

# BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize V/3 (september 1997), Ljubljana

## KAJ NAM STRUKTURNA POZICIJA DENARNEGA TRGA POVE O DENARNI POLITIKI BANKE SLOVENIJE

DRUGI DEL<sup>1</sup>

Tomaž Kožak

Drugi del prispevka o pomenu strukturne pozicije denarnega trga za vodenje denarne politike Banke Slovenije je logično nadaljevanje prvega dela, ki je obravnaval teoretična izhodišča za izvajanje denarne politike centralne banke prek denarnega trga in osnove oblikovanja kratkoročnega povpraševanja in ponudbe primarnega denarja. V prvem delu prispevka smo opredelili strukturno pozicijo denarnega trga in na- in njenega ugotavljanja prek avtonomnih postavk v premoženjski bilanci Banke Slovenije ter povezanost med gibanjem strukturne pozicije in obrestne mere denarnega trga ter gibanjem deviznega tečaja. Precej pozornosti smo namenili tudi mednarodni primerjavi velikosti in variabilnosti strukturne pozicije in njenih avtonomnih komponent.

Kot ena izmed pomembnih ugotovitev iz prvega dela prispevka, ki bo v središču pozornosti tudi v drugem delu, je pomembnost velikosti in zlasti variabilnosti strukturne pozicije denarnega trga za izbor instrumentov in izvedbenih postopkov pri vodenju denarne politike. Značaj strukturne pozicije (pozitivnost, negativnost in variabilnost) namreč v veliki meri determinira oblikovanje sistema izvedbenih postopkov in instrumentov vodenja denarne politike, čelimo, da temelji denarna politika na tržnih principih in da centralna banka izkorišča tržne vzvode pri doseganju zastavljenih ciljev.

Podobno kot prvi del sestavka je tudi drugi del sestavljen iz dveh vsebinskih sklopov. V prvem sklopu obravnavamo variabilnost strukturne pozicije denarnega trga v smislu iskanja vzrokov le-te po posameznih avtonomnih komponentah z metodo dekompozicije variance, kar je na nek način dopolnitev primerjalne analize variabilnosti istih kategorij po različnih evropskih državah. Nadaljujemo z analizo odzivanja Banke Slovenije na dnevno strukturno pozicijo denarnega trga v obdobju od januarja 1995 do aprila 1997 z obema glavnima skupinama instrumentov, operacijami na odprtem trgu in poseganjem Banke Slovenije na podlagi odprtih ponudb, ter s sistemom obveznih rezerv. Pri tem bomo analogno kot pri ugotavljanju vzrokov variabilnosti strukturne pozicije pri avtonomnih dejavnikih, ugotavljali na- in odzivanja Banke Slovenije s posamezno skupino instrumentov oz. izvedbenih postopkov.

Drugi vsebinski sklop pa je namenjen analizi obnačanja treh skupin bank na medbančnem trgu, in ugotavljanju osnovnih odnosov posamezne skupine do centralne banke in do medbančnega denarnega trga. Za izhodišče smo uporabili relacije, ki so grafično predstavljene v *sliki 1* prvega dela sestavka.

### 1. VZROKI VARIABILNOSTI STRUKTURNE POZICIJE DENARNEGA TRGA

---

<sup>1</sup> ^lanek je pisan v soavtorstvu z mag. Markom Kožakom, mladim raziskovalcem na EF, Ljubljana.

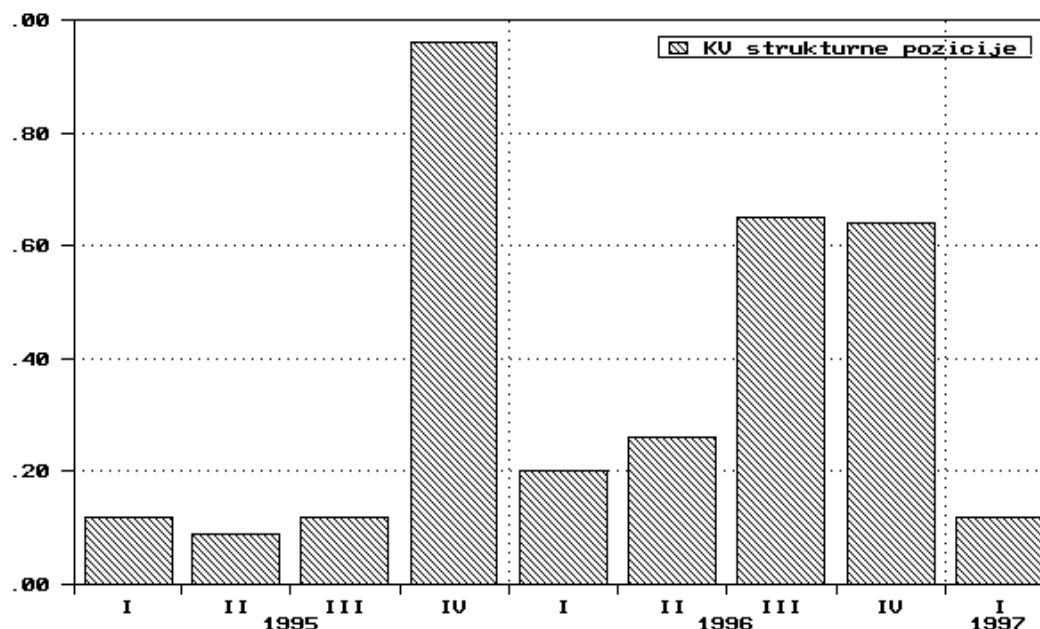
Mednarodna primerjava variabilnosti strukturne pozicije denarnega trga in primerjava variabilnosti posameznih avtonomnih komponent, ki je bila merjena relativno s standardnim odklonom dnevnih sprememb glede na BDP, je pokazala velike razlike med evropskimi državami in Slovenijo.

Poleg mednarodne primerjave pa lahko opazujemo tudi časovni razvoj variabilnosti strukturne pozicije po četrtletjih in za posamezna leta prek spreminjanja koeficientov variacije. Tabela 1 in slika 1 prikazujeta četrtletne koeficiente variacije, izračunane iz dnevnih deflacioniranih podatkov, ki z izjemo četrtega četrtletja 1995 in prvega četrtletja 1997 kažejo na trend naraščanja variabilnosti strukturne pozicije na kratki rok. Primerjava letnih KV pa kaže dokaj nespremenljivo variabilnost za leti 1995 in 1996. Podobna analiza, ki je bila opravljena na mesečnih podatkih za obdobje od leta 1992 do septembra 1996 pa kaže na izrazitejši trend upadanja letne variabilnosti strukturne pozicije denarnega trga v daljšem obdobju (od 1,19 v letu 1992 na 0,47 v letu 1996) (M.Kočak, 1996).

Tabela 1: Koeficient variacije strukturne pozicije denarnega trga za obdobje od januarja 1995 do aprila 1997 po četrtletjih in letih

čas	KV strukturne pozicije	čas	KV strukturne pozicije	čas	KV strukturne pozicije
I/1995	0,12	I/1996	0,20	I/1997	0,12
II/1995	0,09	II/1996	0,26		
III/1995	0,12	III/1996	0,65		
IV/1995	0,96	IV/1996	0,64		
leto 1995	0,48	leto 1996	0,54	leto 1997 <sup>2</sup>	0,18

Slika 1: Gibanje četrtletnih koeficientov variacije strukturne pozicije denarnega trga za obdobje od januarja 1995 do marca 1997, izračunanih iz dnevnih deflacioniranih podatkov



Slabosti visoke variabilnosti strukturne pozicije se kažejo v potrebi po relativno hitrem in intenzivnem odzivanju Banke Slovenije z ustreznimi instrumenti in izvedbenimi postopki na spremembe na denarnem trgu, ki so posledica šokov v avtonomnih dejavnostih. Zaradi

<sup>2</sup> Za leto 1997 se koeficient variacije nanaša na obdobje od januarja do aprila 1997.

relativne majhnosti strukturne pozicije glede na BDP in njene visoke variabilnosti se zna-aj strukturne pozicije glede suficitarnosti oz. deficitarnosti lahko hitro spreminja v obdobjih, ki so krajša od enega leta. To pa povzro-a potrebo po oblikovanju instrumentov denarne politike, ki omogo-ajo njeno vodenje v pogojih suficitarne ali deficitarne strukturne pozicije. Spreminjanje strukturne pozicije ima vpliv predvsem na tisti del na-ina vodenja denarne politike, ki temelji na tr`nih principih in ki omogo-a centralni banki izrabo interesov poslovnih bank. Vpliv strukturne pozicije na obna{anje centralne banke se ka-e v spreminjanju njene vloge na denarnem trgu v smislu nastopanja kot mejnega ponudnika likvidnosti oz. kot povpra{evalca po likvidnosti.<sup>3</sup>

Zaradi navedenih slabosti, ki jih povzro-a variabilnost strukturne pozicije, si centralna banka prizadeva spoznati njene vzroke z namenom nevtraliziranja variabilnosti tistih avtonomnih dejavnikov, pri katerih ugotovi najve-jo variabilnost. Iskanje vzrokov v posameznih komponentah strukturne pozicije pa lahko poteka na razli-ne na-ine. Eden od mo`nih pristopov je dekompozicija variance strukturne pozicije na posamezne avtonomne komponente.

Metoda dekompozicije variance nam omogo-a, da ugotovimo, kolik{en je prispevek vsake od komponent, ki dolo-a velikost strukturne pozicije, k skupni variabilnosti (Escriva in Fagan, EMI 1996). Kot izhodi{-e za izvedbo dekompozicije smo uporabili naslednjo ena-bo:

$$A = C + NVJS - NTA + DBZ + NOP \quad (I.)$$

A ex ante strukturna pozicija denarnega trga,  
 C gotovina v obtoku,  
 NVJS neto vloge javnega sektorja  
 NTA neto tuja aktiva,  
 DBZ blagajni{ki zapisi BS v tujem denarju,  
 NOP neto ostala pasiva.

Ena-bo (I.) z ustreznimi operacijami preuredimo tako, da pridemo do ena-be (II.), ki predstavlja dekompozicijo variance endogene spremenljivke A:<sup>4</sup>

$$Var(A) = Cov(C, A) + Cov(NVJS, A) - Cov(NTA, A) + Cov(DBZ, A) + Cov(NOP, A) \quad (II.)$$

Prispevek posameznih komponent k skupni varianci lahko izrazimo tudi relativno, tako da obe strani ena-be delimo z izrazom  $Var(A)$ , s -emer dose`emo tudi primerljivost in ve-jo nazornost rezultatov za posamezna -etrtletja.

$$1 = \frac{Cov(C, A)}{Var(A)} + \frac{Cov(NVJS, A)}{Var(A)} - \frac{Cov(NTA, A)}{Var(A)} + \frac{Cov(DBZ, A)}{Var(A)} + \frac{Cov(NOP, A)}{Var(A)} \quad (III.)$$

Rezultati obdelave podatkov, izvedene na podlagi gornje ena-be, so prikazani v *tabeli 2*. Na podlagi izra-unanih vrednosti lahko ugotovimo, da sta v celotnem opazovanem obdobju (januar 1995 - april 1997) najve- variabilnosti prispevale komponente neto tuja aktiva, blagajni{ki zapisi BS v tujem denarju in neto vloge javnega sektorja. Primerjava -etrtletnih podatkov pa v veliki meri potrjuje ugotovitve, ki se nana{ajo na daljša obdobja (leto, celotno obdobje), s posameznimi izrazitej{imi izjemami. Samo dejstvo, da so koeficienti

<sup>3</sup> Ve- o slabostih spreminjanja strukturne pozicije denarnega trga v Sloveniji je bilo napisanega v prvem delu prispevka (Prikazi in analize, junij 1997).

<sup>4</sup> Od vsake spremenljivke v ena-bi (I.) od{tejemo njeno aritmeti-no sredino, s -emer enakosti ne poru{imo, saj velja, da je vsota povpre-ij vedno enaka povpre-ju vsote. V nadaljnem koraku pa obe strani ena-be mno`imo z izrazom  $(A - \bar{A})$  ter uvedemo operator pri-akovane vrednosti, s -emer pridemo do ena-be (II.).

variabilnosti relativno visoki pri neto tuji aktivih in blagajniških zapisih v tujem denarju pa pomeni, da je skupno variabilnost strukturne pozicije v preučevanem obdobju v večji meri mogoče pojasniti s tema dvema spremenljivkama. Ker skuša Banka Slovenije prek navedenih spremenljivk vplivati predvsem na razmere na deviznem trgu ter na devizni tečaj to odraža aktivni pristop pri vodenju tečajne politike.

Tabela 2: Dekompozicija variance strukturne pozicije denarnega trga. Relativno izraženi prispevki posameznih komponent k celotni varianci strukturne pozicije. Izraženi so opravljeni na deflacioniranih dnevni podatkih stanj

	$\frac{Var(A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(C,A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(NVJS,A)}{Var(A)}$	$\frac{-Cov(NTA,A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(DBZ,A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(NOP,A)}{Var(A)}$
I/1995	1,00	0,24	-0,04	0,21	0,52	0,07
II/1995	1,00	0,70	0,05	-1,10	1,03	0,31
III/1995	1,00	0,01	0,47	0,05	0,14	0,33
IV/1995	1,00	0,00	0,40	-0,42	0,80	0,22
I/1996	1,00	0,46	0,26	-0,25	0,60	-0,08
II/1996	1,00	0,63	0,25	0,87	-1,02	0,27
III/1996	1,00	-0,07	1,35	-3,04	2,98	-0,22
IV/1996	1,00	-0,12	1,04	1,15	-0,92	-0,14
I/1997	1,00	0,23	0,50	-0,83	0,71	0,39
1995	1,00	0,21	0,40	-0,45	0,69	0,15
1996	1,00	0,40	0,89	-1,55	1,14	0,13
1-4/1997	1,00	0,30	0,50	2,63	2,36	0,47
(1/95 - 4/97)	1,00	0,36	0,29	-1,18	1,14	0,37

Poleg tega pa Banka Slovenije z deviznimi blagajniškimi zapisi nevtralizira velik del variabilnosti v spremenljivki neto tuje aktive. Odsotnost deviznih blagajniških zapisov bi namreč povzročila bistveno izrazitejšo in monejšo likvidnostne vloge, ki jih ponazarja gibanje strukturne pozicije denarnega trga. V podkrepitev te trditve smo izražene na podlagi enačbe (III.) preoblikovali tako, da smo v neto tujo aktivno vključili tudi blagajniške zapise v tujem denarju in jih prikazali v tabeli 3.

Tabela 3: Dekompozicija variance strukturne pozicije, z relativno izraženimi prispevki posameznih komponent k celotni varianci strukturne pozicije. K neto tuji aktivni (NTA) so prišteti tudi blagajniški zapisi Banke Slovenije v tujem denarju (primerjaj s tabelo 2)

	$\frac{Var(A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(C,A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(NVJS,A)}{Var(A)}$	$\frac{-Cov(NTA,A)}{Var(A)}$	$\frac{Cov(NOP,A)}{Var(A)}$
I/1995	1,00	0,24	-0,04	0,74	0,07
II/1995	1,00	0,70	0,05	-0,06	0,31
III/1995	1,00	0,01	0,47	0,18	0,33
IV/1995	1,00	0,00	0,40	0,38	0,22
I/1996	1,00	0,46	0,26	0,35	-0,08
II/1996	1,00	0,63	0,25	-0,16	0,27
III/1996	1,00	-0,07	1,35	-0,06	-0,22
IV/1996	1,00	-0,12	1,04	0,23	-0,14
I/1997	1,00	0,23	0,50	-0,12	0,39
1995	1,00	0,21	0,40	0,24	0,15
1996	1,00	0,40	0,89	-0,42	0,13
1-4/1997	1,00	0,30	0,50	-0,27	0,47
(1/95 - 4/97)	1,00	0,36	0,29	-0,02	0,37

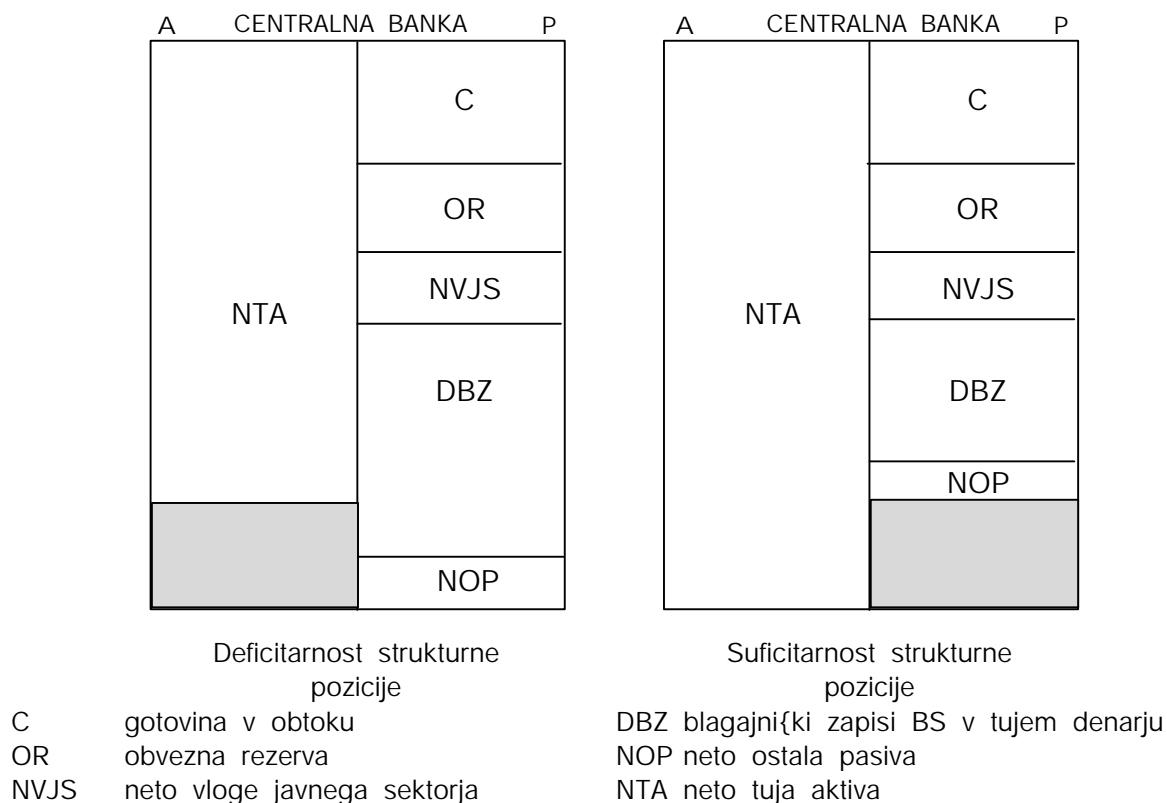
Vidimo, da je prispevek "novodefinirane" neto tuje aktive k variabilnosti strukturne pozicije bistveno manjši kot v prejšnjem primeru (primerjaj *tabelo 2* in *tabelo 3*). Banka Slovenije z blagajniškimi zapisi v tujem denarju bistveno zmanjša variabilnost strukturne pozicije denarnega trga.

Nenavadno visok delež pri pojasnjevanju variabilnosti strukturne pozicije zasledimo pri gotovini v obtoku v drugem četrtletju 1995 in drugem četrtletju 1996. Razlog je v sezonskem gibanju gotovine v obtoku, ki v poletnih mesecih izrazito poraste.

Poleg visokega prispevka neto tuje aktive in blagajniških zapisov v tujem denarju ne preseneča tudi visoka vrednost koeficienta pri spremenljivki neto vlog javnega sektorja. Leta se je izrazito povečala v tretjem četrtletju 1995, potem ko je bila julija 1995 sklenjena pogodba o sodelovanju med Ministrstvom za finance in Banko Slovenije, s katero je bil določen tudi način vezave proračunskih presežkov pri Banki Slovenije. Od tega obdobja dalje so bile pri Banki Slovenije deponirane poleg vpoglednih tolarskih vlog države tudi vezane vloge z izbranimi ročnostmi. Naslednji večji porast koeficienta se nanaša na tretje in četrto četrtletje 1996, kar je v določeni meri posledica večjega obsega vezav proračunskih sredstev pri Banki Slovenije, ki izvira iz spremembe pogodbe o sodelovanju v smislu sprejemanja poljubne ročnosti vezav.

Banka Slovenije sicer uporablja instrument "dodatna kratkoročna posojila", ki je namenjen posredovanju prejetih državnih vlog nazaj v bančni sistem. Ta instrument sicer prispeva k zniževanju variabilnosti strukturne pozicije, zahteva pa neposredno interveniranje centralne banke na denarnem trgu v najožjem smislu. Tak način delovanja pa ni nujno v skladu s trenutno deficitarno oziroma suficitarno strukturno pozicijo (glej *skica 1*).

Skica 1: Shematičen prikaz odrajanja ex post deficitarne in suficitarne strukturne pozicije denarnega trga v premoženjski bilanci centralne banke



Oseneno polje predstavlja neto obseg intervencij centralne banke na denarnem trgu.

^e se na primer v razmerah suficitarne ex post strukturne pozicije pove-ujejo neto vloge javnega sektorja (NVJS), se agregat NVJS v pasivi pove-uje, kar zmanj{uje suficitarnost strukturne pozicije in s tem zmanj{uje potrebo Banke Slovenije po dodatnem izdajanju vrednostnih papirjev. V razmerah suficitarne strukturne pozicije mora centralna banka namre-neto umikati primarni denar iz obtoka. Z dodatnimi kratkoro-nimi posojili si centralna banka sicer ubla`i nihanja, ki jih povzro-ajo spremembe NVJS, vendar hkrati tudi ohranja nespremenjeno strukturno pozicijo in s tem potrebo po hkratnem umikanju pravkar ponujene likvidnosti iz obtoka. Seveda se moramo zavedati, da centralna banka nikoli ne izvaja enovrstnih operacij, samo izdajanja ali samo umikanja primarnega denarja, ampak se proces odvija dinami-no in hkrati vpliva na pogoje pod katerimi izda dodatni primarni denar. Vendar so ti pogoji praviloma `e zajeti v parametrih ostalih instrumentov.

S pravkar opisanim primerom samo poudarjamo razliko med instrumentom blagajni{kih zapisov BS v tujem denarju in njihovo vlogo pri zni`evanju velikosti in variabilnosti strukturne pozicije in instrumentom dodatnih kratkoro-nih posojil, ki zmanj{ujejo variabilnost strukturne pozicije, povzro-eno z nihanjem neto vlog javnega sektorja. Slednji namre-neposredno vplivajo na dogajanja na denarnem trgu. Pomembno je dejstvo, da potreba interveniranja centralne banke na denarnem trgu izvira iz suficitarnosti oz. deficitarnosti strukturne pozicije.

Primerjava vzrokov variabilnosti strukturne pozicije za Slovenijo z dr`avami Evropske unije poka`e, da so najpomembnej{i dejavnik variabilnosti v ve-ini dr`av neto vloge javnega sektorja. Le na Finskem, v Belgiji in v Avstriji neto tuja aktiva prispeva relativno ve- k variabilnosti strukturne pozicije kot neto vloge javnega sektorja. Potrditev, da so dejavniki variabilnosti strukturne pozicije pomembni za u-inkovito vodenje denarne politike, najdemo tudi v dejstvu, da posku{ajo nekatere evropske dr`ave zmanj{ati variabilnost svoje strukturne pozicije z institucionalnim in pogodbenim urejanjem depozitnih odnosov med centralno banko in dr`avo.

## 2. ANALIZA RELATIVNE POMEMBNOСТИ UPORABLJENIH INSTRUMENTOV DENARNE POLITIKE

V dosedANJI analizi je bila ugotovljena velikost strukturne pozicije denarnega trga in njena variabilnost v Sloveniji. Ker velikost in zna-aj (suficitarnost, deficitarnost) strukturne pozicije dolo-ata, koliko likvidnosti bo morala centralna banka umakniti ali dodatno ponuditi s svojimi instrumenti prek denarnega trga, je potrebno preu-iti dejavnike, ki pojasnjujejo dodatno izdajanje (umikanje) primarnega denarja v velikosti negativne (pozitivne) strukturne pozicije denarnega trga. Gre torej za preu-itev odzivanja Banke Slovenije na spremembe v strukturni poziciji s skupinami instrumentov, ki jih ima na voljo.

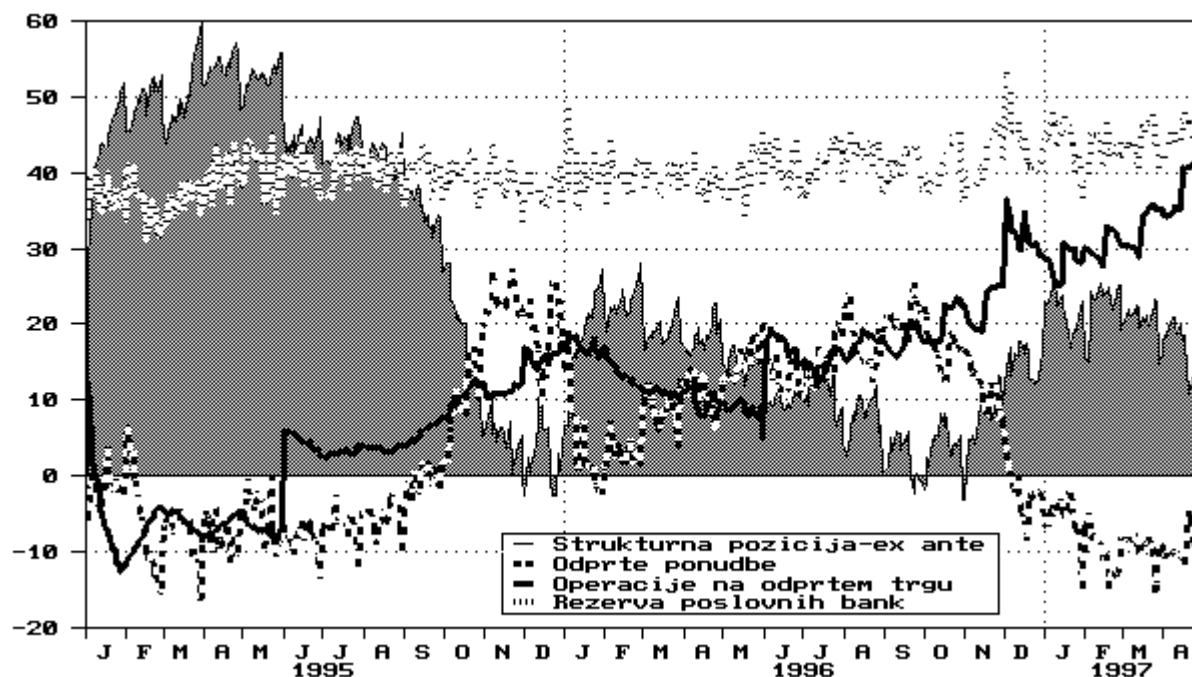
Osnovne tri skupine instrumentov so: obvezna rezerva, posegi na podlagi odprtih ponudb ter operacije na odprtem trgu. Zadnji dve skupini sodita med posredne instrumente denarne politike, katerih zna-ilnosti so bile podrobno opisane `e v prvem delu prispevka (PA, junij 1997). Banka Slovenije uporablja vse tri skupine instrumentov, `eprav je za mnoge od uporabljenih instrumentov, zaradi kombiniranja z razli-nimi dodatnimi pogoji, te`ko opredeliti njihovo uvrstitev med posege na podlagi odprtih ponudb ali med operacije na odprtem trgu. Tako smo v prvo skupino, med posege na podlagi odprtih ponudb, uvrstili naslednje instrumente, ki so se uporabljali v opazovanem obdobju: likvidnostna posojila (LP za izhod v sili, LP prek no-i, LP na podlagi blagajni{kih zapisov, potencialne obveznosti), interventno lombardno posojilo, redno kratkoro-no posojilo, dodatno kratkoro-no posojilo, dvodelni blagajni{ki zapisi, tolarski blagajni{ki zapisi. V drugo skupino, med operacije na odprtem

trgu, pa smo uvrstili instrumente: repo deviznih blagajni{kih zapisov, repo deviz iz naslova tridelne ponudbe, odkup deviz s pravico ter blagajni{ke zapise z nakupnim bonom.

### 2.1. Ponudba in umik likvidnosti prek instrumentov denarne politike

Na podlagi (ex ante) strukturne pozicije, ki jo dolo-ajo avtonomne komponente, se centralna banka soo-i s potrebo po nevtraliziranju prese`ne likvidnosti (v razmerah suficitarne strukturne pozicije) oziroma s potrebo po dodatni ponudbi manjkajo-e likvidnosti (v razmerah deficitarne strukturne pozicije). Kot smo ugotovili `e v prvem delu prispevka, je v ve-ini obdobja prevladovala ex ante suficitarna strukturna pozicija denarnega trga in le konec leta 1995 in v za-etku zadnje tretjine leta 1996 se je za kratek -as spremenila v deficitarno, zaradi relativno hitrega nara{-anja obsega vpisanih DBZ in nara{-anja neto vlog javnega sektorja.

Slika 2: Odzivanje centralne banke na ex ante strukturno pozicijo denarnega trga s posamezno skupino instrumentov. Podatki so deflacirani in v mlrd SIT



Obseg ponudbe oziroma umika likvidnosti na denarnem trgu v najo`jem smislu se odrazi v dinamiki uporabe posamezne skupine instrumentov denarne politike. Slika 2 prikazuje obseg uporabe posamezne skupine instrumentov Banke Slovenije vklju-no z rezervami poslovnih bank. Poleg tega je na sliki prikazana tudi ex ante strukturna pozicija z enakim preznakom, kot ustreza suficitarnosti (+) oziroma deficitarnosti (-) pozicije. Ex post strukturno pozicijo lahko od-itamo implicitno kot razliko med gibanjem ex ante strukturne pozicije in rezerv poslovnih bank. Omenjena razlika, ki je bila negativna (deficitarna ex post strukturna pozicija) od zadnje deкаде avgusta 1995 do konca opazovanega obdobja, je zahtevala od Banke Slovenije dodatno neto ponudbo likvidnosti, ki jo je (neto) zagotavljala tako z intervencijami na odprtem trgu kot z intervencijami odprte ponudbe. V obdobju od septembra 1995 do oktobra 1996 je Banka Slovenije zagotavljala dodatno likvidnost bolj ali manj enakovredno z obema skupinama instrumentov (obe krivulji se gibljeta na pribli`no enaki ravni). Po oktobru 1996 je nato sledilo obdobje izrazitega razhajanja funkcij obeh skupin instrumentov. Banka Slovenije je neto izdajala primarni denar samo {e z

intervencijami na odprtem trgu in to v bistveno večjem obsegu, kot je izhajalo iz potrebe ex post deficitarne strukturne pozicije. Zato je "presežno" likvidnost centralna banka umikala z denarnega trga z intervencijami odprte ponudbe.

V obdobjih suficitarne ex post strukturne pozicije, od januarja 1995 do zadnje dekade avgusta 1995, je "presežno" likvidnosti Banka Slovenije neto umikala z denarnega trga prek odprtih ponudb. Druga značilnost, ki se kaže pri opazovanju obsega uporabe posamezne skupine instrumentov je neusklajeno prehajanje iz neto ponudbe v neto umik likvidnosti. Razlog je nedvomno v različnem obsegu zastopanosti instrumentov v posamezni skupini glede na namembnost prevladujočega umika oziroma prevladujoče ponudbe likvidnosti. Kot zadnjo značilnost navajamo dejstvo, da je bilo v obdobju od januarja 1995 do septembra 1996 v povprečju neto več posegov prek odprtih ponudb kot neto posegov prek operacij na odprtem trgu ter da se je v zadnji četrtini celotnega analiziranega obdobja razmerje med obsegom interveniranja prek posamezne skupine instrumentov zrcalno spremenilo. Poudarjamo, da gre za neto učinke obeh skupin instrumentov ter da bi izkazovanje posegov na bruto osnovi prineslo drugačne rezultate glede uporabe posamezne skupine instrumentov.

## 2.2 Analiza odzivanja Banke Slovenije na variabilnost strukturne pozicije z metodo dekompozicije variance

V nadaljevanju bomo z metodo dekompozicije variance analizirali variabilnost ex ante strukturne pozicije, s katero se srečuje Banka Slovenije, ter odraščanje te variabilnosti na vseh treh skupinah uporabljenih instrumentov. Vendar v tem primeru ne bomo opazovali stanj, ampak tokove, ki so izraženi kot spremembe dnevnih stanj. Spremembe stanj posameznih uporabljenih skupin instrumentov v večji meri pokažejo aktivnost centralne bank pri uporabi instrumentov v danem obdobju.

Izhodišče analize temelji na naslednji enačbi:

$$\Delta A = \Delta OT + \Delta OP - \Delta R \quad (IV.)$$

- A ex ante strukturna pozicija denarnega trga,
- OT operacije na odprtem trgu,
- OP intervencije na podlagi odprtih ponudb,
- R rezerve poslovnih bank.

Enačbo (IV.) z ustreznimi operacijami preuredimo tako, da pridemo do enačbe (V.), ki predstavlja dekompozicijo variance endogene spremenljivke ex ante strukturne pozicije denarnega trga ( $\Delta A$ ):<sup>5</sup>

$$Var(\Delta A) = Cov(\Delta OT, \Delta A) + Cov(\Delta OP, \Delta A) - Cov(\Delta R, \Delta A) \quad (V.)$$

Odraščanje skupne variabilnosti sprememb v strukturni poziciji na spremembah pri posameznih skupinah instrumentov denarne politike lahko izrazimo tudi relativno, tako da obe strani gornje enačbe delimo z izrazom  $Var(\Delta A)$  ter tako dobimo naslednji zapis:

<sup>5</sup> Od vsake spremenljivke v enačbi (IV.) odštejemo njeno aritmetično sredino, kar ne spremeni enakosti, nato pa obe strani pomnožimo z izrazom  $(\Delta A - \bar{\Delta A})$  ter uvedemo operator priakovane vrednosti, kar privede do enačbe (V.), ki predstavlja dekompozicijo variance spremenljivke  $\Delta A$ .



$$1 = \frac{Cov(\Delta OT, \Delta A)}{Var(\Delta A)} + \frac{Cov(\Delta OP, \Delta A)}{Var(\Delta A)} - \frac{Cov(\Delta R, \Delta A)}{Var(\Delta A)} \quad (VI.)$$

Rezultati, izra-unani na podlagi gornje ena-be, so prikazani v *tabeli 4*.

Iz prikazanih rezultatov je razvidno, da se je v celotnem obdobju (januar 1995 - april 1997) variabilnost v spremembi strukturne pozicije denarnega trga najmo-nejše odra`ala na variabilnosti instrumentov intervencije na podlagi odprtih ponudb in variabilnosti sprememb rezerv poslovnih bank. V izredno nizkem obsegu pa se je variabilnost odrazila na operacijah na odprtem trgu. Ta ugotovitev velja tudi za letna obdobja, z izjemo leta 1996, in za ve-ino ~etrletnih obdobj s posameznimi izmenjavami med instrumenti odprte ponudbe in rezervami poslovnih bank.

Razlog za visoko odra`anje variabilnosti v spremembah strukturne pozicije na rezervah poslovnih bank je v dejstvu, da so poleg obvezne rezerve v tej kategoriji zajete tudi operativna sredstva (working balances), ki poslovni banki omogo-ajo normalno poslovanje v pla-ilnem prometu.<sup>6</sup> Domnevamo lahko, da je nihanje operativnih sredstev bistveno bolj izrazito od nihanja obveznih rezerv. Slednje so zaradi svoje namembnosti in zaradi institucionalnega dolo-anja stopenj obvezne rezerve, ki se praviloma ne spreminjajo na kratki rok, v povpre-ju bolj stabilne. Ob izlo-itvi operativnih sredstev bi se vpliv variabilnosti strukturne pozicije na spremenljivko obveznih rezerv zmanj{al in pove-al pri drugih dveh.

*Tabela 4:* Dekompozicija variance sprememb strukturne pozicije denarnega trga. Izra-uni so opravljeni na deflacioniranih dnevniih podatkih sprememb stanj posamezne skupine instrumentov denarne politike (operacije na odprtem trgu (OT), posegi centralne banke na podlagi odprtih ponudb (OP), rezerve poslovnih bank (R))

	$\frac{Var(DA)}{Var(DA)}$	$\frac{Cov(DOP, DA)}{Var(DA)}$	$\frac{Cov(DOT, DA)}{Var(DA)}$	$\frac{-Cov(DR, DA)}{Var(DA)}$
I/1995	1,00	0,42	0,13	0,45
II/1995	1,00	0,30	0,15	0,55
III/1995	1,00	0,31	0,02	0,67
IV/1995	1,00	0,70	0,04	0,26
I/1996	1,00	0,63	-0,02	0,39
II/1996	1,00	0,28	0,02	0,70
III/1996	1,00	0,59	-0,01	0,42
IV/1996	1,00	0,40	-0,07	0,68
I/1997	1,00	0,57	0,02	0,41
1995	1,00	0,47	0,09	0,44
1996	1,00	0,48	-0,03	0,54
1-4/1997	1,00	0,57	0,02	0,40
(1/95 - 4/97)	1,00	0,49	0,03	0,48

Kljub tej domnevi pa presene-a nizek vpliv variabilnosti pozicije na skupino instrumentov operacij na odprtem trgu. Glede na naravo in zna-ilnosti teh instrumentov bi pri-akovali bistveno vi{je vrednosti koeficientov (glej *tabelo 4*). Kot razlog lahko navedemo relativno majhno {tevilo (primerjalno z ostalimi skupinami) razpolo`ljivih instrumentov, ki imajo zna-aj

<sup>6</sup> Ugotavljanje strukturne pozicije temelji na knjigovodskih evidencah Banke Slovenije in ne na drugih razpolo`ljivih manj agregiranih virih, zato raz-lenitev na obvezno rezervo in operativna sredstva ni bila opravljena. Uporaba zgolj enega podatkovnega vira namre- zagotavlja ve-jo natan-nost izra-unov.

operacij na odprtem trgu in tudi relativno majhen obseg neto ponujene likvidnosti prek teh instrumentov v primerjavi s skupino intervencij centralne banke prek odprtih ponudb, z izjemo zadnjih šestih mesecev v celotnem opazovanem obdobju. Ob tem pa ponovno poudarjamo, da gre v tej analizi za neto princip spremljanja podatkov posamezne skupine instrumentov in ne za bruto pristop, ki bi verjetno dajal bolj usklajene rezultate. Na podlagi obstoječih izračunov lahko zagotovo sklepamo le na to, da se je Banka Slovenije v preučevanem obdobju na spremembe v strukturi poziciji (v povprečju) v manjši meri odzivala z uporabo operacij na odprtem trgu kot z ostalimi instrumenti.

### 2.3. Mednarodna primerjava relativne pomembnosti posamezne skupine instrumentov denarne politike pri spremembah strukturne pozicije

Rezultate, ki smo jih pridobili na podlagi dekompozicije variance in so prikazani v tabeli 4, lahko primerjamo z državami Evropske unije, z namenom da ugotovimo, kakšen relativni pomen ima posamezna skupina instrumentov pri kompenziranju oziroma odzivanju centralne banke na likvidnostne spremembe na denarnem trgu, ki se kažejo v ex ante strukturi poziciji.

Rezultate slovenske analize za leti 1995 in 1996 bomo primerjali s podobno analizo, ki sta jo opravila J. L. Escriva in G. P. Fagan maja 1996. Omenjena raziskava temelji na dnevni podatkih, zbranih po evropskih centralnih bankah za leto 1994. Avtorja navajata metodo dekompozicije variance kot eno od najprimernejših za ugotavljanje relativne pomembnosti posamezne skupine instrumentov pri kompenziranju likvidnostnih šokov, ki jih povzročajo spremembe avtonomnih dejavnikov. Tabela 5 je povzeta iz omenjenega gradiva EMI in dopolnjena s podobnimi rezultati za leti 1995 in 1996 za Slovenijo.

Tabela 5: Relativna pomembnost različnih instrumentov denarne politike pri kompenziranju variabilnosti strukturne pozicije denarnega trga za države Evropske unije<sup>7</sup> in za Slovenijo

	AT	BE	DK	DE	GR	ES	FI	FR	IE
Rezerve poslovnih bank	0,90	0,00	0,00	0,65	0,01	0,19	0,00	0,05	0,00
Odprta ponudba	0,10	-0,03	0,18	0,12	0,70	0,00	0,00	0,00	0,05
Operacije na odprtem trgu	0,00	1,03	0,82	0,23	0,29	0,81	1,00	0,95	0,95

	IT	NL	PT	SE	UK	Povprečje	SLO 1995	SLO 1996
Rezerve poslovnih bank	0,25	0,78	0,60	0,00	0,00	<b>0,25</b>	0,44	0,54
Odprta ponudba	0,00	0,11	0,06	0,06	0,06	<b>0,10</b>	0,47	0,48
Operacije na odprtem trgu	0,75	0,11	0,34	0,94	0,93	<b>0,65</b>	0,09	-0,03

Mednarodna primerjava izračunanih vrednosti kaže na izrazitejšo odstopanje slovenskih rezultatov od povprečja Evropske unije. Zlasti je zanimiva primerjava med koeficienti, ki se

<sup>7</sup> AT=Avstrija, BE=Belgija, DK=Danska, DE=Nemčija, GR=Grčija, ES=Španija, FI=Finska, FR=Francija, IE=Irski, IT=Italija, NL=Nizozemska, PT=Portugalska, SE=Švedska, UK=Velika Britanija, SLO=Slovenija.

nanařajo na intervencije centralnih bank na odprtem trgu. V slovenskem primeru so navedeni koeficienti izredno nizki (tako za leto 1995 kot 1996) v primerjavi z evropskim povpre- jem, saj, z izjemo Avstrije<sup>8</sup>, nobena od dr`av nima vrednosti ni`jih od 0,10. Intervencije na odprtem trgu imajo v ve- ini dr`av (BE, DK, ES, FI, FR, IT, SE, UK) z vrednostmi koeficientov med 0,8 do 1,0 prevladujo- pomen pri absorbiranju likvidnostnih řokov na denarnem trgu (EMI, 1996). Pri tem je seveda pomembno kako pogosto centralna banka uporablja tovrstno intervencijo, vendar je v primeru Slovenije intervencija na odprtem trgu dokaj pogosta oblika delovanja Banke Slovenije, saj repo deviznih blagajniřkih zapisov dnevno uporablja od 9. februarja 1995, a v relativno nizkem obsegu. Med opazovano skupino instrumentov so v Evropi najpomembnejři ravno repo posli na podlagi doma-e aktive.<sup>9</sup>

Podobno asimetri-no sliko, glede na evropsko povpre- je, opazimo tudi pri intervencijah centralne banke na podlagi odprte ponudbe. Banka Slovenije prevladujo-i del likvidnostnih řokov, ki se odra`ajo v strukturni poziciji, kompenzira ravno s to skupino instrumentov. V ve- ini dr`av EU je ta oblika v dokaj podrejenem polo`aju, z izjemo Gr- ije, kjer ima instrument "deposit facility" najpomembnejřo vlogo pri kompenziranju řokov, ki izvirajo iz avtonomnih dejavnikov. Viřino slovenskega koeficienta lahko pojasnimo z mo- no razvejano skupino intervencij Banke Slovenije na podlagi odprtih ponudb, kamor se uvrř- ajo tolarski blagajniřki zapisi (brez blagajniřkih zapisov z nakupnim bonom, ki jih uvrř- amo med operacije na odprtem trgu), dvodelni blagajniřki zapisi BS, redna in dodatna kratkoro- na posojila, interventno lombardno posojilo ter vse vrste likvidnostnih posojil. Instrumenti, ki so namenjeni rpanju likvidnosti v skrajni sili pa tako v evropskih dr`avah kot v Sloveniji ne igrajo pomembnejře vloge.

Primerjava obveznih rezerv na podoben na- in, kot smo to storili v prejřnjih dveh primerih, je ote`ena zaradi `e navedenega razloga. Domnevamo lahko, da bi se vrednosti koeficientov, ki odra`ajo vpliv variabilnosti strukturne pozicije na rezerve poslovnih bank zni`ale, -e bi se pri slovenskih podatkih omejili zgolj na sredstva obvezne rezerve (brez operativnih sredstev). Vendar kljub tej pomanjkljivosti ugotavljamo, da je vrednost opazovanih koeficientov za Slovenijo na podobni ravni kot v Nem- iji, na Portugalskem in v Avstriji. Nizozemska je na nek na- in izjema, saj instrument obvezne rezerve pogosto uporablja v odvisnosti od pri- akovane likvidnostne situacije v ban- nem sistemu. Pomembnost instrumenta obvezne rezerve pri kompenziranju likvidnostnih řokov v zgoraj omenjenih evropskih dr`avah se ka`e v povpre- enju pri izlo- anju obvezne rezerve. Relativno nepomembna vloga obveznih rezerv pri kompenziranju likvidnostnih řokov v ostalih dr`avah pa izhaja iz nizkih obveznih rezerv (npr. Francija) ali iz odsotnosti principa povpre- enja pri izra- unavanju izlo- ene obvezne rezerve (npr. Gr- ija, Finska, [panija)(EMI, 1996).

#### 2.4. Povpre- en znesek umika oziroma ponudbe likvidnosti prek posameznih instrumentov denarne politike

Relativni pomen posameznih instrumentov pri vodenju denarne politike lahko prika`emo ře na na- in, ki temelji na povpre- nem obsegu posameznega instrumenta pri netu izdajanju oziroma umikanju primarnega denarja v dolo- enem obdobju. Ponovno bomo rezultate naře analize za leti 1995 in 1996 primerjali s řtudijo avtorjev Escriva in Fagana za leto 1994 (EMI, 1996). in jih prikazali v tabeli 6.

Zaradi korektnosti primerjav med dr`avami EU in Slovenijo je potrebno dodati nekaj pojasnil. Instrumente, ki smo jih analizirali v prejřnjem poglavju smo poskuřali smiselno

<sup>8</sup> Avstrija je v letu 1994 ve- ino potrebne likvidnosti posredovala v ban- ni sistem s tako imenovanim instrumentom "below market lending facility".

<sup>9</sup> Za natan- nejře vrednosti glej gradivo EMI, maj 1996.

razdeliti po posameznih rubrikah. Tako smo med "redna posojila po obrestni meri ni`ji od tr`ne obrestne mere" uvrstili vsa likvidnostna posojila, z izjemo likvidnostnih posojil za izhod v sili, ter redna in dodatna kratkoro-na posojila, med "refinanciranje (mejno) po najvi`ji OM" smo uvrstili interventno lombardno posojilo in likvidnostno posojilo za izhod v sili, med "repo na podlagi doma-e aktive" smo uvrstili repo deviznih blagajni{kih zapisov Banke Slovenije, med "devizni swap" smo razvrstili odkup deviz s pravico, med "repo na podlagi tuje aktive" smo uvrstili repo deviz iz naslova tridelne ponudbe, ter med "kratkoro-ne dol`ni{ke vrednostne papirje CB" tolarske blagajni{ke zapise, dvodelne blagajni{ke zapise in tolarske blagajni{ke zapise z nakupnim bonom. Razvrstitev je opravljena zgolj deklarativno, kar pomeni, da vsebina posameznega instrumenta, ki ga uporablja Banka Slovenije, ni nujno primerljiva z vsebino instrumentov, ki jih uporabljajo dr`ave EU, -eprav smo se temu poskusili kar najbolj pribli`ati. Zlasti je razvrstitev sporna pri rubriki "redna posojila po obrestni meri ni`ji od tr`ne obrestne mere", saj ne moremo trditi, da so bila vsa likvidna sredstva Banke Slovenije, ki jih je ponudila skozi instrumente, uvr{-ene v to rubriko, v celotnem obdobju ponujena po ni`ji obrestni meri od obrestne mere denarnega trga (glej sliko 2, prvi del; PA, junij 1997).

Vendar lahko kljub navedenim opombam, ki jih moramo upo{tevat pri opazovanju *tabele 6*, ugotovimo nekaj zna-ilnosti. Pri ve-ini centralnih bank EU ima najpomembnej{o vlogo pri ponudbi primarnega denarja repo na podlagi "doma-e" aktive. Tudi v Sloveniji je imel omenjeni instrument pomembno vlogo pri ponudbi likvidnih sredstev, vendar je bilo v povpre-ju ve- likvidnosti neto ponujeno skozi "redna posojila po obrestni meri ni`ji od tr`ne obrestne mere", zlasti to velja za leto 1995. Ugotovitev lahko pojasnimo z dejstvom, da je bila aktivnost Banke Slovenije pri uporabi likvidnostnih posojil in rednih kratkoro-nih posojil v letu 1995 ve-ja od aktivnosti v letu 1996, ko je z rednim kratkoro-nim posojilom v drugi polovici leta celo neto umikala primarni denar iz obtoka. Podobno velja za likvidnostna posojila Banke Slovenije, s katerimi je v letu 1996 neto umaknila primarni denar. Vendar poleg slovenske tudi nekatere druge centralne banke v povpre-ju neto ponudijo visok odstotek likvidnosti prek tega instrumenta (Gr-ija, Nem-ija, Nizozemska, Avstrija). Instrumenti mejnega refinanciranja pri centralni banki pa nimajo vidnej{e vloge v nobeni od opazovanih dr`av ko gre za neto ponudbo likvidnih sredstev.

*Tabela 6:* Odstotki ponudbe oz. umika primarnega denarja prek posameznih instrumentov denarne politike v povpre-ni neto ponudbi likvidnih sredstev v letu 1994 za dr`ave EU ter v letih 1995 in 1996 za Slovenijo

	AT	BE	DE	DK	ES	FI	FR	GB
Redna posojila po OM ni`ji od tr`ne OM	100,0	3,9	31,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Refinanciranje (mejno) po najvi`ji OM	0,0	3,1	0,8	0,0	5,3	0,0	0,1	4,3
REPO na podlagi "doma-e" aktive	0,0	117,6	76,7	98,1	120,3	-6,1	83,5	127,0
Devizni swap	0,0	-50,6	0,0	0,0	26,3	0,0	0,0	0,0
REPO na podlagi "tuje" aktive	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Neposredne transakcije z javnim sektorjem	0,0	28,2	2,2	22,3	11,4	0,0	16,4	6,0
Neposredne transakcije z zasebnim sektorjem	0,0	0,0	0,0	29,8	0,0	0,0	0,0	45,2
Deponiranje za nadomestilo	0,0	-2,1	0,0	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoro-ni dol`ni{ki vrednostni papirji CB	0,0	0,0	-11,6	-45,8	-63,3	101,2	0,0	-82,6
Zbiranja depozitov s fiksno ro-nostjo pri CB	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	4,9	0,0	0,0
<b>Neto ponudba likvidnosti z zgoraj na{tetimi instrumenti</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	GR	IE	IT	NL	PT	SE	SLO 1995	SLO 1996
Redna posojila po OM ni`ji od tr`ne OM	90,1	0,0	2,4	102,7	0,0	0,0	192,4	52,9
Refinanciranje (mejno) po najvi`ji OM	5,9	8,3	0,2	0,0	0,0	0,5	1,3	1,1
REPO na podlagi "doma-e" aktive	10,3	158,6	56,8	75,0	119,0	-77,5	82,4	58,5
Devizni swap	34,7	-1,9	0,0	0,0	0,0	109,3	0,0	15,4
REPO na podlagi "tuje" aktive	0,0	0,0	40,7	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0
Neposredne transakcije z javnim sektorjem	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	64,9	-	-
Neposredne transakcije z zasebnim sektorjem	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	-	-
Deponiranje za nadomestilo	-30,8	-5,3	0,0	0,0	-17,2	-2,1	-	-
Kratkoro-ni dol`ni{ki vrednostni papirji CB	0,0	0,0	0,0	-77,7	-1,8	0,0	-	-31,9
Zbiranja depozitov s fiksno ro-nostjo pri CB	-10,2	-59,7	0,0	0,0	0,0	-2,2	176,1	-
<b>Neto ponudba likvidnosti z zgoraj nařtetimi instrumenti</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Vir: EMI, 1996 (Tabela 2) in lastni izra-uni.

^e opazujemo instrumente, prek katerih so centralne banke neto umikale primarni denar ugotovimo, da so najpomembnej{i instrument kratkoro-ni dol`ni{ki vrednostni papirji. Tudi v tem primeru je Slovenija relativno najaktivneje uporabljala omenjeni instrument zlasti v letu 1995. Vendar, ~e upo{tevamo, da so nekatere centralne banke uporabljale tudi instrumente kot so "zbiranje depozitov s fiksno ro-nostjo" in "deponiranje za nadomestilo", je to odstopanje Slovenije manj izrazito. Ravno tako opazimo, da so centralne banke dr`av, v katerih so visoki odstotki ponudbe likvidnosti prek "rednih posojil po obrestni meri ni`ji od tr`ne", izredno aktivne pri umikanju likvidnosti s pomo-jo "kratkoro-nih dol`ni{kih vrednostnih papirjev", "deponiranjem z nadomestilom" ter "zbiranjem depozitov s fiksno ro-nostjo pri centralni banki" (npr. Nizozemska, Gr-ija, Nem-ija).<sup>10</sup> Seveda so razlogi za tak na-in interveniranja od dr`ave do dr`ave razli-ni.

Prikazana analiza, ki temelji na povpre-nih stanjih posamezne kategorije, ne odra`a nujno relativne pomembnosti posameznega instrumenta pri odzivanju centralne banke na kratkoro-ne premike v avtonomnih dejavnih strukturne pozicije denarnega trga, zato je potrebno rezultate obeh analiz, obravnavanih v zadnjih dveh poglavjih, opazovati povezano in v medsebojni odvisnosti.

\* \* \*

Kot zaklju-ek tega dela analize lahko izpostavimo dejstvo, da je uporaba repo poslov pri Banki Slovenije manj izrazita, kot v ve-ini dr`av EU. Prav to je razlog, da je relativni pomen operacij na odprtem trgu bistveno manj{i v primerjavi z intervencijami na podlagi odprtih ponudb. Kljub dejstvu, da imajo intervencije na odprtem trgu za Banko Slovenije pri kompenziranju likvidnostnih {okov relativno majhen pomen, pa je v zadnjih {estih mesecih opazovanega obdobja centralna banka ve-ino likvidnosti neto izdala prav s to skupino instrumentov. Glede na to, da neto ponujena likvidnost (prek operacij na odprtem trgu) presega ex post strukturno pozicijo denarnega trga in zato zahteva od Banke Slovenije ve-jo aktivnost pri neto umikanju primarnega denarja prek intervencij odprtih ponudb, bi

<sup>10</sup> Ta ugotovitev pa ne velja za Avstrijo, ki je v celotnem opazovanem obdobju zgolj izdajala primarni denar.

lahko zatrdili, da morala centralna banka več pozornosti nameniti razvoju reverzibilnih (povratnih) instrumentov, ki sodijo med operacije na odprtem trgu.

Reverzibilnost instrumentov zagotavlja umik primarnega denarja po preteku določenega obdobja, kar je nedvomno pomembno ob relativno nizkem obsegu ex post deficitarne strukturne pozicije. Obstoj ex post deficitarne strukturne pozicije zagotavlja Banki Slovenije uporabo tržnih vzvodov pri vodenju denarne in tečajne politike, saj vzpostavlja interes pri poslovnih bankah za povpraševanje po primarnem denarju, ki ga centralna banka lahko ponuja pod določenimi pogoji. Značaj reverzibilnosti instrumentov zagotavlja stalni tok likvidnih sredstev med Banko Slovenije in poslovnimi bankami ter na ta način možnost neprekinjenega aktivnega usmerjanja dogajanj na finančnih trgih v željeni smeri (doseganje zastavljenega cilja).

Značaj operacij na odprtem trgu bi zagotavljal Banki Slovenije doseganje kar največjih učinkov pri zasledovanju ciljev denarne politike z danim obsegom sredstev, saj ta oblika interveniranja temelji na medsebojnem konkuriranju poslovnih bank.

Prevladuje pomen operacij na odprtem trgu za kompenziranje likvidnostnih šokov je med evropskimi državami značilen tudi za belgijsko in finsko centralno banko, pri katerih neto tuja aktiva, podobno kot v Sloveniji, povzročajo relativno večjo variabilnost ex ante strukturne pozicije kot druge avtonomne komponente. To dejstvo še dodatno potrjuje domnevo o pomembnosti razvoja reverzibilnih instrumentov intervencij na odprtem trgu za učinkovitejšo vodenje denarne politike.

### 3. ODNOSI MED POSLOVNIMI BANKAMI NA MEDBANKANEM DENARNEM TRGU TER ODNOSI NA DENARNEM TRGU V NAJOPREDEJŠI PERSPEKTIVI

V dosedANJI analizi smo opazovali predvsem vpliv strukturne pozicije denarnega trga na vodenje denarne politike Banke Slovenije. Vendar lahko opazovanje učinkov vodenja denarne politike, ki je determinirana s strukturno pozicijo, razširimo tudi na segment poslovnih bank.

Za namen ugotavljanja odziva poslovnih bank na posamezne skupine instrumentov denarne politike in ugotavljanja, prek katere skupine bank je Banka Slovenije v največji meri izdajala (umikala) primarni denar z denarnega trga v pogojih deficitarne (suficitarne) ex post strukturne pozicije, smo bankni sistem razdelili v tri skupine bank glede na velikost bilančne vsote. Na podlagi premoženske bilance bank z dne 31.12.1996 smo jih razvrstili v skupino "velikih", "srednjih" in "malih" bank. Pri tem smo kot kriterij uporabili delež bilančne vsote posamezne banke v celotni bilančni vsoti banknega sistema. Kot razmejitveni kriterij med velikimi in srednje velikimi bankami je (v tej analizi) uporabljen delež od 4% ter kot razmejitveni kriterij med srednje velikimi in malimi bankami delež od 1,2%. Oba kriterija sta zgolj deklarativne narave.

V skupino velikih bank (VB) smo uvrstili sedem poslovnih bank, ki so dokaj enakomerno razporejene po slovenskih regijah. Le ljubljanska regija je zastopana s tremi velikimi bankami, kar je za njeno relativno gospodarsko in finančno razvitost priakovano. V skupino srednje velikih bank (SB) smo uvrstili v letu 1995 trinajst bank in v drugi polovici leta 1996 dvanajst bank. Razmejitev med srednje velikimi in malimi bankami je določena na podlagi največjega razkoraka med individualnimi deleži glede na skupno bilančno vsoto. V skupini malih bank (MB) je v letu 1995 uvrščenih enajst bank ter v letu 1996 deset bank. Tako smo za leto 1995 upoštevali 31 bank v banknem sistemu in v letu 1996 29 bank. Kumulativna bilančna vsota velikih bank je dosegla konec decembra 1996 72,0% celotne

bilan-ne vsote poslovnega ban-nega sistema, srednje velikih bank 20,5% in malih bank 7,5% celotne bilan-ne vsote. ^e primerjamo skupine bank s skupino malih bank, je bilan-na vsota velikih bank 9,6 krat ve-ja in bilan-na vsota srednje velikih bank 2,7 krat ve-ja od bilan-ne vsote malih bank.

Navedena razdelitev ni najbolj primerna za opazovanje odnosov med bankami na denarnem trgu in do Banke Slovenije, saj skupine niso nujno homogene po obna{anju na medban-nem trgu in denarnem trgu v najo`jem smislu. Vendar pa je izbrani kriterij velikost bilan-ne vsote eden izmed najpogostej{ih pri analizi bank. S tem pa je zagotovljena tudi ve-ja primerljivost med analizami ban-nega sistema. Ravno zaradi domnevne nehomogenosti posameznih skupin bank moramo biti zelo previdni pri sklepih, ki se nana{ajo na obna{anje bank na denarnem trgu. Zavedati se moramo, da se posamezna banka lahko obna{a povsem druga-e od skupine oziroma je agregirana spremenljivka, skozi katero opazujemo obna{anje bank, le povpre-je opazovanih enot. Vendar naj bi bilo obna{anje tako oblikovanih skupin bistveno bolj homogeno od obna{anja celotnega ban-nega sistema. Prav to pa omogo-a analizo nekaterih "pojavov", ki so v agregiranih podatkih te`je prepoznavni, lahko pa pomembno vplivajo na uspe{nost na-ina vodenja denarne politike.

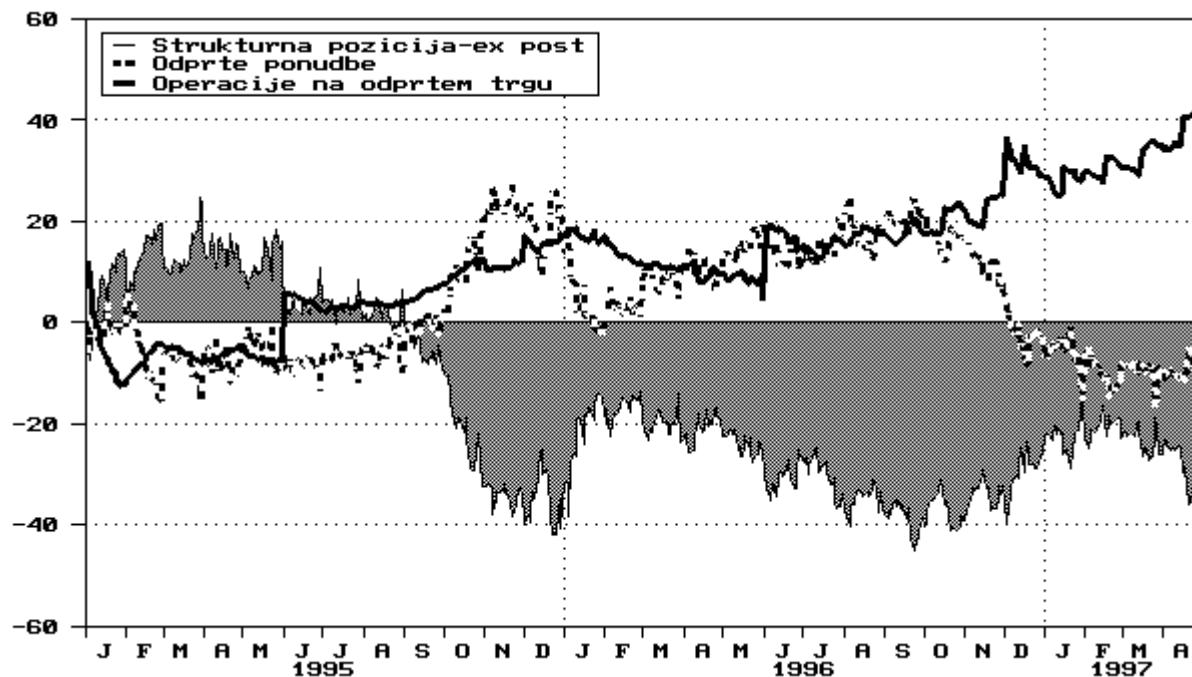
### 3.1. Denarni trg v najo`jem smislu - odnosi med poslovnimi bankami in Banko Slovenije

V dosedanji razpravi smo ugotovili, da Banka Slovenije glede na suficitarnost oziroma deficitarnost ex post strukturne pozicije denarnega trga umika oziroma izdaja primarni denar. Zanima nas prek katere skupine bank najve- neto likvidnosti izda in kako se posamezna skupina bank "obna{a" ob neto -rpanju likvidnosti pri Banki Slovenije. *Slika 3* prikazuje gibanje ex post strukturne pozicije denarnega trga in neto izdajanje primarnega denarja prek posamezne skupine instrumentov. To sliko bomo uporabljali kot izhodi{-e primerjav obna{anja poslovnih bank v posameznih podobdobjih od januarja 1995 do aprila 1997. Do septembra 1995 je Banka Slovenije neto umikala primarni denar iz ban-nega sistema, od septembra 1995 do aprila 1997 pa ga je neto izdajala in sicer v vedno ve-jem obsegu z instrumenti intervencij na odprtem trgu in v dokaj spremenljivem obsegu z intervencijami odprte ponudbe. Slednji so pogosteje nastopali v vlogi neto umika primarnega denarja.

*Slike 4, 5 in 6* ponazarjajo odnos posamezne skupine bank med neto -rpanjem likvidnosti pri Banki Slovenije, obseg prejetih medban-nih posojil do 30 dni v istem obdobju ter gibanje neto izdajanja celotnega primarnega denarja<sup>11</sup>. S primerjavo prvih dveh spremenljivk `elimo ugotavljati na-in zagotavljanja potrebnih likvidnih sredstev pri velikih, srednjih in malih bankah. S primerjavo med gibanjem neto izdanega primarnega denarja in -rpanjem likvidnih sredstev po skupinah bank pa `elimo identificirati tiste banke (VB, SB, MB), prek katerih je prihajal primarni denar v obtok.

<sup>11</sup> Gibanje neto izdanega primarnega denarja smo prikazali le pri skupini velikih bank (*slika 4*). Pri ostalih skupinah pa te spremenljivke nismo prikazali zaradi ve-je nazornosti, ki bi bila izgubljena zaradi razli-nih velikostnih redov.

Slika 3: Gibanje ex post strukturne pozicije denarnega trga ter neto izdanega primarnega denarja prek operacij na odprtem trgu in intervencij odprte ponudbe. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



Slika 4 prikazuje gibanje navedenih treh spremenljivk za velike banke. Vidimo, da so velike banke ve-ino potrebnih likvidnih sredstev pridobivale v transakcijah s centralno banko, tudi v obdobju, ko je Banka Slovenije neto umikala primarni denar (od januarja do septembra 1995). Na prvi pogled presene-a naglo pove-evanje neto -rpanja likvidnosti pri Banki Slovenije po avgustu 1995, ki ga pri ostalih skupinah bank (SB, MB) ne zasledimo (Sliki 5 in 6). Razlog je v sklenitvi pogodbe o sodelovanju med Ministrstvom za finance in Banko Slovenije. Od poletja 1995 so se pri-ela na ra-unu pri BS zbirati vezana prora-unska sredstva, ki so bila dotlej deponirana v ve-jem delu pri velikih bankah. Na ta na-in umaknjen primarni denar je Banka Slovenije nadomestila z dodatnimi kratkoro-nimi posojili.

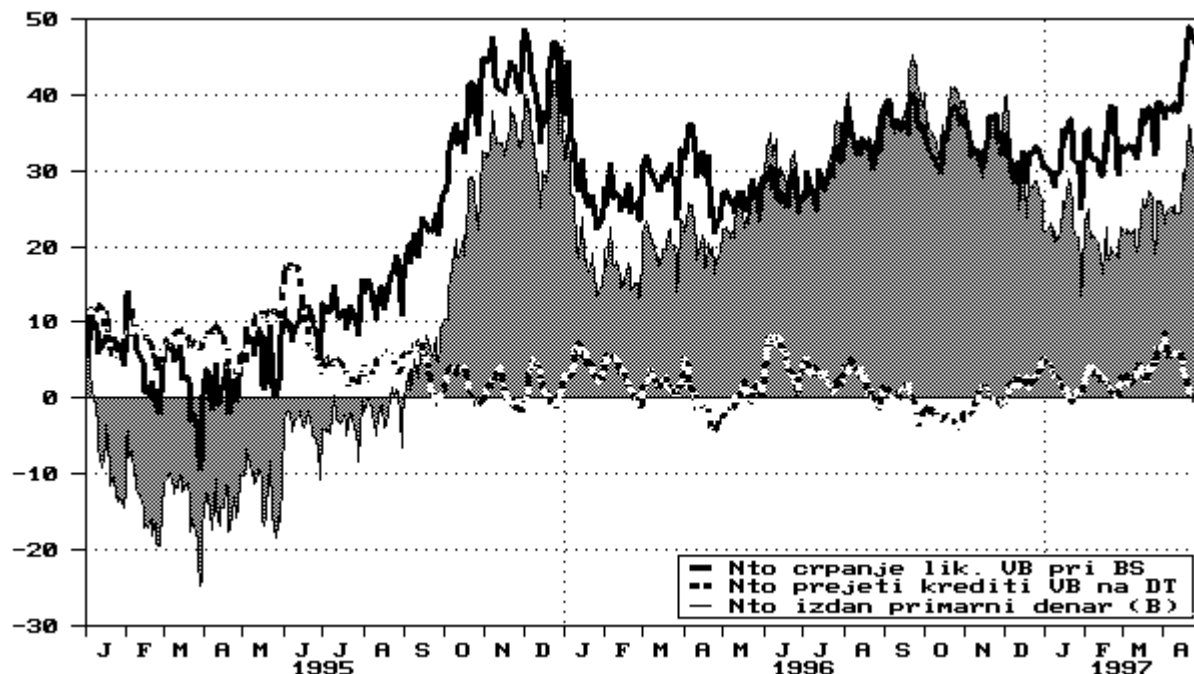
Glede obna{anja velikih poslovnih bank na denarnem trgu v o`jem smislu in na medban-nem denarnem trgu lahko celotno obdobje razdelimo v dve podobdobji, prvo od januarja do septembra 1995 in drugo od septembra 1995 do aprila 1997. V prvem obdobju so velike banke nastopale kot izrazite neto dol`nice ne medban-nem denarnem trgu ob hkratnem neto umikanju primarnega denarja iz obtoka, kar pomeni, da je v tem -asu prihajalo do izrazitega prerazporejanja likvidnih sredstev od ostalih skupin bank k velikim bankam. Obseg povpre-nega dnevnega stanja neto -rpane likvidnosti na medban-nem trgu v prvem obdobju je zna{al 7,62 mlrd SIT, obseg povpre-nega dnevnega stanja neto -rpane likvidnosti pri Banki Slovenije pa 7,08 mlrd SIT. V drugem obdobju se je razmerje med obema viroma likvidnosti za velike banke bistveno spremenilo (razlog smo `e navedli).

Povpre-no dnevno stanje -rpane likvidnosti ne denarnem trgu se je zni`alo na 1,9 mlrd SIT, povpre-no dnevno stanja -rpanja likvidnih sredstev pri Banki Slovenije pa se je povzpelo na 32,6 mlrd SIT. Slednji vir likvidnosti predstavlja za velike banke kar za 17,2 krat ve-ji pomen kot denarni trg. To na nek na-in opozarja na relativno majhno vlogo medban-nega denarnega trga pri uravnavanje likvidnosti velikih bank in njihovo veliko odvisnost od centralne banke. Za drugo obdobje je zna-ilno, da so se velike banke v izredno kratkih obdobjih pri-ele pojavljati tudi kot neto ponudnice kratkoro-nih medban-nih posojil. Zlasti je bilo to izrazito v jesenskih mesecih leta 1996 ob ponovnem vzpostavljanju



medban-nega denarnega trga, ki je bil mo-no prizadet po propadu Komercialne banke Triglav v juliju 1996.

Slika 4: Stanje neto -rpanja likvidnih sredstev velikih bank pri Banki Slovenije, neto prejetih medban-nih posojil ter neto izdanega primarnega denarja (B). Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT

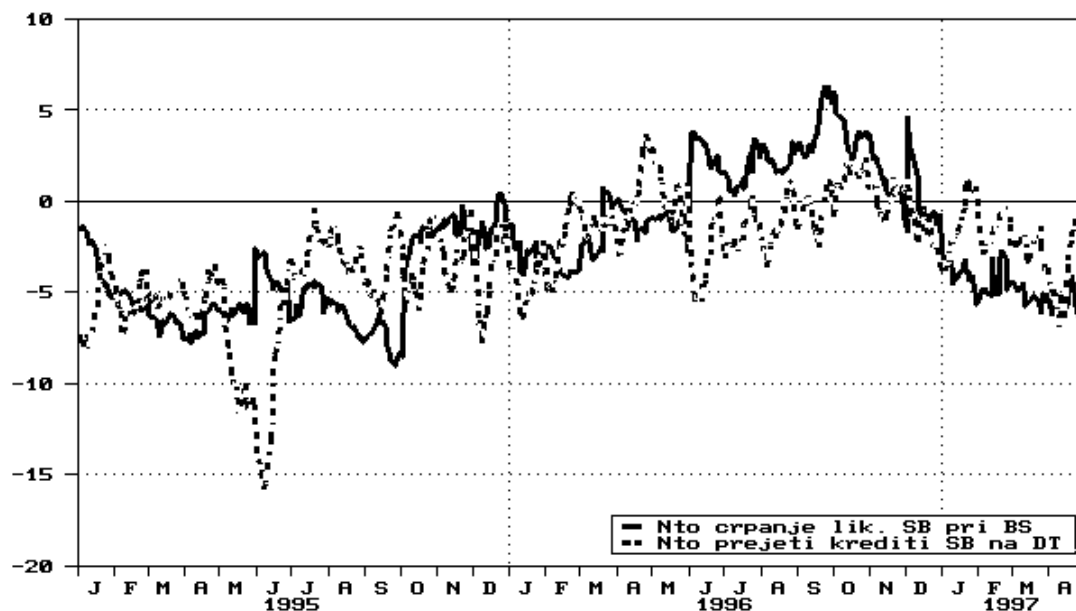


Primerjava med neto izdajanjem primarnega denarja in neto -rpanjem likvidnih sredstev velikih bank pri Banki Slovenije ka`e, da je omenjena skupina bank pogosto neto -rpala ve-ji obseg primarnega denarja in da sta ostali dve skupini nastopali kot banke, skozi katere je denarna oblast neto umikala "odve-no" likvidnost. To je na nek na-in pri-akovano gibanje, saj je pogojeno z uspe{nostjo vodenja te-ajne politike Banke Slovenije. Vzvod vplivanja centralne banke na devizni te-aj je namre- bistveno ve-ji pri velikih poslovnih bankah kot pri srednjih oziroma malih bankah. V celotnem obdobju (januar 1995 - april 1997) je stanje neto -rpanja likvidnosti velikih bank pri Banki Slovenije presegalo celoten neto izdan primarni denar, z izjemo obdobja od maja do novembra 1996, kar lahko povezujemo z neu-inkovitim in v skr-enem obsegu delujo-im medban-nim denarnim trgom. Centralna banka je morala prevzeti tudi funkcijo distribucije likvidnosti po ban-nem sistemu, ki jo sicer v normalnih razmerah in razvitej{ih finan-nih prostorih u-inkovito opravlja denarni trg.

Slika 5 prikazuje obna{anje srednje velikih bank na denarnem trgu v najo`jem smislu (neto -rpanje likvidnosti pri BS) in na medban-nem denarnem trgu (neto prejeti medban-ni krediti do 30 dni). Kot zelo pomembno razliko med velikimi in srednje velikimi bankami opozarjamo na bistveno ni`ji obseg neto -rpanja likvidnih sredstev srednjih bank pri Banki Slovenije. Ve-ino obdobja je omenjena skupina bank (SB) uporabljala instrumente centralne banke za nalo`be svojih likvidnih sredstev (umikanje primarnega denarja z obtoka), poleg tega pa so bile te banke izredno aktivne pri neto dajanju medban-nih posojil, {e zlasti v letu 1995 in ponovno v marcu leta 1997. Od jeseni 1995 se je trend neto nalo`b sredstev v vrednostne papirje Banke Slovenije zmanj{eval, vse do junija ko je pre{el v neto -rpanje primarnega denarja. Zanimivo je, da so omenjene banka vse do poletnih mesecev leta 1996 dokaj enakomerno uravnavele svojo likvidnost prek medban-nega denarnega trga in instrumentov Banke Slovenije. V poletnih mesecih pa so v obdobju -rpanja likvidnih sredstev pri centralni banki hkrati nastopale tudi kot neto posojilodajalke na medban-nem

denarnem trgu. Zaradi mo`ne nehomogenosti skupine srednje velikih bank ne moremo sklepati o opravljanju cenovne arbitra`e med obema viroma likvidnih sredstev z vidika posameznih bank, je pa nedvomno dokaz o neu-inkovitem delovanju medban-nega denarnega trga v tem obdobju.

Slika 5: Stanje neto -rpanja likvidnih sredstev srednje velikih bank pri Banki Slovenije in neto prejetih medban-nih posojil. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



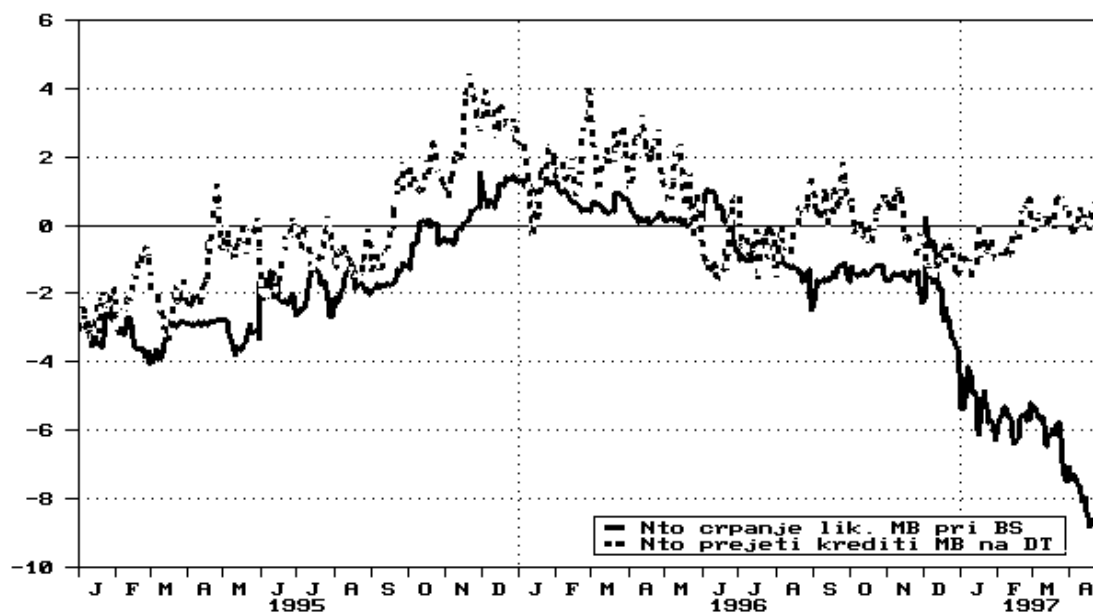
@e pri primerjavi neto izdanega primarnega denarja in neto -rpanja likvidnih sredstev velikih bank pri Banki Slovenije smo ugotovili, da je od maja do novembra 1996 centralna banka neto izdala ve- primarnega denarja kot so ga -rpale velike banke. Ve-jo neto ponudbo so prejele srednje velike banke, kar pomeni, da je v omenjenem obdobju Banka Slovenije neto izdajala primarni denar skozi velike in srednje velike banke ter ga umikala zgolj skozi skupino malih bank. V letu 1997 se je ta slika bistveno spremenila, saj je centralna banka ponovno pri-ela izdajati primarni denar zgolj skozi skupino velikih bank in ga neto umikati skozi preostali dve skupini. Pri tem pa se je obseg neto umikanja likvidnosti iz ban-nega sistema po obsegu izena-il med srednje velikimi in malimi bankami. S *slike 6* vidimo izredno hitro nara{-anje neto nalo`b skupine malih bank v instrumente Banke Slovenije (aprila je presegllo 8 mlrd SIT) ob hkratnem nara{-anju neto zadol`evanja na medban-nem trgu. Gre za zrcalno sliko dogajanja, ki smo ga opazili pri skupini srednje velikih bank v poletnih mesecih leta 1996.

Izrazitej{e razhajanje krivulj neto -rpanja likvidnosti malih bank pri Banki Slovenije in neto zadol`evanja na medban-nem trgu je {e bolj presenetljivo zaradi relativno usklajenega uravnavanja likvidnosti teh bank v preteklem obdobju (krivulji sta se gibali dokaj usklajeno). Vendar se je skupina malih bank, skoraj brez izjeme, v celotnem analiziranem obdobju v ve-ji meri neto zadol`evala na medban-nem trgu in manj pri Banki Slovenije oziroma je ve- svojih likvidnih sredstev neto nalo`ila v instrumente denarne oblasti, kot je neto posojala na medban-nem denarnem trgu (krivulja neto -rpanja likvidnosti MB pri BS je v celotnem obdobju pod krivuljo neto -rpanja medban-nih posojil) Razlago za opisano dogajanje lahko i{-emo v razli-nosti donosov med instrumenti Banke Slovenije in kratkoro-nimi posojili na medban-nem trgu, {e zlasti pa v razli-ni namembnosti instrumentov Banke Slovenije.

Uravnavanje likvidnosti poslovnih bank v analiziranem obdobju lahko prika`emo {e kot vsoto neto -rpanja likvidnih sredstev pri centralni banki in na medban-nem denarnem trgu hkrati

(glej *slika 7*). Glede na dejstvo, da so finan-ni trgi v Sloveniji Ÿe v procesu razvoja, sta denarni trg v najo`jem smislu (banke - centralna banka) in medban-ni denarni trg (banka - banka) najpomembnejša trga za uravnavanje likvidnosti poslovnih bank. Zaradi na-ela varnosti in likvidnosti poslovanja imajo poslovne banka praviloma del svojih sredstev v likvidni obliki oziroma v nalo`bah, ki jim zagotavljajo visoko stopnjo varnosti in hitrega vnov-enja ob relativno nizkem tveganju. Banke sicer lahko pridobijo likvidna sredstva v poslovanju s svojimi komitenti (vra-ila kreditov, deponiranje denarnih sredstev pri banki, prodaja deviz uvoznikom ali na deviznem trgu), vendar so ti viri likvidnih sredstev praviloma

*Slika 6:* Stanje neto -rpanja likvidnih sredstev skupine malih bank pri Banki Slovenije in neto prejetih medban-nih posojil. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



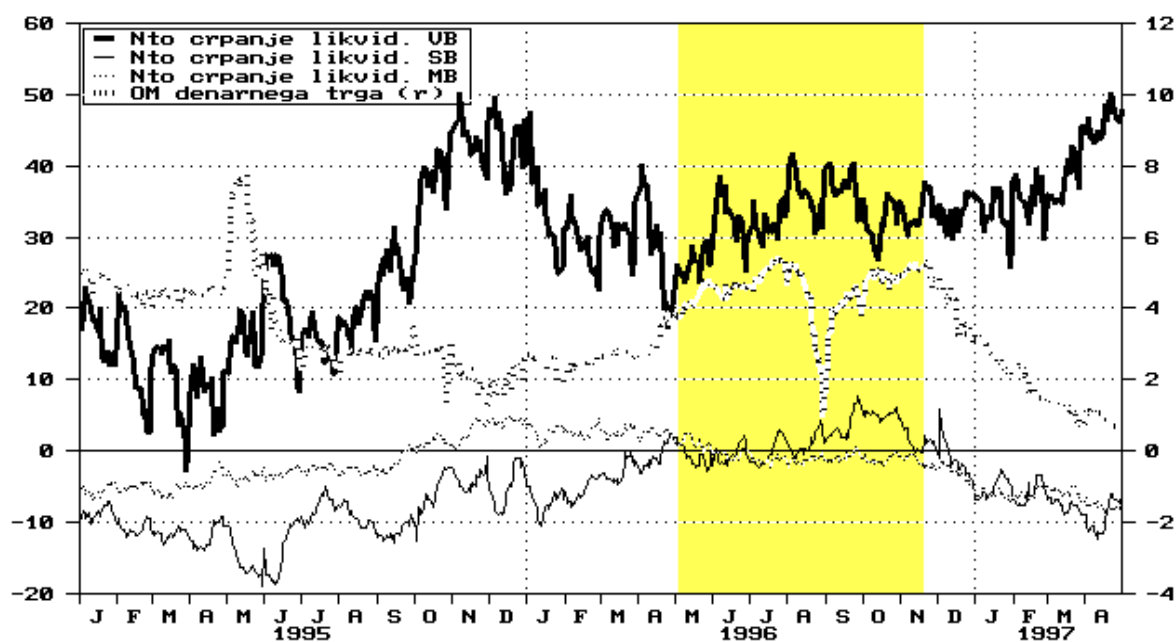
manj predvidljivi in s tem manj zanesljivi. Skozi ta vidik lahko opazujemo tudi vse tri skupine bank.

*Slika 7* prikazuje samo del likvidnih sredstev oziroma njihovo pridobivanje, ki se nanaša na `e zgoraj omenjena segmenta denarnega trga. Vidimo, da so v letu 1995 in nato ponovno v letu 1997 nastopale srednje velike in male banke kot neto upniki kratkoro-nih likvidnih sredstev. Skupina srednje velikih bank je imela v posameznih obdobjih ve- kot 10 mlrd SIT kratkoro-nih neto nalo`b v instrumentih Banke Slovenije oziroma v obliki (do) tridesetdnevnih medban-nih posojil. Podobno velja za skupino malih bank, le da je ta `e od oktobra 1995 nastopala kot neto dol`nik na denarnih trgih in od novembra kot neto dol`nik do centralne banke. Srednje velike banke so med neto dol`nice preŸle konec aprila oziroma v za-etku maja 1996, kar pomeni, da v poletnih mesecih leta 1996 prakti-no nobena skupina bank ni namenjala (neto) dela svoje aktive za kratkoro-ne neto nalo`be na kateremkoli od opazovanih segmentov denarnega trga. Poudarjamo, da to ne velja za posamezne banke. S takim na-inom poslovanja so se nedvomno pove-ala tveganja likvidnostnega uravnavanja poslovanja bank, saj so za dolo-en -as vse tri skupine bank izkazovale neto kratkoro-ne obveznosti (do centralne banke). Na ta na-in je bilo delovanje medban-nega trga izredno okrnjeno in omenjeni segment denarnega trga ni mogel opravljati svoje osnovne funkcije. Razmere so se pri-ele normalizirati proti koncu leta 1996 in so se vrnila na raven leta 1995 v marcu 1997.

Pojasnilo za naglo zmanjŸevanja neto nalo`b poslovnih bank v likvidne instrumente denarnega trga lahko iŸ-emo v intenzivni kreditni ekspanziji, ki se je za-ela v drugem

~etrletju 1995 in trajala do sredine leta 1996. Zlasti je prihajalo v tem obdobju do naglega naraščanja tokov neto dajanja tolarских dolgoročnih posojil.<sup>12</sup> V drugi polovici leta 1996, (zlasti pa v prvem ~etrletju 1997 je prišlo do ponovnega zmanjševanja obsega odobravanja novih tolarских posojil in celo upadanja stanj dolgoročnih posojil izraženih v stalnih cenah. Ti dogodki se ~asovno skladajo z gibanji neto ~rpanja likvidnih sredstev bank na denarnem trgu v najo~jem smislu in medban-nem denarnem trgu (slika 7). Zelo podobno se je gibala obrestna mera medban-nega denarnega trga nad revalorizacijskim faktorjem, ~e zanemarimo nekatere izjeme (maj 1995, ko je zaradi deflacije v mesecu aprilu veljala nominalna obrestna mera in konec septembra 1996, ko se je obrestna mera za izredno kratek ~as

Slika 7: Stanja neto ~rpanja likvidnih sredstev na medban-nem denarnem trgu in pri Banki Slovenije (isto-~asno). Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT.



mo-no zničala) opazujemo samo tisti del obdobja, ko je denarni trg "prenehal" opravljati svojo funkcijo.

### 3.2 Uporaba instrumentov operacij na odprtem trgu in odprtih ponudb Banke Slovenije po skupinah velikih, srednjih in malih bank

V predhodnem poglavju smo opazovali uravnavanje likvidnosti posameznih skupin bank glede na vire likvidnih sredstev (centralna banka oziroma medban-ni denarni trg). V nadaljevanju analize se ~elimo v ve-ji meri posvetiti preu-~evanju neto ~rpanja likvidnih sredstev bank prek posamezne skupine instrumentov ter preu-~evanju odnosov posameznih skupin bank do instrumentov denarne politike.

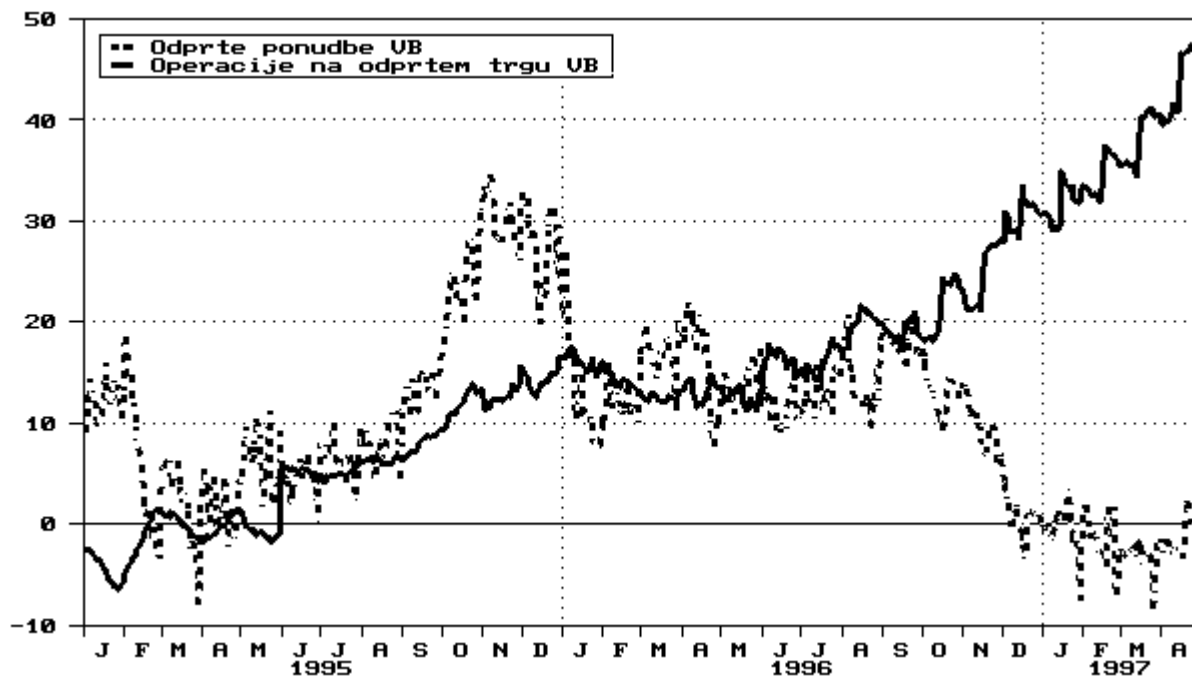
Ker smo ~e pri obravnavanju neto ~rpanja likvidnih sredstev po skupinah bank ugotovili prek katerih skupin je Banka Slovenije neto izdajala primarni denar in prek katerih ban-nih skupin ga je umikala iz obtoka, je smiselno primerjati neto ~rpanja likvidnosti za posamezno skupino bank tudi glede na vrsto uporabljenih instrumentov. Na ta na-in ugotovimo, kateri instrumenti so najpomembnej{i pri izdajanju primarnega denarja za

<sup>12</sup> Ve- o kreditni ekspanziji bank v drugi polovici leta 1995 in prvi polovici leta 1996 lahko zasledimo v objavljenih publikacijah Banke Slovenija "Tabela finan-nih tokov Slovenije" in Bilten Banke Slovenije.

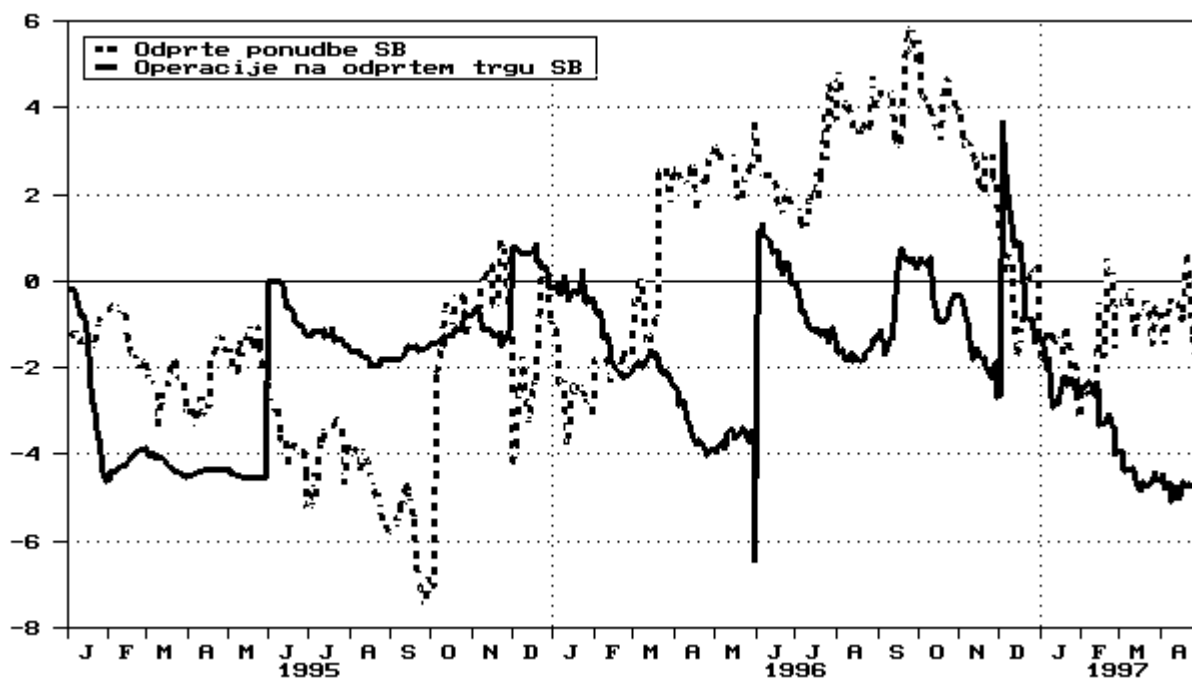
posamezno skupino bank in kateri instrumenti so pomembni pri umikanju primarnega denarja.

Podobno kot na slikah 4, 5 in 6, tudi v tem primeru opazimo značilne razlike med skupinami bank glede obsega uporabe posamezne skupine instrumentov pri neto -rpanju pri centralni banki. Od sredine leta 1996 se pri skupini velikih bank naglo pove-uje obseg neto -rpane likvidnosti prek instrumentov operacij na odprtem trgu, ki pa nimajo zna-aja reverzibilnosti. Na ta na-in se naglo pove-uje koli-ina izdanega primarnega denarja, ki ga Banka Slovenije neto umika z intervencijami odprte ponudbe prek vseh treh skupin bank in tudi z operacijami na odprtem trgu prek srednje velikih in malih bank. Medtem ko je skupina velikih bank v ve-ini analiziranega obdobja prek instrumentov operacij na odprtem trgu neto pridobivala likvidna sredstva od centralne banke (z izjemo do maja 1995), je skupina srednje velikih in malih bank uporabljala te instrumente za neto nalo`be "prese`ne" likvidnosti pri Banki Slovenije, tudi v -asu, ko je centralna banka prek njih (instrumentov) neto izdajala primarni denar.

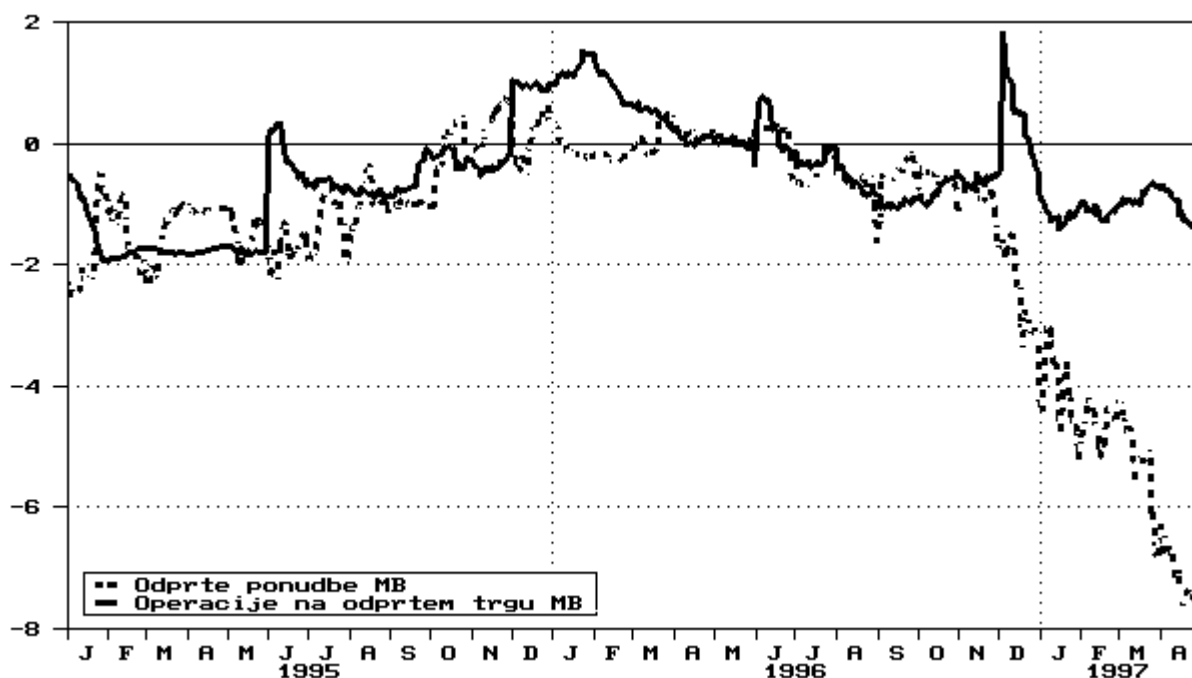
Slika 8: Gibanje neto -rpanja likvidnih sredstev prek instrumentov operacij na odprtem trgu in instrumentov odprte ponudbe pri skupini velikih bank. Podatki so deflacilirani in v mlrd SIT



Slika 9: Gibanje neto -rpanja likvidnih sredstev prek instrumentov operacij na odprtem trgu in instrumentov odprte ponudbe pri skupini srednje velikih bank. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



Slika 10: Gibanje neto -rpanja likvidnih sredstev prek instrumentov operacij na odprtem trgu in instrumentov odprte ponudbe pri skupini malih bank. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



Intervencije Banke Slovenije prek odprtih ponudb so se trendno gibale dokaj usklajeno pri vseh treh skupinah poslovnih bank, le da je Banka Slovenije tudi v tem primeru ve-ino -asa neto izdajala likvidna sredstva prek velikih bank in neto umikala primarni denar prek srednje velikih in malih bank. [ele proti koncu leta 1996, ko so bile ukinjene nekatere

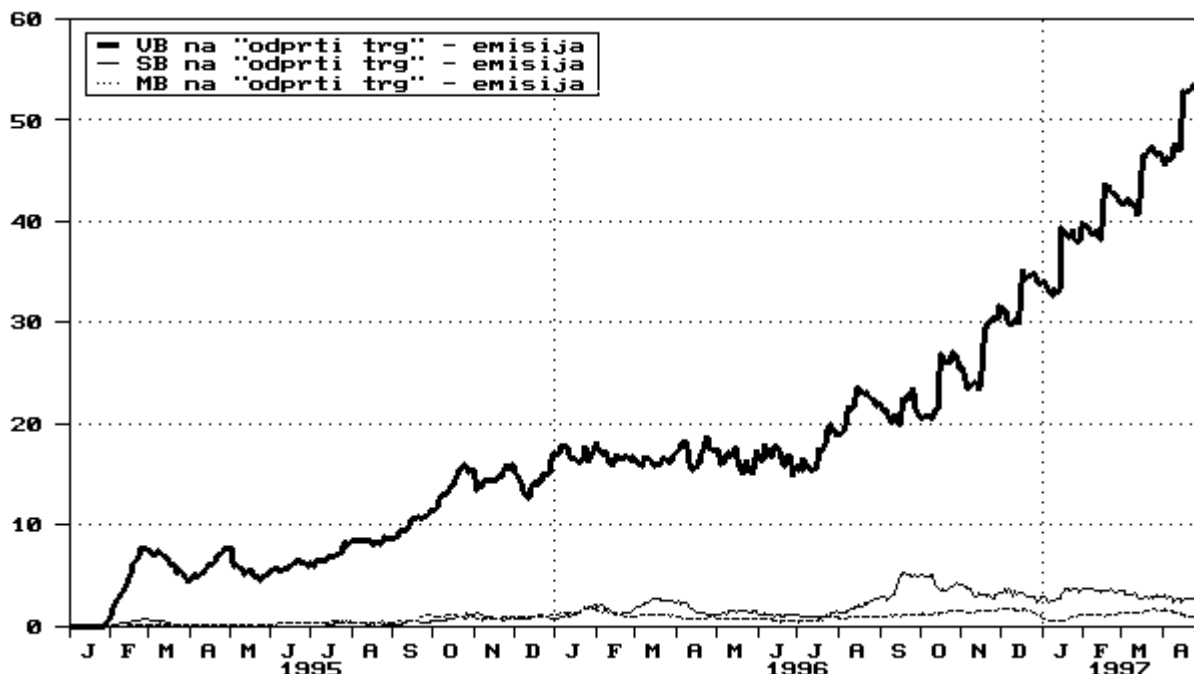
intervencije prek likvidnostnih kreditov in rednih kratkoro-nih posojil, je pri-ela Banka Slovenije neto umikati primarni denar prek vseh skupin bank. Obseg neto nalo`b v instrumente odprte ponudbe se je celo izena-il med velikimi in malimi bankami (med 4 in 8 mlrd SIT po stalnih cenah). Srednje velike banke pa v ve-ji meri neto nalagajo likvidna sredstva v instrumente operacij na odprtem trgu.

Da bi lahko preu-ili odnos posamezne skupine bank do instrumentov denarne politike moramo opazovati uporabo instrumentov glede na njihovo namembnost umikanja oziroma izdajanja primarnega denarja (slike 11 - 14).

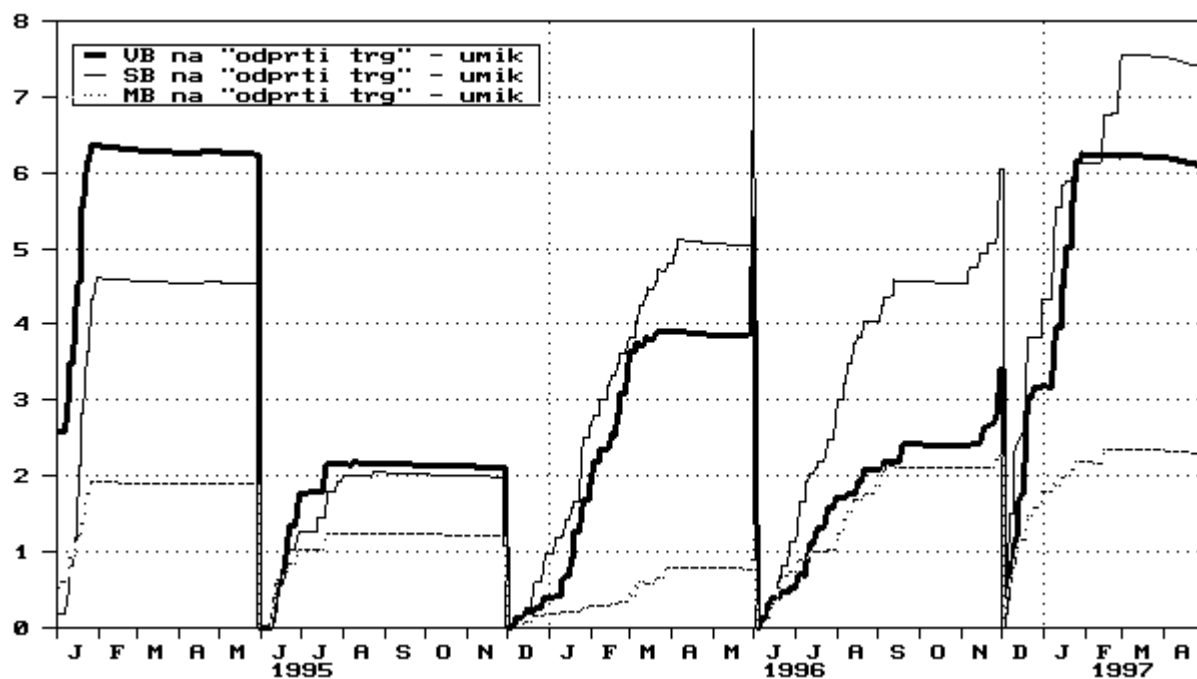
Slika 11 prikazuje izrazito nara{-anje uporabe operacij na odprtem trgu od julija 1996. To je obdobje, ko je denarna oblast vodila aktivno politiko deviznega te-aja prek navedene skupine instrumentov, vendar je ob tem prihajalo do trajnega pove-anja primarnega denarja v obtoku, ki ga je morala umikati z ostalimi razpolo`ljivimi instrumenti. Torej so nepovratne operacije na odprtem trgu prevladujo-a oblika interveniranja.

Primerjava slike 11 in slike 13 opozarja Ÿe na dodatno pomembno ugotovitev, da obseg izdanega primarnega denarja prek odprtih ponudb od druge polovice leta 1996 izrazito upada tako prek skupine velikih kot tudi prek srednje velikih bank. To pripisujemo tako zmanj{evanju razpolo`ljivih instrumentov (likvidnostna posojila za banke v sanaciji), kot tudi izrazitemu zmanj{evanju kvot primarnega denarja, ki ga je centralna banka pripravljena ponuditi prek odprtih ponudb (postopno zmanj{evanje obsega intervencij prek kratkoro-nih rednih posojil do njihove ustavitve). Skupina malih bank pa je likvidna sredstva od centralne banke pridobila v prete`ni meri le prek operacij na odprtem trgu.

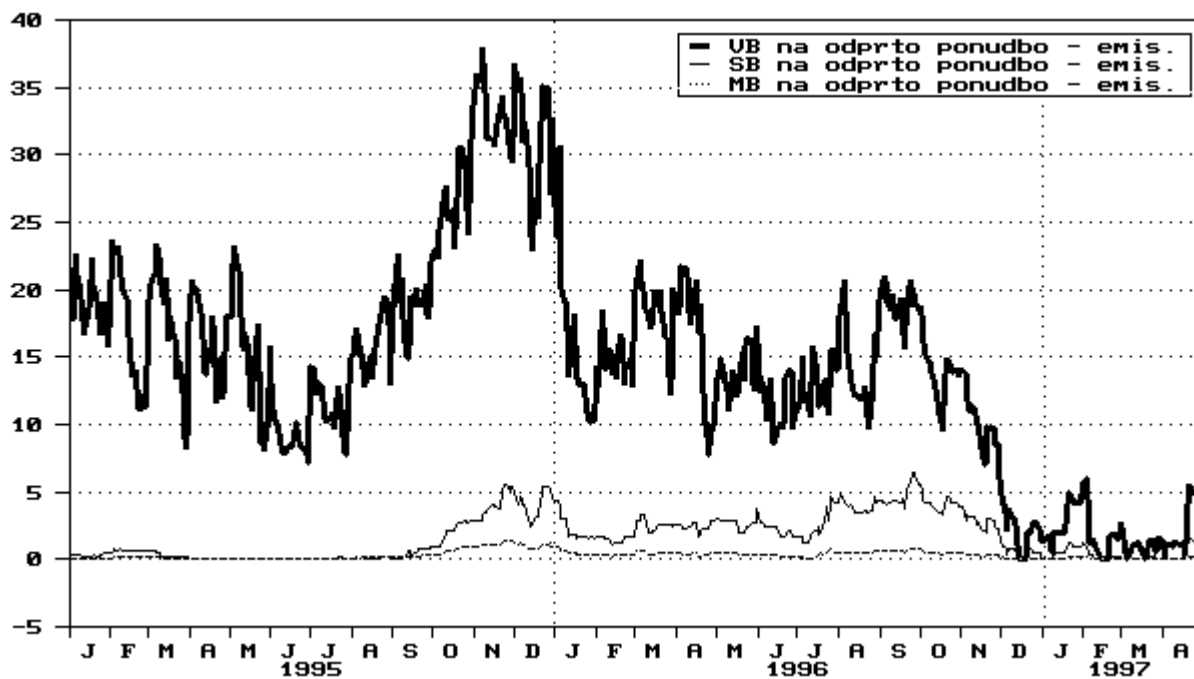
Slika 11: Uporaba instrumentov intervencij na odprtem trgu, s katerimi je Banka Slovenije izdajala primarni denar prek posameznih skupin bank. Podatki so deflacinirani in v mlrd SIT



Slika 12: Uporaba instrumentov intervencij na odprtem trgu, s katerimi je Banka Slovenije umikala primarni denar iz obtoka prek posameznih skupin bank. Podatki so deflacirani in v mlrd SIT

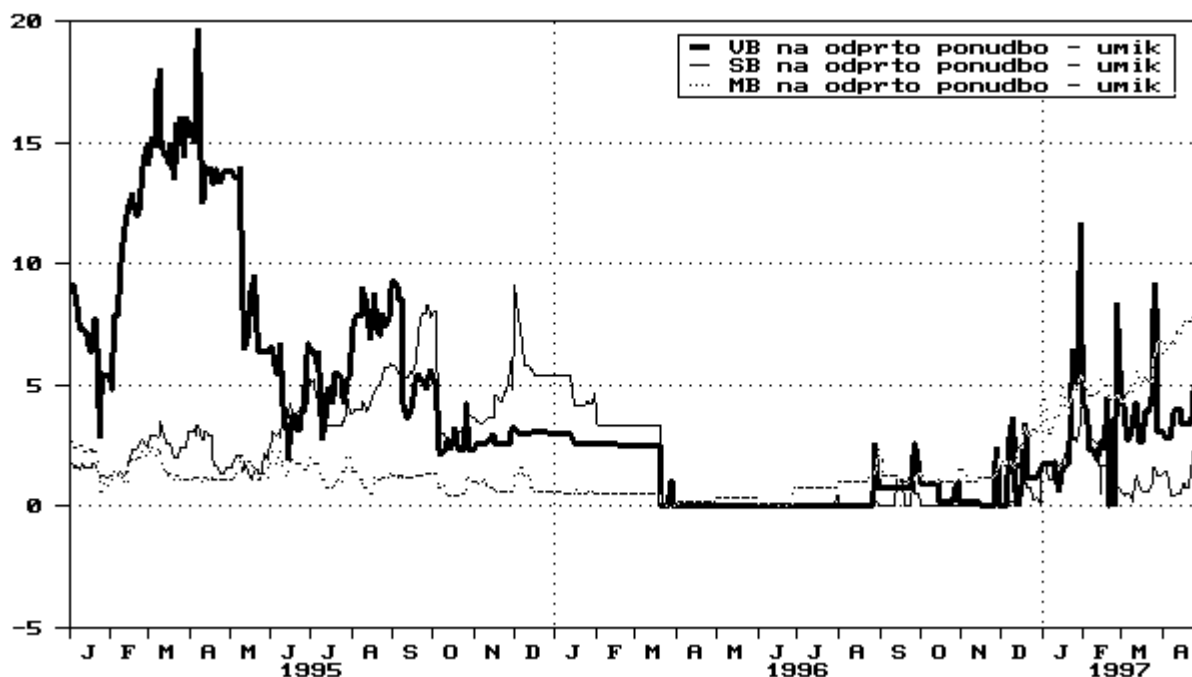


Slika 13: Uporaba instrumentov odprtih ponudb, s katerimi je Banka Slovenije izdajala primarni denar prek posameznih skupin bank. Podatki so deflacirani in v mlrd SIT





Slika 14: Uporaba instrumentov odprtih ponodb, s katerimi je Banka Slovenije umikala primarni denar prek posameznih skupin bank. Podatki so deflacionirani in v mlrd SIT



Pomen instrumentov operacij na odprtem trgu za umikanje likvidnosti iz obtoka ka`e na postopno pove- evanje od druge polovice leta 1995, vendar v dokaj razli- nem obsegu po skupinah bank. Najve- nalo`b v to obliko instrumentov zasledimo pri srednje velikih bankah, ki so se v drugi polovici leta 1995 najprej izena- ile z velikimi bankami, nato pa jih izrazilo presegle pri nalo`bah v omenjene instrumente. Prikazano gibanje je pri- akovano, glede na pomen posamezne skupine bank pri neto umikanju primarnega denarja iz obtoka.

^e opazujemo izdajanje primarnega denarja po skupinah instrumentov in bankah, opazimo prevladujo- trend nara{-anja pomena operacij na odprtem trgu in zmanj{evanja pomena odprtih ponodb pri velikih bankah (sliki 11 in 13). Tako izrazitega obna{-anja pa ne zasledimo pri umikanju primarnega denarja iz obtoka. V letu 1995 so prevladovali pri tovrstnih operacijah odprte ponudbe (tolarski blagajni{ki zapisi, dvodelni blagajni{ki zapisi), od marca 1996 pa je njihov pomen zanemarljiv. V letu 1997 opazovana skupina instrumentov v skupnem izrazu celo prese`e operacije na odprtem trgu. Odprte ponudbe zlasti izrazito uporabljajo male banke, ki se glede na stabilnost krivulje in njeno nara{-anje odlo- ajo za dolgotrajnej{e nalo`be v tolarske blagajni{ke zapise Banke Slovenije. Gre za ravno obratno razmerje med srednje velikimi in malimi bankami pri nalo`bah v blagajni{ke zapise z nakupnim bonom in tolarske blagajni{ke zapise. Skupina velikih bank pa uporablja tolarske blagajni{ke zapise pretežno za uravnavanje svoje likvidnosti, saj je variabilnost nalo`b v tolarske blagajni{ke zapise velika.

#### 4. SKLEP

@e v prvem sklopu prispevka smo izpostavili relativno ve-ji pomen instrumentov odprte ponudbe pri kompenziranju likvidnostnih {okov, ki se ka`ejo skozi gibanje strukturne pozicije denarnega trga in dokaj zanemarljiv pomen operacij na odprtem trgu, -eprav v dr`avah Evropske unije obstajajo izraziti trendi k spodbujanju uporabe slednjih, {e zlasti razli- nih

oblik repo poslov. Nedvomno bi morala Banka Slovenije v večji meri posvečati svojo pozornost razvoju instrumentov operacij na odprtem trgu z različnimi ročnostmi ter s poudarkom na njihovi reverzibilnosti (povratnosti). Reverzibilnost operacij na odprtem trgu je nujna zaradi relativno nizke deficitarne ex post strukturne pozicije, ki zagotavlja obstoj tujih interesov pri poslovnih bankah, da se odzivajo na ponudbe primarnega denarja.

Drugi sklop prispevka nam je na podlagi preučevanja obnačanja skupin bank pri rpanju likvidnih sredstev na medban-nem denarnem trgu in pri Banki Slovenije v veliki meri potrdil ugotovitve in sklepe prvega dela. Skupina velikih bank resda v vedno večjem obsegu, zlasti od sredine leta 1996, uporablja za rpanje primarnega denarja operacije na odprtem trgu in v vedno manjšem obsegu instrumente odprte ponudbe, vendar pa glede na presejanja ex post deficitarne strukturne pozicije na ta način izdan primarni denar onemogoča dolgotrajnejše interveniranje centralne banke brez posledic za nekatere spremenljivke denarne politike. Nereverzibilnost operacij na odprtem trgu sili k zviševanju obrestnih mer pri instrumentih odprte ponudbe, ki so prevladujoče namenjeni umikanju likvidnih sredstev iz obtoka.

Način vodenja denarne politike Banke Slovenija pa je v veliki meri določen tudi s premalo razvitim denarnim trgom. Iz preproste analize uravnavanja likvidnosti bank glede na segment denarnega trga smo ugotovili, da srednje velike in male banke sicer imajo alternativne vire likvidnih sredstev, medtem ko je skupina velikih bank še vedno prisiljena v veliki meri uravnavati likvidnost s transakcijami s centralno banko. Da bi postali signali, ki jih Banka Slovenije želi posredovati bankam z uporabljenimi instrumenti jasni in učinkoviti, je nujno potreben hitrejši razvoj denarnega trga v smislu njegovega poglobljanja in razvoja standardiziranih instrumentov medban-nega in denarnega trga nasploh ter ustrezne informacijske infrastrukture s subjekti, ki trg "vzdržujejo".

Razvoj instrumentov in izvedbenih postopkov denarne politike Banke Slovenije, ki bodo v večji meri podobni ne samo po obliki, ampak tudi namenu in funkciji instrumentom v nekaterih evropskih državah, je vzajemno odvisen od nadaljnega uspešnega razvoja denarnega trga.

#### L I T E R A T U R A:

Bueschgen Hans E.: Bankbetriebslehre. Bankgeschaefte und Bankmanagement. 4., vollstaendig ueberarbeitete und erweiterte Auflage. Wiesbaden: Gabler, 1993.

Claudio E. V. Borio: Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries. BIS Working Papers No. 40. Basel: BIS, 1997.

EMI: Annual Report 1995. Frankfurt am Main, European Monetary Institute, 1996.

Escriva J. L., Fagan G. P.: Empirical Assessment of Monetary Policy Instruments and Procedures (MPIP) in EU Countries. EMI Staff Paper No. 2. Frankfurt am Main: EMI, 1996.

Kneeshaw J. T., Van den Bergh P.: Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s. BIS Economic papers No. 23. Basel: Bank for International Settlements, 1989.

Kočačak M.: Denarni trg in njegov pomen za izvajanje denarne politike: Primer Slovenije. Ekonomska fakulteta v Ljubljani, magistrsko delo, EF, 1996.