so dospeli v enem letu. Znesek posojila za posamezno banko se je določil z uporabo koeficientov, hkrati pa je morala vsaka banka imeti zastavljene vrednostne papirje do dokončne poravnave vseh obveznosti iz tega posojila (Sklep o spremembi sklepa o kratkoročnih posojilih bankam, 2000).

Dodatno kratkoročno posojilo je BS uvedla septembra 1995, ki ga je ponujala bankam na podlagi sprejete vezane vloge Ministrstva za finance. S tem posojilom je nevtralizirala učinke deponiranja presežne likvidnosti proračuna pri BS na likvidnost bančnega sistema. Obdobje

črpanja posojila je bilo enako obdobju vezane vloge proračuna, vendar največ do treh mesecev. Seveda je veljalo, da je bila obrestna mera za to posojilo nekoliko višja od obrestne mere za vezano vlogo proračuna (Bohnec, 1996, str. 2-3). Znesek posojila za posamezno banko se je določil podobno, kot za redno kratkoročno posojilo. To posojilo je bilo ukinjeno novembra 2002.

3.5.2.2. Blagajniški zapisi BS

Izdajanje lastnih vrednostnih papirjev pomeni oblikovanje obveznosti BS, ki ne sodijo v ožjo definicijo primarnega denarja. Namen izdajanja teh vrednostnih papirjev je v povečanju intervencijske sposobnosti BS in v ustvarjanju dodatnega intervencijskega prostora za izdajanje primarnega denarja (Bohnec, 1996, str. 4). BS izdaja blagajniške zapise v tolarjih (ki so instrument denarne politike) in v tujem denarju (ki pa niso instrument denarne politike).

Blagajniški zapisi BS v tolarjih so glede na zelo velik presežek strukturnega položaja denarnega trga količinsko najpomembnejši instrument denarne politike. Z njimi BS absorbira največji del presežne likvidnosti (manjši del pa z obveznimi rezervami, vendar o tem nekoliko več pozneje), ki nastaja na podlagi avtonomnih transakcij (Ribnikar, 1999a, str. 42). BS torej s pomočjo blagajniških zapisov v tolarjih umakne določeno količino denarja iz obtoka.

Blagajniški zapisi BS v tolarjih so danes samo ene vrste in sicer so to (navadni) **tolarski blagajniški zapisi BS**. V preteklih letih smo poznali še **blagajniške zapise BS z nakupnim bonom** in **dvodelne blagajniške zapise BS** (dvojčke).

Preden pa sledi podrobnejša predstavitev posameznih vrst blagajniških zapisov v tolarjih, še nekaj besed o blagajniških zapisih v tujem denarju. Za denarno politiko so pomembni kot instrument njihovega začasnega odkupa (sami po sebi namreč niso instrument denarne politike). BS jih je uvedla že januarja 1992 kot 60-, 90- in 120-dnevne, nominirane v nemških markah (kasneje v evrih), od maja 1993 pa tudi v ameriških dolarjih. Maja 1994 je BS uvedla še 180-, 270- in 360-dnevne, vendar jih je februarja 2001 odpravila. Ti blagajniški zapisi so osnova za različna posojila, ki jih daje BS bankam. Banke jih lahko zastavijo za lombardno posojilo ali jih začasno prodajo BS, so (oziroma so bili) podlaga za likvidnostna in kratkoročna posojila, terjatev iz blagajniških zapisov se zastavlja tudi za zavarovanje sklenjenih poslov (Sklep o izdaji blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju, 2002).

3.5.2.2.1. Tolarski blagajniški zapisi BS

To so edini blagajniški zapisi v tolarjih, ki se uporabljajo še danes. Njihov namen je varna in obrestovana naložba likvidnostnih presežkov bank in hranilnic. Hkrati pa so (oziroma so bili) nekateri tudi podlaga za črpanje določenih vrst posojil, kar povečuje fleksibilnost bank pri uravnavanju likvidnosti (Bohnec, 1996, str. 5). Za BS so najpomembnejši instrument za absorpcijo presežne likvidnosti bank, zato predstavljajo instrument sterilizacije.

V preteklosti so bili ti blagajniški zapisi soočeni s precejšnjimi spremembami. Poznamo (poznali smo) več vrst glede na njihovo dospelost oziroma ročnost. Danes (od 10. decembra 2002 naprej) so aktualni le še 60-, 270- in 360-dnevni (slednji le občasno) za banke ter 60- in 270-dnevni za hranilnice. V preteklosti pa so bili pomembni še 2-, 7-, 12-, 14-, 28- in 30-dnevni. Najprej so bili uvedeni 2- in 12-dnevni za banke ter 7- in 14-dnevni za hranilnice (že decembra 1991). Postopoma je BS dodajala nove vrste z drugačnimi ročnostmi, hkrati pa določene tudi ukinjala.

Tabela 4: Tolarski blagajniški zapisi BS

Ročnost	uvedba	Ukinitev	Kdo vpisuje blag.zap.?	stalna ponudba / avkcija
2-dnevni	06.12.1991	30.06.2001	banke	stalna ponudba
	marec 2000	30.06.2001	hranilnice	stalna ponudba
7-dnevni	06.12.1991	03.04.2000	hranilnice	stalna ponudba
12-dnevni	06.12.1991	20.12.2001	banke	stalna ponudba
14-dnevni	06.12.1991	03.04.2000	hranilnice	stalna ponudba
28-dnevni	21.09.1998	marec 2000	banke	tedenske avkcije (serijski)
30-dnevni	leto 1995	03.04.2000	banke	stalna ponudba
60-dnevni	decem. 1994	-	banke	stalna ponudba (serijski)
	decem. 1996	-	hranilnice	stalna ponudba (serijski)
270-dnevni	17.02.1997	-	banke in hranilnice	najprej stalna ponudba, od nov.01 avkcije dvakrat na mesec, od jun.02 avkcije štirikrat na mesec (serijski)
360-dnevni	04.03.1995	-	banke	občasna ponudba

Opomba: Če ni posebej označeno, gre za neserijski blagajniški zapis.

Vir: Uradni list RS, različne številke; Letna poročila BS od 1991 do 2002.

Na splošno gre pri tolarskih blagajniških zapisih za prenosne, dematerializirane, imenske, kratkoročne vrednostne papirje, ki jih izdaja BS. So diskontni ali obrestovani vrednostni papirji. BS jih ponuja v obliki odprte (stalne) ponudbe (60-dnevne) ali preko avkcij (270-dnevne). Od novembra 2002 do januarja 2003 je ponujala tudi 360-dnevne. Od začetka jih je ponujala tudi širši javnosti (torej tudi podjetjem in fizičnim osebam), vendar je to možnost z januarjem 2000 ukinila. Od takrat naprej so na voljo samo bankam in hranilnicam, ki jih vpisujejo v svojem imenu in za svoj račun.

3.5.2.2.2. Dvodelni blagajniški zapisi BS

Dvodelni blagajniški zapisi so bili uvedeni in prvič izdani 1. julija 1992. Dvodelni so se imenovali zato, ker so bili sestavljeni iz dveh ločljivih, toda vrednostno enakih delov (tolarski del in del v tujem denarju – v nemških markah). Bili so kratkoročni in prinosniški, materializirani in serijski, vplačevali so se v tolarjih (za oba dela) z diskontom na realne obresti,

ob dospelju pa se je polovica izplačala v tolarjih, polovica pa v tujem denarju (nemških markah). Za ohranjanje realne vrednosti se je na tolarskem delu upoštevala revalorizacija, ki se je izplačala ob dospelosti skupaj z glavnico v tolarjih, devizni del pa se je izplačal v tujem denarju, kar je ohranjalo realno vrednost glede na spreminjanje vrednosti na deviznem delu. Zapise so lahko preko pooblaščenih bank kupovale tudi druge pravne in fizične osebe. Uvedba tega instrumenta je pozitivno vplivala na razvoj denarnega trga, saj je bil prenosljiv vrednostni papir – na sekundarnem trgu se je lahko z njim trgovalo kot s celoto, lahko pa tudi s posameznim delom (Sklep o prvi emisiji dvodelnega prenosljivega blagajniškega zapisa Banke Slovenije, 1992; Sklep o osmi emisiji dvodelnega prenosljivega blagajniškega zapisa Banke Slovenije, 1997). Aprila 1999 je BS izdala zadnjo, 12. serijo, februarja 2002 pa dokončno odpravila dvodelne blagajniške zapise.

Z denarnega vidika je prodaja dvodelnega blagajniškega zapisa povzročila umik denarja iz obtoka, ki se je ob dospelosti v višini tolarskega dela v obtok tudi vrnil, pri deviznem delu pa je šlo za definitivni umik tolarskih sredstev v smislu prodaje deviz (Bohnec, 1996, str. 5).

3.5.2.2.3. *Blagajniški zapisi BS z nakupnim bonom*

Ti blagajniški zapisi so bili uvedeni 1. junija 1994 kot kratkoročni, diskontni, prinosniški, materializirani (od decembra 1998, to je od 10. izdaje naprej, nematerializirani in zato ne več prinosniški – glasili so se na ime), serijski vrednostni papirji v nominalni vrednosti 500.000 SIT. Najprej so se izdajali na vsake pol leta, pri čemer je veljalo, da je bil datum izdaje nove serije enak datumu dospelja prejšnje serije. Od marca 1999, to je od 11. izdaje naprej, pa so bili izdani na vsake tri mesece, pri čemer pa je bil datum zapadlosti še vedno šest mesecev po datumu izdaje. Vplačevali so se v tolarjih z diskontom na obresti, obrestovali pa po nominalni obrestni meri (Sklep o prvi izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom, 1994; Sklep o deseti izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom, 1998; Sklep o enajsti izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom, 1999). Blagajniškemu zapisu je bil dodan nakupni bon, ki je zagotavljal zavarovanje pred tveganjem višje inflacije od uradno pričakovane. Nakupni bon se je ločil od blagajniškega zapisa in ga je bilo mogoče samostojno uveljaviti (Bohnec, 1996, str. 10). Do 10. izdaje (december 1998) je bil del blagajniškega zapisa tudi kontrolni kupon (uporabljal se je le za evidentiranje prodaje blagajniškega zapisa pravnim in fizičnim osebam preko bank). 14. avgusta 1999 je BS izdala zadnjo, 13. serijo teh blagajniških zapisov, katerih izdajanje je uradno ukinila 1. decembra 1999.

Nakupni bon, ki je bil dodan blagajniškemu zapisu, je bil sestavljen iz petih (od decembra 1998 iz treh), med seboj ločljivih delov (kuponov), ki so kupcu zagotavljali zavarovanje pred tveganjem višje inflacije od uradno pričakovane. Pravico iz nakupnega bona je imetnik uveljavil tako, da je s popustom kupil nov blagajniški zapis v tujem denarju (180-, 270- ali 360-dnevne) ali v apoenih po 500.000 tolarjev.

Namen izdajanja blagajniških zapisov z nakupnim bonom je bila želja BS, zagotoviti večjo stabilnost povpraševanja po denarju oziroma večjo avtonomno prilagajanje količine primarnega

denarja potrebam po njem. To naj bi privedlo do zmanjšanja potrebnih neposrednih posegov BS na deviznem in denarnem trgu (Bohneč, 1996, str. 5).

3.5.2.3. *Rezerve bank in hranilnic – obvezna rezerva bank in hranilnic*

Banke potrebujejo za svoje delovanje določene rezerve. Te rezerve predstavlja gotovina banke pri centralni banki. V osnovi ločimo *potrebne in presežne rezerve*. Potrebne rezerve delimo naprej še na *likvidnostne in obvezne*. **Likvidnostne** imajo banke zaradi zagotavljanja zamenljivosti knjižnega denarja za gotovino in za posredovanje plačilnega prometa. Te rezerve zagotavljajo likvidnost banke, torej sposobnost poravnati obveznosti v denarju centralne banke. Te so prostovoljne, a potrebne. Na drugi strani pa so še **obvezne** rezerve, ki so prav tako del potrebnih. To pa je tisti del bančnih rezerv, ki jih predpisuje centralna banka in jih banke enostavno morajo imeti (če ne, sledi kazen). Ponavadi so predpisane z odstotkom glede na vloge na vpogled ali knjižni denar. Poleg potrebnih pa so še **presežne** rezerve bank, ki so presežek rezerv bank nad potrebnimi. Vendar banke stremijo k temu, da jih je čim manj, saj le tako poslujejo racionalno in gospodarno z njim zaupanim denarjem (Ribnikar, 1999b, str. 90-91).

Obvezne rezerve ponavadi banka ne sme uporabljati, zato se poraja vprašanje, zakaj so sploh potrebne. Teorija ponuja več razlogov. Prvi je ta, da zmanjšajo moč multiplikacije kreditov in denarja s strani bank. Drugi razlog je zmožnost centralne banke, relativno enostavno in učinkovito vplivati na kreditno aktivnost bank in s tem na količino knjižnega denarja v obtoku. Tretji razlog bi lahko iskali v tem, da preko obveznih rezerv bank centralna banka pride do sredstev dodatnega »seigniorage-a« (to je monopolnega dohodka centralne banke – neke vrste »davek«). Razlog pa je lahko tudi v tem, da obvezne rezerve pomagajo bankam zagotavljati njihovo solventnost (obvezne rezerve so namreč kot terjatev do centralne banke netvegana naložba bank) (Ribnikar, 1999b, str. 90-91).

Vendar pa obstoj obveznih rezerv sam po sebi še ni dovolj. Instrument je namreč nekaj, kar lahko spreminjamo in uporabljamo. Obvezne rezerve pridobijo svoj pravi pomen šele, ko centralna banka spremeni njihovo vrednost. To naredi s spremembo metodologije izračuna obveznih rezerv ali pa enostavno spremeni stopnje obveznih rezerv. Vendar je potrebno poudariti, da se centralne banke tega v praksi zelo redko poslužujejo, saj pomeni takšen ukrep zelo grob poseg v bančni sistem. Sprememba obveznih rezerv ima namreč zelo močan demonstracijski učinek.

Instrument obveznih rezerv bank in hranilnic (ter hranilno-kreditnih služb) je bil v Sloveniji uveden že ob sami ustanovitvi BS. Gre za enega izmed najstabilnejših instrumentov denarne politike BS, saj ga le-ta redko spreminja. Kljub temu pa se je predvsem v zadnjem času večkrat spremenil, predvsem zaradi prilagajanja instrumentu obvezne rezerve, kot ga pozna ECB. S tem se je BS približala instrumentariju ECB, kar pomeni mehkejši in lažji pristanek v trenutku, ko bo Slovenija uvedla evro in postala del evroobmočja.

Obvezne rezerve so na območju Slovenije poznane od leta 1956, ko so bile uvedene z odlokom Zveznega izvršnega sveta. Kasneje so se stopnje in osnova še večkrat spremenile (Bohnec, 1980, str. 5). Banka Slovenije je prvi sklep o obvezni rezervi sprejela 5. oktobra 1991. Takrat sta veljali dve stopnji, 20 % in 5 %, prva za obveznosti bank do treh mesecev, druga pa za obveznosti nad tremi meseci. Kmalu potem (28.10.1991) je bila stopnja v prvi skupini znižana na 7 %. Marca 1992 (Sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic, 1992) pa je bil izdan nov sklep o obveznih rezervah. Izvrševanje tega sklepa je bilo za banke obvezno od 1. aprila 1992, za hranilnice pa od 1. julija 1992 naprej. Ta sklep je veljal do sprejetja novega, to je do 31. marca 1995. Omeniti pa je potrebno posebnost, ki je veljala do marca 1995 vzporedno z omenjenim sistemom obveznih rezerv. Za banke v sanaciji je namreč veljal poseben sistem obveznih rezerv, določen s sklepom guvernerja BS.

Decembra 1994 (Sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic, 1994) je bil izdan nov sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic, ki se je začel uporabljati s 1. aprilom 1995. Veljal pa je vse do avgusta oziroma septembra 2002. Po tem sklepu so banke izračunavale obvezne rezerve takole: v višini 12 % od vpoglednih vlog in vezanih vlog do 30 dni; v višini 6 % od vlog, vezanih od 31 dni do 90 dni; v višini 2 % od vlog, vezanih od 91 dni do 180 dni; v višini 1 % od vlog, vezanih od 181 dni do enega leta.

Tabela 5: Stopnje in osnove za izračun obveznih rezerv do avgusta 2002

Ročnost vlog (samo tolarske vloge)	Od 1.4.1992 do 31.3.1995	Od 1.4.1995 do avgusta 2002
Vloge na vpogled in vezane do 30 dni	12,5 %	12 %
Vezane vloge od 31 do 90 dni	3 %	6 %
Vezane vloge od 91 do 180 dni	3 %	2 %
Vezane vloge od 181 dni do 1 leta	3 %	1 %
Vezane vloge nad 1 letom	0,5 %	0 %

Vir: Sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic (1992, 1994).

Aprila 2002 (Sklep o obveznih rezervah, 2002) je Svet BS izdal nov sklep o obveznih rezervah, ki se je začel uporabljati s septembrom leta 2002. Ta sklep je prinesel precejšnje spremembe pri izračunavanju obveznih rezerv. Najpomembnejša je ta, da so se poleg tolarskih vlog začele upoštevati tudi vloge v tujem denarju (s tem je povezana tudi ukinitvev deviznega minimuma – na nek način se je devizni minimum inkorporiral v sklep o obvezni rezervi).

Spremenile so se tudi stopnje obveznih rezerv. 0-odstotna stopnja obveznih rezerv je veljala za izračun obveznih rezerv od vlog (tolarskih in v tujem denarju) z ročnostjo nad dve leti, repo poslov z ročnostjo nad dve leti, repo poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji, sredstev, pridobljenih z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo nad dve leti in sredstev, zbranih v okviru nacionalne stanovanjske varčevalne sheme.

2-odstotna stopnja obveznih rezerv je veljala za izračun obveznih rezerv od tolarskih vlog z ročnostjo od 91 dni do dveh let, vlog v tujem denarju z ročnostjo do dveh let, repo poslov z ročnostjo od 91 dni do dveh let, razen repo poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji in sredstev, pridobljenih z izdajo tolarskih dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo od 91 dni do dveh let, ter sredstev, pridobljenih z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev v tujem denarju z dogovorjeno ročnostjo do dveh let.

7-odstotna stopnja obveznih rezerv pa je veljala za izračun obveznih rezerv od tolarskih vlog z ročnostjo do 90 dni, repo poslov z ročnostjo do 90 dni, razen repo poslov s kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji, in sredstev, pridobljenih z izdajo tolarskih dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo do 90 dni.

Sklep iz aprila 2002 je torej uvedel razširitev osnove za izračun obveznih rezerv tako po ročnosti (po novem do dveh let) kot po valuti (tudi vloge v tujih valutah). Zmanjšalo pa se je tudi število razredov oziroma stopenj obveznih rezerv (prej štiri, po novem tri).

Konec novembra 2002 (Sklep o obveznih rezervah, 2002a) je BS ponovno izdala nov sklep o obveznih rezervah, vendar ta sklep ni prinesel bistvenih sprememb, sploh pa ne na bistvenih področjih izračunavanja in izpolnjevanja obveznih rezerv. Osnove in stopnje so ostale enake, prav tako tudi obdobje izračuna in izpolnjevanja. Se je pa začel uporabljati z mesecem januarjem 2003.

Določene pomembnejše spremembe pa je prinesel sklep, izdan konec junija 2003 (Sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah, 2003), ki se je začel uporabljati s septembrom 2003. Na novo so bile definirane obvezne rezerve kot znesek, ki ga obveznik izračuna z množenjem osnove za izračun in ustreznih stopenj obveznih rezerv, ki ga mora imeti v povprečju posameznega obdobja izpolnjevanja banka na računu pri BS (in ne več tudi kot gotovino v blagajni). Zelo pomembna novost je bila tudi znižanje 7 % stopnje na 4,5 % (v tretjem razredu – tolarske vloge z ročnostjo do 90 dni, ...).

Zadnji sklep BS, ki zadeva obvezne rezerve, je bil sprejet in izdan januarja letos (Sklep o obveznih rezervah, 2004). Pomeni še korak naprej pri prilagajanju instrumenta obvezne rezerve ECB in njenemu instrumentariju. Po tem sklepu so obvezniki za obvezne rezerve banke, hranilnice in hranilno kreditne službe s sedežem v Republiki Sloveniji, podružnice tujih bank v Republiki Sloveniji ter podružnice bank držav članic Evropske unije v Republiki Sloveniji. Osnova za obvezne rezerve zajema naslednje vrste obveznosti: vloge (tolarske in v tuji valuti – vpogledne, vezane, na odpoklic, prejeta posojila in drugo), repo posle in sredstva, pridobljena z izdajo tolarskih dolžniških vrednostnih papirjev in dolžniških vrednostnih papirjev v tujem denarju.

Stopnje obveznih rezerv se glede na prejšnji sklep niso spremenile. Tako imamo 0 %, 2 % in 4,5 % stopnjo obveznih rezerv. Stopnja 0 % se uporablja za naslednje obveznosti: vloge z ročnostjo nad dve leti (tolarske in v tuji valuti), repo posle z ročnostjo nad dve leti, repo posle z

vrednostnimi papirji Republike Slovenije, sredstva, pridobljena z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo nad dve leti in sredstva nacionalne stanovanjske varčevalne sheme.

2 % stopnja se uporablja za naslednje vrste obveznosti: tolarske vloge z ročnostjo od 91 dni do 2 let, vloge v tujem denarju z ročnostjo do 2 let, repo posle z ročnostjo od 91 dni do 2 let (razen repo poslov z vrednostnimi papirji Republike Slovenije) in sredstva, pridobljena z izdajo tolarskih dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo od 91 dni do 2 let, in sredstva, pridobljena z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev v tujem denarju z dogovorjeno ročnostjo do 2 let.

4,5 % stopnja pa se uporablja za naslednje vrste obveznosti: tolarske vloge z ročnostjo do 90 dni, repo posle z ročnostjo do 90 dni, razen repo poslov z vrednostnimi papirji Republike Slovenije, in sredstva, pridobljena z izdajo tolarskih dolžniških vrednostnih papirjev z dogovorjeno ročnostjo do 90 dni.

Tabela 6: Stopnje in osnove za izračun obveznih rezerv od septembra 2002 naprej

Ročnost osnove za izračun obvezne rezerve (v tolarjih in tujih valutah)	septem. 2002 do avgust 2002	septem. 2003 do januar 2004	od januarja 2004 naprej
<ul style="list-style-type: none"> • tolarske vloge z ročnostjo do 90 dni, • repo posli z ročnostjo do 90 dni, ... 	7 %	4,5 %	4,5 %
<ul style="list-style-type: none"> • tolarske vloge od 91 dni do 2 let, • vloge v tujem denarju do 2 let, • repo posli od 91 dni do 2 let, ... 	2 %	2 %	2 %
<ul style="list-style-type: none"> • tolarske vloge in vloge v tujem denarju z ročnostjo nad 2 leti, • repo posli z ročnostjo nad 2 leti, ... 	0 %	0 %	0 %

Vir: Sklep o obveznih rezervah (2002, 2004), Sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah (2003).

Obvezne rezerve so se do januarja 2004 izračunavale za tekoči mesec iz povprečnih dnevnik knjigovodskih stanj vlog v obdobju od 22. dne v prejšnjem mesecu do 21. dne v tekočem mesecu z uporabo predpisanih odstotkov. Banke so izpolnjevale obvezne rezerve v tekočem mesecu tako, da so imele v povprečju znesek obvezne rezerve v obdobju od 27. dne v prejšnjem mesecu do 26. dne v tekočem mesecu.

Obdobje izračuna se od januarja 2004 naprej začne 22. dne v mesecu in konča 21. dne v naslednjem mesecu. Pri tem se upoštevajo vsi koledarski dnevi v obdobju. Obdobje izpolnjevanja pa se od januarja 2004 naprej začne 27. dne v mesecu, v katerem se zaključi obdobje izračuna, in konča 26. dne v naslednjem mesecu. Tudi tukaj se upoštevajo vsi koledarski dnevi v obdobju. Pri tem velja, da morajo imeti obvezniki v obdobju izpolnjevanja vsak dan pri

BS najmanj 50 % obveznih rezerv, izračunanih za to obdobje izpolnjevanja. Poudariti torej velja, da je po tem sklepu bankam njihova obveznost iz obvezne rezerve v obdobju izpolnjevanja znana ves čas tega obdobja in ne zadnjih nekaj dni, kot je to bilo prej. Banke torej svojo obveznost izračunajo v celoti že pred začetkom obdobja, ko jo morajo dejansko izpolnjevati.

BS v obdobju izpolnjevanja obrestuje povprečno stanje na računu obveznika pri BS ob koncu dneva največ do višine obvezne rezerve, izračunane za to obdobje, po obrestni meri 1 % letno (kar je precej manj kot v primeru ECB – ta uporablja obrestno mero operacij glavnega refinanciranja). Hkrati pa BS tudi sankcionira banke, ki ne izpolnjujejo obveznih rezerv.

3.5.2.4. Začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju – repo posli

Repo (ang. repurchase agreement) posli so sestavljeni iz dveh delov: začasne prodaje vrednostnih papirjev (ali drugih finančnih instrumentov) in povratnega odkupa ekvivalentnih vrednostnih papirjev na določen datum v prihodnosti oziroma na odpoklic. Zaradi varnosti in fleksibilnosti so eden najpomembnejših instrumentov razvitih finančnih trgov, uporabljajo se tudi kot instrument razvitih medbančnih denarnih trgov, za mnoge centralne banke pa predstavljajo osrednji instrument denarne politike (Snoj, 2001, str. 47).

Omenil sem besedno zvezo začasni nakup, pa gre vseeno za repo (repo sicer pomeni začasno prodajo). Bistvenega pomena pri tem je, da moramo na transakcijo gledati s strani poslovnih bank. Če BS sklepa repo posle s poslovnimi bankami, pomeni to kupovanje vrednostnih papirjev in povečevanje likvidnosti bančnega sistema – gre torej za začasni nakup. Pri obratnem repo poslu (ang. reverse repurchase agreement) pa za začasno prodajo (Ribnikar, 1999b, str. 254-257). Če je torej ena stran BS (oziroma centralna banka nasploh), se izraz uporablja z vidika poslovne banke. Zato je pomen repo posla za centralno banko ravno obraten kot bi sledilo iz prevoda izraza repo posel.

Začasni nakup (odkup) blagajniških zapisov BS v tujem denarju je najpomembnejši instrument za natančno uravnavanje primarnega denarja oziroma tolarske likvidnosti bank (je najpogosteje uporabljen instrument BS). Z njegovo uporabo je BS začela že novembra 1993. Ta instrument sodi med posege na odprtem trgu (Bohnec, 1996, str. 4).

Uporaba tega instrumenta zagotavlja bankam stabilen in zanesljiv vir likvidnosti. Gre torej za to, da BS za določen čas odkupi blagajniške zapise BS v tujem denarju od bank. BS trenutno začasno odkupuje blagajniške zapise BS v tujem denarju za okvirno obdobje 7 in 60 dni. Te posle opravlja preko avkcij, pri čemer je vrednost vsakokratnega začasnega odkupa določena z okvirnim zneskom, ki je v skladu z denarno politiko BS. Z vsakokratnim sklepom o začasnem odkupu se določi obrestna mera oziroma cena začasnega odkupa, ročnost, vrednost odkupa ter natančne pogoje ponudbe (Sklep o začasnem odkupu vrednostnih papirjev, 2002).

Pri tem instrumentu gre dejansko za posojila bankam, ki so zavarovana z blagajniškimi zapisi (torej določenim premoženjem) – gre pravzaprav za lombardna posojila (Ribnikar, 2000, str. 69). BS dejansko s tem instrumentom kreditira banke, saj jim začasno da primarni denar oziroma poveča likvidnostni presežek, pri tem pa so blagajniški zapisi garancija za vrnitev posojila.

3.5.2.5. Depozit čez noč pri BS

BS je prvič ponudila možnost vezave prostih likvidnostnih sredstev bank pri BS čez noč julija 2001, ko je začel veljati prvi sklep o depozitu čez noč (Sklep o depozitu čez noč pri Banki Slovenije, 2001). Z 10. decembrom 2002 je stopil v veljavo nov sklep, ki je nekoliko spremenil pogoje depozita (Sklep o depozitu čez noč pri Banki Slovenije, 2002). Po tem sklepu sprejema BS od bank v depozit presežna likvidnostna sredstva na podlagi odprte ponudbe. Pri tem se vsakokrat veljavna obrestna mera, določena s strani Sveta BS, s ponudbo sporoči bankam (prej pa je bila določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč). Banke imajo možnost vezave depozita vsak delovni dan s prenosom denarnih sredstev v dobro poravnalnega računa BS.

3.5.3. Politika obrestnih mer

Obrestna mera BS bi bila instrument denarne politike, če bi BS vodila diskontno politiko (pri njej so banke pobudnice diskonta – to je nakupa menic od bank) ali če bi pri začasnih nakupih (to so dejansko kratkoročna posojila bankam), kjer je iniciator ona, uporabljala to svojo obrestno mero. V teh primerih bi, na primer, zvišana (znižana) obrestna mera zmanjšala (povečala) obseg povpraševanja po diskontu oziroma obseg njenih začasnih nakupov bi se zmanjšal (povečal). Obrestna mera BS seveda do zdaj ni imela te vloge, vendar, ker se je kljub vsemu uporabljala (BS je dolgo časa določala višino eskontne mere) ali je bila osnova (referenčna obrestna mera) pri nekaterih poslih, kjer je šlo za posle denarne politike, jo navajamo med instrumenti denarne politike (Ribnikar, 1999a, str. 42).

Sicer pa je vprašanje, ali naj obrestno mero centralne banke štejemo neposredno med instrumente denarne politike. Ameriški avtorji štejejo politiko diskonta ali diskontne obrestne mere kot enega od treh instrumentov denarne politike. Na drugi strani pa obrestne mere ni neposredno med instrumenti denarne politike Evrosistema. Med instrumente je vključena posredno preko operacij odprtega trga (konkretnije pri glavnem refinanciranju) (Ribnikar, 1999a, str. 42).

Če je obrestna mera instrument denarne politike, mora priti do izraza preko posojil, začasnih nakupov deviz in blagajniških zapisov BS v tujem denarju ter izdajanja blagajniških zapisov BS v tolarjih (Ribnikar, 1999a, str. 42). V Sloveniji pa bi temu težko pritrdili. Ponavadi je stranski produkt tistega, pri čemer se pojavi (na primer pri izdaji blagajniških zapisov).

3.5.4. Delitev instrumentov denarne politike BS po skupinah

Na koncu prikaza instrumentov denarne politike lahko omenimo še delitev, ki povzema vse instrumente in jih prikazuje po skupinah glede na njihove značilnosti. Na trg primarnega denarja namreč BS pri vodenju svoje denarne politike posega s štirimi skupinami ukrepov (Košak, 1996, str. 16 in 58):

- posegi BS na podlagi odprtih ponudb,
- operacijami na odprtem trgu,
- sistemom obveznih rezerv,
- avtonomnimi dejavniki spreminjanja primarnega denarja.

Posegi BS na podlagi odprtih ponudb

V tem primeru BS vnaprej objavi obrestno mero in pogoje, pod katerimi imajo poslovne banke možnost skleniti posel z BS, vendar pobuda za to pride predvsem s strani poslovnih bank. Posojila bankam so glede na uporabo in obseg danes dokaj nepomemben instrument. V splošnem pa lahko govorimo o treh različnih vrstah posegov na podlagi odprtih ponudb (Košak, 1996, str. 17):

- najemanje posojil po najvišji, kazenski obrestni meri ali posojila v skrajni sili (posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank, včasih likvidnostno posojilo v skrajni sili),
- posojila poslovnim bankam po obrestni meri, ki je blizu ali nižja od tržne (lombardna, likvidnostna, kratkoročna posojila),
- možnost naložb pri BS (izdaja lastnih blagajniških zapisov, vezava prostih sredstev).

Kot je bilo omenjeno že v prejšnjih poglavjih, vseh teh instrumentov danes BS ne uporablja več, vendar jih je v preteklosti. Je pa res, da BS še danes ponuja večino instrumentov na podlagi odprte ponudbe, pri čemer dajo potem banke iniciativo za sklenitev posla.

Operacije na odprtem trgu

S tem pojmom na splošno označujemo vse transakcije, pri katerih BS s prodajami in nakupi vrednostnih papirjev v obliki avkcij oziroma licitacij v svojem imenu in za svoj račun preko trga vpliva na povečanje ali zmanjšanje količine primarnega denarja. Bistvena razlika glede na posege na podlagi odprte ponudbe je v tem, da te operacije BS izvaja na lastno pobudo (Košak, 1996, str. 18).

Izmed instrumentov denarne politike BS bi med operacije na odprtem trgu uvrstili začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom. V preteklosti so sem sodili tudi blagajniški zapisi z nakupnim bonom. Drugače pa lahko med te operacije uvrstimo tudi začasni nakup deviz z obveznim povratnim nakupom in nakup deviz s pravico povratnega nakupa; dokončni odkup deviz in dokončno prodajo deviz bankam (Košak, 1996, str. 63).

Sicer pa operacije na odprtem trgu predstavljajo za banke pomemben vir refinanciranja pri centralni banki (uravnavanje likvidnosti bančnega sistema), so instrument za uravnavanje obrestnih mer na medbančnem trgu, signalizirajo pa tudi usmeritev denarne politike (Košak, 1996, str. 18-19 in 65).

Sistem obveznih rezerv

Ta instrument sodi med posredne in netržne instrumente denarne politike, saj predstavlja za banke obveznost, imeti določen del sredstev vezanih pri BS, pri čemer je obrestna mera zelo nizka in so zato ta sredstva za banko naložena izredno nedonosno. Kljub temu pa je ta instrument za BS zelo pomemben, saj se z njegovo uporabo povečuje možnost nadzora nad povpraševanjem bank po primarnem denarju, opravlja pa tudi funkcijo blažilca likvidnostnih šokov (Košak, 1996, str. 65).

Avtonomni dejavniki spreminjanja količine primarnega denarja

Med avtonomne dejavnike sodijo naslednje kategorije, ki so podrobneje omenjene že v poglavju o strukturnem položaju denarnega trga:

- gotovina v obtoku,
- denar v plačilnem prometu,
- neto pozicija države pri BS,
- neto tuja aktiva.

Pri teh kategorijah je BS v pasivnem položaju, saj njihove vrednosti določajo drugi subjekti. Nanje BS ne more vplivati in jih mora jemati takšne, kot so.

3.6. DENARNA POLITIKA BS V OBDOBJU OD NJENEGA NASTANKA PA DO DANES

Denarna politika BS je povezana z uravnavanjem količine denarja v obtoku. Pri tem se njena politika deviznega tečaja jemlje kot neodvisna od denarne politike. BS lahko v skladu s tem razdelimo na denarno oblastno institucijo, ki vodi denarno politiko (ciljno določa količino denarja v obtoku in preko tega vpliva na inflacijo), in institucijo, ki vodi politiko deviznega tečaja. V skladu s tem smo vsebinsko razdelili tudi premoženjsko bilanco BS na dva dela (vodenje denarne politike se zrcali v prvem delu, drugi del pa odraža vodenje politike deviznega tečaja), tej delitvi pa je sledila tudi delitev instrumentov na instrumente denarne politike in instrumente politike deviznega tečaja. Vendar pa obstaja med obema deloma premoženjske bilance BS ter med instrumenti denarne politike in politike deviznega tečaja določena povezava, tako da ne moremo nobene izmed omenjenih politik obravnavati popolnoma ločeno. Ponavadi rečemo, da BS vodi denarno politiko, kateri je podrejena politika deviznega tečaja.

Samo dejstvo, da BS deluje v razmerah strukturnega presežka, predstavlja težke pogoje za vodenje denarne politike. Zaradi tega obstajajo težnje k delovanju v pogojih strukturnega

primanjkljaja, saj je odvzemanje likvidnosti težje kot ponujanje le-te. Centralne banke so raje neto ponudnice likvidnosti kot pa neto »odjemalke« le-te. Kljub strukturnemu presežku pa je BS v preteklosti uspevalo voditi denarno politiko na način, da je dosegla zastavljene cilje in da je hkrati s tem omogočala doseglo širše zadanih gospodarskih ciljev, na katere je imela posreden vpliv tudi BS.

Ekonomske razmere, v katerih je BS vodila denarno politiko, so se v obdobju od njene ustanovitve naprej neprestano spreminjale. Vse to je močno vplivalo tudi na BS in njeno delovanje, saj je denarna politika navsezadnje del ekonomske politike, zaradi česar se ne more izolirati od sprememb v ekonomskem okolju. V nadaljevanju zato podajam kratek pregled vodenja denarne politike v letih od 1991 do 2003. V prilogah (Priloga 2) je podan podrobnejši prikaz vodenja denarne politike za posamezno leto.

BS je dne 25. junija 1991 postala formalno samostojna centralna banka RS (veljati je začel Zakon o BS). Za to začetno obdobje je bila predvidena le institucionalna osamosvojitve, zato BS v tem obdobju ni imela še vseh pristojnosti in nalog, ki jih ima običajna centralna banka. Z uvedbo lastne valute 8. oktobra 1991 je BS dejansko postala centralna banka RS. Začela je voditi samostojno denarno politiko in politiko deviznega tečaja, kar je bistvena značilnost vsake centralne banke. BS se je torej monetarno osamosvojila.

V času, ko je Slovenija uvedla svojo valuto, je bila inflacija galopirajoča, saj je dosegala 22 % na mesec. Poleg velikih potrebe po deviznih rezervah (BS je začela z deviznimi rezervami v višini manj kot tri mio nemških mark) je bila BS predvsem zadolžena za znižanje inflacijske stopnje. Ker je bil bančni sistem konec leta 1991 visoko likviden, je BS postopoma zmanjševala razpoložljivo količino dodatnega primarnega denarja, in sicer največ do ocenjene ravni povpraševanja po primarnem denarju ali do ocenjenih potreb primarnega denarja. BS je namreč takrat vodila denarno politiko v skladu z eksogeno določeno količino ali ponudbo denarja pri režimu (skoraj) prosto drsečega deviznega tečaja. Da bi znižala nominalne obrestne mere na bančne vloge na vpogled, je BS zvišala stopnjo obvezne rezerve za tovrstne vloge in hkrati znižala stopnjo obvezne rezerve za vezane vloge. V prvi polovici leta 1992 je pričela BS zaradi naraščajočega pritoka kapitala iz tujine prakticirati sterilizacijo oziroma pričela je sterilizacijsko kupovati devize. Ker ni imela državnih papirjev ali česa drugega, kar bi lahko prodajala (kapitalski trg je bil slabo razvit, trg denarja pa se je razvijal počasi – vlada je izdala svoje prve obveznice šele leta 1998), je izničevala vpliv nakupov deviz na količino primarnega denarja tako, da je prodajala svoje blagajniške zapise (na začetku je v ta namen uporabljala blagajniške zapise v tujem denarju in dvodelne blagajniške zapise, pozneje (tako je še danes) pa samo blagajniške zapise v domačem denarju – izdajanje in prodaja le-teh bankam je za BS najpomembnejši instrument denarne politike) (Ribnikar, Košak, 2004, str. 154, 161, 164).

Uspešnost takega načina izvajanja denarne politike neposredno po osamosvojitvi se je kazala v naglem znižanju inflacijske stopnje (z 22 % mesečno v oktobru 1991 na 2 % mesečno sredi leta 1992). Kljub relativno velikim nakupom deviz je BS uspevala držati v svojih rokah količino primarnega in prek njega ves denar v obtoku. Za nadaljnje znižanje inflacijske stopnje z dveh na

en odstotek mesečno je BS potrebovala dodatni dve leti in še nadaljnje leto dni za ponovno prepolovitev mesečne inflacijske stopnje (torej na pol odstotka). Hkrati s tem sta se zmanjševali tudi nominalna in realna obrestna mera. V začetku leta 1995 je tekmovanje bank za pridobitev velikih deponentov s ponujanjem vedno višjih depozitnih obrestnih mer zaustavil proces zmanjševanja ravni obrestnih mer. Zaradi tega se je BS odločila za administrativno urejanje in preprečevanje tovrstnega nevarnega in nekontroliranega načina medsebojnega konkuriranja bank. Odločila se je za kaznovanje bank z izjemno visokimi obrestnimi merami. To administrativno urejanje obrestnih mer na depozitnem trgu je vodilo v medbančni dogovor (od 1995 do 1999) in kasneje v medbančno priporočilo (do konca leta 2002) o ustrezni višini depozitnih obrestnih mer v bančnem sistemu (Ribnikar, Košak, 2004, str. 161-162).

V večjem delu devetdesetih let je bila stopnja rasti primarnega denarja ključno sidro BS pri izvajanju politike zniževanja inflacije (to je glavni cilj BS). V letu 1997 je BS na podlagi empiričnih analiz o povezanosti med gibanjem širokega denarnega agregata M3 in inflacijske stopnje izbrala kot bližnji cilj denarne politike denarni agregat M3 in temu cilju ustrezno prilagodila vodenje denarne politike. Ta sprememba je povečala transparentnost denarne politike, hkrati pa je pomenila za denarno politiko osnovno srednjeročno orientacijo (Ribnikar, Košak, 2004, str. 163). V skladu s približevanjem EU je BS novembra 2001 sprejela strategijo operativnega vodenja denarne politike v obdobju do vključitve v EU, ki temelji na dveh stebrih in s tem na dveh skupinah indikatorjev denarne politike. Prva skupina vsebuje količino denarja v obtoku (oziroma vse tiske indikatorje, ki najbolj neposredno odražajo gibanje denarnega agregata M3), druga skupina pa druge dopolnilne informacije, pomembne za določitev ekonomskega položaja v državi, in informacije o stopnji ekspanzivnosti oziroma restriktivnosti denarne politike (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, 2001, str. 13-14).

Od leta 1991, ko BS skoraj ni imela mednarodnih deviznih rezerv, so le-te postale v obdobju nekaj let praktično edina premoženjska oblika v njeni premoženjski bilanci (več kot 90 % aktive so bila tuja aktiva). Ker so skoraj vsa aktiva BS devizna imetja, pridobljena z nakupi na deviznem trgu od poslovnih bank, je razumljiva zelo tesna povezanost med dogajanjem na deviznem trgu in denarnimi gibanji. V začetnem obdobju so bila devizna imetja bank edina primerna oblika premoženja za potrebe refinanciranja pri BS. V nadaljevanju pa sta presežek tekočega dela plačilne bilance in neto pritek kapitala prisilila BS, da je začela sterilizacijsko kupovati devize. Kot nasprotna operacija njenim nakupom deviz ni bila prodaja državnih papirjev, ker teh, kot je bilo že omenjeno, ni bilo, ampak prodajo njenih kratkoročnih obveznic – tako imenovanih blagajniških zapisov. V sredini devetdesetih let je sicer BS uvedla nekatere omejitve pri mednarodnem pretoku kapitala, vendar so bile le-te leta 2002 popolnoma odpravljene. Odprava omejitev za mednarodni pretok kapitala je skupaj s povečano variabilnostjo mednarodnih kapitalskih tokov zahtevala sistemsko urejanje in nadzor upravljanja likvidnostnih in valutnih tveganj, ki so jim bile izpostavljene banke. Poleg tega je odprava preostalih kapitalskih omejitev še nadalje zmanjšala možnost BS, da bi nadzirala rast denarnega agregata M3 (Ribnikar, Košak, 2004, str. 153-154, 163-164).

Zaradi relativno velike odprtosti slovenske ekonomije je vpliv denarne politike prek transmisije deviznega tečaja na realni sektor pričakovan. Možnost neposrednega uravnavanja dinamike rasti deviznega tečaja, ki jo BS zagotavlja sklenitev pogodbe z bankami o skupnem nastopanju pri posegih na trgih tujega denarja, omogoča ohranjanje zunanjšega ravnovesja slovenskega gospodarstva. Signaliziranje dinamike rasti deviznega tečaja, to je tečaja evra (do konca leta 1998 pa nemške marke), vpliva predvsem na relativno donosnost naložb in stroškov zadolžitev doma v nasprotju s tujino. To vpliva na mednarodne tokove kapitala, ki so zato občutljivi. Ker pa vsi mednarodni tokovi kapitala niso enako občutljivi (takšne so na primer tuje neposredne naložbe), mora BS vzdrževati nadzor nad količino primarnega denarja s sterilizacijskimi nakupi deviz. Pri tem kupuje devize od bank začasno, hkrati pa spreminja ali prilagaja razmeram obrestno mero, ki jo plačujejo banke za ta posojila. Pogodba o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja torej omogoča BS, da ima pretežno v svojih rokah dinamiko rasti tečaja evra. Obrestne mere začasne nakupe deviz od bank ali za posojila bankam so ena sestavina, s katero se zagotavlja ustrezno visoka neenakost obrestnih mer med Slovenijo in državami, ki imajo evro (Ribnikar, Košak, 2004, str. 163-166). Ta ustrezno visoka neenakost obrestnih mer je pomembna za bančni sektor, saj je podlaga za odločitev o tem, ali se zadolžiti v tujini ali doma oziroma ali naložiti sredstva v tujini ali doma. Za realni sektor je ključnega pomena predvsem pričakovani tečaj evra pri danih domačih in tujih obrestnih merah. Zaradi tega upošteva BS pri določanju ključnih obrestnih mer denarne politiki pričakovano spremembo deviznega tečaja in trenutne obrestne mere na domačem in tujem finančnem trgu (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 38).

V celotnem obdobju od osamosvojitve do danes je eden od pomembnejših dejavnikov, ki ga je morala upoštevati BS pri vodenju denarne politike, strukturni položaj denarnega trga. BS namreč izvaja denarno politiko v razmerah velikega presežka strukturnega položaja denarnega trga. Presežna likvidnost bank, ki je posledica avtonomnih dejavnikov, onemogoča uporabo običajnih instrumentov denarne politike, to je tistih, s katerimi centralna banka bankam dodaja likvidnosti (na primer prek operacij na odprtem trgu.) Tako ne more uporabljati svoje aktivne obrestne mere, ki je sicer drugje vselej obrestna mera centralne banke, in tako ne more sporočati ali »signalizirati« trgu, kakšna je denarna politika. Zato tudi ne more učinkovito in tako, kot to delajo druge centralne banke, vplivati na oblikovanje kratkoročnih obrestnih mer (Košak, 1997, str. 35-40).

Presežek strukturnega položaja denarnega trga je zahteval odvzemanje presežne likvidnosti bankam. To je počela BS s svojimi blagajniški zapisi (del presežne likvidnosti je BS bankam odvzela že z obveznimi rezervami, katerih naloga je bila vsaj zmanjšati, če že ne odpraviti strukturni presežek – to ji je uspelo do leta 1994). V takih okoliščinah je vodenje denarne politike relativno zahtevnejše, kar zadeva vpliv na kratkoročne obrestne mere, kot v primeru primanjkljaja strukturnega položaja denarnega trga, ko centralna banka bankam dodaja likvidnosti. Takšno stanje strukturnega položaja denarnega trga je posledica neto pritoka kapitala in odločenosti BS, da ne bo dopustila, da bi se to neovirano pretočilo na devizni tečaj, to je na realno depreciacijo evra oziroma apreciacijo tolarja napram evru (Ribnikar, Košak, 2004, str. 153-157, 164).

Od leta 2001 temelji denarna politika BS na dveh skupinah (ali stebrih) indikatorjev (podobno velja za denarno politiko ECB). Prvi steber predstavlja količina denarja v obtoku oziroma vsi indikatorji, ki kažejo likvidnostni položaj v bančnem sistemu, vključno z denarnimi agregati. Prvo skupino indikatorjev tako predstavljajo: likvidnost bank, kjer presežne rezerve predstavljajo prost kreditni potencial bank, kratkoročne obrestne mere, struktura denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank. V drugi steber indikatorjev denarne politike se uvrščajo vse tiste spremenljivke, ki pomembno dopolnjujejo informacijo indikatorjev prvega stebra o položaju gospodarstva ter kažejo stopnjo restriktivnosti oziroma ekspanzivnosti denarne politike. Indikatorji drugega stebra posredujejo informacije o cenovni stabilnosti in vzdržnosti denarne politike, kot so: plačilna bilanca, tuje obrestne mere in nepokrita neenakost obrestnih mer, rast plač v zasebnem in javnem sektorju, rast cen, ki so pod administrativnim nadzorom, ter stopnja rasti deviznega tečaja, kadar BS ne intervenira na deviznem trgu (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, 2001, str. 13-14). Informacije obeh skupin indikatorjev, tako iz finančnega kot realnega sektorja, oblikujejo podlago za sprejemanje odločitev pri izvajanju denarne politike. Tako kompleksen okvir denarne politike je omogočal BS vsaj doslej precej uspešno izvajanje denarne politike (in bo verjetno tudi v prihodnje do vključitve v EMU).

4. VSTOP SLOVENIJE V EU IN EMU TER VPLIV NA DENARNO POLITIKO

»Pot v evroobmočje ni avtocesta, ko se voznik priveže in se udobno odpelje proti svojemu cilju, temveč je gorska cesta, na kateri lahko avto in voznika pošteno premetava. Treba je biti previden in pazljiv.« (Repovž, 2003, str. 7). In na tej poti bo imela BS pomembno vlogo. Dejstvo pa je, da bolj ko se bomo bližali cilju – torej prevzemu evra, manj pristojnosti bo imela BS. Na koncu bo postala del Evrosistema, izvajala bo le odločitve ECB, ostala bo brez lastne monetarne politike in politike deviznega tečaja.

4.1. DENARNA POLITIKA BS DO VSTOPA V ERM II

4.1.1. Denarna politika BS do vstopa v EU

Do vstopa Slovenije v EU bo ostala denarna politika v popolni pristojnosti BS, ki bo delovala tako, kot je delovala doslej. O vsem bo odločala samostojno in neodvisno, tako od domačih kot tujih političnih in drugih organov odločanja. Seveda bo še naprej prilagajala svoj instrumentarij instrumentariju ECB, vendar bo to počela postopoma (do uvedbe evra bo prilagoditev popolna). Bistvenih sprememb tako ne bo. BS bo še vedno popolnoma monetarno neodvisna – vodila bo lastno denarno politiko in lastno politiko deviznega tečaja.

4.1.2. Denarna politika BS po vstopu v EU do vstopa v ERM II

Slovenija bo s 1. majem 2004 postala polnopravna članica EU. V Zakonu o BS (Zakon o BS, 2002) je ta dogodek že upoštevan, vendar ne bo bistveno vplival na denarno politiko in samo delovanje BS. BS bo s 1. majem postala sestavni del Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) in pri svojem delu upoštevala določila, ki veljajo za članice EU z derogacijo (torej članice, ki še niso uvedle evra). Guverner BS bo postal član Razširjenega sveta ECB. BS bo še vedno lahko vodila svojo denarno politiko in politiko deviznega tečaja, torej bo še vedno monetarno samostojna, vendar ne več popolno. Upoštevati bo namreč morala določena določila in pravila ECB. Seveda bo še naprej spreminjala instrumente v smeri instrumentov ECB.

V skladu z odločitvijo Sveta EU o fazah uvajanja evra je faza v obdobju po pristopu k EU definirana kot druga faza uvajanja evra (prva faza je predpristopna in traja do vstopa v EU, tretja in hkrati zadnja pa je faza po uvedbi evra). Politika deviznega tečaja bo postala predmet skupnega interesa, bo pa Slovenija še naprej obdržala svojo denarno politiko. Ta faza bo trajala vse do uvedbe evra, torej tudi v času, ko bo Slovenija v ERM II in bo določen osrednji tečaj valute napram evru (Majcen, 2002, str. 21).

4.2. DENARNA POLITIKA BS OD VSTOPA V ERM II DO VSTOPA V EMU

Z vstopom Slovenije v mehanizem deviznih tečajev ERM II bo BS vezala tolar na evro z možnostjo nihanja v obe smeri (za 15 % oziroma 2,25 %, kot se vedno pogosteje omenja v kuloarjih Evropske komisije) okoli centralne vrednosti oziroma paritete. Euro je torej tista valuta v ERM II, s katero bo morala Slovenija (skupaj z državami EMU in ECB) določiti uradni tečaj tolarja. Lahko bi rekli, da se v ERM II vse vrtilo okrog evra, saj je to uradni, centralni ali paritetni tečaj tolarja, izražen z evrom (Ribnikar, 2004, str. 76).

Najbolje bi seveda bilo, da ob vključitvi tolarja v ERM II ne bi prišlo do nobenih šokov (skoka tečaja evra navzgor ali navzdol), zato bi moral biti določen uradni tečaj evra na tisti višini, da bi bil tržni tečaj evra zadnji dan pred tem dogodkom znotraj dovoljenega pasu nihanja tečaja evra pri nas. Hkrati pa ni vseeno, kje natančno bo tečaj evra zadnji dan pred uvedbo režima trdnega deviznega tečaja znotraj omenjenega pasu. Ekonomsko namreč ne bi bilo dobro, da bi uradni tečaj evra pomenil precenjenost tolarja, zato bi bilo tem bolje, čim bližje spodnjega dela pasu možnega nihanja tečaja evra bi bil tečaj evra pri nas. To bi bilo dobro za Slovenijo. Nasprotna stran, torej članice EMU, pa bi želele ravno obratno situacijo. Zato je najverjetneje, da bo tržni tečaj evra pri nas ob vključitvi v ERM II približno na sredini pasu možnega nihanja tečaja evra. Pri tem bo možna nominalna apreciacija evra do zgornje meje, nominalna deprecijacija evra pa ostaja seveda neomejena (Ribnikar, 2004, str. 76).

Cilj BS v času vključenosti v ERM II bo postal devizni tečaj, saj bo morala skrbeti, da se bo tečaj tolarja glede na evro gibal v dovoljenih mejah nihanja. S tem bo BS izgubila precej avtonomije na področju denarne politike. Bolj pomembna bo postala politika deviznega tečaja (Ribnikar,

2000, str. 72). Le-ta bo postala zadeva skupnega interesa (prepovedana bo devalvacija zaradi zagotavljanja konkurenčnih prednosti izvoznikom in spodbujanje izvoza – vsaka devalvacija pomeni dvoletno diskvalifikacijo za vključitev v EMU) (Majcen, 2002, str. 21). Hkrati pa bo zaradi tega postala kontrola inflacije težja.

ERM II je obvezna »čakalnica« pred prevzemom evra, v kateri bo morala Slovenija prebiti vsaj dve leti, da bi dokazala stabilnost svojega deviznega tečaja in tako izpolnila enega od petih maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. Mnogi ekonomisti temu režimu oporekajo, saj gre za vmesni režim fiksne, toda prilagodljivega deviznega tečaja, ki kot takšen izpostavlja valuto nevarnosti napadov špekulativnega kapitala. Najboljša strategija je zato čim krajše bivanje v ERM II, to je le obvezni dve leti (Lavrač, 2003, str. 1).

Lavrač (Lavrač, 2003, str. 1) hkrati ocenjuje, da je za Slovenijo manj tvegano, če se hitro vključi v ERM II, saj to omogoča, da se hitro prebrodi nevarno vmesno obdobje in hitro vstopi v varnejše območje evra. Slovenija je zato izbrala strategijo hitre vključitve v ERM II (do konca leta 2004 oziroma v začetku leta 2005) in v območje evra (v začetku leta 2007). Da pa bi se tveganja v času sodelovanja v ERM II čim bolj zmanjšala, je potrebna visoka stopnja koordinacije ekonomskih politik (predvsem monetarne, fiskalne in dohodkovne). Denarna politika sama namreč ne more učinkovito znižati inflacije, še posebej, če se želi izogniti znatnim stroškom, ki jih politika zniževanja inflacije implicira na gospodarstvo (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev BS, 2002a, str. 45).

Potrebna bo torej določena kombinacija ekonomskih politik (njihova usklajenost bo ključna). Denarna politika bo morala biti ekspanzivna, saj bodo v času po vstopu v ERM II in vse do prevzema evra obrestne mere na relativno nizki ravni in se bodo približale obrestnim meram za evro. Učinke (pre)nizkih obrestnim mer bodo morale nevtralizirati preostale ekonomske politike. Le-te se bodo morale aktivno vključiti v proces omejevanja inflacijskih pritiskov in domače končne porabe. Potrebna bo torej bolj restriktivna fiskalna in dohodkovna politika (Čufer, 2003, str. 1).

Omeniti velja še, da je (po teoriji) režim ERM II pravo oziroma resnično denarno območje ali trdna inačica trdnega deviznega tečaja (denarno politiko določa plačilna bilanca ali je vsaj najpomembnejša pri tem) vsaj dve leti, preden država uvede evro. Kljub trdni inačici deviznega tečaja pa je z možnim razponom nihanja deviznega tečaja okrog uradno določene višine dana možnost posamezni centralni banki, da ima občasno vsaj malo drugačno denarno politiko kot ECB. V primeru BS bo tako pomembno, da bo imela še kaj možnosti oziroma prostora za njene sterilizacijske posege na deviznem trgu, če bo to potrebno (Ribnikar, 2004a, str. 53-54).

4.3. DENARNA POLITIKA BS PO VSTOPU V EMU

Z vstopom Slovenije v Evropsko monetarno unijo (EMU) in s tem uvedbo evra se bodo pri uresničevanju nalog BS v celoti upoštevala določila statuta ESCB in ECB (pri neskladnosti bodo

imela ta določila močnejšo veljavo kot Zakon o BS). BS bo sooblikovala in uresničevala denarno politiko in denarni nadzor evroobmočja. Z dnem uvedbe evra kot denarne enote v Sloveniji bo postal guverner BS član Sveta ECB (Zakon o BS, 2002).

Po vstopu Slovenije v EMU bo BS nepreklicno vezala tolar na evro po tečaju (fiksno določeno razmerje med tolarjem in evrom), ki bo določen zadnji dan pred vstopom v EMU. To bo tečaj, po katerem bomo tolarje zamenjali za evre. Pri tem bo pomembno, da ne bo šlo ob zamenjavi za precenjenost tolarja. Najverjetneje pa je, da bo zamenjava denarja opravljena po tečaju, ki ne bo pomenil niti precenjenosti niti podcenjenosti tolarja, kar pomeni, da bo uporabljen pravi ali ravnovesni tečaj evra. Hkrati pa ta tečaj verjetno ne bo dosti drugačen od tistega, določenega ob vključitvi v ERM II (Ribnikar, 2004, str. 76).

S tem bo Slovenija ne samo de facto, ampak tudi de iure uvedla evro. Tolarju bodo šteti dnevi. Ko bo prišlo do tega, več ne bomo mogli govoriti o instrumentih denarne politike in instrumentih politike deviznega tečaja, saj BS ne bo imela več nobene avtonomije glede denarne politike. Leta se bo določala iz Frankfurta, torej sedeža ECB. Slovenija bo izgubila denarno samostojnost, lasten denar, uvedla bo enotno evropsko valuto evro. Ker bo Slovenija izgubila lasten denar, se bo odpovedala še svoji politiki deviznega tečaja (Ribnikar, 2000, str. 72). Vendar je do takrat še nekaj časa, saj je prva realna in hkrati optimistična možnost za vstop v EMU in prevzem evra januar 2007. Kakorkoli že, vstop v EMU in uvedba evra je glavni cilj BS.

Določanje in vodenje skupne monetarne politike je v EMU centralizirano, preneseno na nadnacionalno monetarno oblast – ECB (Lavrač, 2000, str. 76). Slovenija bo kot polnopravna članica EMU lahko sodelovala pri odločanju o skupni monetarni politiki in politiki deviznega tečaja evroobmočja.

Pričakovani stroški vključitve Slovenije v EMU so povezani z izgubo nacionalne monetarne suverenosti – izgubo možnosti vodenja lastne monetarne politike in lastne politike deviznega tečaja. Izguba slednje pomeni, da bo Slovenija zaradi prehoda na skupno valuto izgubila lastni devizni tečaj in s tem možnost uporabe le-tega kot instrument za uravnavanje mednarodne konkurenčnosti svojega gospodarstva. Glede na to, da je Slovenija doslej uporabljala politiko deviznega tečaja kot mehanizem plačilnobilančnega prilagajanja, je izguba te politike nedvomno glavni strošek slovenskega vključevanja v EMU (Lavrač, 2000, str. 76-77).

Politično ekonomski vstop v evropsko hišo torej opredeljujejo trije krogi. Prvi pomeni formalni vstop v EU in takrat bo Slovenija prvič izgubila del ekonomske suverenosti, še posebej zaradi delne podrejenosti ECB. Drugi vstopni prag predstavlja sprejem tečajnega sidra (ERM II), ko se tolar relativno trdno pripne na evro. V dveletni »čakalnici« bo Slovenija testirala svojo ekonomsko sposobnost vstopa v tretji krog, ki pomeni dejanski sprejem evra in najvišjo stopnjo ekonomske integracije. Vsak izmed teh vstopnih pragov pomeni dodatno izgubo monetarne suverenosti in vsaka nova vrata predstavljajo večjo stopnjo »evropeizacije« slovenskega gospodarstva (Kovač, 2003, str. 9).

4.4. DENARNA POLITIKA BS IN NJENI BLAGAJNIŠKI ZAPISI DO VKLJUČITVE SLOVENIJE V EMU

Ker je bila najpomembnejša značilnost denarne politike BS doslej, da je predvsem odvezemala bankam preveliko likvidnost (ki je nastajala z avtonomnimi transakcijami, predvsem z nakupi deviz) z izdajanjem svojih blagajniških zapisov, bi bilo za BS verjetno edino prav, da bi le-te odpravila do uvedbe evra ali vsaj zelo kmalu po njegovi uvedbi. Z uvedbo evra BS ne bo več sterilizacijsko kupovala deviz s svojimi blagajniškimi zapisi, če dve samostojni in navidezno neodvisni transakciji – (začasni) nakup deviz od bank s tolarji in prodaja blagajniških zapisov (nekaj časa tudi dolgoročnejših v tujem denarju in ne samo v tolarjih) bankam – jemljemo kot eno transakcijo. Prav tako ne bo več smiselno zahtevati od bank, da imajo del od predpisanega likvidnega premoženja v tujem denarju v blagajniških zapisih BS v tujem denarju (v evrih), in sicer v višini 36 % obveznosti v tujem denarju z (preostalo) dospelostjo 180 dni (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Pri načrtovanju postopne odprave blagajniških zapisov BS je potrebno najprej pomisliti, da bi »klobčič« podobno, kot se je »namotaval« od leta 1992, tudi »odmotati«. Pri tem se je konec leta 2000 v primeru blagajniških zapisov v domačem denarju sam od sebe skoraj v celoti »odmotal«. Alternativa, da se vse skupaj spremeni v »državni dolg«, ne pride v poštev. Enako velja za idejo, da bi sedanje blagajniške zapise BS kar tako nadomestili z njenimi dolgoročnimi, to je večletnimi papirji. To se bo sicer morda pokazalo kot potrebno za del njenih blagajniških zapisov, če si na primer ne bi mogla drugače zagotoviti nevtralizacije dela svojih deviznih rezerv (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169). **V nadaljevanju je tako prikazana ena izmed možnosti, kako bi BS odpravila svoje blagajniške zapise** (predvsem v tolarjih - blagajniške zapise v tujem denarju bo precej lažje odpraviti).

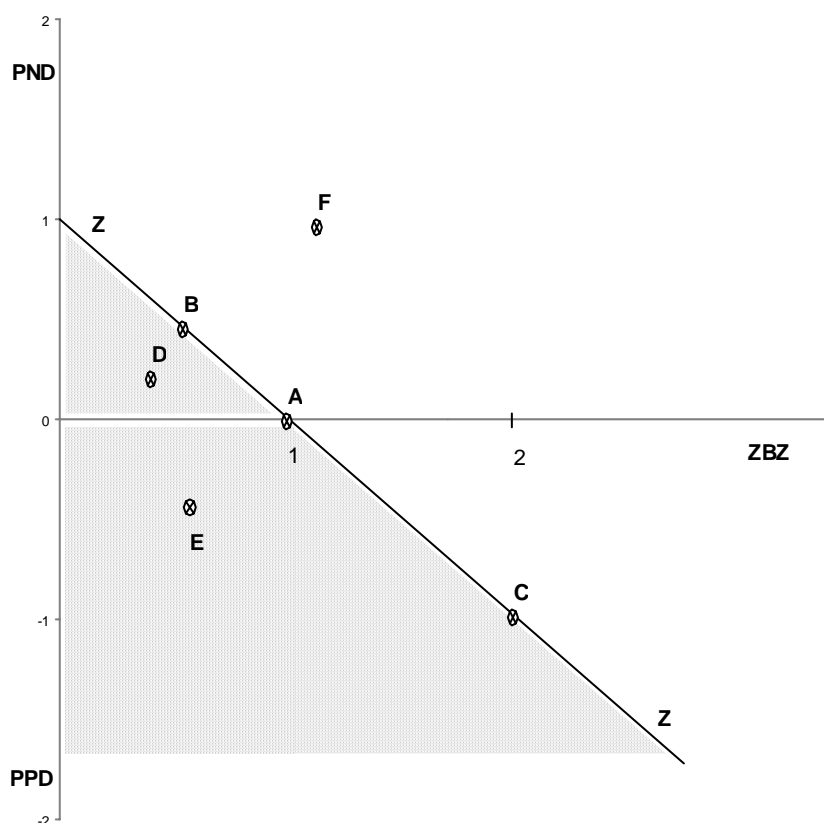
Poglejmo (v pomoč služi diagram na sliki 2), kako bi klobčič »odmotali« ali kako bi brez pretresov zmanjševali in končno odpravili blagajniške zapise v tolarjih. Brez pretresov pomeni predvsem brez posledic na realno apreciacijo tolarja glede na evro, to je na realno depreciacijo evra. Ko se bosta določala dva kritična tečaja tolarja glede na evro (prvič ob vključitvi v ERM2 in drugič ob zamenjavi tolarja za evro), je odločilno, da ne bo šlo niti v prvem niti v drugem primeru za precenjenost tolarja (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Najprej vzamimo, da so plačilnobilančne razmere takšne, da BS ni treba posegati na devizni trg. V tem primeru je največje možno letno zmanjšanje količine tolarških blagajniških zapisov enako potrebnemu letnemu povečanju količine primarnega denarja. Gre preprosto za to, da se devize v vrednosti letnega povečanja količine primarnega denarja, ki so bile včasih sterilizacijsko kupljene, spremenijo v nesterilizacijsko kupljene devize. Med pasivi premoženjske bilance BS se namesto njenih tolarških blagajniških zapisov pojavi primarni denar. Če so plačilnobilančne razmere takšne, da bi BS morala kupovati devize, je možno zmanjšanje količine tolarških blagajniških zapisov manjše za vrednost kupljenih deviz. Del monetizacije ali povečanja količine primarnega denarja se opravi z nakupi deviz na deviznem trgu. Če pa bi bile plačilnobilančne razmere takšne, da bi morala BS devize prodajati, bi bilo možno zmanjšanje količine tolarških

blagajniških zapisov večje od letno potrebnega povečanja količine primarnega denarja za vrednost prodanih deviz. V tem primeru bi namreč imeli demonetizacijo v višini deviz, ki jih je prodala BS, in zato bi lahko bila monetizacija prek spremembe sterilizacijsko kupljenih deviz v nesterilizacijsko kupljene devize za obseg te demonetizacije večja (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Iz slike 2 sledi, da imamo tri spremenljivke: potrebno zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov, potrebno povečanje količine primarnega denarja in plačilnobilančne razmere. Potrebno zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov BS in potreben obseg posegov BS na devizni trg je izraženo relativno glede na velikost možnega povečanja količine primarnega denarja letno. V diagramu slike 2 imamo dve spremenljivki, in sicer potrebno zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov na abscisni osi ter potreben obseg nakupa (od koordinatnega izhodišča navzgor) oziroma prodaje deviz (od koordinatnega izhodišča navzdol) na ordinatni osi (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Slika 2: Največje možno »neboleče« relativno (glede na možno povečanje količine primarnega denarja) zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS (krivulja ZZ) v odvisnosti od plačilnobilančnih razmer (potreben nakup oziroma prodaja deviz)



Legenda: PND - potrebni nakup deviz, PPD - potrebna prodaja deviz, ZBZ - potrebno zmanjšanje količine blagajniških zapisov.

Vir: Ribnikar, Košak, 2004, str. 167.

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 možno »neboleče«. Lahko tudi rečemo, da potreben obseg nakupov deviz, ki ga opravi 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 v tem pogledu niso možne, da bi lahko šlo za »neboleče« zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov BS. »Neboleče« zmanjšanje pomeni, da ne pride do neto prodaj deviz, ki jih opravi BS, in s tem do znižanja tečaja evra (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Največje možno zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS je enako potrebnemu povečanju količine primarnega denarja (točka A), če BS ne posega na devizni trg. Največje možno zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS je manjše, če mora BS kupovati devize (npr. točka B). Možno največje zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS je lahko večje, če mora BS prodajati devize (npr. točka C). Za točki D in E je značilno, da je možno zmanjšanje količine blagajniških zapisov BS večje, in sicer za vodoravno razdaljo teh točk do krivulje ZZ. Zmanjšanje količine blagajniških zapisov, kot nam ga kaže točka F, ni možno »neboleče«. V tem primeru bi morala BS poseči na devizni trg ne kot kupec deviz v obsegu, ki ga kaže navpična razdalja med točko F in absciso, temveč kot prodajalec deviz v vrednosti, ki jo prikazuje navpična razdalja med absciso osjo in točko, ki je navpično pod točko F na krivulji ZZ. Znotraj osenčenega prostora je možno zmanjševati količino tolarskih blagajniških zapisov BS, ne da bi se zaradi tega spreminjal (zniževal) devizni tečaj, to je tečaj evra. V tem primeru se ne bi pokazalo, da je BS s sterilizacijskimi nakupi deviz samo začasno odložila sicer nujno apreciacijo tolarja. Ne bi šlo samo za odlog, ampak za preprečitev realne apreciacije tolarja (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Čim bližje smo točki 0, torej čim manjše je potrebno relativno zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov, tem več prostora ima BS. Devize lahko neto kupuje, hkrati zmanjšuje stanje svojih tolarskih blagajniških zapisov, obseg monetizacije pa je tolikšen, kolikšen sme biti. Za BS je tem bolje, čim večje je potrebno večanje količine primarnega denarja in čim manjše je potrebno zmanjšanje količine tolarskih blagajniških zapisov. Zadnje seveda pomeni, da je za BS tem bolje, čim manjše je stanje tolarskih blagajniških zapisov, ko se loti odpravljanja te postavke med pasivi svoje premoženjske bilance (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Povzamemo lahko, da je za BS tem bolje, čim manjše bo stanje tolarskih blagajniških zapisov, čim manj bo potrebnih nakupov deviz in čim večje bo potrebno povečanje količine primarnega denarja, ko se bo lotila odpravljanja teh blagajniških zapisov. Kljub temu, da verjetno ne bo mogoče do uvedbe evra v celoti odpraviti tolarske blagajniške zapise tako, da bi bili vselej znotraj zasenčenega prostora (»neboleče«), je ta način odprave teh zapisov tisti, ki ga mora BS najprej do konca izkoristiti. To pomeni, da se bo klobčič »odmotaval« na enak način, kot se je »namotaval«, čeprav ga ne bo možno do konca »odmotati«. Tiste tolarske blagajniške zapise, ki jih BS ne bo mogla »neboleče« ob njihovem dospelju izplačati v svojem denarju, to je monetizirati ali spremeniti sterilizacijsko kupljene v nesterilizacijsko kupljene devize, bo

izplačala ob njihovem dospetju v evrih, ker bo takrat Slovenija že imela evro (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

Blagajniške zapise v tujem denarju bo BS odpravila tako, da bo bankam postopno zmanjšuje odstotek likvidnega premoženja v tujem denarju, ki ga morajo imeti v njenih blagajniških zapisih v tujem denarju (Ribnikar, Košak, 2004, str. 166-169).

5. SKLEP

V sodobnem svetu danes velja, da ima večina držav svojo centralno banko. Slovenija pri tem ni nobena izjema, saj je bila njena centralna banka ustanovljena že 25. junija 1991. Nastala je kot pravna naslednica Narodne banke Slovenije tako rekoč čez noč, sočasno z osamosvojitvijo Slovenije. 8. oktobra istega leta je postala BS tudi popolnoma monetarno neodvisna in začela z izdajo lastnega denarja, tolarja. Tega dne je Slovenija dobila centralno banko v pravem pomenu besede.

BS je emisijska in centralna banka RS, je banka bank, posojilodajalec v skrajni sili in nadzorni organ bančnega sistema. Njen temeljni cilj je stabilnost cen (tako Zakon o BS), glavni cilj pa čim prejšnji vstop v EMU in s tem prevzem evra. Naloga BS je predvsem vodenje denarne politike in politike deviznega tečaja. Čimprejšnji vstop v EMU hkrati pomeni vedno manjšo samostojnost denarne politike in politike deviznega tečaja, saj obe politiki počasi prehajata v pristojnost ECB (katere članica bo nekoč tudi BS). Kljub temu ima BS danes še večino svoje avtonomije in je zato poleg fiskalne politike najpomembnejši del ekonomske politike. To pomeni, da lahko pomembno vpliva na gospodarstvo in prispeva h gospodarski rasti, zniževanju inflacije,... Skratka, BS lahko s svojim delovanjem bistveno vpliva na stabilnost slovenskega gospodarstva.

V celotnem obdobju od osamosvojitve do danes je BS vodila denarno politiko v razmerah presežka strukturnega položaja denarnega trga. To je predstavljalo težke pogoje za BS, saj je odvzemanje likvidnosti težje kot ponujanje le-te. Vendar je kljub strukturnemu presežku BS uspevalo voditi denarno politiko na način, da je dosegala zastavljene cilje in da je hkrati omogočala doseganje širše zadanih gospodarskih ciljev. Strukturni presežek je seveda izrazito vplival tudi na izbiro instrumentov denarne politike. Tako so prevladovali instrumenti, s katerimi je BS odzemale presežno likvidnost bank (blagajniški zapisi BS v tolarjih, obvezna rezerva, možnosti naložb pri BS). Na drugi strani pa je BS izredno malo uporabljala instrumente, s katerimi je bankam likvidnost dodajala (razna posojila bankam oziroma operacije na odprtem trgu). Količinsko najpomembnejši instrument denarne politike BS glede na zelo velik strukturni presežek so bili blagajniški zapisi v tolarjih. Najpogosteje uporabljen instrument za natančno uravnavanje likvidnosti bank pa je bil začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju. Denarna politika je bila torej izrazito restriktivno naravnana.

V preteklem obdobju je BS vodila denarno politiko predvsem tako, da je s svojimi tolarskimi blagajniškimi zapisi odzemale odvečno likvidnost bank. Do te je prihajalo zato, ker je BS od

bank kupovala mnogo več deviz, kot bi jih smela kupovati nesterilizacijsko. Zato bi lahko rekli, da so bili tolarski blagajniški zapisi BS dejansko tisto, s čimer je »kupovala« devize od bank. Zaradi tega je ena izmed nalog BS do vstopa v EMU odprava teh blagajniških zapisov. Potrebno jih bo spremeniti v primarni denar, saj bo to odločilno za nemoten prehod v EMU.

BS je uravnavala tečaj evra oziroma stopnjo njegove rasti predvsem na podlagi sporazuma z bankami, zaradi tega je morala od njih kupovati devize (evre) ali jim jih prodajati. BS je to lahko delala le, če je lahko na drugi strani večji del na ta način nastale likvidnosti bank odvezemala s svojimi tolarskimi blagajniškimi zapisi. Pri tem pa je bilo pomembno, da so bili slednji za banke vsaj tako privlačna naložba kot alternativne, ki so jim bile na voljo. To pomeni, da so morale biti obrestne mere ustrezno visoke. Vendar so smele njene obrestne mere biti samo toliko višje od obrestnih mer na območju evra, kolikor je sledilo iz nepokrite paritete obrestnih mer. V nasprotnem primeru bi lahko BS sprožila val pritoka kratkoročnega špekulativnega kapitala.

Od leta 2001 temelji denarna politika na dveh stebrih (indikatorjev). Grobo rečeno predstavlja prvi steber količina denarna v obtoku, drugi pa spremenljivke, ki pomembno dopolnjujejo informacije o položaju gospodarstva. To omogoča BS uspešno izvajanje denarne politike in bo verjetno uspešno tudi v času do vključitve Slovenije v EMU in s tem do prevzema evra.

Z vključitvijo tolara v režim ERM II bo Slovenija uvedla trdo različico trdnega deviznega tečaja, ker želi »bivati« v tem režimu samo toliko časa, kot je potrebno (torej dve leti). Politika deviznega tečaja bo postala pomembnejša, saj bo cilj BS ustrezen devizni tečaj tolara do evra. BS bo zato omejevala nihanje tečaja evra v ozkem pasu okrog njegove uradno določene vrednosti. Zaradi tega bo postala denarna politika rahlo ekspanzivna, kar pomeni, da bo potrebna določena koordinacija ekonomskih politik (potrebna bo večja vloga (bolj restriktivno naravnane) fiskalne politike pri nadaljnjem zniževanju inflacije in potem ohranjanju le-te na nizki ravni). BS bo izgubila precejšen del avtonomije, ki jo je imela do sedaj. Še manj avtonomije pa bo imela po vstopu v EMU in uvedbi evra. Dejansko bo BS in s tem Slovenija izgubila denarno samostojnost, lastno denarno politiko, lasten denar in s tem lastno politiko deviznega tečaja.

V bližnji prihodnosti se torej Sloveniji in BS obetajo drugačni časi. Kmalu, s prvim majem letošnjega leta, bo Slovenija postala članica EU. Bistvenih sprememb pri vodenju denarne politike s tem ne bo. Več jih bo, ko se bo tolar vključil v ERM II, saj bo takrat politika deviznega tečaja postala zadeva skupnega interesa. To naj bi se po predvidevanjih BS in Vlade RS zgodilo na začetku leta 2005. Čez dve leti, torej na začetku leta 2007, pa naj bi Slovenija po optimističnem scenariju uvedla evro in postala članica EMU. S tem bodo za BS nastale velike spremembe. »Slovenska centralna banka« bo postala ECB v Frankfurtu, BS bo le njena članica in bo imela omejene pristojnosti.

6. LITERATURA

1. Bohnec Darko: Sistem obveznih rezerv za knjižni denar in ostala kratkoročna sredstva v Jugoslaviji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1980. 48 str.
2. Cvikel Milan: Denarna politika osemdesetih let v Jugoslaviji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1990. 225 str.
3. Čufer Uroš: ERM2, obvezna postaja na poti do prevzema evra. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 5, str. 1.
4. Delakorda Aleš: Optimalno nominalno sidro in transmisijski mehanizem: primer Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001, 5 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/arc/delovno_gradivo/pdf/nominalno_sidro.pdf], 12.5.2003.
5. Goodhart C.A.E.: Why do Banks Need a Central Bank? Oxford Economic Papers, 1987. str. 75-89.
6. Gregorič Jožica: Denarna politika v Nemčiji (reeskontiranje in refinanciranje). Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 64 str.
7. Gregorič Lucija: O vlogi CB, njeni neodvisnosti in odnosih z državno zakladnico. 1.del. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 1-2, str. 4-10.
8. Janežič Peter: Analiza denarne politike Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 45 str.
9. Jurčević Renata: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 42 str.
10. Košak Marko: Denarni trg in njegov pomen za denarno politiko: splošne značilnosti ter posebnosti v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 100 str.
11. Košak Tomaž: Denar v obtoku in drugi denarni agregati. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 60 str.
12. Košak Tomaž: Kaj nam strukturna pozicija denarnega trga pove o denarni politiki Banke Slovenije. I. del. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, V(1997), 2, str. 33-55.
13. Košak Tomaž: Kaj nam strukturna pozicija denarnega trga pove o denarni politiki Banke Slovenije. II. del. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, V(1997a), 3, str. 29-54.
14. Kovač Bogomir: Dve alternativni za Slovenijo. Sobotna priloga Dela, Ljubljana, 45(2003), 8.11.2003, str. 9.
15. Lavrač Vladimir: Položaj Slovenije v skupni evropski monetarni politiki po vstopu v EMU. IB revija, Ljubljana, 34(2000), 1, str. 76-77.
16. Lavrač Vladimir: Hitro ali počasi v ERM 2? Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 11, str. 1.
17. Lippi Francesco: Central Bank Independence, Targets and Credibility: Political and Economic Aspects of Delegation Arrangements for Monetary Policy. Cheltenham (UK), Northampton (Mass.) : Edward Elgar, 1999. viii+162 str.
18. Majce Janez: Slovenski denar: kronika nastajanja vrednostnih bonov, tolarških bankovcev in kovancev ter priložnostnih kovancev od 1990 do 2000. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 319 str.
19. Majcen Špela: ERM II. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str. 18-22.
20. Mirnik Valentina: Francoska centralna banka in njena denarna politika. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 50 str.

21. Polanec Sašo, Masten Igor, Fabjančič Zarjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. 2. dopolnjena izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 317 str.
22. Raič Andreja: Denarni trgi in instrumenti denarnih trgov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1991. 65 str.
23. Repovž Mija: Slovenija in evro. Sobotna priloga Dela, Ljubljana, 45(2003), 8.11.2003, str. 7.
24. Ribnikar Ivan: Centralna banka. Bančni vestnik, Ljubljana, 43(1994), 6, str. 41-42.
25. Ribnikar Ivan: Neodvisnost centralne banke. Bančni vestnik, 47(1998), 7-8, str. 67-69.
26. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 10, str. 47-49.
27. Ribnikar Ivan, Instrumenti denarne politike Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999a), 12, str. 41-44.
28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I : denar, finančne institucije in denarna politika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999b. 380 str.
29. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999c), 5, str. 46-49.
30. Ribnikar Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999d), 6, str. 47-49.
31. Ribnikar Ivan: Instrumenti politike deviznega tečaja Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 1-2, str. 69-72.
32. Ribnikar Ivan: Svobodno bančništvo. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000a), 4, str. 46-48.
33. Ribnikar Ivan: Centralna pariteta ali sredinska enakost? Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 1-2, str. 74-76.
34. Ribnikar Ivan: Skrajni režimi deviznega tečaja. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004a), 3, str. 51-54.
35. Ribnikar Ivan, Košak Tomaž: Monetary System and Monetary Policy. Mrak Mojmir et al., ed.: Slovenia, From Yugoslavia to the European Union. Washington, D.C. : The World Bank, 2004, str. 151-169.
36. Rolih Karlo: Plačilnobilančno in denarno ravnovesje v majhnem odprtem narodnem gospodarstvu. Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 271 str.
37. Rose Peter S.: Money and Capital Markets : the Financial System in the Economy. 2nd edition. Plano (Texas) : Business Publications, 1986. 875 str.
38. Samuelson P.A., Nordhaus W.D.: Economics. 16th edition. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 1998. 781 str.
39. Snoj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize. Ljubljana : Banka Slovenije, 9(2001), 5, str. 47-63.
40. Švigelj Matej: Analiza Bernanke - Blinderjevega modela. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 43 str.
41. Tušar Nina: Centralne banke držav Evropske unije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 53 str.
42. Weber Philipe et al.: The Bank of France, institution and monetary policy instruments. Paris : Publication du Groupe CPR, 1995, str. 2-84.
43. Žižmond Egon: Ekonomika narodnega gospodarstva. 3. izdaja. Ljubljana : DZS, 1999. 182 str.

7. VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 3, 107 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003a), 10, 125 str.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003b), 10 in 13(2004), 1, 133 str.
4. Bohnec Darko: Instrumenti denarne politike – vsebina in uporaba. Interno gradivo CISEF: Denarna politika in banke v letu 1996. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 19 str.
5. Gradivo za predmet Finančna ekonomija 2001/02.
6. Interni podatki Banke Slovenije.
7. Letno poročilo BS za leto 1991. Ljubljana : Banka Slovenije, 1992. 54 str.
8. Letno poročilo BS za leto 1992. Ljubljana : Banka Slovenije, 1993. 42 str.
9. Letno poročilo BS za leto 1993. Ljubljana : Banka Slovenije, 1994. 52 str.
10. Letno poročilo BS za leto 1994. Ljubljana : Banka Slovenije, 1995. 56 str.
11. Letno poročilo BS za leto 1995. Ljubljana : Banka Slovenije, 1996. 56 str.
12. Letno poročilo BS za leto 1996. Ljubljana : Banka Slovenije, 1997. 60 str.
13. Letno poročilo BS za leto 1997. Ljubljana : Banka Slovenije, 1998. 74 str.
14. Letno poročilo BS za leto 1998. Ljubljana : Banka Slovenije, 1999. 95 str.
15. Letno poročilo BS za leto 1999. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000. 101 str.
16. Letno poročilo BS za leto 2000. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 96 str.
17. Letno poročilo BS za leto 2001. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 105 str.
18. Letno poročilo BS za leto 2002. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003. 104 str.
19. Podatki Statističnega urada Republike Slovenije.
[URL: <http://www.stat.si/indikatorji.asp?ID=20>], 20.2.2004.
20. Program vstopa v ERM 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], 21.11.2003.
21. Sklep o dajanju lombardnih posojil (Uradni list RS, št. 29/92).
22. Sklep o dajanju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank (Uradni list RS, št. 98/02).
23. Sklep o depozitu čez noč pri Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 50/01).
24. Sklep o depozitu čez noč pri Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 103/02).
25. Sklep o deseti izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom (Uradni list RS, 77/98).
26. Sklep o enajsti izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom (Uradni list RS, 12/99).
27. Sklep o izdaji blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju (Uradni list RS, št. 103/02).
28. Sklep o lombardnem posojilu (Uradni list RS, št. 103/02).
29. Sklep o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 36/02).
30. Sklep o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 103/02a).
31. Sklep o obveznih rezervah (Uradni list RS, št. 2/04).
32. Sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic (Uradni list RS, 13/92).

33. Sklep o obveznih rezervah bank in hranilnic (Uradni list RS, 80/94).
34. Sklep o osmi emisiji dvodelnega prenosljivega blagajniškega zapisa Banke Slovenije (Uradni list RS, 2/97).
35. Sklep o posojilu čez dan (Uradni list RS, št. 103/02).
36. Sklep o prvi emisiji dvodelnega prenosljivega blagajniškega zapisa Banke Slovenije (Uradni list RS, št. 32/92).
37. Sklep o prvi izdaji blagajniškega zapisa Banke Slovenije z nakupnim bonom (Uradni list RS, 32/94).
38. Sklep o spremembi sklepa o kratkoročnih posojilih bankam (Uradni list RS, 53/00).
39. Sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah (Uradni list RS, 65/03).
40. Sklep o začasnem odkupu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 103/02).
41. Usmeritve denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 34 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf], 12.5.2003.
42. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 31 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2002q2.pdf], 12.5.2003.
43. Uresničevanje kratkoročnih usmeritve denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002a. 48 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2002q4.pdf], 12.5.2003.
44. Uresničevanje kratkoročnih usmeritve denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003. 83 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2003q2.pdf], 16.7.2003.
45. Uresničevanje kratkoročnih usmeritve denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, 2003a. 51 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2003q4.pdf], 20.11.2003.
46. Ustava Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 33/91).
47. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91-I).
48. Zakon o Banki Slovenije – 1 (Uradni list RS, št. 58/02).

SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV

base money	primarni denar
de facto	dejansko, v resnici
de iure	pravno, s pravnega vidika
derogacija	odstopanje od pravil (v zvezi z EMU in uporabo evra)
goal	končni cilj denarne politike centralne banke
high-powered money	primarni denar
(intermediate) target	bližnji cilj denarne politike centralne banke
lender of last resort	centralna banka kot posojilodajalka poslovnim bankam v skrajni sili
open market operations	operacije na odprtem trgu
prudential control	nadzor preudarnosti, varnosti in smotrnosti poslovanja bank
repurchase agreement	začasna prodaja vrednostnih papirjev (s strani centralne banke gre za začasni nakup vrednostnih papirjev)
reverse repurchase agreement	začasen nakup vrednostnih papirjev (s strani centralne banke gre za začasno prodajo vrednostnih papirjev)
seignorage	monopolni dohodek centralne banke od izdajanja denarja
ultimate target	končni cilj denarne politike centralne banke

PRILOGE

PRILOGA 1: INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS – KRONOLOŠKI PREGLED

PRILOGA 2: DENARNA POLITIKA BS PO LETIH OD 1991 DO 2003

PRILOGA 1: INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BS – KRONOLOŠKI PREGLED

V nadaljevanju je prikazan tabelarični prikaz instrumentov denarne politike BS v letih njenega obstoja. Prikaz je podan po letih oziroma četrletjih (1. četrletje: januar – marec; 2. četrletje: april – junij; 3. četrletje: julij – september; 4. četrletje: oktober – december) in mesecih, navedeni pa so vsi pomembni mejniki pri uporabi določenega instrumenta. Tako lahko razberemo, kdaj je bil določen instrument uveljavljen, kdaj in kakšne spremembe je doživel ter kdaj je bil ukinjen (če je do tega seveda prišlo).

Za boljšo predstavbo so predstavljeni tudi nekateri drugi instrumenti, ki ne sodijo med instrumente denarne politike (instrumenti politike deviznega tečaja), vendar pa pomembno vplivajo (oziroma so vplivali) na količino denarja v obtoku.

Tabela I: Tabelarični prikaz uporabe instrumentov denarne politike BS

	<i>POSOJILA oziroma KREDITI</i>	<i>BLAGAJNIŠKI ZAPISI</i>	<i>OBVEZNA REZERVA</i>	<i>DRUGI INSTRUMENTI</i>
1991 – 4. četrletje	<p>11.10.: Sklep o načinu določanja reeskontnih kvot</p> <p>11.10.: Sklep o dajanju reeskontnih (na podlagi portfelja določenih domačih in tujih kratkoročnih vrednostnih papirjev) in lombardnih kreditov (na podlagi zastave določenih kratkoročnih vrednostnih papirjev in blagajniških zapisov BS v tolarjih) v okviru reeskontne kvote (S tema sklepoma je bila začrtana emisijska politika BS.)</p>	<p>6.12.: Sklep o izdaji blagajniških zapisov BS v tolarjih: s tem sklepom je BS uvedla 2- in 12-dnevne (za banke) ter 7- in 14-dnevne (za hranilnice) blagajniške zapise v tolarjih (direktna ponudba bankam ali preko avkcij)</p>	<p>11.10.: Sklep o obračunavanju, izločanju in uporabi obveznih rezerv bank (začasno povečanje stopenj obveznih rezerv na nebančne vloge do 3 mesecev s 6,9% na 20% in znižanje za vloge nad 3 meseci s 5,5% na 5%) konec oktobra: znižanje stopenj obveznih rezerv za nebančne vloge do 3 mesecev z 20% na 7%</p>	

	<i>konec oktobra in v novembru:</i> BS je trikrat znižala reeskontne kvote			
1992 – 1. četrtletje	<i>do februarja:</i> zmanjševanje reeskontnih kvot <i>konec 1. četrtletja:</i> odprava reeskontnih kvot, nadomestitev le-teh med drugim z likvidnostnimi krediti bankam (namenjeni so zagotavljanju dnevne likvidnosti na podlagi zastave blagajniških zapisov v tolarjih in državnih obveznic prve in druge izdaje) <i>marec:</i> BS je začela z odobravanjem posebnih likvidnostnih posojil za banke v predsanacijskem postopku (za en dan ali 14 dni)	10.1.: Sklep o izdaji blagajniških zapisov BS v tujem denarju: s tem sklepom je BS uvedla blagajniške zapise v tujem denarju (nominirane v nemških markah) za 60, 90 in 120 dni (odprta ponudba)	<i>do februarja:</i> zniževanje začasno zvišanih stopenj obveznih rezerv z 11.10.1991	1992: BS je uveljavila instrument dokončnega nakupa in dokončne prodaje deviz
1992 – 2. četrtletje	12.6.: BS je na podlagi zastave blagajniških zapisov BS v tujem denarju uvedla lombardne kredite (do 3 mesecev) v treh oblikah (kombinirana ponudba repo posla in lombardnega posojila; lombardno posojilo, pridobljeno z licitacijo; stalna možnost		<i>do aprila:</i> veljavne stopnje obveznih rezerv za: <ul style="list-style-type: none"> • vloge na vpogled in vloge do 3 mesecev: 7% • vloge nad 3 meseci: 5% <i>od aprila naprej:</i> (nove) veljavne stopnje obveznih rezerv za: <ul style="list-style-type: none"> • vloge na vpogled in vloge do 	<i>do 1.4.:</i> devizni minimum se je določal glede na obseg plačilnega prometa s tujino <i>po 1.4.:</i> pri deviznem minimumu se je pričel upoštevati še obseg novega deviznega varčevanja <i>maj:</i> BS je začela spremljati neto devizno pozicijo bank

	najetja lombardnega posojila (t.i. interventno lombardno posojilo) za pet dni – ta instrument predstavlja za banke izhod v sili)		30 dni: 12,5% <ul style="list-style-type: none"> vloge od 31 dni do enega leta: 3% vloge nad enim letom: 0,5% 	<i>junij:</i> poleg deviznega minimuma morajo banke zagotavljati še <i>neto devizno pozicijo</i> (ta je najprej znašala 6% deviznega minimuma, od avgusta pa 7,5%)
1992 – 3. četrletje	<i>julij:</i> BS se je vključila na večerni medbančni denarni trg z likvidnostnimi posojili čez noč (zaradi občasnih večjih nihanj likvidnosti bank)	<i>I.7.:</i> BS je uvedla dvodelne prenosljive blagajniške zapise v tolarjih (blagajniška zapisa sta sestavljena iz dveh ločljivih, vrednostno enakih delov; vplačata se v tolarjih, pri izplačilu pa se polovica izplača v tolarjih, polovica pa v tujem denarju (v DEM))		
1992 – 4. četrletje	<i>II.12.:</i> Nov sklep o dajanju lombardnih kreditov: BS lahko daje bankam kratkoročne kredite ob zastavi državnih vrednostnih papirjev (ročnost: do enega leta) in blagajniških zapisov BS v tujem denarju			
1993 – 1. četrletje				
1993 – 2. četrletje		<i>maj:</i> blagajniški zapisi BS v tujem denarju se od tega meseca naprej lahko vplačajo in izplačajo tako v nemških markah (DEM) kot v ameriških dolarjih (USD)	<i>april:</i> manjši popravek v tehnični izvedbi	

1993 – 3. četrletje				<i>julij:</i> BS je uveljavila dva nova instrumenta: nakup deviz s pravico do povratnega odkupa in z obveznostjo povratnega odkupa (oz. z obveznim povratnim odkupom)
1993 – 4. četrletje				<i>konec novembra in december:</i> BS je posegala z začasnim nakupom blagajniških zapisov v tujem denarju in z njihovim obveznim povratnim nakupom po sedmih oziroma desetih dneh
1994 – 1. četrletje				<i>1994:</i> začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju na 207 avkcijah s povratnim odkupom praviloma po enem mesecu
1994 – 2. četrletje	<i>maj:</i> za pridobitev interventnega lombardnega posojila (za pet dni) mora banka zastaviti od maja naprej samo še štiridesetkrat (do konca aprila pa devetinpetdesetkrat) večji znesek blagajniških zapisov, kot dobi odkup deviznih pritokov od podjetij v času črpanja posojila	20.5.: Sklep o dopolnitvi sklepa o izdaji blagajniških zapisov BS v tujem denarju: s tem dnem je BS začela izdajati tudi 180-, 270- in 360-dnevne blagajniške zapise BS v tujem denarju (poleg že uveljavljenih 60-, 90- in 120-dnevnih) 1.6.: uvedba prinosniških, materializiranih, serijskih blagajniških zapisov BS z nakupnim		<i>1994:</i> BS je uvedla odkup vseh ponujenih količin deviz z obveznim povratnim odkupom ter začasni odkup določene količine deviz z obveznim povratnim odkupom

		bonom (izdaja na vsake pol leta; velja: datum dospelosti prejšnje je enak datumu izdaje nove serije)		
1994 – 3. četrtletje	<i>druga polovica leta 1994:</i> nov pogoj pri črpanju likvidnostnih posojil : banke so morale odkupovati devizne pritoke od podjetij			
1994 – 4. četrtletje	<i>november:</i> BS je uvedla nov, stabilnejši instrument denarne politike: kratkoročno posojilo (podlaga za črpanje in zavarovanje posojila so blagajniški zapisi BS v tujem denarju)	<i>konec leta 1994:</i> BS je uvedla 60-dnevni serijski blagajniški zapis v tolarjih za banke (poleg uveljavljenih 2- in 12-dnevnih)	<i>november:</i> začeti je veljala sprememba glede uporabe obvezne rezerve, ki je bankam in hranilnicam predpisovala, da morajo imeti del izračunanih obveznih rezerv vsak dan na posebnem računu, če presegajo efektivne pasivne obrestne mere	<i>oktober:</i> od tega meseca naprej morajo banke izpolniti devizni minimum brez podaljševanja dekadnega prilagajanja
1995 – 1. četrtletje	<i>konec januarja:</i> ukinitiv dodatnega pogoja pri lombardnem posojilu glede odkupa deviznih pritokov od podjetij v času črpanja posojila	<i>1995:</i> BS je uvedla 30-dnevni neserijski blagajniški zapis v tolarjih za banke (neprekinjeno odprta ponudba) <i>4.3.:</i> BS je izdala sklep o izdaji neserijskega blagajniškega zapisa BS v tolarjih z rokom dospelosti 360 dni , ki pa ga banke vplačajo iz začasno prodanih deviz BS (z obveznim povratnim odkupom čez 360 dni od BS)		<i>februar:</i> BS je uvedla brez-obrestni tolarški depozit za zadolževanje domačih oseb v tujini v obliki finančnih kreditov in depozitov, ki se ne porabijo za plačila v tujino

1995 – 2. četrtletje	<p>maj: BS je pri likvidnostnem posojilu čez noč uvedla nominalno letno obrestno mero</p>		<p>april: dopolnitev metodologije:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ukinitev obvezne rezerve na vloge, vezane nad enim letom; • zmanjšanje stopnje obveznih rezerv na vloge, vezane nad šest mesecev do enega leta, s treh na en odstotek; • zmanjšanje stopnje obveznih rezerv na vloge, vezane nad tri do šest mesecev, s treh na dva odstotka; • povečanje stopnje obveznih rezerv na vloge, vezane od 31 dni tri do treh mesecev, s treh na šest odstotkov; • zmanjšanje stopnje obveznih rezerv na vpogledne vloge in vloge, vezane do 30 dni, s 12,5 na 12 odstotkov 	<p>marec: sprememba metodologije za izračun deviznega minimuma (v izračunu je povečan delež deviznih vlog prebivalstva na vpogled na 100 odstotkov)</p>
1995 – 3. četrtletje	<p>september:</p> <ul style="list-style-type: none"> • podaljšanje časa črpanja kratkoročnega posojila z enega na tri mesece in sprememba pogojev glede deleža tega posojila za banke • BS je poleg rednega 		<p>julij: določitev enakega deleža uporabe obvezne rezerve za dnevno likvidnost bank za vse banke in hranilnice (torej uporaba pod enakimi pogoji za vse banke in hranilnice) – polovico obveznih rezerv imajo</p>	<p>avgust: BS je na podlagi pogodbe z Ministrstvom za finance od avgusta sprejemala vezane vloge države (te vloge so tudi podlaga za uvedbo dodatnega kratkoročnega posojila BS)</p> <p>september: BS je uvedla prodajo</p>

	<p>kratkoročnega posojila uvedla še dodatno kratkoročno posojilo (le-tega BS ponudi bankam na podlagi sprejete vezane vloge Ministrstva za finance)</p>		<p>dnevno na posebnem računu (uporaba le-teh možna le proti plačilu nadomestila po zamudni obrestni meri)</p>	<p>deviz bankam za vpis blagajniških zapisov v tujem denarju (odprta ponudba bankam) 2. polovica 1995: uvedba nakupa deviz pri BS z odloženim izplačilom</p>
1995 – 4. četrletje	<p>december: BS je uvedla likvidnostno posojilo v skrajni sili (odprta ponudba, posojilo je namenjeno bankam za nenadne likvidnostne težave in poravnavo obveznosti, čas črpanja je en dan)</p>			
1996 – 1. četrletje				<p>1996: pogoji sklepanja vezanih vlog države so bili spremenjeni v korist večje fleksibilnosti pri uravnavanju likvidnosti proračuna, skrajšan je bil rok za napoved vezave in omogočena vezava na poljubno število dni februar: pri izračunu mesečnega zneska deviznega minimuma se upošteva od februarja naprej tudi obseg neto prodaje tuje gotovine v menjalniškem poslovanju</p>
1996 – 2. četrletje	<p>maj 1996: prvi dogovor med BS in bankami o pripravljenosti za sodelovanje pri reševanju more-</p>			<p>april: uvedena je tridelna ponudba, ki se sestoji iz nakupa deviz, začasnega nakupa deviz z</p>

	bitnih likvidnostnih težav			obveznostjo povratnega odkupa in vpisa blagajniških zapisov BS v tujem denarju za 180 dni – zadnjič ponujena v začetku septembra <i>junij:</i> sprejeta je obveznost, da morajo banke ob koncu leta 1996 imeti minimalno 30 % deviznega minimuma v blagajniških zapisih BS v tujem denarju
1996 – 3. četrtletje	<i>avgust:</i> BS je uvedla posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank (posojilo banki od BS s sodelovanjem ene ali več drugih bank) – namenjeno bankam z likvidnostnimi težavami			<i>julij:</i> BS je predpisala bankam, da morajo od 31.7.1996 naprej usklajevati terjatve do tujih oseb z obveznostmi do teh <i>julij:</i> BS je uvedla nakup deviz s pravico od bank, te banke pa imajo nato v naslednjih šestih mesecih pravico vsak mesec prodati BS enak znesek deviz
1996 – 4. četrtletje		<i>december:</i> BS je uvedla 60-dnevne blagajniške zapise v tolarjih za hranilnice kot stalno odprto ponudbo		
1997 – 1. četrtletje		<i>17.2.:</i> BS je uvedla nov serijski blagajniški zapis BS v tolarjih z dospelostjo 270 dni (namenjen bankam in hranilnicam)		<i>februar:</i> Ministrstvo za finance je prvič črpalo premostitveno posojilo za en dan pri BS (na podlagi vezane vloge)

				<i>februar:</i> BS sprejela sklep o uvedbi skrbniških računov za tuje naložbe v vrednostne papirje
1997 – 2. četrtletje	<i>junij:</i> drugi dogovor med BS in bankami o pripravljenosti za sodelovanje pri reševanju morebitnih likvidnostnih težav			<i>april:</i> sprememba metodologije izračuna deviznega minimuma – upošteva se celotno stanje na vpoglednih deviznih računih tujih oseb (prej 90%) <i>junij:</i> zaradi zavarovanja pred deviznim tveganje je BS predpisala bankam, ki opravljajo posle s tujimi plačilnimi sredstvi, dnevno izračunavanje odprte devizne pozicije (le-ta ne sme nikoli presežati 20% jamstvenega kapitala banke) <i>junij:</i> BS je ponudila nakup deviz s pravico in z vpisom blagajniških zapisov (s tem nadomestila julija 1996 uveden nakup deviz s pravico)
1997 – 3. četrtletje	<i>julij:</i> z zaključkom sanacije obeh bank v sanaciji je ugasnila možnost za črpanje likvidnostnih posojil , namenjenih bankam v sanaciji		<i>september:</i> sprememba obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv – določeno je od 27. dne v preteklem mesecu do 26. dne v tekočem mesecu (prej pa je bilo to obdobje od prvega do zadnjega	<i>julij:</i> sprememba metodologije izračuna deviznega minimuma: pri izračunu se ne upošteva več neto prodaja tuje gotovine iz naslova menjalniškega poslovanja <i>avgust:</i> BS je ponovno ponudila

			dne v mesecu)	začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom <i>september:</i> povečanje deleža deviznega minimuma , ki ga morajo banke izpolnjevati z blagajniškimi zapisi BS v tujem denarju, na 60 odstotkov
1997 – 4. četrletje		8.10.: prenehanje veljavnosti sklepa o izdaji blagajniškega zapisa BS, vplačanega z začasno prodajo deviz (360-dnevni BZ)		<i>december:</i> od tega meseca naprej lahko RS črpa čez dan pri BS okvirno posojilo v odvisnosti od skupnega stanja vseh računov, ki se kot računi države vključujejo v depozit pri BS
1998 – 1. četrletje				<i>marec:</i> sprememba metodologije deviznega minimuma: pri izračunu se upoštevajo tudi vse tiste tolarske vloge, ki so pogojene s prodajo deviz ob poteku vezave
1998 – 2. četrletje	28.5.: podpisan tretji dogovor med BS in bankami o pripravljenosti za sodelovanje pri reševanju morebitnih likvidnostnih težav (dajanje posebnih likvidnostnih posojil)		<i>april:</i> z uvedbo bruto poravnave v realnem času se je pri izpolnjevanju obvezne rezerve pričelo upoštevati stanje na poravnalnem računu pri BS (namesto stanja na žiro računu pri Agenciji za plačilni promet)	15.4.: BS je bankam posredovala prvo ponudbo za začasni odkup deviz z obveznim povratnim odkupom čez 60 dni
1998 – 3. četrletje		15.9.: BS je uvedla in začela s prodajo novega blagajniškega		<i>julij:</i> BS je posredovala sodelujočim bankam prvo ponudbo za

		<p>zapisa v tolarjih z dospelostjo 270 dni z nominalno obrestno mero (namenjen je bankam in hranilnicam)</p> <p>21.9.: BS je uvedla in začela z rednimi tedenskimi avkcijami 28-dnevnega blagajniškega zapisa v tolarjih</p>		<p>interventni začasni odkup deviz po veljavnem interventnem tečaju</p>
1998 – 4. četrtletje		<p>november: BS je sredi meseca izdala zadnjo serijo 270-dnevnega blagajniškega zapisa BS v tolarjih z indeksirano obrestno mero (s 1.1.1999 na voljo samo 270-dnevni blagajniški zapis z nominalno obrestno mero)</p> <p>december: BS je z 10. izdajo blagajniških zapisov z nakupnim bonom uvedla dematerializirano obliko tega blagajniškega zapisa</p>	<p>1.12.: ukinitvev posebnega računa obveznih rezerv bankam in hranilnicam, ki so neposredne udeleženke sistema bruto poravnave v realnem času – BS jim je odprla poravnalni račun – stanje na tem računu ob koncu dneva ne sme biti manjše od 50% obvezne rezerve (posrednim udeleženkam sistema se način uporabe obvezne rezerve ni spremenil – še naprej so ohranile posebni račun)</p>	<p>november: BS je uvedla predpis, da povprečna mesečna odprta devizna pozicija ne sme presegati 10% jamstvenega kapitala banke</p>
1999 – 1. četrtletje	<p>1999: prvič vključeno dolgoročno selektivno posojilo, odobreno pred 8.10.1991</p>	<p>februar: ukinitvev dodatnega pogoja pri začasnem odkupu blagajniških zapisov glede tega, da je morala banka v prvem tednu po sklenitvi posla od podjetij odkupovati devizne prilive v višini 120% začasnega odkupa</p>		<p>januar: v veljavo je stopila nova metodologija za izračun deviznega minimuma: po tej metodologiji je devizni minimum določen glede na devizno varčevanje prebivalstva, pogojeno tolarsko varčevanje ter</p>

		<p>16.2.: BS izdaja namesto blagajniških zapisov v DEM od 16.2. naprej blagajniške zapise v EUR (poleg tistih v USD)</p> <p>marec: blagajniške zapise z nakupnim bonom od vključno 1.3.1999 (to je 11. izdaje) dalje izdaja BS ob nespremenjeni ročnosti vsake tri mesece</p>		<p>sredstva tujih oseb v tujem denarju</p> <p>februar: ukinitve obveznosti usklajevanja terjatev do tujih oseb z obveznostmi do teh</p>
1999 – 2. četrtletje	<p>april: sprememba sklepa o dajanju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank</p> <p>maj: podpisan četrti dogovor med BS in bankami o pripravljenosti za sodelovanje pri reševanju morebitnih likvidnostnih težav (dajanje posebnih likvidnostnih posojil)</p>	<p>1999: BS je zmanjšala frekvenco izdajanja dvodelnih blagajniških zapisov (aprila je izdala zadnjo, 12. izdajo)</p>		
1999 – 3. četrtletje				
1999 – 4. četrtletje	<p>december: BS je povečala odstotek črpanja lombardnega posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev na 5%</p>	<p>1.12.: BS je izdala zadnjo, 14. serijo blagajniških zapisov z nakupnim bonom (zadnja serija je bila izdana brez nakupnih bonov)</p>		
2000 – 1. četrtletje	<p>začetek leta 2000: BS je znižala odstotek črpanja lombardnega</p>	<p>januar: BS je leta 2000 odpravila tolarke blagajniške zapise za ši-</p>		

	<p>posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev s 5% na običajnih 2,5%</p> <p>konec marca: BS je opravila možnost črpanja 5-dnevnega likvidnostnega posojila na podlagi zastave 30-dnevnih blagajniških zapisov BS</p>	<p>ršo javnost (to je za podjetja in fizične osebe) in začela ponujati tolarske blagajniške zapise preko odprte ponudbe</p> <p>16.2.: BS je sprejela sklep o prenehanju izdajanja dvodelnih blagajniških zapisov (zadnja, 12. izdaja je bila izdana aprila 1999 in izplačana marca 2000)</p> <p>konec marca: BS je odpravila blagajniške zapise v tolarjih z ročnostjo 28 dni, hkrati pa je ponudila možnost vpisa 2-dnevnega blagajniškega zapisa v tolarjih hranilnicam</p>		
2000 – 2. četrtletje	<p>17.4.: BS je povečala odstotek črpanja lombardnega posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev nazaj na 5%</p> <p>konec maja: podpisan 5. dogovor med BS in bankami o sodelovanju pri dajanju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank (začetek veljavnosti junija)</p>	<p>3.4.: BS je odpravila blagajniške zapise v tolarjih z ročnostjo 7, 14 in 30 dni</p> <p>25.4.: vpisovanje blagajniških zapisov v tujem denarju je omejeno samo na domače banke (pravne osebe, ki niso banke, jih ne morejo več vpisovati) – s tem je BS po odpravi dvodelnih blagajniških zapisov in blagajniških zapisov z nakupnim bonom odpravila še zadnji instrument,</p>		

		namenjen nebančni javnosti <i>konec maja:</i> BS je pričela bankam dnevno ponujati možnost začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni (za uravnavanje likvidnosti znotraj meseca)		
2000 – 3. četrletje		<i>11.7.:</i> BS je opravila prvo licitacijo začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 2 meseca (uravnavanje ponudbe primarnega denarja na daljši rok, ponudba 2-krat na mesec) <i>11.7.:</i> BS je odpravila začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju za 28 dni		<i>september:</i> sprejet sklep o devizni likvidnostni lestvici
2000 – 4. četrletje			<i>27.11.:</i> banke, vključene v projekt nacionalne stanovanjske varčevalne sheme , lahko od decembra 2000 naprej celotno obveznost obvezne rezerve na podlagi sredstev te sheme izpolnjujejo z vpisanimi 60-dnevnimi tolarskimi blagajniškimi zapisi	
2001 – 1. četrletje		<i>16.2.:</i> S tem dnem je BS odpravila blagajniške zapise v		

		tujem denarju z ročnostjo nad 120 dni (torej 180-, 270- in 360-dnevne) - od tega datuma naprej tako izdaja samo 60-, 90- in 120-dnevne blagajniške zapise v tujem denarju (v USD in EUR)		
2001 – 2. četrtletje	<p>sredina maja: BS je skrajšala ročnost lombardnega posojila na en delovni dan (prej je bila ročnost 5 koledarskih dni)</p> <p>maj: Med BS in bankami sklenjen že šesti dogovor o sodelovanju med BS in bankami pri posebnih likvidnostnih posojilih</p>	30.6.: BS je odpravila tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 2 dni – nadomestila jih je z odprto ponudbo za depozit čez noč		<p>april: Med BS in Ministrstvom za finance pride do podpisa pogodbe o skupnem delovanju na denarnem trgu; namen tega je razvoj denarnega trga na temelju enomesečne zakladne menice</p> <p>april: banke so BS prvič poslale poročilo o devizni likvidnosti v skladu z devizno likvidnostno lestvico</p> <p>junij: sprejet sklep o tolarski likvidnostni lestvici</p> <p>15.6.: sprejet sklep o depozitu čez noč pri BS</p>
2001 – 3. četrtletje	julij: BS je spremenila način določanja obrestne mere za lombardna posojila (ni več neposredne odvisnosti od eskontne mere), obrestna mera je določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit			2.7.: BS je prvič ponudila možnost vezave depozita čez noč (gre za instrument odprte ponudbe; bankam daje možnost naložbe presežnih likvidnostnih sredstev – posledica je znižanje presežnih rezerv bančnega

	čez noč			sistema; obrestna mera določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč – ta obrestna mera predstavlja spodnjo mejo za medbančno obrestno mero čez noč)
2001 – 4. četrletje	31.12.: BS je umaknila možnost črpanja 3-dnevnega likvidnostnega posojila na podlagi zastave 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov (zaradi njihove odprave 20.12.)	2.11.: BS je začela ponujati 270-dnevni blagajniški zapis v tolarskih na rednih dražbah dvakrat na mesec (s tem je odpravila odprto ponudbo tolarskih blagajniških zapisov z isto ročnostjo) 20.12.: BS je odpravila tolarske blagajniške zapise BS z ročnostjo 12 dni		oktober: BS je sprejela sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti banke , ki jo mora le-ta zagotavljati – s tem sklepom je poenoteno spremljanje tolarske in devizne likvidnosti (dnevno poročanje bank BS obvezno od 1.1.2002 dalje)
2002 – 1. četrletje			januar: BS je spremenila obravnavanje repo poslov tako, da se le-ti na podlagi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev niso več vključevali v osnovo za izračun obvezne rezerve	1.1.: prenehanje veljavnosti sklepa o devizni in o tolarski likvidnostni lestvici (nadomestil ju je sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti , sprejet oktobra 2001) 15.2.: prenehanje veljavnosti sklepa o izpolnjevanju najmanjšega zneska deviz (deviznega minimuma); nadomestil ga je sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti , sprejet oktobra 2001)

2002 – 2. četrtletje	<p>maj: BS je z bankami sklenila sedmi dogovor o sodelovanju pri odobranju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank</p>	<p>junij: do junija je BS ponujala 270-dnevne blagajniške zapise v tolarjih na dveh licitacijah na mesec, od junija pa na štirih</p>		<p>30.6.: prenehanje veljavnosti sklepa o odprti devizni poziciji bank (to je o neizravnanih aktivnih in pasivnih postavkah banke v tujem denarju) – zavarovanje pred deviznim tveganjem na novo ureja sklep o kapitalski ustreznosti bank in sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti</p> <p>30.6.: zaključena reforma plačilnih sistemov (dokončen prenos vseh računov iz Agencije za plačilni promet v banke)</p>
2002 – 3. četrtletje	<p>24.9.: BS je:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ukinila likvidnostno posojilo za izhod v sili • ukinila likvidnostno posojilo čez noč • znižala zahtevani odstotek kritja lombardnega posojila z zastavo blagajniških zapisov z 2000 % na 110 % 		<p>22.8.: v uporabo stopi sklep o razširitvi osnove obvezne rezerve s tolarških obveznosti tudi na obveznosti v tuji valuti in o novih stopnjah obveznih rezerv:</p> <ul style="list-style-type: none"> • za obveznosti in repo posle z ročnostjo nad dve leti ter za repo posle na podlagi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev: 0 % stopnja • za obveznosti v tuji valuti z ročnostjo do dveh let ter tolarških obveznosti in repo 	

			<p>poslov z ročnostjo od 91 dni do dveh let: 2 % stopnja</p> <ul style="list-style-type: none"> • za tolarske obveznosti in repo posle z ročnostjo do 90 dni: 7 % stopnja • za sredstva nacionalne stanovanjske varčevalne sheme velja 0 % stopnja (tako izpolnjevanje obvezne rezerve na podlagi te sheme s 60-dnevnimi blagajniškimi zapisi v tolarjih, uvedeno decembra 2000, od septembra 2002 ni več možno) 	
2002 – 4. četrtletje	<p>19.10.: BS je uvedla posojilo za čez dan</p> <p>20.11.: BS je ukinila kratkoročna posojila bankam</p> <p>1.12.: v veljavo stopi sklep o prenehanju veljavnosti sklepa o načinu določanja reeskontnih kvot in pa sklep o prenehanju sklepa o dajanju reeskontnih kreditov</p> <p>10.12.: v veljavo vstopi nov sklep o lombardnem posojilu – banka ga lahko črpa za en dan</p>	<p>10.12.: BS je uvedla začasni odkup blagajniških zapisov BS v tujem denarju od bank za okvirno obdobje 7 in 60 dni</p> <p>10.12.: BS izdaja od tega datuma naprej samo 60-, 270- in 360-dnevne tolarske blagajniške zapise (nov sklep o tolarskih BZ)</p>	<p>29.11.: v veljavo stopi nov sklep o obveznih rezervah, ki se prvič uporabi za izračun obveznih rezerv za mesec januar 2003</p>	<p>10.12.: v veljavo stopi sklep o prenehanju veljavnosti sklepa o obrestni meri za depozit čez noč</p> <p>10.12.: v veljavo stopi nov sklep o depozitu čez noč pri BS (obrestno mero vsakič določi Svet BS)</p>

	10.12.: v veljavo stopi sklep o prenehanju veljavnosti sklepa o lombardni obrestni meri			
2003 – 1. četrletje				1.1.: v veljavo vstopi sklep o prenehanju veljavnosti sklepa o splošni eskontni meri BS
2003 – 2. četrletje	maj: BS je z bankami sklenila osmi dogovor o sodelovanju pri odobravanju posebnih likvidnostnih posojil s sodelovanjem bank (veljavnost: 3. 6. 2003)			30.6.: BS sprejela spremembo sklepa o najmanjšem obsegu likvidnosti
2003 – 3. četrletje			22.8.: v veljavo stopi sklep o spremembi sklepa o obveznih rezervah (prvič uporabljen za mesec september 2003) – namesto 7 % stopnje obveznih rezerv za tolarske obveznosti z ročnostjo do 90 dni po novem 4,5 %	
2003 – 4. Četrletje				
2004 – 1. Četrletje			16.1.: v veljavo stopi sklep o obveznih rezervah , s katerim je uvedena nova delna prilagoditev obveznim rezervam ECB: <ul style="list-style-type: none"> • obdobje izračuna traja od 22. v preteklem do 21. dne v tekočem mesecu, 	

			<ul style="list-style-type: none"> • obdobje izpolnjevanja traja od 27. v tekočem do 26. dne v naslednjem mesecu (začne se torej po zaključku obdobja izračuna). <p>Pri tem se upoštevajo vsi kalendarški dnevi. Sklep se prvič uporabi za obdobje izračuna od 22.1. do 21.2.2004 in za obdobje izpolnjevanja od 27.1. do 26.2.2004 (na podlagi izračuna obveznih rezerv od 22.12.2003 do 21.1.2004).</p>	
--	--	--	--	--

Vir: Uradni list RS (različne številke), Letna poročila Banke Slovenije (različna leta), Interni podatki Banke Slovenije.

PRILOGA 2: DENARNA POLITIKA BS PO LETIH OD 1991 DO 2003

Denarna politika BS v letu 1991

Omenjeno je že, da je BS dne 25. junija 1991 postala formalno samostojna centralna banka RS. Formalno zato, ker je takrat začel veljati Zakon o BS. Za to začetno obdobje je bila predvidena le institucionalna osamosvojitvev, torej samo ustanovitev BS kot institucije. BS v tem obdobju ni imela še vseh pristojnosti in nalog, ki jih ima običajna centralna banka. Uvajanje lastnega denarja je bilo tako prestavljeno na kasnejše obdobje in naj bi bilo postopno.

Vodilni v BS na začetku njenega obstoja so se seveda zavedali, da se je z osamosvojitvijo RS pojavilo nesporno dejstvo, da bo treba čim prej narediti »odločilen rez« (Majce, 2001, str. 22). Zamenjava denarja je bila nujnost. Ta bi se bržkone tudi uresničila, vendar RS ni mogla uvesti lastne valute takoj po osamosvojitvi, ker je vmes posegla mednarodna skupnost. Le-ta je z Brionsko deklaracijo Sloveniji med drugim na monetarnem področju prepovedala vsakršno dejavnost, ki bi bila v nasprotju z ustaljeno ureditvijo (Majce, 2001, str. 22). Ta prepoved je veljala tri mesece, torej vse do uvedbe slovenske valute dne 8. oktobra 1991. Slovenija je upoštevala to deklaracijo in dejansko čakala, da se bo njena veljavnost iztekla. Takoj po izteku pa je izdala lasten denar (takrat še v obliki vrednostnih bonov), ki je bil seveda že pripravljen, saj so ga načrtovali že dolgo časa pred samo osamosvojitvijo RS (v strogi tajnosti).

Z uvedbo lastne valute 8. oktobra 1991 je BS dejansko postala centralna banka RS. Začela je voditi samostojno denarno politiko in politiko deviznega tečaja, kar je bistvena značilnost vsake centralne banke. BS se je torej monetarno osamosvojila. Tako je torej Slovenija dobila svojo centralno banko v pravem pomenu besede z vsemi karakteristikami, ki jih imajo centralne banke v razvitem svetu.

Leto 1991 je bilo torej prelomno leto. Ustanovljena je bila BS, Slovenija je dobila svoj lasten denar ter lastno monetarno politiko in politiko deviznega tečaja. Poleg teh (pozitivnih) posledic osamosvojitve RS pa so bile prisotne tudi negativne posledice (mišljene so tiste, ki so vplivale na delovanje BS). Osnovna problema sta bila hitro zmanjšanje gospodarske aktivnosti ter visoka inflacija. Zaradi zmanjšanja gospodarske aktivnosti je močno upadla tudi zaposlenost (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 3-4). Govorimo seveda o obdobju po osamosvojitvi.

Zmanjševanje gospodarske aktivnosti je bilo posledica zmanjševanja industrijske proizvodnje, konec leta predvsem proizvodnje potrošnih dobrin (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 3). Vse to se je preko vedno večje brezposelnosti odražalo v vedno večjih socialnih problemih Slovencev. Zmanjšale so se jim plače, temu je sledilo zmanjšanje domačega končnega povpraševanja, le-to pa je negativno vplivalo na proizvodnjo. Zdi se, da se je gospodarstvo ujelo v nek začaran krog, iz katerega ni bilo izhoda. Poleg tega pa je bila kot senca ves čas prisotna visoka inflacija. Maloprodajne cene so se namreč med decembroma 1990 in 1991 povečale za 147,1%. Inflacija je bila pač posledica inflatorne politike Narodne banke Jugoslavije (v

nadaljevanju NBJ), ki je učinkovala tudi po denarni osamosvojitvi. Vendar pa se je konec leta trend naraščanja inflacije obrnil navzdol in mesečne stopnje inflacije so se začele zniževati (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 6-7). Začetno vodenje denarne politike je bilo tako predvsem v znamenju zniževanja visokih stopenj inflacije.

Razmere v dinarskem denarnem okolju v obdobju do uvedbe lastnega denarja

Takoj po uveljavitvi Zakona o BS je 27. junija 1991 Svet guvernerjev NBJ prepovedal odobravanje kreditov iz primarne emisije bankam v RS. S tem so bile banke prikrajšane za več kot polovico celotnega likvidnostnega potenciala. V razmerah visoke inflacije je obstajala nevarnost, da bi se relativno ugodna likvidnost bank hitro izčrpala, kar bi lahko ogrozilo redno poravnavanje dinarskih obveznosti bank. Zato je bila BS prisiljena samostojno izvajati ukrepe denarne politike, ki so omogočali uravnavanje likvidnosti bank. Pri tem je BS v celoti upoštevala ukrepe denarne politike, ki jih je sprejel Svet guvernerjev NBJ. To je bankam v RS omogočalo visoko dinarsko likvidnost (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 20).

Torej, BS je do vključno junija 1991 izvajala ukrepe denarne politike v okviru NBJ (kot Narodna banka Slovenije), v obdobju od julija do vključno septembra (dejansko do 8.10.1991) pa je izvajala ukrepe denarne politike NBJ samostojno (kot BS). V vsem tem obdobju je bila RS vključena v dinarsko denarno območje.

Denarna politika po denarni osamosvojitvi

Ukrepi denarne politike (in politike deviznega tečaja) BS po denarni osamosvojitvi so bili odraz potrebe po vzpostavitvi instrumentov denarne politike v pogojih izjemno visoke likvidnosti bank in dejstva, da BS v začetku ni razpolagala z deviznimi rezervami (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 23).

Pri vzpostavitvi instrumentov denarne politike je bilo potrebno onemogočiti povečanje globalne likvidnosti bank nad doseženo v septembru 1991. Presežno likvidnost bank je bilo nato potrebno nevtralizirati tako, da ne bi povzročala devalvacijskih pritiskov. Hkrati je bilo za oblikovanje deviznih rezerv pri BS potrebno likvidnost bank še dodatno zmanjšati, povečan obseg primarnega denarja zaradi nakupov deviz pa sproti sterilizirati. Razen tega je bilo visoko raven obvezne rezerve bank pri BS nujno skrčiti na v svetu normalno in za banke sprejemljivo raven zaradi zmanjšanja stroškov finančnega posredovanja (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 23).

Zaradi restriktivne usmeritve denarne politike s ciljem zmanjšati obseg primarnega denarja in terjatev centralne banke je Svet BS do konca oktobra zamrznil bančne naložbe. Sočasno je linearno zmanjšal aktivne in pasivne obrestne mere, z namenom, da hitro izčrpa potencialno zelo nevarno likvidnost bank (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 23). Eskontna mera je bila določena v višini 25%. Ta instrument je bil po svoji vsebini le analitično določena stopnja, ki naj bi do pričetka vodenja normalne denarne politike omogočala zadostno in konsistentno zmanjševanje vseh obrestnih mer, s čimer bi iz bančnega sistema črpali presežno likvidnost.

Prvi ukrepi, povezani z oblikovanjem bodočega instrumentarija BS za uravnavanje denarja v obtoku, so začeli veljati že 11. oktobra 1991, in sicer sklep o obračunavanju, izločanju in uporabi obvezne rezerve bank, sklep o načinu določanja reeskontnih kvot ter sklep o dajanju reeskontnih in lombardnih kreditov (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 23).

S sklepom o minimalnih rezervah so se (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 23):

- začasno povečale stopnje obvezne rezerve na nebančne vloge do treh mesecev s 6,9 % na 20 % in znižale za vloge nad tremi meseci s 5,5 % na 5 %;
- prenehal je veljati sklep NBJ o načinu ohranjanja minimalne likvidnosti bank, kar je pomenilo ukinitve obveznih blagajniških zapisov;
- določena je bila obveznost, da mora znesek izločenih sredstev v dnevnem povprečju pokriti izračunano obveznost.

Sklepa o reeskontnih kvotah ter o reeskontnih in lombardnih kreditih sta načrtovala emisijsko politiko BS. Banke so od takrat naprej lahko črpale kredite le na podlagi avaliranih menic, komercialnih zapisov, menic in drugih tujih vrednostnih papirjev ali ob zastavi obveznic RS in blagajniških zapisov BS, pri čemer je lahko bil znesek kredita največ 60 % nominalne vrednosti teh papirjev (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 24).

Ob koncu oktobra je BS znižala stopnje obvezne rezerve z 20 % na 7 % na vloge do treh mesecev, s čimer so se bankam sprostila sredstva, ki so jih morale isti dan porabiti za vračilo posebnega likvidnostnega kredita iz primarne emisije (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 24). Decembra pa je uvedla prve blagajniške zapise BS v tolarjih.

Restriktivna usmeritev denarne politike je vplivala na zmanjšanje rasti denarnih agregatov, s tem pa tudi na zmanjšanje stopenj rasti cen in plač. Varčevanje prebivalstva v obliki tolarskih vlog je pospešeno naraščalo zaradi revalorizacije (postalo je bolj donosno od naložb v devize) in zaradi zamenjave deviznih prihrankov v tolarje (Letno poročilo BS za leto 1991, str. 25).

Denarna politika BS v letu 1992

Leto 1992 je bilo za BS prvo leto oblikovanja in utrjevanja nove denarne politike z vrsto problemov, značilnih za gospodarstva na prehodu iz enega v drugi gospodarski sistem. Ne glede na težave si je BS prizadevala, da bi v čim večji meri dosegala primarni cilj vsake denarne politike – denarno in z njo povezano cenovno stabilnost. Temeljno vprašanje v celotnem procesu transformacije gospodarstva je bilo, kako lahko na novo osnovana centralna banka s pomočjo stabilizacijsko naravnane denarne politike utrdi zaupanje v domačo valuto in s tem v nacionalno gospodarstvo. Za približevanje k temu cilju je BS uporabljala predvsem uravnavanje količine denarja v obtoku. V svojem delovanju je BS vedno upoštevala tudi posledice omejevalne denarne politike. Če jih ne bi, bi bila inflacija morda nižja, vendar pa bi prišlo do tako hudih negativnih učinkov, da bi bila prisiljena denarno politiko radikalno spremeniti (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 2).

Gospodarske razmere v Sloveniji v letu 1992 so bile pod vplivom problemov, katerih začetek je segal daleč nazaj, v obdobje obstoja prejšnje države. Vendar je proces prehoda v tržno gospodarstvo vse te probleme samo še otežil. Slovenija je v letu 1992 zabeležila padec realnega bruto domačega proizvoda za 6,5 %, industrijske proizvodnje za 13,2 % in zaposlenosti za 7,1 % (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 4). Ekonomske razmere so bile posledica priprav na lastninske reforme, to je prestrukturiranje gospodarstva in bank. Pri tej usmeritvi je bilo kot kratkoročni ali prednostni cilj v ospredju zmanjševanje inflacije. Le-to je bilo načrtovano in je potekalo »mehko«, brez šokov. V drugi polovici leta je bila stopnja inflacije povprečno 2,2 % (oktobra 1991 še več kot 20 %) mesečno ali okrog 30 % letno. Ker je glavno breme stabilizacijske politike nosila BS, je bil negativni vpliv na proizvodnjo verjetno večji, kot bi bil sicer (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 5).

V prvih mesecih po prevzemu denarnih funkcij je BS s potrebnim začetnim krčenjem ponudbe denarja izčrpala presežno likvidnost bank. Sledilo je znižanje stopenj obvezne rezerve, ki ga je spremljala normalizacija strukture primarnega denarja z vzporednim zmanjševanjem reeskontnih kvot. Ta sklop izhodiščnega denarnega prilagajanja je trajal nekako do februarja 1992 (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 14).

V danih razmerah si je BS zastavila kot temeljni cilj denarne politike zmanjšanje inflacije. Izbor posrednega (bližnjega) cilja denarne politike (devizni tečaj ali količina denarja) je bil v največji meri določen z danimi makroekonomskimi okoliščinami. Ker je bilo povpraševanje po denarju po letu 1990 znatno bolj stabilno od povpraševanja in ponudbe na trgu blaga in še zlasti na trgu deviz, zmanjšanje inflacije pa temeljni cilj, je bila v vsem letu 1992 denarna politika usmerjena v uravnavanje količine denarja v obtoku. BS je delovala direktno s ciljanjem in uravnavanjem količine primarnega denarja. Druge cilje je BS zasledovala in podprla s posameznimi ukrepi le, v kolikor je to omogočal dani denarni okvir (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 14).

Zaradi zelo negotovega gospodarskega okolja je morala BS zelo skrčiti tudi časovni horizont vodenja denarne politike. Zelo jasno pa je bila deklarirana namera centralne banke, da bo vztrajala na temeljnem protiinflacijskem stališču. Ker je inflacija postopoma upadala, je povpraševanje po denarju realno naraščalo (zmanjševala se je obtočna hitrost), čemur se je BS prilagajala brez ogrožanja dosežene stabilizacije cen (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 15).

Navkljub navedenim omejitvam je bilo protiinflacijsko delovanje denarne politike uspešno in se je stopnja rasti cen na drobno znižala z začetnih več kot 20 % mesečno na manj kot 2 % mesečno ob polletju 1992. Na povprečni mesečni ravni 2,2 % se je rast cen ohranila v vsej drugi polovici leta (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 15).

Vse leto so bili med glavnimi problemi BS visoki presežki v tekočem delu plačilne bilance in zaradi tega velika ponudba deviz. Skladno s temeljno usmeritvijo denarne politike BS ni zagotavljala avtomatične monetizacije. V prvem polletju so likvidnost bank zagotavljale pretežno operacije na deviznem trgu, v januarju je bila uvedena ponudba blagajniških zapisov BS v tujem denarju, v drugi polovici leta pa so bila na razpolago posebna interventna lombardna

posojila, uvedeni so bili tudi dvodelni blagajniški zapisi (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 15).

BS je v letu 1992 uravnavala primarni denar z instrumenti, predvidenimi za uravnavanje količine denarja v obtoku, z instrumenti, predvidenimi za zagotavljanje splošne likvidnosti bank in hranilnic, ter z ukrepi s področja splošne likvidnosti bank v plačevanju v tujino. Izbor instrumentov denarne politike je bil odvisen predvsem od potreb po količini denarja. Za leto 1992 so značilna tri obdobja, v katerih so bile te potrebe različne, tako kvalitativno kakor tudi kvantitativno (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 17).

V prvem obdobju, ki se je začelo z denarno osamosvojitvijo v oktobru 1991 in je trajalo do konca februarja 1992, je bilo treba stopnje rasti količine denarja v obtoku zniževati. Za zagotavljanje ustrezne količine primarnega denarja je BS predvsem zmanjševala in v aprilu tudi odpravila reeskontno kvoto ter prilagodila stopnje obvezne rezerve. Občasne primanjkljaje likvidnostnih rezerv bank je pokrivala z začasnimi odkupi državnih vrednostnih papirjev (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 18).

V drugem obdobju, od marca do konca prvega polletja, je BS postopno prilagajala količino denarja v obtoku zniževanju mesečnih stopenj rasti cen, ko se je obtočna hitrost denarja zmanjševala. BS je potrebno likvidnost bank zagotavljala z odkupom deviz in blagajniških zapisov v tujem denarju ter z začasnim odkupom državnih vrednostnih papirjev in blagajniških zapisov v tujem denarju (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 18).

V tretjem obdobju, to je v drugem polletju, se je denarna politika stabilizirala, saj so bile zaradi razmeroma nizkih mesečnih stopenj rasti cen potrebne spremembe količine primarnega denarja znatno manjše kot v prvem polletju. V tem obdobju je BS izdajala primarni denar z lombardnimi posojili, z odkupom deviz, s posegi na medbančnem denarnem trgu, s posojili preko noči in z likvidnostnimi posojili bankam v predsanacijskem postopku (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 18).

Instrumenti, ki jih je BS uporabljala pri vodenju denarne politike, so bili odvisni še od dveh pomembnih faktorjev. Po eni strani je morala BS zagotavljati likvidnost tistim bankam, ki bi sicer morale v sanacijo, če bi bile pravne podlage sprejete pravočasno. BS je zagotavljala dnevno likvidnost z odobravanjem posebnih likvidnostnih posojil (z zagotovljenim 100 % jamstvom v blagajniških zapisih BS, v državnih vrednostnih papirjih in v deviznih imetij v tujini) tistim bankam, v katerih je bil uveden predsanacijski postopek. Po drugi strani pa je BS posegala na medbančni denarni trg z likvidnostnimi posojili, s čimer je vplivala tudi na ustrezno oblikovanje medbančne obrestne mere (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 18).

V celem letu 1992 je bila na deviznem trgu velika ponudba deviz zaradi presežkov v tekočem delu plačilne bilance. BS teh deviz ni avtomatično odkupovala, ker bi se količina primarnega denarja preveč povečala. Izravnavanje ponudbe in povpraševanja po devizah je prepustila deviznemu tečaju, preveliko apreciacijo tolarja pa je zavirala tako, da je prodajala blagajniške

zapis v tujem denarju in posegala na odprtem trgu z lombardnimi posojili in odkupi deviz. Dodaten prostor za takšne posege si je BS zagotavljala s prodajo tolarskih blagajniških zapisov, s katerimi je jemala denar iz obtoka (Letno poročilo BS za leto 1992, str. 18).

Denarna politika BS v letu 1993

V letu 1993 se je v Sloveniji uspešno nadaljeval proces prilagajanja gospodarstva novim pogojem poslovanja. O tem govore tudi posamezni parametri: pomembno znižanje inflacije (s 93 % v letu 1992 na 22,9 % v letu 1993), pozitivna gospodarska rast (1 %), presežek v plačilni bilanci, porast deviznih rezerv, zniževanje predvsem aktivnih obrestnih mer na domačem denarnem trgu, skoraj uravnotežen državni proračun, relativno stabilen tolar ter porast zaupanja v finančni sistem (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 5).

Vendar je navkljub tem pozitivnim trendom ostala denarna politika BS bolj ali manj nespremenjena, torej omejevalna. Njen cilj je bila kontrola nad inflacijo z uravnavanjem količine denarja v obtoku, ob hkratnem upoštevanju gibanja tečaja in obrestnih mer. Na drugi strani pa je BS stalno analizirala in upoštevala še posledice omejevalne denarne politike, da ne bi s še nižjo inflacijo prišlo do takih negativnih posledic v celotnem gospodarstvu, ki bi jo prisilile v radikalno spremembo denarne politike. To bi lahko vzbudilo dvome o tem, da je naravnost denarne regulative pravilna (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 5).

Glavni namen denarne politike v letu 1993 je bil nadaljnje umiranje stopnje rasti cen. Posredni (bližnji) cilj pa je bil (na podlagi analize povpraševanja po denarju in multiplikatorja) potrebna količina primarnega denarja. Druge cilje, predvsem tečaj tolarja in zniževanje ravni obrestnih mer, je BS podpirala s posameznimi ukrepi le, v kolikor je to omogočal načrtovani denarni okvir, torej primarni cilj. Zaradi visoke stopnje negotovosti sta bila denar in primarni denar vsakokrat načrtovana le za en mesec vnaprej. Ta način določanja cilja primarnega denarja je zagotavljal omejitveno naravnost denarne politike (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 15-16).

BS je uravnavala primarni denar z instrumenti, predvidenimi za uravnavanje količine denarja v obtoku, z instrumenti, predvidenimi za zagotavljanje splošne likvidnosti bank in hranilnic, ter z ukrepi s področja splošne likvidnosti bank pri plačevanju v tujino. Izbor instrumentov denarne politike je bil predvsem odvisen od potreb po količini denarja, podrejeno pa tudi od drugih dejavnikov, predvsem od likvidnostnih razmer v bankah in od gibanja tečaja tolarja na deviznem trgu (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 20). V letu 1993 je mogoče ločiti dve (pod)obdobji, v katerih so bili pogoji za izbor instrumentov denarne politike različni.

V prvem polletju je BS najpogosteje intervenirala s ponudbami lombarnih posojil. V ponudbah je na različne načine pogojevala na eni strani tečaje, po katerih so banke, ki so črpale ta posojila, morale odkupovati devize od podjetij, na drugi strani pa količino odkupljenih oziroma prodanih deviz. V drugem polletju je BS začasno izdajala primarni denar, da bi lahko zmanjšala njegovo količino, ko je bilo to potrebno zaradi dospelja obveznosti BS za izdane vrednostne papirje

oziroma zaradi odkupa deviz od bank v sanaciji za poplačilo dospelih terjatev (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 20-21).

Skozi celo leto si je BS prizadevala za splošno zniževanje ravni obrestnih mer v okviru denarnih možnosti. Osnovi za zniževanje obrestnih mer sta bili umiritev mesečnih stopenj rasti cen na drobno (to je inflacije) pod ravnijo 1,5 % in izvedba ukrepov za sanacijo bank (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 21).

Splošno likvidnost bančnega sistema je tako nadzirala zlasti z likvidnostnimi posojili, ki so bila najbolj pogosto uporabljen instrument denarne politike, razširile so se vrste in načini uporabe teh posojil. Drugi najpogosteje uporabljen instrument uravnavanja količine denarja v obtoku so bila lombardna posojila (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 24). Kot najpomembnejši tok izdaje primarnega denarja pa so bile seveda devizne transakcije.

Obvezne rezerve so vse leto naraščale povprečno za 3,1 % mesečno, dosežene rezerve bank pa v povprečju po 2,6 % na mesec. Konec leta je bilo vpisanih za 566 mio nemških mark in 17 mio ameriških dolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju, kar pomeni, da se je stanje vplačanih zapisov znižalo za 37 mio mark in povečalo za 15 mio dolarjev. Vplačanih je bilo tudi za 19,9 mlrd tolarjev dvodelnih blagajniških zapisov, izplačanih pa 7,8 mlrd tolarjev; s tem instrumentom je BS umaknila 12,1 mlrd tolarjev primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 22-23).

Vsa likvidnostna posojila so v povprečju dnevno znašala 14,6 mlrd tolarjev; z lombardnimi posojili je BS izdala 24,8 mlrd tolarjev primarnega denarja, z vračili pa vzela iz obtoka 24,6 mlrd tolarjev. Z začasnim nakupom blagajniških zapisov v tujem denarju je BS začasno izdala 7 mlrd tolarjev, z obveznim povratnim odkupom pa je vzela iz obtoka 5,6 mlrd tolarjev primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1993, str. 24-25).

Denarna politika BS v letu 1994

Gospodarska rast v Sloveniji je leta 1994 nadaljevala svoj pozitivni trend (5 % rast). Omenjeni rezultat je bil dosežen ob še vedno visoki stopnji inflacije (le-ta se je sicer postopno, a vztrajno zniževala), ki je dosegla 18,3 % na letnem nivoju. Hkrati so porasle devizne rezerve pri BS in bankah na podlagi pritoka tujega denarja. Tolar pa je na podlagi omenjenih gibanj apreciral za okrog 11,2 % (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 5).

BS si pri vodenju denarne politike, kljub bistveno spremenjenim pogojem poslovanja, ni postavljala novih ciljev, torej je bila tudi v letu 1994 pri svojem delovanju usmerjena k nadaljnjemu postopnemu zmanjševanju inflacije in zagotavljanju čim bolj stabilne domače valute, zmanjševanju finančno represijo in poglobljanju strukture finančnega sistema. Dejstvo je, da postane protiinflacijska politika pri nižjih ravneh inflacije zahtevnejša in terja večje narodnogospodarske stroške. Ugotovljeno je bilo, da bo morala protiinflacijska usmeritev

predstavljati v prihodnjih letih jedro vseh ekonomskih politik, s težiščem na dohodkovni politiki in zadrževanju nominalne rasti povprečnih plač (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 5-9).

Temeljna usmeritev denarne politike v letu 1994 je bilo nadaljnje postopno zmanjševanje inflacije in zagotavljanje stabilnosti domače valute. Posredni (bližnji) cilj denarne politike je bil, kot v predhodnih letih, na podlagi analize povpraševanja po denarju in multiplikatorja zagotavljati ustrezno količino ponudbe primarnega denarja. V okviru temeljne usmeritve denarne politike je BS izbor instrumentov prilagajala razmeram na deviznem trgu, da bi preprečila stihijsko spreminjanje ravni realnega efektivnega tečaja tolarja in s tem konkurenčne sposobnosti slovenskih izvoznikov (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 16).

Ponudba ožje definiranega denarja (M1) je bila v letu 1994 v povprečju nominalno za 41 % višja kot v predhodnem letu, realno pa za 17,5 %. Ponudba primarnega denarja je porasla še bolj, nominalno za 52 % in realno za 27 %. Kljub temu je dosežena količina primarnega denarja kazala na ustrezno vodenje denarne politike, saj so se stopnje rasti cen v letu 1994 v primerjavi s predhodnim letom znižale (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 18).

Tudi v tem letu so bili učinki transakcij BS s tujino najpomembnejši tok izdajanja primarnega denarja. Neto povečanje imetij BS v tujem denarju je bilo skoraj enako povečanju mednarodnih denarnih rezerv, ki so porasle za 624,4 mio dolarjev. Porast je posledica prodaje blagajniških zapisov v tujem denarju ter začasnih in dokončnih odkupov deviz na podlagi ponudbe instrumentov denarne politike (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 18).

V vsem letu je bila za BS najpomembnejša naloga, da s ponudbo instrumentov denarne politike zagotovi sterilizacijo denarnih učinkov deviznih transakcij. Glede na možnosti izvajanja te naloge je mogoče v letu 1994 ločiti dve (pod)obdobji; obdobje do dospelosti blagajniškega zapisa z nakupnim bonom, to je do 1. decembra, in obdobje po izplačilu obveznosti za te zapise, torej obdobje zadnjega meseca v letu. Obdobje učinkovite sterilizacije denarnih učinkov deviznih transakcij označuje tudi obdobje, ko je lahko BS s ponudbami instrumentov denarne politike vodila aktivno politiko deviznega tečaja z namenom preprečevanja stihijskega spreminjanja realne ravni efektivnega tečaja in s tem zniževanje konkurenčne sposobnosti slovenskih izvoznikov (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 20).

BS se je odločila, da za steriliziranje denarnih učinkov izda blagajniški zapis z nakupnim bonom. Prvo izdajo tega instrumenta je dala v prodajo konec meseca junija. Obrestna mera je bila določena glede na napovedano inflacijo z dodatkom za realne obresti, vendar je bila dejansko realno negativna, ker je bila inflacija višja od napovedane. BS se torej ni odločila, da bi izdala blagajniški zapis po višjih obrestnih merah od tržnih, saj bi takšna rešitev neposredno in v enaki meri vplivala na dvig vseh obrestnih mer, kar bi bila nezaželena posledica glede na dolgoročno usmeritev BS v zniževanje ravni obrestnih mer. Najpomembnejši učinek prodaje blagajniškega zapisa z nakupnim bonom, ki je bil izdan dvakrat v tem letu, s stališča vodenja denarne politike je bil zmanjšanje primarnega denarja za 31,3 mlrd tolarjev. Prva izdaja je bila prodana v obsegu

33,1 mlrd tolarjev (ob dospelju v decembru je bil izplačan skoraj celotni znesek), druga pa v obsegu 2,7 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 20-25).

Poleg blagajniškega zapisa z nakupnim bonom je bil pomemben instrument denarne politike tudi blagajniški zapis v tujem denarju, s katerim je BS vzpodbujala finančne naložbe v tujini in preprečevala nominalni padec deviznega tečaja. Njihov obseg se je povečal za 285,5 mio nemških mark in 37 mio ameriških dolarjev. Konec leta je bilo tako vpisanih za 877 mio mark in 126 mio dolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju. Poleg blagajniškega zapisa v tujem denarju je BS jemala denar iz obtoka tudi z že prej uveljavljeni dvodelnimi in tolarskimi blagajniškimi zapisi z različno ročnostjo. Vseh nakupov zadnjih dveh blagajniških zapisov je bilo po obsegu za 115,3 mlrd tolarjev, vseh izplačil za 104,6 mlrd tolarjev, nakupi so tako presegli izplačila za 10,7 mlrd, kar je enako zmanjšanju primarnega denarja. Dvodelni blagajniški zapisi so bili na voljo v treh serijah, od katerih sta dospeli v plačilo isto leto dve, ena pa januarja naslednje leto. Z vsemi tremi serijami je bilo skupaj vplačano 7,3 mlrd tolarjev, izplačano pa 5,1 mlrd tolarjev in 65 mio mark, tako da je bilo s temi blagajniškimi zapisi iz obtoka vzeti 2,2 mlrd tolarjev. Vplačil tolarskih blagajniških zapisov je bilo za 74 mlrd tolarjev, izplačil pa za 8 mlrd manj, zato se je za toliko zmanjšal tudi primarni denar (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 21-25).

Izračunane obvezne rezerve bank in hranilnic so znašale med 21,1 mlrd tolarjev na začetku leta in 31 mlrd tolarjev konec leta. Znesek obveznih rezerv je naraščal po povprečni mesečni stopnji 7,4 %. Dosežene rezerve pa so naraščale po povprečni mesečni stopnji 6 % (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 22).

Likvidnostna posojila so bila tudi v letu 1994 najpogosteje uporabljen instrument denarne politike, predvsem za banke v sanaciji. Zaradi aktivne politike deviznega tečaja je v drugem polletju BS uvedla pogoj, po katerem so morale banke, ki so črpale ta posojila, v določenem obdobju odkupovati devizne pritoke od podjetij po določenem tečaju. V povprečju so ta posojila dnevno znašala 15,8 mlrd tolarjev, od tega so pretežni del pomenila posojila bankam v sanaciji. Lombardna posojila so predstavljala le minimalni delež. BS je dala bankam neprekinjeno odprto ponudbo z vnaprej znanimi pogoji. Banke so črpale 4,3 mlrd interventnega lombardnega posojila, vrnilo pa so 4,5 mlrd, kar je pomenilo zmanjšanje primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 26-27).

Kratkoročno posojilo je v letu 1994 predstavljalo nov, stabilnejši instrument denarne politike, ki je bil uveden v novembru zaradi visokega deviznega presežka bank, in je bil namenjen bankam, ki so najbolj aktivne pri odkupu deviznih pritokov od podjetij. S tem posojilom je uravnavala BS likvidnost bank znotraj meseca, ko monetizacija deviz pred končno oceno o potrebnih količinah primarnega denarja še ni bila možna. V letu 1994 so bile štiri ponudbe, na podlagi katerih so banke črpale povprečno dnevno v novembru 244 mio tolarjev, v decembru pa 2 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 27).

Začasni nakup blagajniških zapisov v tujem denarju je bil v tem letu najpogosteje uporabljen instrument denarne politike in obseg opravljenih poslov med najvišjimi. Z njim je BS začasno odkupila ob bank za 91,9 mlrd tolarjev blagajniških zapisov, banke pa so povratno odkupile za 94,6 mlrd tolarjev, neto učinek tega instrumenta je tako bil 2,7 mlrd tolarjev manj primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 27).

BS je v prizadevanjih za splošno znižanje obrestnih mer in skladno s postopnim umirjanjem inflacije ter z gibanjem obrestnih mer na domačem in tujih denarnih trgih, postopno zniževala svoje obrestne mere. V tem letu je začela pri instrumentih postopno uvajati nominalne obrestne mere, brez ločevanja na revalorizacijski in realni del. Hkrati je postopno uvajala relativne metode izračuna obresti (Letno poročilo BS za leto 1994, str. 29).

Denarna politika BS v letu 1995

V letu 1995 se je proces zmanjševanja inflacije uspešno nadaljeval in prvič po letu 1976 zaključil leto z enoštevlično inflacijo (8,6 %). Pozitivna rast gospodarstva (4,8 %) v stabilnejših razmerah korak za korakom približuje Slovenijo h konkurenčnim partnerjem razvite Evrope. Razumljivo je, da prinaša nižja inflacija s seboj dodatne zahteve po racionalnejšem gospodarjenju. V takem okolju postaja tudi delovanje denarne politike še težje, kajti zniževanje inflacije ob sanacijskem procesu gospodarstva in gospodarski rasti terja od centralne banke na eni strani še previdnejše, na drugi strani pa vztrajnejše delovanje v smeri nadaljnje stabilizacije (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 5-8).

Temeljni usmeritvi denarne politike v letu 1995 sta bili nadaljnje postopno zmanjševanje inflacije in zagotavljanje stabilnosti domače valute. Posredni (bližnji) cilj denarne politike je bil zagotavljati ustrezno količino ponudbe primarnega denarja na podlagi analize povpraševanje po denarju in multiplikatorja. V okviru te temeljne usmeritve je BS izbor instrumentov vselej prilagajala tudi razmeram na deviznem trgu, da bi tako preprečevala neželena gibanja deviznega tečaja in v okviru možnosti delovala na zniževanje obrestnih mer (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 12).

Razmere, ki so določale tekočo politiko BS, so bile drugačne v prvem kakor v drugem polletju. V prvem polletju je bilo gibanje inflacije pod blagodejnim vplivom nominalnega upadanja deviznega tečaja, medtem ko je terjala njegova ponovna nagla rast proti koncu leta mnogo bolj aktivno politiko (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 12).

Ponudba denarja (M1) je v povprečju leta 1995, v odnosu do povprečja 1994, realno porasla za 22,5 % oziroma nominalno za 37,6 %. Najmočnejši dejavnik rasti povpraševanja po denarju je bilo zmanjšanje inflacijskih pričakovanj, drugi najmočnejši dejavnik pa rast denarnih transakcij. Primarni denar je v letu 1995, glede na povprečje 1994, realno porasel za 30,1 %. Povprečni obseg primarnega denarja je znašal 94,8 mlrd tolarjev, pri čemer ga je BS v celem letu izdala za 66,7 mlrd tolarjev, iz obtoka pa vzela za 50,3 mlrd (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 13).

V prizadevanjih za splošno znižanje obrestnih mer je BS tudi v letu 1995 s svojimi ukrepi in z uporabo instrumentov denarne politike vplivala zlasti na obrestno mero na medbančnem denarnem trgu, posredno pa na znižanje vseh obrestnih mer. V aprilu je tako BS znižala eskontno obrestno mero s 16 na 10 %, s tem pa lombardno s 17 na 11 %. Znižale so se tudi obrestne mere drugih instrumentov denarne politike. Že v predhodnem letu začeto postopno uvajanje nominalne obrestne mere pri nekaterih instrumentih denarne politike je BS v maju 1995 dopolnila tako, da je nominalno obrestno mero uvedla pri vseh instrumentih denarne politike z dospelostjo do 30 dni. Pri instrumentih z dospelostjo nad enim mesecem so bile obrestne mere še naprej sestavljene iz revalorizacijskega in realnega dela. Za revalorizacijski del je BS v maju uvedla izračun na podlagi povprečne rasti drobnoprodajnih cen preteklih treh mesecev (prej rast cen preteklega meseca) (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 16-17).

V tem letu je BS vodila denarno politiko pretežno z instrumenti, uveljavljenimi že v preteklih letih, pogoje pa je prilagajala tekočim denarnim gibanjem in zastavljenim ciljem. Primarni denar je BS dajala v obtok predvsem s posojili, reodkupom blagajniških zapisov v tujem denarju ter z nakupom deviz od bank in države. Iz obtoka ga je jemala z izdajo lastnih blagajniških zapisov ter prodajo deviz. V drugi polovici leta je BS uvedla nakup deviz pri BS z odloženim izplačilom ter dopolnila likvidnostno posojilo z uvedbo posojila v skrajni sili. Med instrumenti denarne politike sta se uveljavila predvsem začasni nakup blagajniških zapisov in kratkoročno posojilo, ki sta z redno uporabo postala stabilen in zanesljiv vir bančne likvidnosti, zmanjšalo pa se je črpanje rednih likvidnostnih posojil (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 18).

Posojila bankam so bila v letu 1995 po obsegu in redni uporabi najpomembnejši instrument denarne politike. BS je dajala primarni denar v obtok z lombardnim, kratkoročnim in likvidnostnimi posojili. Največji delež v prvih devetih mesecih so predstavljala likvidnostna posojila, v zadnjem trimesečju pa kratkoročna posojila. Vseh črpanih lombardnih posojil je bilo za 3,7 mlrd tolarjev, odplačanih pa za 3,6 mlrd tolarjev, povprečno dnevno črpanje za vse mesece v letu pa le 72 mio tolarjev. Ponudbo za likvidnostno posojilo je BS konec leta dopolnila z likvidnostnim posojilom v skrajni sili. Vsa likvidnostna posojila so v letu 1995 povprečno dnevno znašala 11,2 mlrd tolarjev, od tega je bila večina posojil za banke v sanaciji (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 18-21).

V septembru je BS podaljšala čas črpanja rednega kratkoročnega posojila z enega na tri mesece in ob rednih uvedla še dodatna kratkoročna posojila (z njimi je nevtralizirala učinek prenosa likvidnostnih presežkov proračuna v vezano vlogo pri BS). Na podlagi 28 ponudb so banke v celem letu črpale 64,8 mlrd tolarjev rednega kratkoročnih posojil in v istem obdobju vrnile 57,6 mlrd tolarjev, neto učinek je torej bil 7,2 mlrd tolarjev več primarnega denarja v obtoku. Vseh ponudb dodatnega kratkoročnega posojila je bilo 49, povprečno dnevno stanje od septembra do decembra pa je bilo 11,6 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 19-20).

Začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom je bil v letu 1995 tako kot leto prej najpogosteje uporabljeni instrument denarne politike. Od februarja je BS z njim posegala redno dnevno in začasno kupila 108,3 mlrd tolarjev (1.301 mio nemških

mark), banke pa so povratno kupile 92,2 mlrd tolarjev (1.109 mio nemških mark). Neto učinek instrumenta je znašal 16,1 mlrd tolarjev več primarnega denarja. S tem instrumentom je BS zagotavljala stabilen in zanesljiv vir likvidnosti, v obtoku pa je bilo redno mesečno povprečno 9 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 21).

BS je v letu 1995 jemala denar iz obtoka tudi z lastnimi blagajniškimi zapisi, ki jih je samo prilagajala spremenjenim pogojem in ciljem denarne politike. Vseh nakupov blagajniških zapisov v tolarjih je bilo po obsegu za 196,8 mlrd tolarjev, vseh izplačil v tolarjih za 196,5 mlrd in 73 mio nemških mark (devizni del dvodelnega blagajniškega zapisa). Vseh nakupov blagajniških zapisov v tujem denarju je bilo za 3 mlrd nemških mark in 261 mio ameriških dolarjev, vseh izplačil pa je bilo 2,7 mlrd mark in 252 mio dolarjev, od tega je bilo s ponovnimi vpisi vplačanih 2,3 mlrd mark (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 21).

Na podlagi sklenjene pogodbe je BS od avgusta sprejemala vezane vloge države. Vseh vplačanih vlog je bilo 76,1 mlrd tolarjev in vseh izplačanih 68,3 mlrd tolarjev, od tega največ v novembru in decembru. Povprečno obdobje vezave je bilo 22 dni (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 23).

Aprila 1995 je bila dopolnjena metodologija obveznih rezerv tako, da so se spremenile stopnje glede na čas vezave vlog in ukinile obvezne rezerve na vloge nad enim letom. Sredi leta pa je BS za vse banke in hranilnice določila enak delež uporabe obveznih rezerv za dnevno likvidnost (enaki pogoji za vse banke) (Letno poročilo BS za leto 1995, str. 24).

Denarna politika BS v letu 1996

8. oktobra 1996 je BS praznovala peto obletnico uvedbe slovenskega tolarja in samostojnega delovanje BS na denarnem področju. V tem letu je realni bruto domači proizvod porasel za 3,5 %, inflacija (merjena s cenami na drobno) pa je bila ob koncu leta 8,8 %, v primerjavi z 8,6 % v letu poprej. Na večjo letno stopnjo od predhodne je vplivala nekoliko pospešena rast v prvem polletju, pretežno zaradi podražitev skupine nadzorovanih cen in delno tudi kot posledica večjega naraščanja tečajev tujih valut v drugem polletju 1995 (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 5-11).

Temeljna usmeritev denarne politike v letu 1996 je bila, kot v predhodnih letih, nadaljnje postopno zmanjševanje inflacije in zagotavljanje stabilnosti domače valute. Posredni cilj je bila še naprej količina denarja. BS je zagotavljala ponudbo primarnega denarja na podlagi ciljnih količin M1, ki jih je določala z analizo povpraševanja po denarju, ter z upoštevanjem denarnega multiplikatorja. V tej politiki velja režim drsečega deviznega tečaja; BS intervenira na deviznem trgu le znotraj denarnih okvirov, postavljenih za doseganje inflacijskega cilja. Namen te politike je, da v nekaj letih postopno zniža inflacijo na raven evropskih držav in da v ustreznih razmerah izvede tudi prehod v režim stalnega tečaja (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 12).

Banka Slovenije se je zavedala, da je njen cilj – M1 – v sorazmerno odloženi zvezi s končnim ciljem, rastjo cen. Upoštevala je tudi, da je že dosegala del načrtovanega učinka na gibanje cen tudi posredno prek deviznega tečaja. Tečaj pa deluje kot nominalno sidro samo na cene podjetij, ki poslujejo v odprti konkurenci s tujimi ponudniki na domačem in na tujih trgih. Politika stalnega tečaja v teh razmerah še ne zagotavlja dezinflacije, njen glavni učinek pa je, da prenaša stroške zmanjševanja inflacije na izvozni in menjalni sektor. Ponudba primarnega denarja je bila do maja zadržana, čez poletne mesece se je precej povečala in zatem spet ustalila. Od decembra 1995 do decembra 1996 je porasla za 16,9 % ali realno za 7,5 %. M1 je porasel za 17,3 % (realno za 7,8 %), to je za 31,1 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 13).

BS je skozi vse leto neto izdajala denar prek deviznih transakcij, prek tolarskih transakcij pa ga je neto jemala iz obtoka. Ob celoletnem prirastu primarnega denarja za 16,8 milijarde tolarjev je znašala monetizacija prek neto odkupov deviz 47,5 mlrd tolarjev. Z neto vračanjem posojil je bilo vzetih iz obtoka 16,6 mlrd tolarjev, z zmanjšanjem repoja 5,4 mlrd tolarjev, z neto prodajo blagajniških zapisov v tolarjih pa je bilo vzetih iz obtoka za 10,5 mlrd tolarjev primarnega denarja. Zaradi naraščajočega bremena steriliziranja denarnih učinkov deviznih pritokov je BS v letu 1996 pospešila tudi dograjevanje svoje temeljne regulative tega področja. Od junija naprej se je v okviru predpisanih rezerv bank v devizah (devizni minimum) določal tudi naraščajoči obvezni delež deviznih blagajniških zapisov BS (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 14).

BS si je tudi v letu 1996 prizadevala vplivati na pogoje, ki določajo oblikovanje obrestnih mer, zato da bi se zmanjševala visoka nihanja in da bi se zniževala splošna raven obrestnih mer. Z ukrepanjem proti indeksaciji je začela že v letu 1995, ko je ukinila indeksiranje obrestnih mer na svojih instrumentih do 30 dni, na drugih pa začela kot revalorizacijski faktor uporabljati trimesečno povprečje pretekle inflacije, čemur so sledile tudi banke. Februarja 1996 je bila osnova za izračun revalorizacije razširjena na inflacijo preteklih štirih mesecev, decembra pa na šest mesecev. S tem so se močno zmanjšala nihanja nominalnih obrestnih mer, njihovo gibanje pa je postalo tesneje povezano z realnim delom obrestne mere, namesto s tekočim gibanjem indeksa oziroma inflacije (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 16).

Obrestne mere BS (eskontna in lombardna) so ostale nespremenjene. Obrestne mere za posojila so bile zaradi porasta revalorizacije v drugem četrtletju nekoliko povečane, proti koncu leta pa spet zmanjšane približno na raven izpred enega leta. Obrestne mere za blagajniške zapise so se prilagajale gibanju obrestnih mer posojil (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 17).

Ponudba primarnega denarja prek instrumentov denarne politike je bila v letu 1996, podobno kot v predhodnih letih, ponovno močno odvisna od deviznih tokov. Natečeni devizni presežki v bankah sredi prvega polletja so povzročili nominalno rast tečaja tolarja, ki se je nato od avgusta do oktobra ob pomoči ukrepov BS prevesila v zelo zmerno zmanjšanje tečaja tolarja. BS je z ukrepi vplivala na zmanjšanje obsega deviznih pritokov, z instrumenti denarne politike pa je bankam najprej omogočila zmanjšati devizne presežke nad predpisanimi rezervami v devizah, nato pa v drugem polletju 1996 intenzivno odkupovala devize. Ob tem je BS zmanjšala terjatve

iz posojil do bank, na drugi strani pa je povečala obseg prodanih blagajniških zapisov (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 18).

Na obseg primarnega denarja in na raven deviznega tečaja so v letu 1996 najbolj vplivali naslednji posegi (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 19):

- Odkup deviz. Povečanje primarnega denarja z neto odkupi deviz je znašalo 47,5 mlrd tolarjev; največ so k temu prispevali odkup deviz s pravico, dokončni odkup deviz in (med letom) začasni odkup deviz iz trojne ponudbe ter neto odkup deviz od države.
- Posojila. S posojili (dodatna kratkoročna posojila niso upoštevana) je bilo vzetih iz obtoka 16,6 mlrd tolarjev, največ zaradi zmanjšanja kvote za redna kratkoročna posojila, poleg tega pa še z odplačili likvidnostnih posojil, namenjenih bankam v sanaciji.
- Začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju. S tem instrumentom je bil primarni denar zmanjšan skupno za 5,4 mlrd tolarjev; v tem znesku je upoštevana tudi razlika med nakupnim in prodajnim tečajem.
- Prodaja blagajniških zapisov. S prodajo blagajniških zapisov, ki se vplačujejo v tolarjih, je BS vzela iz obtoka neto za 10,5 milijarde tolarjev primarnega denarja, od tega največ z blagajniškimi zapisi z nakupnimi boni in še s tolarškimi blagajniškimi zapisi.

BS je v letu 1996 dajala v obtok primarni denar z lombardnimi, kratkoročnimi in likvidnostnimi posojili. Po obsegu so bila v celem letu najpomembnejša kratkoročna posojila; v prvem polletju so prevladovala redna kratkoročna posojila z mesečno določenimi količinami za črpanje, v drugem polletju pa dodatna kratkoročna posojila, ponujena bankam na podlagi vezanih vlog Ministrstva za finance. Črpanje likvidnostnih posojil, namenjenih bankam v sanaciji, se je postopno zmanjševalo, v celoti pa so bila vrnjena v decembru. Obseg črpanih posojil se je občutno zmanjšal v zadnjem mesecu leta (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 19).

Povprečno dnevno črpanje lombardnih posojil za vse mesece je znašalo 264 mio tolarjev. S temi posojili je bil primarni denar povečan za 143 mio tolarjev. Banke so na podlagi 19 ponudb v povprečju črpale 2.965 mio tolarjev rednih kratkoročnih posojil, kar predstavlja 76 % povprečno ponujene količine teh posojil v celem letu. Neto učinek je bil 5.423 mio tolarjev manj primarnega denarja v obtoku. Hkrati je bilo v celem letu 109 ponudb dodatnih kratkoročnih posojil, povprečno dnevno stanje črpanih posojil pa je znašalo 7.875 mio tolarjev, povprečno število dni črpanja pa je bilo 17. Vsa likvidnostna posojila so v letu 1996 povprečno dnevno znašala 4,1 mlrd tolarjev, od tega 3,6 mlrd samo za banke v sanaciji. V juliju je BS uvedla likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 19-20).

Začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju je najpomembnejši instrument za natančno uravnavanje primarnega denarja. V letu 1996 je bilo skupaj 249 vsakodnevnih ponudb, neto učinek instrumenta pa je bil 5,4 mlrd tolarjev manj primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 21).

V letu 1996 je BS ponujala enake vrste blagajniških zapisov kot že v letu 1995. Pogoji blagajniških zapisov so se prilagajali ciljem denarne politike in gibanjem obrestnih mer na tujih trgih in na domačem denarnem trgu. Obseg izdanih papirjev je v letu 1996 porasel, najbolj pri blagajniških zapisih v tujem denarju. Vseh nakupov blagajniških zapisov v tolarjih je bilo za 77,7 mlrd tolarjev, vseh izplačil za 67,3 mlrd tolarjev in še za 47 mio nemških mark (devizni del dvodelnega blagajniškega zapisa). Vseh nakupov blagajniških zapisov v tujem denarju pa je bilo za 3,6 mlrd nemških mark in 258 mio ameriških dolarjev, izplačil pa za 3,2 mlrd mark in 255 mio dolarjev, od tega je bilo ponovno vpisanih 2 mlrd mark in 161 mio dolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 22).

BS je sprejemala tudi vezane vloge države, pri čemer so se pogoji vezave v letu 1996 spremenili v korist večje fleksibilnosti pri uravnavanju likvidnosti proračuna. Skrajšan je bil rok za napoved vezave in omogočena vezava na poljubno število dni. V celem letu je bilo 111 vezav v skupnem znesku 170,6 mlrd tolarjev, izplačanih pa je bilo 178,4 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1996, str. 23).

Denarna politika BS v letu 1997

Leto 1997 označujejo naslednji pomembnejši dogodki, ki so bolj ali manj vplivali na denarno politiko: javnofinančni primanjkljaj je prvič presegel 1 % BDP, gospodarska rast (3,3 %) ni dosegla načrtovane ravni, plačilna bilanca je imela rahel presežek, pospešeno so rasle nadzorovane cene, proste cene pa so se še naprej zniževale, veliki finančni pritoki iz tujine so spodbujali rast deviznih rezerv, sklenjen je bil proces bančne sanacije (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 5).

Temeljna usmeritev denarne politike je bila, tako kot v predhodnih letih, nadaljnje postopno zmanjšanje inflacije in/ali zagotavljanje stabilnosti domače valute. Bližnji cilj je bil še naprej količina denarja v obtoku. BS je v režimu uravnavanega drsenja intervenirala na deviznem trgu le v okviru zadanih denarnih omejitev. Namen te politike je postopno zniževanje inflacije na raven inflacije evropskih držav (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 17).

BS je za bližnji cilj denarne politike v letu 1997 prvič določila široki denarni agregat M3 (načrtovana rast za leto 1997: 18 % z odstopanjem 4 odstotnih točk gor in dol). Ta količina naj bi dajala denarni politiki osnovno srednjeročno orientacijo. Za tekoče odločanje je BS spremljala tudi pomembnejše indikatorje denarnega trga (obrestne mere, odzivi bank na tako imenovano odprto ponudbo BS, ki jim omogoča priti do denarja BS, preseganje obvezne rezerve) in je tudi še naprej izračunavala tekoče mesečno povpraševanje po denarju (M1) in po primarnem denarju (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 17).

Na denarnem trgu je postala BS februarja 1997 neto dolžnik, kar se je kasneje še poglobljalo. Količina primarnega denarja se je večala skoraj v celoti z nakupi tujega denarja od bank, medtem ko so posojila, vključno z repojem blagajniških zapisov v tujem denarju, samo nihala okrog

izhodiščnega stanja. BS je urejala bančno likvidnost predvsem z nakupi deviz in s prodajo svojih blagajniških zapisov (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 17).

Do maja se je količina primarnega denarja zmanjševala, junija se je z devizno intervencijo povečala, zatem pa obdržala do konca leta zmerno rast. Od decembra 1996 do decembra 1997 je primarni denar porasel za 18,4 % ali realno za 8,3 %. BS je vse leto večala količino primarnega denarja z deviznimi transakcijami in zmanjševala njegovo količino s tolarskimi blagajniškimi zapisi. Denarni agregat M3 se je večal predvsem zaradi pritoka sredstev iz tujine in v zadnjem četrtletju še zaradi pospešene rasti posojil domačim sektorjem. Med decembroma 1996 in 1997 je porasel za 23,8 % ali realno za 13,2 % (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 19-20).

Realne obrestne mere, opredeljene kot pribitek nad temeljno obrestno mero (TOM), so se v letu 1997 zniževale. BS je sredi leta nekoliko zvišala obrestne mere na instrumentih sterilizacije, kar pa se ni poznalo na drugih trgih. Glede na močan tok ponudbe finančnih sredstev iz tujine je bilo splošno znižanje celo skromno. Močnejše zniževanje so sprožile tako banke kot BS v decembru z nadaljevanjem v prvih mesecih 1998. Zniževanje realnih obrestnih mer se večinoma ni pokazalo v skupnih nominalnih obrestnih merah zaradi naraščanja TOM-a (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 20).

Od maja 1995 naprej, ko je prišlo v pristojnost BS objavljanje TOM-a, se je le-ta izračunaval kot povprečje inflacije v določenem preteklem obdobju. Referenčno obdobje je bilo sprva tri, zatem šest mesecev, od maja 1997 naprej pa dvanajst mesecev. S tem so bila iz nominalnih obrestnih mer dokončno izločena nihanja, povezana z visoko variabilnostjo tekočih mesečnih stopenj inflacije. BS je ukinila indeksiranje na svojih instrumentih z ročnostjo do 30 dni že leta 1995, oktobra 1997 pa še na 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisih (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 21). Drugače pa se v letu 1997 eskontna mera in lombardna mera nista spremenili.

BS je vse leto s tolarskimi instrumenti odvzemala bankam likvidnost, ki je pri njih nastajala z deviznimi transakcijami. Med instrumenti izdajanja je bila pomembnejša le stalna ponudba repoja deviznih blagajniških zapisov, implicitna obrestna mera pa je zaradi metode licitiranja sledila obrestni meri 60-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 21).

Povečano povprečno stanje izdanih vrednostnih papirjev BS, ki so omogočali bankam priti do denarja BS, je pomenilo v letu 1997 povečan dolg BS, predvsem do bank. Ta povečani dolg je bil posledica posegov BS z neto odkupi deviz, z namenom, da bi vplivala na devizni tečaj, ter avtonomnih tokov, ki so vplivali na rezerve bank (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 24).

Na obseg primarnega denarja in na raven deviznega tečaja so v letu 1997 najbolj vplivali naslednji posegi (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 24):

- povečanje primarnega denarja z neto odkupi deviz je znašalo 89,5 mlrd tolarjev;
- z začasnim odkupom deviz je bil primarni denar skupno povečan za 8,4 mlrd tolarjev;

- s posojili je bilo dano v obtok neto 2,5 mlrd tolarjev primarnega denarja, od tega največ z dodatnimi kratkoročnimi posojili;
- zmanjšanje primarnega denarja z začasnimi odkupi blagajniških zapisov v tujem denarju je znašalo 9,7 mlrd tolarjev;
- s prejetimi vlogami države je bilo vzetih iz obtoka 9,0 mlrd tolarjev primarnega denarja;
- z neto prodajo blagajniških zapisov, ki se vplačujejo v tolarjih, je BS vzela iz obtoka neto za 58,7 mlrd tolarjev primarnega denarja (k temu so največ prispevali tolarški blagajniški zapisi in blagajniški zapisi z nakupnim bonom).

BS je v letu 1997 dajala v obtok primarni denar med drugim z lombardnimi, kratkoročnimi in likvidnostnimi posojili. Več kot tričetrtinski delež so imela dodatna kratkoročna posojila, ki so prevladovala celo leto. Obseg likvidnostnih posojil se je glede na pretekla leta zelo zmanjšal, predvsem ker ni bilo več posojil, namenjenih bankam v sanaciji. Povprečno dnevno stanje črpanih posojil je znašalo 4,5 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 25).

V tem letu je bilo odobrenih za 25,6 mlrd lombardnih posojil, neto učinek pa je bil 209 mio manj primarnega denarja v obtoku. Hkrati je BS v celem letu 70-krat ponudila bankam dodatna kratkoročna posojila, pri čemer je bil povprečni rok dospelosti 13 dni, povprečno dnevno stanje črpanih posojil pa 4 mlrd tolarjev. Redno kratkoročno posojilo pa je bilo oktobra ukinjeno. Prav tako ni bilo več likvidnostnih posojil za banke v sanaciji, ki so imela v preteklih letih največji delež med posojili. Z zaključkom sanacije obeh bank (NLB in NKBM) v juliju je namreč ugasnila tudi možnost za črpanje posojil, namenjenih bankam v sanaciji. Drugače pa je v povprečju dnevno stanje črpanih likvidnostnih posojil v letu 1997 znašalo 166 mio tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 25-26).

Začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju je bil tudi v letu 1997 najpomembnejši instrument za natančno uravnavanje primarnega denarja. BS je na 236 rednih vsakodnevnih ponudbah ponudila bankam za 1.912 mio nemških mark odkupov, dejansko pa je bilo začasno odkupljenih 69 % ponujene količine v znesku 120,3 mio ameriških dolarjev. Na ta način se je količina primarnega denarja zmanjšala za 9,7 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 27).

BS je v letu 1997 ponujala enake vrste blagajniških zapisov kot v letu 1996, v začetku leta pa je izdala tudi nov blagajniški zapis v tolarjih z dospelostjo 270 dni. Pogoji blagajniških zapisov so se prilagajali ciljem denarne politike in gibanjem obrestnih mer na tujih trgih in na domačem denarnem trgu. Vpis vseh vrst vrednostnih papirjev je v letu 1997 zelo porasel. Vseh nakupov blagajniških zapisov, vplačanih v tolarjih, je bilo 465,5 mlrd tolarjev, vseh izplačil pa 404,9 mlrd tolarjev in še 48 mio nemških mark (devizni del dvodelnega blagajniškega zapisa). Vseh nakupov blagajniških zapisov v tujem denarju je bilo za 7,5 mlrd nemških mark in za 590 mio ameriških dolarjev, izplačil pa za 501 mio mark in 108 mio dolarjev; ponovno je bilo vpisanih 6 mlrd mark in 108 mio dolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 28).

V letu 1997 je bilo pri BS 71 vezanih vlog proračuna za čas od 2 do 34 dni v skupnem znesku 201 mlrd tolarjev, izplačanih pa je bilo 192 mlrd tolarjev. V tem letu je država zaradi časovne neuskklajenosti prejemkov in odlivov črpala za en dan tudi premostitveno posojilo v znesku 800 mio tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1997, str. 30).

Denarna politika BS v letu 1998

Pomembne rezultate je v letu 1998 je Slovenija dosegla pri nadaljnjem zniževanju inflacije. Temeljni razlog za zmanjšanje inflacije je bilo zmanjšanje dinamike prostih cen. Bistveno pa so se znižale tudi domače obrestne mere. Bruto domači proizvod se je realno povečal za 3,9 % (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 7 in 11).

Denarna politika BS je nadaljevala začrtano pot v smeri cenovne stabilnosti, povečevanja zaupanja v domači bančni sistem in s tem dodatnega približevanja k Evropski uniji. Bližnji cilj denarne politike, opredmeten z rastjo najširšega denarnega agregata M3, je bil v celoti dosežen, oziroma konkretnije, rast tovrstnega denarnega agregata je znašala 20,2 %, kar je 2,2 odstotne točke nad spodnjo mejo načrtovanega bližnjega cilja (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 8).

Temeljna usmeritev denarne politike je bila, tako kot v predhodnih letih, nadaljnje postopno zmanjševanje inflacije in/ali zagotavljanje stabilnosti domače valute. Bližnji cilj je bila še naprej količina denarja. V režimu uravnavanega drsenja je BS intervenirala na deviznem trgu le v okviru postavljenih denarnih omejitev. Namen te politike je postopno zniževanje inflacije na raven inflacije evropskih držav (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 23).

Od leta 1997 uporablja BS za bližnji cilj denarne politike široki denarni agregat M3. Ta količina daje denarni politiki, skladno z načinom njenega učinkovanja, osnovno srednjeročno orientacijo. Za tekoče odločanje pa je BS spremljala pomembne indikatorje denarnega trga (obrestne mere, odzivi bank na tako imenovano odprto ponudbo BS, ki jim omogoča priti do denarja centralne banke, preseganje obvezne rezerve) in je tudi še naprej izračunavala tekoče mesečno povpraševanje po denarju (M1) in po primarnem denarju. Za leto 1998 je bila postavljena letna rast denarnega agregata M3 v razponu med 18 % in 26 %, realizirana rast pa je znašala 20,2 %, kar je 2,2 odstotne točke nad spodnjo mejo. Svet BS je zato ocenil, da je bila denarna politika v letu 1998 skladna z usmeritvami, zato ni bilo razlogov za spremembe (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 23).

Primarni denar je od decembra 1997 do decembra 1998 porasel za 22,9 % ali realno za 15,4 %, tako da je povprečno stanje primarnega denarja skozi celo leto znašalo 159,6 mlrd tolarjev. BS je v letu 1998 povečala količino primarnega denarja z deviznimi transakcijami v obsegu 37,2 mlrd tolarjev in zmanjšala njegovo količino s tolarškimi transakcijami za 8,9 mlrd tolarjev. Denarni agregat M3 je od decembra 1997 do decembra 1998 porasel za 20,9 % oziroma realno za 13,5 % (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 24-30).

Posojila bankam so se zmanjšala za 14,2 mlrd tolarjev, vloge proračuna pa za 9 mlrd tolarjev. S prodajo tolarških blagajniških zapisov je bilo neto umaknjena za 4,3 mlrd tolarjev primarnega denarja. Stanje tolarških blagajniških zapisov se je v prvem in tretjem četrtletju povečalo, v drugem in zadnjem pa zmanjšalo (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 25).

Obrestne mere nad indeksacijskim faktorjem, temeljno obrestno mero (TOM), so se v letu 1998 še naprej zniževale. Nominalne obrestne mere pa je, še bolj kakor obrestne mere nad indeksacijskim faktorjem, znižala padajoča inflacija. BS v letu 1998 tudi ni spremenila načina izračunavanja TOM, referenčno obdobje povprečne inflacije je ostalo 12-mesečno. Zelo stabilna mesečna temeljna obrestna mera je prispevala k umirjanju nominalnih obrestnih mer. Obrestni meri BS, eskontna obrestna mera (10 %) in lombardna obrestna mera (11 %) sta bili kljub izrazitemu zniževanju medletne inflacije vse leto nespremenjeni (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 26).

V skladu z zniževanjem medletne inflacijske stopnje pa je BS že med letom diskrecijsko zniževala obrestne mere vseh instrumentov denarne politike, s katerimi je uravnavala količino primarnega denarja v obtoku z izjemo implicitne obrestne mere repoja deviznih blagajniških zapisov in obrestne mere 28-dnevnih tolarških blagajniških zapisov. Cene slednjih instrumentov so bile določene z licitiranjem na dnevnih oziroma tedenskih avkcijah. Splošnemu znižanju so sledile tudi obrestne mere likvidnostnih posojil. Nižje so bile tudi obrestne mere tolarških blagajniških zapisov, instrumentov za umik primarnega denarja ter obrestne mere denarnega trga (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 27).

BS je v septembru najprej uvedla vzporedno izdajo 270-dnevnega tolarškega blagajniškega zapisa z nominalno obrestno mero, ki je bila enaka indeksirani obrestni meri za istovrstni vrednostni papir, nato pa 1. januarja 1999 prenehala z izdajanjem indeksirane oblike 270-dnevnega tolarškega blagajniškega zapisa. Septembra pa je bil uveden še 28-dnevni tolarški blagajniški zapis z licitirano obrestno mero (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 26-28).

Na primarni denar in devizni tečaj so v letu 1998 najbolj vplivali naslednji posegi (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 31-32):

- posojila (S posojili je bil primarni denar zmanjšan za neto 4 mlrd tolarjev, pri čemer je bilo zmanjšanje v celoti posledica vračil dodatnih kratkoročnih posojil, črpanih v letu 1997. Povprečno dnevno stanje posojil se je zmanjšalo s 4,5 mlrd tolarjev v letu 1997 na 1,1 mlrd tolarjev v letu 1998.);
- začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju (S tem instrumentom je bil primarni denar zmanjšan za 1,7 mlrd tolarjev.);
- prejete vloge države (Iz naslova izplačil vlog, vezanih še v letu 1997, je bil primarni denar povečan za 9 mlrd tolarjev. V drugi polovici leta pa Ministrstvo za finance pri Banki Slovenije ni vezalo nobene vloge.);

- prodaja blagajniških zapisov (S prodajo blagajniških zapisov, ki se vplačujejo v tolarjih, je BS vzela iz obtoka neto za 5,9 mlrd tolarjev primarnega denarja. Povprečno stanje prodanih blagajniških zapisov je bilo 93,7 mlrd tolarjev.);
- začasni odkup deviz (Z začasnimi odkupi deviz je bil primarni denar zmanjšan za 8,5 mlrd tolarjev.);
- odkupi deviz (Povečanje primarnega denarja z neto dokončnimi odkupi deviz od bank in države je znašalo 31,9 mlrd tolarjev, od tega največ na podlagi posegov na trgih tujega denarja z interventnim nakupnim tečajem.).

BS je v letu 1998 dajala v obtok primarni denar med drugim z lombardnimi, kratkoročnimi in likvidnostnimi posojili. Zaradi visokega stanja v začetku leta so imela največji delež dodatna kratkoročna posojila. Povečanje posojil na podlagi vpisanih blagajniških zapisov v tolarjih pa je povzročilo tudi porast skupnega stanja likvidnostnih posojil. Povprečno dnevno stanje črpanih posojil je znašalo 1,1 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 32).

V tem letu je bilo odobrenih 14,1 mlrd tolarjev lombardnih posojil po 11 % obrestni meri letno. Hkrati je BS bankam posredovala 16 ponudb za dodatna kratkoročna posojila, vse v prvi polovici leta, pri čemer je bil povprečen rok dospelosti 10 dni, povprečno dnevno stanje črpanih posojil pa 588 mio tolarjev. Izmed likvidnostnih posojil so banke v letu 1998 črpale predvsem posojila na podlagi tolarških blagajniških zapisov ter nekajkrat tudi likvidnostno posojilo v skrajni sili. Likvidnostnih posojil prek noči BS ni ponujala, od zaključka sanacije leta 1997 pa bankam tudi niso bila več na voljo likvidnostna posojila za banke v sanaciji. Dnevno stanje črpanih likvidnostnih posojil je znašalo povprečno 357 mio tolarjev (pri čemer so posojila na podlagi blagajniških zapisov predstavljala 96% vseh likvidnostnih posojil) (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 32-33).

BS je od bank vsak dan odkupovala blagajniške zapise BS v tujem denarju z obveznostjo, da banke prodane blagajniške zapise čez štiri tedne povratno odkupijo. Banka, ki je BS začasno prodala blagajniške zapise, je morala v prvem tednu po sklenitvi posla od nebančnih podjetij odkupiti devizne prilive v določenem odstotku začasno prodanih blagajniških zapisov. BS je v letu 1998 začasno odkupovala po 8 mio nemških mark blagajniških zapisov na dan. Skupaj je BS kupila za 627 mio nemških mark blagajniških zapisov v tolarški protivrednosti 58,9 mlrd tolarjev. Celoletni povratni odkupi so bili za 2,2 mlrd tolarjev večji, kar je predstavljalo neto umik primarnega denarja (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 34).

BS je v letu 1998 ponujala podobne blagajniške zapise kot v prejšnjih letih. V septembru je izdala nov blagajniški zapis v tolarjih z dospelostjo 270 dni z nominalno obrestno mero (konec leta pa ukinila možnost vpisa 270-dnevnega z indeksirano obrestno mero) in pričela s tedenskimi dražbami 28-dnevnih blagajniških zapisov. Pogoji blagajniških zapisov so se prilagajali ciljem tečajne oziroma denarne politike ter gibanjem obrestnih mer na tujih trgih in na domačem denarnem trgu. Vseh nakupov blagajniških zapisov, vplačanih v tolarjih, je bilo 695,5 mlrd tolarjev, vseh izplačil pa 691,0 mlrd tolarjev in še 26 mio nemških mark iz naslova deviznega dela dvodelnega blagajniškega zapisa. Vseh nakupov blagajniških zapisov v tujem denarju je

bilo za 8,9 mlrd nemških mark in 1,2 mlrd ameriških dolarjev, izplačil pa za 9 mlrd mark in 1,2 mlrd dolarjev (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 34-35). Z začetkom leta 1999 so bili bankam na razpolago samo še blagajniški zapisi v tolarjih z nominalno obrestno mero.

S tolarskimi blagajniški zapisi je BS vzela iz obtoka 8,2 mlrd tolarjev primarnega denarja, z dvodelnimi pa 5,6 mlrd tolarjev. Isto leto sta bili izdani deveta in deseta izdaja blagajniških zapisov z nakupnim bonom, izplačani pa osma in deveta. Pri deseti izdaji je BS znižala obrestno mero (od 9 % na 7 %), znižala uradno pričakovano letno rast cen (od 6 % na 4,8 %), zmanjšala število delov nakupnega bona (od pet na tri) ter zmanjšala število delov nakupnega bona, ki jih investitor lahko uveljavi pri vpisu blagajniškega zapisa v tujem denarju (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 35-36).

V letu 1998 je bilo vezanih 16 vlog proračuna z ročnostjo do 13 dni, vse v prvi polovici leta. Skupni znesek vezav je znašal 63,6 mlrd tolarjev, povprečno stanje vlog pa 1,7 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1998, str. 37).

Denarna politika BS v letu 1999

Leto 1999 se je pričelo s številnimi institucionalnimi spremembami, od katerih je potrebno omeniti predvsem naslednje: 1. februarja je stopil v veljavo asociacijski sporazum med Slovenijo in EU, ki predstavlja za področje kapitalskih pretokov pomembno prelomnico; isti mesec je bil sprejet tudi nov bančni zakon, ki v celoti prevzema vse pomembnejše evropske bančne direktive in pomeni med drugim prav za finančno posredništvo možnost večje tuje konkurence, saj je omogočil tujim bankam na našem trgu odpirati podružnice; s 1. marcem je prenehal veljati medbančni dogovor o limitiranju pasivnih obrestnih mer; v aprilu pa je bil sprejet nov devizni zakon (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 7).

Gibanja v realni ekonomiji so narekovala vodenje denarne politike z nespremenjenim dolgoročnim ciljem: doseči evropski cenovni oziroma inflacijski nivo. Bližnji cilj denarne politike je bil najširši denarni agregat M3, in sicer z možno rastjo v območju med 16 in 24 %. Denarni agregat M3 se je dejansko povečal za 16 %, kar je bilo na spodnji meji zastavljenega in sporočenega cilja. Povprečna letna inflacija je znašala 6,1 %, od decembra do decembra pa 8 % (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 7-8).

BS je bila v letu 1999 v skladu z Zakonom o BS pristojna za stabilnost domače valute in splošno likvidnost plačevanja doma in do tujine. Temeljna strategija denarne politike se od osamosvojitve ni spreminjala. Končni cilj je bil tako kot v predhodnih letih nadaljnje zmanjševanje inflacije, ki naj bi v nekaj letih postopno dosegla raven držav EU. Bližnji cilj denarne politike predstavlja že od leta 1997 široki denarni agregat M3, ki daje denarni politiki srednjeročno usmeritev. Povezava med denarno politiko in M3, ter M3 in rastjo cen kot končnim ciljem denarne politike, je dolgoročna. Zato je uporabljala BS za tekoče spremljanje in vodenje denarne politike še druge indikatorje in operativne cilje denarne politike: ožje denarne agregate,

stopnjo izpolnjevanja obvezne rezerve, realizacijo odprtih ponudb instrumentov BS in obrestne mere denarnega trga. Pri vodenju denarne politike v letu 1999 je BS poleg makroekonomskih predpostavk, ki niso bile pod njeno neposredno kontrolo, upoštevala tudi strukturne reforme, pomembne z vidika denarne politike (uvedba DDV, sprejetje Pridružitvenega sporazuma z EU, nova zakona o deviznem poslovanju in o bančništvu) (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 27).

Bližnji cilj denarne politike BS za leto 1999 je bila letna rast denarnega agregata M3 v razponu med 16% in 24%, realizirana letna rast pa je znašala 16%, kar je pomenilo, da je bila denarna politika v skladu z usmeritvami (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 27).

Količina primarnega denarja se je od decembra 1998 do decembra 1999 povečala za 16,4 % oziroma realno za 7,7 %. V nasprotju s prejšnjimi leti je v letu 1999 povečevanje primarnega denarja potekalo preko tolarskih transakcij in zmanjševanje primarnega denarja preko deviznih transakcij (prodajo deviz), kar je kazalo na spremenjeni položaj na deviznem trgu (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 29).

Zaradi obsežnih prodaj deviz se je presežek strukturnega položaja denarnega trga zmanjševal, kar je pomenilo, da je morala BS z instrumenti denarnega trga zagotavljati dodatno likvidnost. Tako je s tolarskimi transakcijami izdala za 84,6 mlrd tolarjev primarnega denarja, od tega prek neto zapadlih tolarskih blagajniških zapisov BS za 52,7 mlrd tolarjev in s posojili bankam za 21,9 mlrd tolarjev. Stanje izdanih tolarskih blagajniških zapisov se je v prvem četrtletju še povečalo (20,2 mlrd tolarjev), potem pa je do konca leta padlo za 72,9 mlrd tolarjev. Banke so si dodatno tolarsko likvidnost zagotavljale s črpanjem posojil, ki so znašala konec leta 25,8 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 30).

BS je v skladu z gibanjem inflacijske stopnje spreminjala, zlasti v prvem polletju, večino obrestnih mer svojih aktivnih in pasivnih instrumentov denarne politike. Tako je marca 1999 znižala obrestno mero za 30-dnevne, 270-dnevne in 60-dnevne tolarske blagajniške zapise. Vendar pa ob tem ni znižala izhodiščne obrestne mere na dražbah 28-dnevnega začasnega nakupa deviznih blagajniških zapisov. Marca je bila znižana obrestna mera za petdnevno likvidnostno posojilo z 9,4 % na 8,5 %. V aprilu, maju in juniju pa je bila znižana obrestna mera za likvidnostna posojila prek noči, in sicer z 10,5 % v aprilu na 7,5 % v juniju. Gibanje obrestne mere najdražjega tolarskega instrumenta za črpanja dodatne likvidnosti, likvidnostno posojilo za izhod v sili, je sledilo spreminjanju zamudne obrestne mere (med 19,2 % v maju in juliju ter 22,96 % v decembru). Pri določanju obrestnih mer za blagajniške zapise v tujem denarju je BS upoštevala spreminjanje obrestnih mer instrumentov enakih ročnosti na evro denarnem trgu (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 32-33).

Zaradi aktivnosti BS z instrumenti politike deviznega tečaja, gotovine v obtoku, vlog RS in drugih aktivnosti BS se je presežek strukturnega položaja denarnega trga v letu 1999 zmanjšal. Zmanjšanje presežka je bilo razvidno iz zmanjšanja blagajniških zapisov v tolarjih ter povečanja začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju in posojil BS (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 36).

Posojila BS so v letu 1999 imela pomembnejšo vlogo kakor v letu 1998, kar kaže tudi letno povprečje stanja črpanih posojil, ki je poraslo od 0,7 mlrd tolarjev v letu 1998 na 1,6 mlrd tolarjev v letu 1999. Lombardno posojilo je BS ponujala po obrestni meri, ki se je znižala od 11 % na 9 %. Posojilo so banke črpale največ v februarju in aprilu, povprečno stanje pa je znašalo 298 mio tolarjev. Povprečno stanje likvidnostnih posojil je znašalo 1,2 mlrd tolarjev. Banke so črpale ta posojila na podlagi blagajniških zapisov (52 % povprečnega stanja vseh likvidnostnih posojil), posojila čez noč (28 %) in posojila za izhod v sili (20 %) (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 37).

BS se je s spreminjanjem dnevno ponujene kvote začasnega odkupa blagajniških zapisov aktivno odzivala na razmere na denarnem trgu. Dnevno je ponujala odkup v znesku od 8 do 25 mio nemških mark. Od julija dalje je BS določala kvoto za odkup z nominalno vrednostjo blagajniških zapisov, nominiranih v evrih. Povprečno dnevno stanje je znašalo 15,9 mlrd tolarjev in je bilo najvišje stanje posameznega posojilnega instrumenta (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 38).

BS je v letu 1999 ponujala podoben nabor blagajniških zapisov kot v letu 1998. Zmanjšala je le frekvenco izdajanja dvodelnih blagajniških zapisov ter prenehala izdajati blagajniške zapise z nakupnim bonom in 270-dnevne tolarške blagajniške zapise z nominalno obrestno mero. Stanje blagajniških zapisov v tolarjih (tolarskih, z nakupnim bonom in dvodelnih) se je povečalo na 110 mlrd konec marca, nato pa se je zniževalo, tako da je konec leta znašalo 28 mlrd tolarjev. Letno povprečje dnevnih stanj je znašalo 70 mlrd tolarjev, kar je 25% manj kakor leto prej. V letu 1999 je BS pričela blagajniške zapise z nakupnim bonom ob nespremenjeni ročnosti izdajati vsake tri mesece. 1. decembra je bila izdana zadnja, 14. izdaja teh blagajniških zapisov, ki pa so bili izdani brez nakupnih bonov (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 38-39).

Januarja je bilo vpisano za 283,7 mlrd tolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju. Stanje vpisanih blagajniških zapisov je ostalo na približno enakem nivoju do oktobra, ob koncu leta pa se je povišalo in decembra doseglo 310,9 mlrd tolarjev. Po stanju na zadnji dan leta je bilo 87 % blagajniških zapisov vpisanih v evrih, 13 % pa v ameriških dolarjih (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 44).

Osnova za obvezne rezerve je porasla za 13,5 %, izračunane rezerve pa za 13,4 % (na 79,3 mlrd tolarjev v decembru 1999). Za leto 1999 je bilo značilno najnižje preseganje obveznih rezerv do takrat (v povprečju za 3,2 %) (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 40).

V letu 1999 je bilo pri BS vezanih 11 vlog proračuna z dospelostjo od 2 do 29 dni (povprečne ročnosti 9 dni), vse po obrestni meri 4 % letno. Vezave so znašale skupaj 83 mlrd tolarjev, povprečno dnevno stanje pa 2,1 mlrd tolarjev. Prenos sredstev iz bank v vezavo pri BS je bil nevtraliziran z dodatnim kratkoročnim posojilom. V 12 ponudbah s povprečno ročnostjo 9 dni je BS ponudila za 94,5 mlrd tolarjev posojil (14 % več od vezanih vlog), banke pa so ponudbo izkoristile 86-odstotno. Povprečno dnevno stanje črpanih posojil je bilo 1,9 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 1999, str. 41).

Denarna politika BS v letu 2000

Gospodarska rast je bila v letu 2000 že drugo leto zapored razmeroma visoka, saj je bruto domači proizvod porasel za 4,8 %. Rast cen življenjskih potrebščin je znašala 8,9 %. Ena glavnih značilnosti v gibanju cen v letu 2000 je bila izpostavljenost neugodnim zunanjim dejavnikom in prenosu teh vplivov na domačo inflacijo (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 12 in 26).

BS si je z denarno politiko prizadevala, da bi tuja in domača gibanja čim manj vplivala na domače cenovne premike in da bi bili stroški takega delovanja za celotno ekonomijo čim nižji. Rast primarnega denarja kot tudi transakcijskega denarja je bila zelo skromna v primerjavi z realno rastjo bruto domačega proizvoda in inflacijo, ter hkrati v primerjavi s predhodnim letom. Z drugimi besedami, ob resursih, ki jih je imela na voljo, si je BS tudi prizadevala, da bi bila finančna represija na domačem trgu čim manjša. Hkrati se je Svet BS odločil, da čim bolj prilagodi instrumentarij denarne politike nastalim spremembam na trgu in da ga čim bolj približa instrumentom, ki jih uporablja ECB, to pa je pomenilo: posegi centralne banke na trgih naj bi bili enostavnejši in preglednejši (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 8-9).

Svet BS je za leto 2000 določil bližnji cilj denarne politike kot letno rast denarnega agregata M3 v razponu med 12 % in 18 %. Realizirana letna rast M3 je znašala 16,3 %, kar je v zgornji polovici pasu postavljenega bližnjega cilja. Na podlagi tega je Svet BS presodil, da je bila denarna politika v letu 2000 skladna z usmeritvami (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 25).

BS je v okviru postavljenih ciljev glede inflacije, rasti širokega denarnega agregata in uravnavanja količine denarja v obtoku podpirala stabilno ter predvidljivo prilagajanje deviznega tečaja. Pri tem se je zavedala posledic gibanja tečaja na tekoči račun plačilne bilance, inflacijo in valutno sestavo varčevanja. Konec marca je podpisala z bankami novo pogodbo o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja. Ta pogodba je BS omogočala učinkovitejšo in preglednejšo tečajno politiko, bankam pa lažje uravnavanje tolarske in devizne likvidnosti (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 26).

BS je zaradi naraščajočih domačih in tujih inflacijskih pritiskov postopoma dvigovala obrestne mere na svoje ključne instrumente. Tako so se od začetka leta obrestne mere na tolarske blagajniške zapise povečale z 1,7 % na 5,0 % pri 2-dnevnih, s 3,2 % na 7,0 % pri 12-dnevnih, s 7,0 % na 10,0 % pri 60-dnevnih in z 9,0 % na 11,0 % pri 270-dnevnih. Eskontna in lombardna mera sta se povečali junija in decembra in sicer obakrat za eno odstotno točko, konec leta pa sta znašali 10,0 % oziroma 11,0 %. Obrestna mera za likvidnostno posojilo na podlagi 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov se je povečala s 5,7 % na 10,0 %, izhodiščna obrestna mera začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju pa s 7,8 % na 10,5 % (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 27).

BS je nadaljevala racionalizacijo in povečevanje preglednosti svojega instrumentarija. Tako je v letu 2000 odpravila blagajniške zapise z nakupnim bonom, dvodelne blagajniške zapise in tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 7, 14 in 30 dni. Hkrati je odpravila likvidnostno posojilo

na podlagi 30-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov. Z uvedbo 7-dnevnih začasnih nakupov blagajniških zapisov v tujem denarju je bankam omogočila izravnavanje nihanj v kratkoročni tolarski likvidnosti, medtem ko je bil 60-dnevni instrument vir dolgoročneje tolarske likvidnosti (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 27).

Količina primarnega denarja se je povečala za 6,5 % oziroma realno zmanjšala za 2,5 %. Izdajanje primarnega denarja je potekalo v prvem četrtletju s tolarskimi, od drugega četrtletja naprej pa z deviznimi transakcijami. BS je v prvem četrtletju devize neto prodajala, od aprila do decembra pa neto odkupovala (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 27-28).

Denarni agregat M3 se je povečal za 16,3 %, ali realno za 6,5 %. Denarni agregat M1 je v istem obdobju porasel za 7,0 %. Denarni multiplikator med denarnim agregatom M1 in primarnim denarjem je bil v letu 2000 zelo stabilen in je znašal v povprečju 1,97. V enoletnem obdobju je multiplikator M2 porasel za 4,2 %, multiplikator M3 pa za 9,2 % (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 28).

BS je v skladu z restriktivnim vodenjem denarne politike spreminjala večino obrestnih mer instrumentov denarne politike. Eskontna in lombardna obrestna mera sta bili povečani dvakrat in sicer junija (eskontna z 8,0 % na 9,0 %, lombardna z 9,0 % na 10,0 %) in decembra (eskontna z 9,0 % na 10,0 %, lombardna z 10,0 % na 11,0 %). Sicer so bile obrestne mere v letu 2000 prvič povečane že konec februarja, ko je bila za 0,2 odstotne točki povečana obrestna mera za likvidnostno posojilo prek noči. Konec marca so se zvišale obrestne mere za likvidnostno posojilo na podlagi zastave 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov in obrestne mere za dvo- in dvanajstdnevne blagajniške zapise. V drugi polovici leta so se v septembru, novembru in decembru zaporedno zviševale obrestne mere za tolarske blagajniške zapise, pri čemer so bile bolj povečane obrestne mere 60- in 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov kakor pa blagajniških zapisov krajše ročnosti. Tako je bila obrestna mera tridnevnega likvidnostnega posojila v letu 2000 povečana s 5,7 % na 7,0 %, obrestna mera dvodnevnega tolarskega blagajniškega zapisa z 1,7 % na 5,0 %, 12-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa s 3,2 % na 7,0 % ter 60 in 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov s 7,5 % oziroma z 9,0 % na 10,0 % oziroma na 11,0 % (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 30-31).

Pri določanju obrestnih mer za blagajniške zapise v tujem denarju je BS upoštevala spreminjanje obrestnih mer instrumentov enakih ročnosti na evro denarnem trgu. Tako so obrestne mere v januarju 2000 za blagajniške zapise v evrih znašale od 3,31 % za 60-dnevne blagajniške zapise do 3,43 % za 360-dnevne, za blagajniške zapise v ameriških dolarjih pa od 6,02 % za 60-dnevne blagajniške zapise do 6,16 % za 360-dnevne. Konec leta 2000 so obrestne mere v evrih dosegale vrednosti od 4,76 % za 60-dnevne blagajniške zapise do 4,68 % za 360-dnevne ter za blagajniške zapise, v ameriških dolarjih pa od 6,42 % za 60-dnevne do 6,00 % za 360-dnevne blagajniške zapise (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 31).

Med pomembnejšimi instrumenti denarnega trga glede gibanja obrestne mere so bile tudi tri- in šestmesečne zakladne menice, ki jih je izdajalo Ministrstvo za finance. Od maja 2000 je pričelo ponujati še dvanajstmesečne zakladne menice (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 31).

Cilj denarne politike se je ob upoštevanju prizadevanj v zvezi s politiko deviznega tečaja, spreminjanjem gotovine v obtoku vlog RS, pa tudi drugimi dejavnostmi BS med instrumenti kazal v opaznem zmanjševanju blagajniških zapisov v tolarjih, upadalo pa je tudi stanje začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju in posojil (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 34).

Posojila BS so bila v letu 2000 manj pomembna kakor v letu 1999, tako da se je letno povprečje stanja črpanih posojil zmanjšalo z 1,6 mlrd tolarjev v letu 1999 na 0,7 milijarde tolarjev v letu 2000. Banke so črpale največ lombardnih posojil v decembru, povprečno stanje pa je znašalo 367 mio tolarjev. Likvidnostna posojila so bila namenjena predvsem uravnavanju kratkoročne tolarske likvidnosti bančnega sistema. V letu 2000 je povprečno stanje likvidnostnih posojil znašalo 190 mio tolarjev. Banke so črpale posojila na podlagi blagajniških zapisov (66 % povprečnega stanja vseh likvidnostnih posojil), posojila čez noč (24 %) in posojila za izhod v sili (11 %). Pri tem velja poudariti, da je BS možnost črpanja 5-dnevnega posojila na podlagi 30-dnevnih blagajniških zapisov konec marca 2000 odpravila (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 34-35).

BS je v letu 2000 nekoliko spremenila instrumente začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju, s katerimi je v okviru operacij na odprtem trgu ponujala bankam likvidnost. Sredi leta sta začasni nakup blagajniških zapisov v tujem denarju za 28 dni zamenjala dva nova instrumenta. Prvi novi instrument je bil začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni, drugi pa za 2 meseca. S prvim so banke imele možnost uravnavanja likvidnosti znotraj meseca, z drugim pa je BS uravnavala ponudbo primarnega denarja na daljši rok. Pri začasnem odkupu blagajniških zapisov za 28 dni se je dnevno ponujeni znesek gibal med 2,5 in 12 mio evrov, pri začasnem odkupu blagajniških zapisov za 7 dni pa med 2,5 in 9 mio evrov. Pri začasnem odkupu blagajniških zapisov za 2 meseca je BS od 11. julija na dražbi praviloma dvakrat na mesec ponudila bankam med 5 in 12 mio evrov začasnega odkupa (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 35).

BS je v letu 2000 zmanjšala izbiro blagajniških zapisov v tolarjih, ponujenih raznim skupinam investitorjev. Odpravljeni so bili vsi vrednostni papirji za širšo javnost, poleg bank še za podjetja in fizične osebe. Zmanjšan je bil tudi izbor ročnosti tolarskih blagajniških zapisov. Stanje blagajniških zapisov v tolarjih, t.j. tolarskih, z nakupnim bonom in dvodelnih, se je z 28 mlrd tolarjev konec leta 1999 znižalo na 7 mlrd tolarjev konec leta 2000 (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 36).

Konec marca je BS odpravila tolarske blagajniške zapise za 7, 14, 28 in 30 dni. Stanje blagajniških zapisov z ročnostjo 60 in 270 dni se je zniževalo, tistih s krajšo ročnostjo (do vključno 30 dni) pa se je spreminjalo s presežno likvidnostjo bank in hranilnic. Marca 2000 je

BS imetnikom dvodelnih blagajniških zapisov izplačala zadnjo, 12. izdajo (izdano aprila 1999). BS je 1. marca izplačala 13., 25. maja pa zadnjo, 14. izdajo blagajniških zapisov z nakupnim bonom (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 36).

Prav tako je BS v začetku maja 2000 omejila vpisovanje blagajniških zapisov v tujem denarju na domače banke, pred tem pa so jih lahko vpisovale tudi druge domače pravne osebe. Obrestne mere teh blagajniških zapisov je BS prilagajala obrestnim meram na tujih denarnih trgih. Tudi v letu 2000 je bil večji del povpraševanja po teh blagajniških zapisih pogojen s predpisanim deviznim minimumom, po katerem so morale banke izpolniti najmanj 60 % izračunane obveznosti z blagajniškimi zapisi v tujem denarju z dospetjem do vključno 120 dni. Tovrstnih zapisov je bilo 96 % skupnega stanja. Decembra 1999 je bilo vpisanih 310,9 mlrd tolarjev teh blagajniških zapisov, nato se je ta znesek povečeval do 360,5 mlrd tolarjev v decembru 2000, kar je predstavljalo celoletno povečanje za 16 % (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 40-41).

Sistem obveznih rezerv v letu 2000 ni doživel večjih sprememb. Banke, vključene v projekt nacionalne stanovanjske varčevalne sheme, so lahko od decembra 2000 celotno obveznost na podlagi sredstev te sheme izpolnjevale z vpisanimi 60-dnevnimi tolarškimi blagajniškimi zapisi BS. Osnova obveznih rezerv je v letu 2000 porasla za 11,7 % in decembra 2000 znašala 1525 mlrd tolarjev. Izračunane rezerve so v enoletnem obdobju porasle za 7,3 % na 85,1 mlrd tolarjev v decembru 2000. Dosežene rezerve so v povprečju presegle obveznost za 3,7 % (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 37-38).

V letu 2000 je bilo pri BS vezanih 6 vlog države z ročnostjo do 11 dni (vse v prvi polovici leta). Povprečno dnevno stanje vlog je znašalo 421 mio tolarjev in je za 7 mio tolarjev presegalo povprečje dodatnih kratkoročnih posojil, s katerimi je BS nevtralizirala prenos teh sredstev iz bank v vezavo pri BS (Letno poročilo BS za leto 2000, str. 38).

Denarna politika BS v letu 2001

Pomemben dogodek v letu 2001 je bila deseta obletnica monetarne osamosvojitve Slovenije. BS je v tem letu na novo zasnovala strategijo za vodenje denarne politike v obdobju približevanja EMU in sprejela srednjeročni inflacijski cilj: znižanje inflacije na raven 4 % do konca leta 2003. Skladno z novo strategijo temelji izvajanje denarne politike na dveh stebrih indikatorjev denarne politike, pri čemer so denar in njegove komponente indikatorji v prvem stebru. BS je vodila aktivno politiko deviznega tečaja, ki omogoča postopno zniževanje inflacije in delno zapiranje obrestnega razmika med domačimi in tujimi obrestnimi merami (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 7).

Uporaba instrumentov denarne politike je bila zaradi obsežnih finančnih pritokov iz tujine pod vplivom naraščajoče potrebe po sterilizaciji. Začasna prodaja deviz je bila najpomembnejši vir likvidnosti bančnega sistema. Predvsem ob koncu leta je bila denarna politika pod bremenom

veliko začasno kupljenih deviz in izdanih tolarskih blagajniških zapisov. S temi posegi je BS nevtralizirala vplive finančnih pritokov na devizni tečaj (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 7).

Rast cen življenjskih potrebščin je v letu 2001 znašala 7,0 % (december na december) oziroma 8,4 %, če jo merimo kot povprečje leta 2001 glede na leto 2000 (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 10 in 13).

V skladu s približevanjem Slovenije EU je BS novembra 2001 na novo zasnovala strategijo za vodenje denarne politike v obdobju približevanja EMU. Skladno z novo strategijo temelji izvajanje denarne politike na dveh stebrih. Prvi steber sestavlja količina denarja v obtoku oziroma skupina indikatorjev, ki ga pojasnjujejo. Ti so: likvidnost bančnega sistema, gibanje kratkoročnih obrestnih mer, sestava denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank. Drugi steber denarne politike upošteva širši spekter informacij, indikatorje pa predstavljajo plačilna bilanca, obrestne mere v tujini in obrestni razmik, devizni tečaj, plače in rast nadzorovanih cen (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 23).

Za bližnji cilj denarne politike za leto 2001 je Svet BS sprejel letno rast denarnega agregata M3 v razponu med 11 % in 17 %. Uresničena letna rast M3 je znašala 23,9 % in je za 6,9 odstotne točke presegla zgornjo mejo postavljenega bližnjega cilja. Svet BS je presodil, da je bila denarna politika v letu 2001 skladna z usmeritvami, saj lahko vzroke za preseganje pojasnimo s plačilno-bilančnimi gibanji (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 23).

BS je v okviru postavljenih ciljev podpirala rast tečajev tujih valut tako, da je omogočila postopno zniževanje inflacije in delno zapiranje obrestnega razmika med domačimi in tujimi obrestnimi merami. BS je v prvem polletju z dvigovanjem obrestnih mer podpirala restriktivno naravnost denarne politike in se odzivala na nadaljevanje trenda visoke inflacije. V drugi polovici leta je ob povečanih pritiskih na deviznem trgu in zniževanju temeljne obrestne mere zaradi padajoče inflacije začela obrestne mere zniževati (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 24).

BS si je tudi v letu 2001 prizadevala za racionalizacijo in povečevala preglednost svojega instrumentarija. Že v začetku leta je odpravila blagajniške zapise v EUR in USD z ročnostmi 180, 270 in 360 dni. Odpravila je tudi 2-dnevne (nadomestila jih je z možnostjo depozita čez noč) in 12-dnevne tolarske blagajniški zapise ter 3-dnevno likvidnostno posojilo, ki so ga banke lahko črpale ob zastavi teh blagajniških zapisov (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 25).

Izdajanje primarnega denarja je v letu 2001 potekalo iz deviznih transakcij in to predvsem prek instrumenta swap deviz. S tolarskimi transakcijami je BS primarni denar neto umaknila, največ z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov. Primarni denar se je povečal za 45,4 mlrd tolarjev, v povprečju pa je naraščal po 8,5 % letni stopnji (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 25).

Denarni agregat M3 se je v letu 2001 povečal za 670,5 mlrd tolarjev, od tega skoraj za polovico v zadnjem četrtletju (321,5 mlrd). Letna dinamika M3 je čez vse leto naraščala in je v decembru dosegla 27,1 %. Denarni agregat M1 je v povprečju naraščal po 9,5 % letni stopnji. Denarni

multiplikator med M3 in primarnim denarjem je porasel, in sicer z 10,7 na 11,9. Povečal se je tudi multiplikator M2 (s 7,7 na 8,4), multiplikator M1 pa je bil razmeroma stabilen (1,99) (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 26).

V prvi polovici leta 2001 je BS zaradi nadaljevanja restriktivne denarne politike zviševala svoje obrestne mere. V aprilu sta bili zvišani eskontna in lombardna obrestna mera za odstotno točko, na 11,0 % oziroma 12,0 %. Že mesec prej pa sta bili zvišani tudi izhodiščni obrestni meri na dražbah sedemdnevnega in dvomesečnega začasnega nakupa blagajniških zapisov v tujem denarju na 11,0 %. Podobno kakor pri instrumentih ponudbe primarnega denarja je BS v prvi polovici leta zvišala tudi obrestne mere za tolarske blagajniške zapise, in sicer za dvo- in dvanajstdnevne za 1,5 odstotne točke, za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise pa za eno odstotno točko. V juniju, ko je bila po štirih mesecih ponovno odprta ponudba za vpis 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, pa je bila za 0,5 odstotne točke, na 11,5 %, zvišana tudi ta obrestna mera (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 29).

V drugi polovici leta 2001, ko se je letna inflacijska stopnja začela zniževati, nadaljevali pa so se visoki kapitalski pritoki, je BS konec oktobra in v začetku novembra najprej znižala obrestne mere za tolarske blagajniške zapise in za depozit čez noč (ta je bil prvič ponujen bankam v juliju). Obrestna mera za dvanajstdnevne tolarske blagajniške zapise je bila znižana z 8,5 % na 7,0 % in za šestdesetdnevne z 11,0 % na 9,0 %. Konec leta 2001 so bile še dodatno znižane obrestne mere za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise na 8,0 %. Donosnost 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, ki se od novembra licitira na rednih dražbah, se je do konca leta znižala na 8,9 % (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 29).

K hitrejšemu razvoju denarnega trga v Sloveniji je prispevala tudi nova redna tedenska ponudba enomesečnih zakladnih menic, ki se je pričela v maju 2001. Obrestna mera se je od začetka ponudbe do konca leta znižala z 10,1 % na 7,4 % (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 29).

Presežek strukturnega položaja denarnega trga se je leta 2001 stalno povečeval zaradi obsežne monetizacije deviznih pritokov. Ti so bili večji, monetizacija pa hitrejša kakor v obdobju zadnjih obsežnih pritokov iz tujine v letih 1997/98 (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 32).

Uporaba instrumentov denarne politike je bila tako pod vplivom naraščajoče potrebe po sterilizaciji. Začasni odkup deviz za 7 dni je bil skozi vse leto najpomembnejši vir likvidnosti, posojila inčasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju pa niso imeli pomembnejše vloge, čeprav jih je BS stalno ponujala (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 33).

Posojila BS so bila v letu 2001, predvsem zaradi obsežne monetizacije deviz v drugem polletju, manj pomemben instrument denarne politike. Stanje črpanih posojil je v povprečju leta znašalo 0,6 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 33).

Lombardno posojilo je bilo do sredine maja z odprto ponudbo ponujeno bankam za pet (koledarskih) dni po obrestni meri, ki je bila za eno odstotno točko višja od eskontne mere. Sredi

maja je BS skrajšala ročnost lombardnega posojila na 1 delovni dan. Julija je spremenila tudi način določanja obrestne mere za to posojilo, tako da slednja ni bila več neposredno odvisna od eskontne mere, temveč je bila določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč. V letu 2001 so banke največ črpale posojilo v januarju in aprilu, povprečno stanje pa je bilo 203,8 mio tolarjev (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 33).

V letu 2001 je povprečno stanje likvidnostnih posojil znašalo 289,3 mio tolarjev. Banke so črpale samo likvidnostno posojilo za tri delovne dni na podlagi 12-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov. Decembra je BS preklicala odprto ponudbo za vpis tolarskih blagajniških zapisov s takšno ročnostjo in tako umaknila možnost črpanja tovrstnega posojila (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 33).

BS je v letu 2001 v okviru operacij na odprtem trgu bankam vsak dan ponujala možnost začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za sedem dni ter dvakrat na mesec začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju za 60 dni. Zaradi obsežnih začasnih nakupov deviz in s tem povezane dobre likvidnosti se je v letu 2001 stanje tega instrumenta zmanjšalo; povprečno se je do marca povečevalo, nato pa zmanjševalo in novembra doseglo vrednost nič (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 33).

Osnova obveznih rezerv je v letu 2001 porasla za 25 % in decembra 2001 znašala 1907 mlrd tolarjev. Izračunane rezerve so v enoletnem obdobju porasle za 7,2 % na 97,6 mlrd tolarjev v decembru 2001. Dosežene rezerve so v povprečju presegle obveznost za 2,8 %, pri čemer so imele banke v povprečju najnižje presežne rezerve, hranilnice pa najvišje (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 34).

V letu 2001 je BS nabor tolarskih blagajniških zapisov zožila. Kot stalno odprta ponudba so bili na voljo le še blagajniški zapisi z ročnostjo 60 dni. Sredi februarja je BS odpravila možnost vpisa 270-dnevnih blagajniških zapisov na podlagi odprte ponudbe in jo junija ponovno uvedla, vendar zanjo ni bilo večjega zanimanja. Novembra je bila uvedena ponudba tega instrumenta na rednih dražbah dvakrat na mesec. Julija je BS odpravila tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 2 dni in jih nadomestila z odprto ponudbo za depozit čez noč, decembra pa še tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 12 dni. Stanje tolarskih blagajniških zapisov se je v letu 2001 zaradi obsežne monetizacije deviz močno povečalo: s 7 mlrd tolarjev konec leta 2000 na 161 mlrd tolarjev konec leta 2001 (skupaj z depozitom čez noč) (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 35).

BS je v letu 2001 zožila tudi nabor blagajniških zapisov v tujem denarju, in sicer je februarja odpravila tiste z ročnostjo nad 120 dni (180, 270 in 360 dni). Večji del povpraševanja po blagajniških zapisih v tujem denarju je bil pogojen s predpisom deviznega minimuma, ki je določal, da morajo imeti banke najmanj 60 % izračunane obveznosti izpolnjene z blagajniškimi zapisi v tujem denarju z rokom dospelosti do vključno 120 dni. Blagajniške zapise v tujem denarju so banke vpisovale tudi zaradi izpolnjevanja tolarske in devizne likvidnostne lestvice. Decembra 2000 je bilo vpisano 360,5 mlrd tolarjev blagajniških zapisov v tujem denarju, nato se

je to stanje povečevalo do 457,6 mlrd tolarjev v decembru 2001, kar je pomenilo celoletno povečanje za 27 % (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 37).

BS je bankam in hranilnicam julija 2001 prvič ponudila možnost vezave depozita čez noč. To je instrument odprte ponudbe, ki omogoča, da banke in hranilnice pri BS naložijo presežna likvidna sredstva. Obrestno mero, ki jo je določal Svet BS s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč, je predstavlja spodnjo mejo za medbančno obrestno mero čez noč. Zaradi dobre likvidnosti se je stanje depozita čez noč povečevalo in doseglo maksimum v decembru (35,4 mlrd tolarjev). Po uvedbi depozita čez noč so se v povprečju znižale tudi presežne rezerve bančnega sistema (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 37).

BS je v aprilu z Ministrstvom za finance podpisala pogodbo o skupnem delovanju na denarnem trgu. Pogodbeni namen je bil razvoj denarnega trga, ki temelji na vrednostnem papirju, enomesečni zakladni menici, katere izdajatelj je Ministrstvo za finance v sodelovanju z BS. Po tej pogodbi ministrstvo kupnino od prodaje enomesečnih zakladnih menic vloži v BS in jo lahko uporablja za uravnavanje likvidnosti proračuna (Letno poročilo BS za leto 2001, str. 37).

Denarna politika BS v letu 2002

Leto 2002 je bilo za BS leto, v katerem je bil dosežen pomemben napredek na več področjih. Veljati je začel nov zakon o BS, ki je skladen z evropsko zakonodajo in zahtevami ECB. Zaključen je bil projekt prenosa plačilnega prometa iz Agencije za plačilni promet na poslovne banke (30. junij). Narejeni so bili prvi koraki na področju deindeksacije finančnih instrumentov. Glavna pozornost BS pa je bila tudi v tem letu usmerjena v zniževanje inflacije ter ohranjanje stabilnih pogojev financiranja in varčevanja. Prav tako pa so bila v decembru zaključena pogajanja o vstopu RS v EU (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 7-8).

Denarna politika je bila v letu 2002 pod vplivom predvsem dveh pomembnih dejavnikov: visoke inflacije in obsežnih kapitalskih pritokov iz naslova neposrednih investicij (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, 2002a, str. 5). Znižanje inflacije je bilo počasnejše od predvidenega. Ob koncu leta je inflacija še vedno ostala na ravni 7,2 %, predvsem zaradi inflacijskih pritiskov s strani nadzorovanih cen in davčnih ukrepov. Vodenje denarne politike je bilo še dodatno oteženo zaradi znatnih kapitalskih pritokov iz privatizacije in prevzemov nekaterih podjetij. Kljub velikim inflacijskim šokom s strani ponudbe in kljub močnim pritiskom na količino denarja zaradi kapitalskih tokov je BS uspelo ohraniti zmerno inflacijo in visoko stabilnost v ekonomiji. Čeprav se inflacija ni zniževala v skladu s pričakovanji, je kljub temu pomembno, da se niso razvili inflacijski pritiski s strani povpraševanja in izbruh trošenja. Z denarno politiko in ustrezno visokimi obrestnimi merami je BS uspelo, da so se kapitalski pritoki odrazili predvsem kot prestrukturiranje premoženja iz kapitalskih oblik v dolgoročne bančne vloge in ne kot kreditna ekspanzija ter posledično kot povečanje končnega trošenja prebivalstva (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 7).

Rast cen življenjskih potrebščin je v letu 2002 znašala 7,2 %. Na inflacijo so vplivali tako tuji (svetovna cena nafte in tečaj ameriškega dolarja) kot domači (povečanje davčnih stopenj in politika nadzorovanih cen) dejavniki. BS se je zavedala, da je doseganje cenovne stabilnosti v veliki meri odvisno od koordinacije ekonomskih politik, zato si je prizadevala za večjo koordinacijo predvsem denarne in fiskalne politike (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 7-13).

BS je v letu 2002 večkrat dvignila obrestne mere na instrumente denarne politike. S tem je povečevala razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, vendar le do meje, ki še ni sprožala dodatnih finančnih pritokov. BS je obrestne mere instrumentov denarne politike znižala šele decembra in s tem sledila gibanju obrestnih mer ECB. Obsežna sterilizacija je sicer povečevala stroške denarne politike, vendar le-ti niso bili omejevalni dejavnik pri vodenju denarne politike (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 23).

BS je nadaljevala racionalizacijo ter prilagajanje instrumentov denarne politike instrumentom ECB. Tako je oktobra ukinila likvidnostno posojilo čez noč in likvidnostno posojilo v skrajni sili ter prilagodila lombardno posojilo tako, da le-to opravlja funkcijo prej navedenih likvidnostnih posojil. Hkrati je BS uvedla posojilo čez dan za premostitev likvidnostnih potreb bank znotraj dneva. BS je tudi prilagodila metodologijo izračunavanja obveznih rezerv ter ukinila eskontno obrestno mero, saj je z novim zakonom o BS ni več zavezana določati (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 24).

BS je večino primarnega denarja v letu 2002 izdala z deviznimi transakcijami, in sicer prek instrumenta začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom. BS je umikala primarni denar z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov, s katerimi je BS sterilizirala 89 % denarja, izdanega prek začasnega odkupa deviz z obveznim odkupom. Primarni denar se je od decembra 2001 do decembra 2002 povečal za 18,1 mlrd tolarjev oziroma za 7,4 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 24).

Denarni agregat M3 se je povečal za 657,6 mlrd tolarjev, od tega skoraj za polovico v zadnjih dveh mesecih (303,8 mlrd), na kar so vplivali enkratni dogodki (privatizacija NLB ter prodaja Leka). Monetizacija finančnih pritokov se je odrazila v povečanju M3 in v povečanju M2, zaradi obsežne sterilizacije pa ti pritoki niso vplivali na denarni agregat M1. V povprečju leta je M3 naraščal po 25,7 %, M2 po 25,4 % in M1 po 18,4 %. Denarni multiplikator med M3 in primarnim denarjem se je v letu 2002 povečal z 11,8 na 13,5, multiplikator M2 z 8,3 na 9,7, multiplikator M1 pa z 1,99 na 2,11 (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 24-25).

Višja inflacija (predvsem v prvi polovici leta) je od BS zahtevala nadaljevanje zmerno restriktivne denarne politike, kar se je odrazilo v zaporednem dvigovanju obrestnih mer večine instrumentov denarne politike. Od začetka leta do sredine maja 2002 je BS štirikrat zvišala obrestno mero za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise, in sicer s 7,50 % na 8,75 %. V začetku aprila pa je zvišala še eskontno obrestno mero z 9,0 % na 10,0 %. Zaradi ugodne tolarske likvidnosti se banke niso odzivale na odprte ponudbe instrumentov denarne politike, zato je repo obrestna mera za sedem dni in dva meseca ostala nespremenjena na ravni 9,5 %. Refinanciranje

bank pri BS je potekalo z začasno prodajo deviz z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni po obrestni meri 4,5 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 28).

BS je uvedla dodatni instrument za nevtralizacijo velikih deviznih pritokov v novembru 2002 zaradi potreb po stabiliziranju razmer na deviznem trgu. Bankam podpisnicam pogodbe o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja je posredovala dodatno ponudbo začasne prodaje deviz BS z ročnostjo 270 dni po obrestni meri 4,5 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 28).

V decembru 2002 je z znižanjem glavne obrestne mere za refinanciranje pri ECB za 0,5 odstotne točke prišlo do znižanja večine obrestnih mer BS. Obrestna mera refinanciranja pri BS se je znižala na 7,25 %, obrestna mera naložb pri BS pa na 5,25 %. Znižala se je tudi obrestna mera za repo deviznih blagajniških zapisov s 9,5 % na 9,0 % in obrestna mera za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise z 8,75 % na 8,25 %. Hkrati sta bili znižani tudi izhodiščna obrestna mera za vpis 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov na 9,5 % in obrestna mera za 360-dnevne tolarske blagajniške zapise na 11,5 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 28).

Obrestne mere na devizne blagajniške zapise je BS čez vse leto 2002 prilagajala in spreminjala v skladu z gibanjem obrestnih mer na evro trgu. Povprečna obrestna mera za devizne blagajniške zapise v evrih je znašala od 3,16 % do 3,17 % za ročnosti od 60, 90 do 120 dni. Povprečna obrestna mera deviznih blagajniških zapisov v ameriških dolarjih enakih ročnosti pa od 1,62 % do 1,67 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 28).

Tudi leta 2002 je BS je v okviru postavljenih ciljev in usmeritev denarne politike še naprej odpravljala nesorazmerja na trgih tujega denarja in podpirala rast deviznega tečaja, ki omogoča postopno zniževanje inflacije in delno zapiranje obrestnega razmika med domačimi in tujimi obrestnimi merami. BS je tako čez vse leto intervenirala na trgih tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Pri tem je trendno upočasnjevala stopnjo deprecijacije tolarja. Do maja je medmesečna dinamika deprecijacije znašala 4 % na letni ravni, od maja do konca julija 3,75 % in nato 3,5 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 30).

Presežek strukturnega položaja denarnega trga se je tudi leta 2002 povečeval zaradi monetizacije deviznih pritokov prek kapitalskega in tudi tekočega računa plačilne bilance. Pritoki so bili posebno visoki novembra in decembra 2002, s tem pa tudi potreba po nevtralizaciji njihovih učinkov na razpoložljivo likvidnost bančnega sistema. BS je večino posegov izpeljala v okviru pogodbe med BS in sodelujočimi bankami o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 32).

Najpomembnejši instrumenti v letu 2002 so bili tolarski blagajniški zapisi. BS je z njihovim izdajanjem umikala presežno tolarsko likvidnost, ki je nastala kot posledica povečanja začasnih odkupov deviz. Izdajala je 60-dnevne, 270-dnevne in 360-dnevne tolarske blagajniške zapise. Stanje tolarskih blagajniških zapisov se je povečalo s 125,8 mlrd tolarjev decembra 2001 na 369,0 mlrd decembra 2002 (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 32).

Banke so lahko vpisovale blagajniške zapise v tujem denarju, denominirane v evrih in ameriških dolarjih, z ročnostjo 60, 90 in 120 dni. BS jih je prodajala v odprti ponudbi, obrestne mere pa prilagajala obrestnim meram na tujih denarnih trgih. Večji del povpraševanja po blagajniških zapisih v tujem denarju je bil pogojen s sklepom o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora zagotavljati banka. Ta sklep določa, da morajo naložbe banke v blagajniške zapise v tujem denarju znašati najmanj 45 % zneska obveznosti banke v tuji valuti s preostalo dospelostjo 180 dni ali manj. Sklep je februarja 2002 nadomestil dotedanji sklep o deviznem minimumu. Blagajniške zapise v tujem denarju so banke vpisovale tudi zaradi izpolnjevanja likvidnostne lestvice. Konec leta 2002 je bilo vpisanih za 555,1 mlrd tolarjev blagajniških zapisov v evrih in dolarjih, to je za 20,2 % več kakor konec leta 2001 (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 35).

BS je bankam in hranilnicam dnevno ponujala likvidnostno posojilo za izhod v sili, lombardno posojilo in 7-dnevni začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju. Dvakrat mesečno je bankam dala možnost pridobiti likvidnost prek 2-mesečnega začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju. Našteti instrumenti so imeli vlogo mejnega vira financiranja bank in hranilnic. BS je konec oktobra ob uvedbi posojila za čez dan ukinila likvidnostno posojilo za izhod v sili in znižala zahtevani odstotek kritja lombardnega posojila z zastavo blagajniških zapisov z 2000 % na 110 % (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 32).

V letu 2002 je BS dvakrat spremenila metodologijo instrumenta obveznih rezerv. Prvič januarja, ko je spremenila obravnavanje repo poslov, tako da se repo posli na podlagi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev niso več vključevali v osnovo za izračun obveznih rezerv. Druga sprememba, ki je veljala od septembrskega obdobja obveznih rezerv dalje, je razširila osnovo obveznih rezerv s tolarskih obveznosti bank tudi na obveznosti v tuji valuti in na novo določila stopnje obveznih rezerv (0, 2 in 7 %) (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 7). Porast osnove obveznih rezerv je v obdobju od januarja do avgusta 2002 znašal 12 %. Septembra je zaradi razširitve osnove le-ta porasla za 67 %, do konca leta pa še za 7 %. Nominalno je osnova porasla za 1911 mlrd tolarjev na 3818 mlrd tolarjev (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 33).

BS je pri določanju novih stopenj obveznih rezerv ciljala približno enako raven obveznih rezerv, kakršna je bila pred spremembo. Obvezne rezerve so v letu 2002 porasle za 15 % na 112,4 mlrd tolarjev v decembru 2002. Dosežene rezerve so v povprečju presegle obveznost za 2,0 %. (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 34)

Zaradi razvoja sekundarnega trga kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev je leta 2001 Ministrstvo za finance, v sodelovanju z BS, pričelo izdajati enomesečne zakladne menice. Del sredstev, pridobljenih z izdajo, ki jih ni potrebovalo, je Ministrstvo v letih 2001 in 2002 plasiralo v BS kot enomesečno zakladno vlogo. Ministrstvo je v prvi polovici leta 2002 denar deponiralo pri BS le deloma, od julija 2002 pa je likvidnostna preskrbljenost Ministrstva za finance omogočala deponiranje celotnega izkupička pri BS (Letno poročilo BS za leto 2002, str. 34).

Denarna politika BS v letu 2003 in v naslednjih letih

Strategija denarne politike je ostala nespremenjena tudi v letu 2003. Denarna politika je bila usmerjena v zniževanje inflacije in je temeljila na ustrezni ravni realnih obrestnih mer, obvladovanju ponudbe denarja ter postopni stabilizaciji deviznega tečaja ob upoštevanju nepokrite obrestne paritete. Pogoji za delovanje denarne politike so bili bistveno boljši kot v letu 2002. Zaradi vzdržnega padanja inflacijskih pričakovanj je ob usklajenem delovanju ostalih ekonomskih politik BS večkrat znižala nominalne obrestne mere in temu prilagajala dinamiko rasti deviznega tečaja. Postopno zniževanje realnih obrestnih mer so BS omogočali domače trošenje in kreditiranje ter pojemajoča inflacijska pričakovanja (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003a, str. 5).

Inflacija se je v preteklem letu pomembno znižala, saj je znašala konec leta 4,6 %. Takšna rast cen je bila predvsem rezultat usklajenega delovanja ekonomskih politik BS in Vlade RS ter odsotnost pritiskov s strani povpraševanja, zaslediti pa ni bilo niti pomembnih inflacijskih pritiskov iz tujine. Hkrati lahko ugotovimo, da je bila dezinflacija dosežena na vzdržen način, saj so bila v precejšnji meri ohranjena vsa osnovna ravnovesja v ekonomiji. Napovedi pa kažejo, da se bo trend zniževanja inflacije nadaljeval tudi v prihodnjih letih, tako da bi lahko bila stopnja rasti cen leta 2005 že na ravni mastrichtskega konvergenčnega kriterija (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003a, str. 5 in 8).

V letu 2003 se je (ključno) povečala usklajenost ekonomskih politik (predvsem denarne in fiskalne). Denarno politiko in politiko deviznega tečaja je dopolnjevala politika nadzorovanih cen, hkrati je Vlada RS z davčno politiko nevtralizirala inflacijske pritiske iz mednarodnega okolja zaradi velikih nihanj cene nafte na svetovnih trgih, prav tako pa je prilagoditev javnih financ v smeri manjše javne porabe in bolj restriktivne dohodkovne politike predstavljala nadaljnje korake v smeri koordinacije ekonomskih politik, kar omogoča zniževanje inflacije na trajni in vzdržni osnovi. Čim prejšnji prevzem evra je namreč skupni cilj tako BS kot Vlade RS (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003, str. 6 in 57).

BS je vodila denarno politiko v okviru uravnavanega drsečega deviznega tečaja, kar ji je zagotavljalo določeno stopnjo prostosti pri vodenju denarne politike v pogojih sproščenega pretoka kapitala s tujino. Prav sproščeni kapitalski tokovi so predstavljali eno od ključnih determinant vodenja denarne politike v letu 2003 (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003, str. 23).

Pri vodenju denarne politike je BS z namenom, da bi obvladovala količino denarja v obtoku, delovala na dve instrumentalni spremenljivki: obrestno mero (oziroma obrestne mere) in devizni tečaj. Obrestne mere je spreminjala v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti ponudbe denarja glede na ocenjeno povpraševanje po denarju ter v odvisnosti od inflacijskih gibanj in inflacijskih pričakovanj. Spremembe dinamike interventnega deviznega tečaja pa je sledilo načelu nepokrite obrestne paritete – stopnja rasti tečaja tolarja do evra je morala praviloma zapirati razliko med

domačimi in tujimi obrestnimi merami, z izjemo razlike, ki je odražala pribitek za deželno tveganje (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, maj 2003, str. 23).

Da bi BS dosegla dezinflacijo brez občutnih stroškov za gospodarstvo in trajno vzdržno nizko inflacijo, mora še posebej paziti na svoj vpliv na inflacijska pričakovanja, ki so pomemben element pri vodenju denarne politike (BS jih mora upoštevati pri določanju nominalne obrestne mere, da zagotovi zeleno realno obrestno mero in s tem zeleno stopnjo restriktivnosti). Ker so pričakovanja o gibanju inflacije racionalna, je ključnega pomena, da je protiinflacijsko delovanje BS kredibilno (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003, str. 62).

Denarna politika bo zaradi potrebe po nominalni konvergenci obrestnih mer v času v ERM II izgubila del svoje fleksibilnosti. Prav zmanjšanje te fleksibilnosti navaja BS na zmerno restriktivnost denarne politike in na vzdržno spuščanje obrestnih mer. Taka politika povečuje možnost prilagajanja cenovnih politik podjetij, učinkovito usmerja dolgoročna pričakovanja in maksimira verjetnost vzdržnosti znižane inflacije na dolgi rok. Zaradi tega kredibilno in postopno protiinflacijsko delovanje zmanjšuje realne stroške, povezane z dezinflacijo. Denarna politika BS je naravnana tako, da se v odsotnosti novih šokov lahko inflacija zniža tudi za dve odstotni točki na leto (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003, str. 63). Ob restriktivni denarni politiki pa bo BS še naprej postopoma in usklajeno prilagajala (zniževala) nominalne obrestne mere in dinamiko nominalnega deviznega tečaja tolarja.

Tudi v letu 2003 je bil strukturni položaj denarnega trga v presežku, zato je bila uporaba instrumentov ponudbe likvidnosti s strani bank neznatna v primerjavi z uporabo instrumentov za nalaganje presežkov likvidnosti (kot so depozit čez noč ter 60- in 270-dnevni tolarški blagajniški zapisi) (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003a, str. 16).

Vodenje denarne politike v letu 2003 je omejevala potreba po ohranjanju visoke stopnje sterilizacije kapitalskih pritokov iz leta 2002, ki so predstavljali potencialno visoko presežno likvidnost. Zaradi uravnovešene plačilne bilance se je stanje sterilizirane likvidnosti absorbiralo le počasi, kar se je odražalo v visokem stanju začasno prodanih deviz bank BS ter visokem stanju tolarških blagajniških zapisov (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003a, str. 18).

BS je v letu 2003 šestkrat znižala obrestne mere svojih instrumentov: v marcu, maju, juniju, oktobru, novembru in decembru. Tako se je obrestna mera za lombardno posojilo od začetka do konca leta znižala za 3,25 odstotnih točk (z 10,5 na 7,25 %), obrestna mera za depozit čez noč pa za eno odstotno točko (z 4 na 3 %), s čimer je bilo doseženo zoženje koridorja največje možne variabilnosti obrestnih mer najkrajših ročnosti. BS je tako dodatno zapirala obrestno pariteto. Obrestna mera za 60-dnevni tolarški blagajniški zapis se je znižala za 2,25 odstotnih točk (z 8,25 na 6 %), obrestna mera za začasni nakup deviz za 1,25 odstotnih točk, obrestna mera refinanciranja (to je sintetični indikator, sestavljen iz obrestne mere za začasni nakup deviz in obrestne mere refinanciranja pri ECB) pa se je znižala za 2 odstotni točki. Znižanje nominalnih obrestnih mer je vplivalo tudi na znižanje realnih obrestnih mer, kar je delovalo na zniževanje

stopnje restriktivnosti denarne politike v obsegu, kot so to dopuščale domače makroekonomske okoliščine. (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike BS, 2003a, str. 20-21; Bilten BS, december 2003/januar 2004, str. II-20-21).