

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize IV/3 (september 1996), Ljubljana

TRANSPARENTNOST DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE IN OBRETNOSTNE MERE DENARNEGA TRGA*

dr. Marko Kranjec
Tomaž Kožak

1. UVOD

Mnenje o tem, ali je bila denarna politika Banke Slovenije v preteklih nekaj letih uspešna ali ne, verjetno ni sporno. Ne le širša javnost, temveč tudi strokovne ocene so si enotne, da gre predvsem Banki Slovenije zasluga za bistveno znižanje inflacije na stopnje, ki jih nismo imeli še v preteklih desetletjih. Od povprečne letne inflacije v višini 201% v 1992.letu, se je inflacija v letu 1994 znižala na 19,8% in v 1995.letu na 12,6%. Poleg tega se je povprečna mesečna variabilnost (standardni odklon) inflacijskih stopenj znižala od 4,4 v 1992.letu na 0,4 v 1995.letu.

V izvajanju denarne politike je Banka Slovenije tudi drastično spremenila vlogo denarnih instrumentov. Administrativno reguliranje denarnih in/ali kreditnih agregatov ter reguliranje naloženega portfelja poslovnih bank je opustila in ga zamenjala s tržno intervencijo in nevtralnimi obravnavanjem poslovnih bank glede zagotavljanja likvidnosti.¹ Vse to je prispevalo h krepitvi denarnega trga in njegovi transparentnosti, tako glede obsega kot formiranja cen.

Kljub tem nedvornim uspehom pa ostaja dejstvo, ugotovljeno tudi na Svetu Banke Slovenije, da je denarna politika Banke Slovenije zapletena in netransparentna, ter da bi bilo zato zaželeno postopno prehajanje na enostavnejši in preglednejši instrumentarij interveniranja, kar bi v končni posledici prispevalo k večji transparentnosti denarnega trga, enakomernejši likvidnosti in večji uinkovitosti. Pri tem s pojmom transparentnost denarne politike² mislimo na pravilno razumevanje namena ukrepov denarne politike, ki jih sprejema centralna banka (kadar ne gre za poseganje na odprtem trgu). Na ta način si centralna banka zagotovi priakovani odziv poslovnih bank in skrajša časovni odlog od trenutka, ko je ukrep sprejet, do trenutka, ko se pojavijo željeni učinki. Vendar se hkrati kot protiarargument takega načina vodenja denarne politike (kadar ukrep ni zgolj poseganje centralne banke na odprtem trgu) pojavlja t.i. problem "overshooting" ukrepa denarne politike. S tem se odpira še novo področje vodenja denarne politike, ki ni predmet obravnave tega članka, in sicer razumevanje in poznavanje transmisijskega mehanizma določenega denarnega sistema.

* Sestavek izraža osebno mnenje avtorjev. Svet Banke Slovenije se je na svoji 114. seji dne 21.05.1996 seznanil z vsebino in ocenil, da ni razlogov, da bi spremenil vodenje denarne politike. Mnenja članov Sveta so bila o sestavku različna, ugotovljeno pa je bilo, da predstavlja alternativno razmišljanje o vodenju denarne politike. Na podlagi razprave na Svetu so bili narejeni nekateri manjši popravki.

¹ Pri tem zanemarjamo diferencirano obravnavanje bank v sanaciji.

² Wolfgang Mielke, Anette Theisen: The European Monetary Union, maj 1996, Landeszentralbank im Freistaat Bayern.

Slovenija je v tranziciji tudi na finančnem in monetarnem področju, zato prehitra "normalizacija" instrumentarija ni niti možna, niti zaželjena. Kljub temu pa menimo, da je treba prijeti razmišljati o denarni politiki in instrumentih, ki bodo transparentnejši in hkrati enako učinkoviti kot dosedanji. To bo končno zahtevalo, da bo Banka Slovenije sposobna vnaprej planirati svoje instrumente in jih tudi vnaprej javno objaviti. V takšnih razmerah bodo nov pomen dobili tudi instrumenti, kot so npr. eskontna ali lombardna (obrestna) mera, ki so danes zgolj kozmetični indikator za ex-post prilagajanje inflacijskim razmeram.

Namen tega sestavka je trojen:

- i) ugotoviti, kako transparentna sta denarna politika in njen instrumentarij;
- ii) pokazati na učinke denarne politike za razmerja med kratkoročnimi obrestnimi merami denarnih instrumentov in obrestno mero na denarnem trgu, in
- iii) podati nekaj razmišljanj o možnih smereh poenostavitve.

Analiza je narejena pretežno na podatkih za 1994. in 1995. leto in zajema le instrumentarij, ki je bil v denarni politiki (v smislu uravnavanja količine denarja) v tem razdobju kvantitativno najpomembnejši.

2. TRANSPARENTNOST DENARNE POLITIKE IN NEODVISNOST CENTRALNE BANKE

Za Banko Slovenije je značilna opredelitev, ki se v teoretični literaturi običajno imenuje ciljna in instrumentalna neodvisnost (goal independence, instrument independence).³

Zakon o Banki Slovenije govori sicer, da mora banka skrbeti za stabilnost valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine (2. člen ZBS), kar implicira ciljno zavezanost, vendar ta cilj ni podrobneje opredeljen. Čim manj je cilj kvantitativno opredeljen, večja je možnost diskrecijske interpretacije učinkovitosti politike.

[Če večjo stopnjo neodvisnosti uveljavlja Banka Slovenije v izbiri instrumentov denarne politike. Ukrepi za uravnavanje količine denarja v obtoku, ki jih navaja ZBS (25. člen) so tako splošni, da je v njegove okvire mogoče spraviti praktično katerikoli instrument.

Ciljna in instrumentalna neodvisnost sta za vodenje denarne politike prednosti, ki jih je praksa v številnih državah nedvoumno pokazala. Kljub temu pa verjetno obstaja neko optimalno število instrumentov, ki jih naj bi denarna politika uporabljala za doseg ciljev, ki naj bi bili po možnosti vsaj ohlapno opredeljeni. V nasprotnem primeru je namreč mogoče racionalizirati vsak rezultat denarne politike in vsak njegov instrument. V tem smislu bi lahko govorili, da postane takrat denarna politika netransparentna in, po vsej verjetnosti, nekonsistentna.

Banka Slovenije je ciljno in instrumentalno neodvisnost v preteklih letih upravičeno v celoti izkoristila. Kvantitativno opredeljevanje ciljev (inflacije) je bilo praktično nemogoče. Razpon instrumentov, s katerimi je politika odgovarjala na šoke, ki so prihajali pretežno iz domače ekonomije (npr. prestrukturiranje portfeljev gospodinjstev, kot je bil nakup stanovanj, arbitraža med razlikami v obrestnih merah na domače in tuje kredite, nezadostna kontrola portfolio investicij, nezadostna fiskalna kontrola pretokov med zasebnimi podjetji in osebnimi računi ipd.) ter deloma iz tujine (večanje slovenskega izvoza zaradi konjunktura na zahodu itd.) se je prav tako hitro širil.

³ Stanley Fischer: Modern Central Banking, Maj 1994; članek pripravljen ob 300-letnici Angleške centralne banke.

Tako je Banka Slovenije v 1994. letu uporabljala kar 17 instrumentov denarne politike:⁴

1. stopnjo obvezne rezerve
2. blagajni{ke zapise v tujem denarju (DBZ)
3. dvodelne blagajni{ke zapise (DDBZ)
4. blagajni{ke zapise v tolarjih (BZT)
5. blagajni{ke zapise z nakupnim bonom (BZNB)
6. interventni odkup deviz
7. za-asni interventni odkup/prodajo deviz
8. odkup deviz z obveznostjo povratnega odkupa
9. interventna lombardna posojila
10. kratkoro-na posojila
11. likvidnostno posojilo -ez dan
12. likvidnostno posojilo -ez no-
13. posebno likvidnostno posojilo
14. likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih BZ
15. okvirna kreditna linija za zamude pri odpla-ilu posojila
16. posojilo za likvidnostne primanjkljaje zaradi vnov-enih potencialnih obveznosti
17. za-asni nakup blagajni{kih zapisov v tujem denarju (REPO DBZ).

Nekaj nařtetih instrumentov je bilo uporabljenih izklju-no za banke v sanaciji in bodo po zaklju-eni sanaciji verjetno ukinjeni. Kljub temu je řtevilu ře vedno visoko in, kar je posebno mote-e, pogoji interveniranja - mislimo predvsem na efektivne obrestne mere - niso dovolj transparentni in so v nekaterih primerih dolo-eni řele ex-post. O tem bomo govorili v nadaljevanju.

V 1995. letu je Banka Slovenije uporabljala prakti-no enake instrumente kot leto poprej, le da je pri nekaterih spreminjala pogoje za pridobitev likvidnosti, zato jih poslovne banke skorajda niso uporabljale. To velja npr. za likvidnostno posojilo na podlagi zastave BZT z ro-nostjo 3 in 5 dni, ki so ga poslovne banke -rpale le řtirikrat. Pomembnejše spremembe v instrumentariju so bile: spremenjene stopnje obvezne rezerve (OR) in spremembe v osnovah za izra-un OR, uvedba nakupa deviz za vpis DBZ, uvedba tolarskih blagajni{kih zapisov z ro-nostjo 30 dni ter likvidnostno posojilo kot izhod v sili, ki je bilo uvedeno v decembru 1995. leta.⁵

Slika 1 prikazuje osnovno klasifikacijo instrumentov denarne politike BS (za leto 1994 in 1995) po prevladujo-em vplivu na tri segmente:

- a) instrumente denarne politike za uravnavanje koli-ine denarja,
- b) instrumente te-ajne politike, s katerimi `eli BS vplivati predvsem na gibanje deviznega te-aja,
- c) instrumente obrestne politike.

Navedena razdelitev ne pomeni, da instrument, ki je na primer razvrř-en v skupino instrumentov uravnavanja koli-ine denarja, ne vpliva na gibanje deviznega te-aja ali obratno. Nasprotno, grafi-ni prikaz delitve instrumentarija BS je le poskus poenostavljenega (nazornejřega) pregleda celotnega spektra uporabljenih instrumentov v letih 1994 in 1995.

Tabeli 1A in 2A v dodatku ka`eta bruto pomen posameznih instrumentov denarne politike v 1994. in 1995.letu. Pri tem nas ne zanima toliko vloga posameznih instrumentov v izdajanju/umikanju denarja, kot kvantitativni obseg intervencij. Tako v 1994.letu kot v 1995.letu so bila posojila dale~ najpomembnejři kanal intervencije (71,4% skupnega obsega intervencij v 1994.letu in 70,9% v 1995.letu). Ta posojila so bila v prvi vrsti namenjena

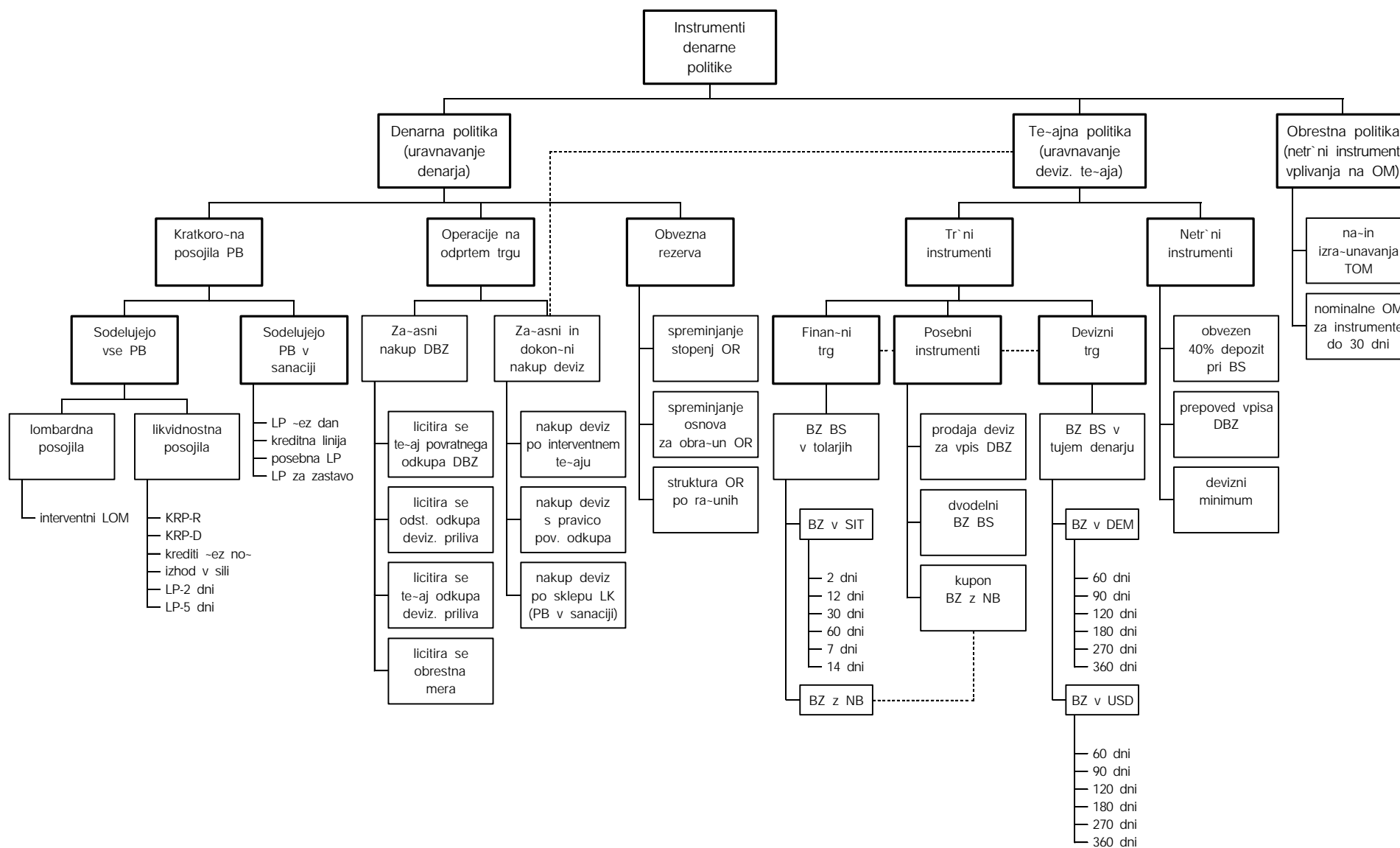
⁴ CBO: Uporaba instrumentov denarne politike v 1994. letu.

⁵ CBO: Uporaba instrumentov denarne politike v 1995 letu.

bankam v sanaciji in so v veliki meri determinirala manevrski prostor za druge instrumente. Pri drugih instrumentih je mogoče opaziti bistveno spremenjeno vlogo deviznih transakcij med letom 1994 in 1995. Medtem ko je leta 1994 bruto obseg deviznih transakcij predstavljal 11,8% skupnega obsega intervencij in je bilo na tej podlagi neto izdanega 46,5 mlrd SIT primarnega denarja, je v 1995. letu ta delež padel na samo 1,6%, pri čemer je bilo neto umaknjeno 0,4 mlrd SIT. To je posledica spremenjenih plačilnih razmer ter manjšega povdarka BS na interventnem odkupu deviz.

V 1995. letu se je močno povečal pomen izdajanja blagajniških zapisov, pri katerih je bruto promet porastel za 111%, vendar se je njihov delež v skupnem prometu dvignil le z 9,1% na 12,5%. Posebno se je povečal pomen BZT, katerih bruto obseg je porastel za 145% glede na leto poprej.

Slika 1: Klasificiranje instrumentov denarne politike BS, ki so bili uporabljeni v letu 1994 in 1995 po prevladujo- em vplivu.



Po prenosu sredstev prora-una v BS so na pomenu dobila dodatna kratkoro-na posojila, tako da je bruto obseg transakcij povezan s prora-unom predstavljal kar 8,7% vsega prometa. Pri tem je potrebno poudariti, da so ta dodatna kratkoro-na posojila dobivale predvsem banke v sanaciji.

Kot zadnjo pomembno obliko intervencije je treba omeniti repo posle z DBZ, katerih bruto promet je 1995. leta dosegel 200,5 mlrd SIT ali 6,4% bruto prometa. ^eprav je denarna politika prav s tem instrumentom zelo intenzivno intervenirala, je bil njegov porast v 1995. letu skromen, kar je verjetno mogo-e pripisati gibanju te-aja SIT (posebno v prvi polovici leta). Ta instrument bomo v nadaljevanju podrobneje prou-ili.

Dele` bruto denarnih intervencij centralne banke v skupnem obsegu denarnega trga je v 1995. letu predstavljal okoli 34%⁶ predvsem zaradi likvidnostnih posojil. Vloga centralne banke zato ni bila vloga posojilodajalca v skrajni sili, temve- vloga aktivnega in diskriminatornega alokatorja likvidnosti.

Da bi podkrepili te trditve bomo v nadaljevanju prou-ili pet instrumentov denarne politike, ki so predstavljali ve-inski dele` pri bruto izdajanju primarnega denarja, in sicer:

- i) za-asni odkup DBZ,
- ii) interventno lombardno posojilo (ILOM),
- iii) redna kratkoro-na posojila (KRP-R),
- iv) likvidnostni kredit -ez dan (LK -ez dan) in
- v) likvidnostni kredit - kreditna linija.

Prou-evali bomo njihovo vlogo na dnevnikih podatkih za leto 1995 ter sku{ali ugotoviti, kako je v splo{nem denarna politika prispevala k stabilizaciji obrestnih mer ter kako so se gibale obrestne mere denarnih instrumentov glede na obrestno mero denarnega trga. [e preje pa bomo na splo{no analizirali problem izra-una obrestne mere za razli-ne instrumente denarne politike.

3. PROBLEMI IZRA^UNA OBRESTNE MERE

Banka Slovenije objavlja eskontno obrestno mero kot klju-no obrestno mero vsake centralne banke. Neposredno nanjo je vezana obrestna mera za lombardna posojila, ki je za eno odstotno to-ko vi{ja. Vendar uporablja BS praviloma za ve-ino poslov obrestne mere, dolo-ene s posebnimi sklepi. Dejansko obrestno mero refinanciranja predstavljajo obrestne mere instrumentov, s katerimi centralna banka omogo-a poslovnim bankam dostop do primarnega denarja na njihovo iniciativo tako, da ji za-asno prodajo ali pri njej diskontirajo vrednostne papirje, vendar pod pogoji, ki jih sama dolo-i.

V dr`avah z urejenim finan-nim sistemom so obrestne mere centralne banke signal za oblikovanje obrestnih mer na denarnem trgu in posredno na trgu kapitala. Zaradi izgubljanja pomena reeskontnih (in lombardnih) posojil in njihovega nadome{-anja z operacijami na odprtem trgu - v prvi vrsti z repo posli - pri ve-ini centralnih bank reeskontna in lombardna obrestna mera izgubljata operativno vlogo ter ohranjata predvsem signalno vlogo. Obrestne mere za ostale instrumente so naravnane tako, da ostajajo v nekem razmerju oz. razponu do klju-nih obrestnih mer.

⁶ Obseg denarnega trga je ocenjen kot se{tevek mese-nih stanj danih medban-nih posojil in vlog, posojil hranilnicam in posojil drugim finan-nim organizacijam, vse pomno`eno z dva.

V Sloveniji zaradi različnih razlogov, povezanih s problemi tranzicije in neizgrajenostjo institucij ne moremo govoriti o takšni sistemsko urejenosti odnosa med obrestnimi merami. Obrestne mere centralne banke (eskontna in lombardna) nimajo na obrestno mero denarnega trga praktično nobenega vpliva. Kar je še slabše, kaže da med obrestnimi merami instrumentov denarne politike in obrestno mero denarnega trga prav tako ni nobene sistematične zveze, pri čemer je variabilnost obrestnih mer denarnih instrumentov bistveno višja od variabilnosti obrestnih mer denarnega trga in je povzročena z diskrecijsko politiko centralne banke same.

Banka Slovenije v denarni politiki tudi ni v večjem obsegu razvila instrumentarija, ki bi zagotavljal odprtost ponudbe likvidnosti in njene dostopnosti za vse banke. Takšna sta samo interventno lombardno posojilo in likvidnostno posojilo za izhod v sili. To je posledica vloge BS v sanaciji bank in velikega deleža kreditov za likvidnost v primerjavi z denarnim trgom (34%), zlasti pa dejstva, da ciljano količino denarja v obtoku BS dosega prek spreminjanja kvote ponujenega primarnega denarja s posameznim instrumentom in ne s spreminjanjem cene ponujenega primarnega denarja.

Kot rečeno, predstavljata med vsemi instrumenti denarne politike BS le interventno lombardno posojilo in likvidnostno posojilo v skrajni sili instrumenta refinanciranja v smislu stalne odprtosti ponudbe. Pri tem lombardna obrestna mera ni največji strošek najetja lombardnega posojila za poslovne banke, ampak je to večina odstotka zastave deviznih blagajniških zapisov, ki presega sto odstotkov. Neto izdajanje primarnega denarja s tem instrumentom je relativno majhno (kakor tudi bruto obseg poslov), lombardna obrestna mera skupaj z implicitnimi stroški zastave deviznih blagajniških zapisov pa je le slab približek obrestne mere refinanciranja.

Za večino instrumentov denarne politike BS je znano, da BS nikoli ni eksplicitno določala celotne obrestne mere oziroma, če je bila obrestna mera določena, je le-ta predstavljala samo del skupnega stroška dobljenega kredita oziroma likvidnosti. Praviloma so instrumente denarne politike spremljali še dodatni pogoji, ki so bili v letu 1994 izraženi cenovno in količinsko, v letu 1995 pa samo še količinsko, in so na ta način skupaj z obrestno mero predstavljali celotne stroške rpanja likvidnosti sredstev neposredno od BS.

BS nima neposrednega vpliva na dejavnike (ali pa so ti vplivi zelo omejeni), ki neposredno ali posredno določajo uspešnost izpolnjevanja dodatnih cenovnih in/ali količinskih pogojev rpanja likvidnosti. Devizni tokovi, stanje neto devizne pozicije in večina predpisanega deviznega minimuma so v veliki meri odvisni od dogajanj v tekočem in kapitalnem delu plačilne bilance, od obnove deviznih varovalcev ter od politike obrestnih mer poslovnih bank. Omenjena dogajanja niso nujno v skladu z željeno količino denarja v obtoku, ki jo BS cilja v določenem obdobju. Tako večina celotne "ovire" dostopanja do primarnega denarja, ki je sestavljena iz eksplicitno določene obrestne mere za posamezni instrument denarne politike in dodatnega pogoja, ni nujno vedno relativno visoka, kadar želi BS voditi restriktivnejšo denarno politiko (ali obratno v primeru vodenja ekspanzivnejše denarne politike) prav zaradi večje ali manjše avtonomnosti dejavnikov, ki v določenem obdobju determinirajo možnost in uspešnost izpolnjevanja dodatnih pogojev.

Uravnavanje likvidnosti posamezne poslovne banke ni več v celoti odvisno od ključnih dejavnikov denarnega trga (višine obrestne mere, obsega ponudbe in povpraševanja po likvidnih sredstvih) ter načina vodenja denarne politike v smislu obsega ponudbe primarnega denarja in po kakšni obrestni meri je ta primarni denar dosegljiv, ampak od splošnih razmer na deviznem trgu in možnosti posamezne poslovne banke za izpolnjevanje dodatnih pogojev, ki jih zahteva BS ob dodelitvi dodatne likvidnosti. Pri tem je vpliv BS na relativno redkost deviz (in z deviznim trgom posredno povezanih blagajniških zapisov v tujem denarju) bistveno manjši kot vpliv na relativno redkost lastnega denarja, ki se neposredno

odra`a v visoki obrestni meri. Ali druga`e, ob dani ceni likvidnih sredstev BS, ki je dolo`ena z eksplicitno izra`eno obrestno mero in dodatnimi pogoji, BS ne more vedeti, ali je "ovira" dostopanja do primarnega denarja dovolj visoka, ali pa se bo z dodatnim pritokom deviz relativno visoka "ovira" samodejno zni`ala proti volji BS. Posamezna poslovna banka pri uravnavanju svoje likvidnosti ni ve` odvisna le od dogajanj na doma`em finan`nem trgu, ampak od strukture svojih komitentov glede na njihovo naravo neto uvoznika oz. izvoznika (in mo`nosti zadol`evanja v tujini), saj se ji le na ta na-in odpira dodatna alternativa zadol`evanja pri centralni banki.

Zaradi dodatnih pogojev `rpanja likvidnih sredstev prek aktivnih instrumentov denarne politike in njihovega dokaj neobvladljivega pomena pri dolo`anju ефективne cene likvidnih sredstev Banke Slovenije bi kazalo razmisliti o usmeritvi v poenotenje in *izena`evanje dodatnih pogojev* pri vseh instrumentih denarne politike. Diferenciacijo instrumentov Banke Slovenije bi dosegali zgolj z razli`no visokimi eksplicitno izra`enimi tolarskimi obrestnimi merami, tako, kot je praksa v ve`ini dr`av. S tem problem spodbujanja sterilizacije ne bi bil odpravljen (ker ga odpraviti tudi ni mogo`e, `e so "fundamentals" v neravnote`ju), vendar bi bila na opisan na-in naloga sterilizacije bolj enakomerno porazdeljena med vse aktivne instrumente denarne politike.

Sedanji na-in dolo`anja cene `rpanja primarnega denarja pri BS zahteva precizno *definiranje kvote primarnega denarja, ki se s posameznim instrumentom* lahko emitira. Obrestna mera instrumenta primerjalno z obrestno mero denarnega trga⁷ v tem primeru ne more odigrati vloge indikacije denarne politike in s tem dodatnega kazalca uspe`nosti doseganja (koli`inskega) vmesnega cilja denarne politike, zato je v nadaljevanju prikazan le poskus oblikovanja indikatorja likvidnosti ban`nega sistema, ki temelji na cenovnih in ne zgolj koli`inskih kategorijah.

Poleg zgoraj opisanega je politika BS zna`ilna po:

- relativno nestanovitnem uporabljanju posameznih instrumentov denarne politike z vmesnimi prekinitvami;
- spremenljivem obsegu sklenjenih poslov s posameznim instrumentom denarne politike, ki niso vedno rezultat spreminjanja obrestne mere, ampak razli`nih drugih dejavnikov, kot je npr. ukinitvev dodatnega pogoja odkupa deviznih prilivov od podjetij po deviznem te`aju, ki ga je dolo`ala likvidnostna komisija BS, uvedba novih instrumentov denarne politike itd;
- dejstvu, da ve`ina instrumentov BS, ki so po svojih vsebinskih zna`ilnostih podobni instrumentom refinanciranja ni dostopnih v obliki odprte ponudbe, ampak so se v obdobju enega leta do leta in pol pojavljali zgolj zaradi rednega obnavljanja ponudb BS (npr. za`asni nakup DBZ z obveznim povratnim odkupom, redna kratkoro`na posojila BS), kar je nujno potrebno pri sedanjem na-inu uravnavanja koli`ine denarja v obtoku s "kvotami";
- koncipiranju instrumentov, ki zasledujejo ve` ciljev hkrati (npr. zagotavljanje likvidnosti in posredno podpiranje te`aja), kar lahko privede do nekonsistentnosti ukrepov denarne politike.

Posledica tak{ne politike je lahko, da niti BS sama ne more to`no predvideti ефективne cene posameznega instrumenta, kar verjetno pomeni, da so signali, ki jih poslovne banke kot udele`enke denarnega trga zaznajo, nekonsistentni in zavajajo`i.

⁷ Pri tem velja domneva, da je obrestna mera denarnega trga kazalec likvidnosti ban`nega sistema.

Pou-en primer take politike je npr. instrument za-asnega odkupa DBZ z obveznim povratnim odkupom (Repo DBZ). Kot je razvidno iz *tabel 1A in 2A* se je ta instrument 1994. in 1995. leta pojavljal v treh oblikah:

- i)* z licitiranjem te-aja povratnega odkupa DBZ (v razdobju maj-julij 1994 ter od marca 1995 dalje);
- ii)* z licitiranjem te-aja odkupa deviznih prilivov od podjetij (od julija do novembra 1994),
- iii)* z licitiranjem odstotka odkupa deviznih prilivov od podjetij (od septembra do novembra 1994 in od konca januarja do druge dekade februarja 1995).

Poslovnim bankam, ki uspejo na licitaciji, se poleg tega vsiljujejo {e kvantitativni oziroma do 22. januarja 1995 tudi cenovni pogoji, ki zelo zamegljujejo izra-un efektivne obrestne mere ali ga celo onemogo-ajo. Tako morajo npr. v *(i)* varianti banke odkupovati {e dolo-en odstotek vrednosti dobljene likvidnosti iz naslova deviznih prilivov. V letu 1995 se je ta odstotek gibal od 402% v marcu do 151% v drugi polovici leta.⁸ V *(ii)* varianti je bil dodatni pogoj odkup deviznih prilivov po zlicitiranem te-aju in sicer: v 1. tednu v vi{ini dobljene likvidnosti in nato 90% deviznih prilivov po te-aju, ki ga banka sama ponudi v protiponudbi. Za banke je bil eksplicitni del efektivne obrestne mere le razlika med nakupnim in prodajnim te-ajem BS, implicitni del pa je bil odvisen od odnosa med licitiranim deviznim te-ajem posamezne banke ter povpre-nim deviznim te-ajem deviznega trga in sicer najprej v 1. tednu (v vi{ini 100% za-asne prodaje DBZ) in nato {e v nadaljevanju do zaklju-ka repoja (od 8. do 28. dne razlika do 90% odkupa deviznih prilivov celotnega obdobja). Banka v trenutku licitacije ni vedela niti kak{en bo odnos med tr`nim in njenim ponujenim te-ajem, niti koliko deviznih prilivov bo imela. Njen efektivni stro{ek zadol`evanja pri BS je zato nedolo-ljiv in nepoznan. Bankam zato nastajajo oportunitetni stro{ki, ki jih vnaprej ne morejo izra-unati, zato je efektivna obrestna znana samo ex-post in ima samo slu-ajno neko zvezo z obrestno mero denarnega trga.

4. DENARNA POLITIKA, INFLACIJA IN OBRESTNE MERE

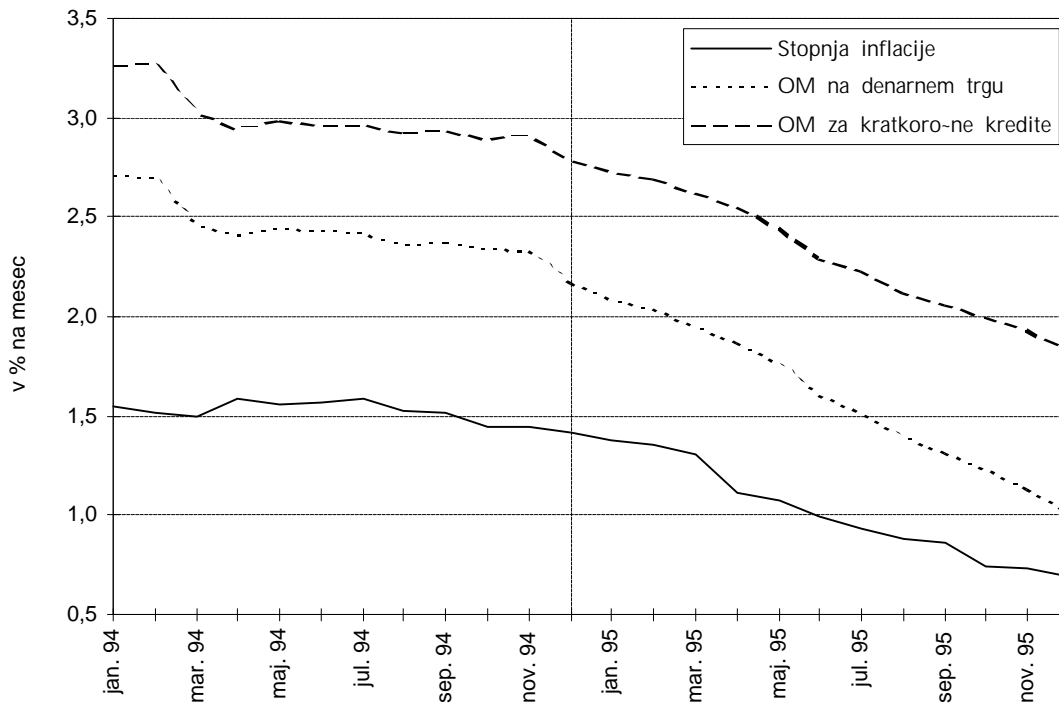
4.1. *Inflacija in obrestne mere v dalj{em razdobju*

V literaturi ni sporno, da je na dolgi rok (nekaj let) inflacija predvsem posledica preve-ekspanzivne denarne politike (razlaganje inflacije kot denarnega fenomena). Prav tako ni sporno, da je vi{ina obrestnih mer odvisna od stopnje inflacije: -im vi{ja je inflacija, vi{je so obrestne mere. V na{i razmerah popolne indeksacije je ta trditev seveda samoumevna; dr`i pa tudi v dr`avah, kjer so obrestne mere dolo-ene zgolj nominalno.

Kot je `e bilo omenjeno predhodno, je stabilizacijska denarna politika Banke Slovenije v preteklih letih vplivala na postopno zn`evanje inflacije. Tak{na orientacija ni bila povsod sprejeta brez rezerve: {tevilni gospodarstveniki, politiki in celo bankirji so Banko Slovenije ob-asno kritizirali, da z restriktivno denarno politiko zadr`uje visoke obrestne mere.

⁸ Trenutno zna{a odstotek odkupa deviznega priliva od podjetij 120% od vrednosti za-asno prodanih DBZ.

Slika 2: Gibanje stopnje inflacije in nominalnih OM



Opomba: Serije so izra-unane kot 13-mese-ne drse-e sredine iz razdobja januar 1993 do december 1995.
Vir podatkov: Bilten Banke Slovenije.

V resnici so bila gibanja ravno obratna. Na *sliki 2* se vidi, da so se isto-asno z ni-anjem stopenj inflacije v 1994. in 1995. letu, od pribli`no 1,5% na mesec na pribli`no 0,75% na mesec, mo-no ni-ale tudi nominalne in realne obrestne mere.⁹ Nominalna obrestna mera na denarnem trgu se je ni-ala od ca. 2,2% na mesec na ca. 1,1% na mesec, obrestne mere za kratkoro-ne kredite pa od ca. 3,3% na mesec na ca. 1,8% na mesec. Isto-asno so padale tudi realne obrestne mere (nagib krivulj obrestnih mer je bolj strm kot nagib krivulje inflacije). To potrjujejo tudi podatki o delu obrestne mere nad indeksacijskim faktorjem, ki se je od za-etka januarja 1994 do decembra 1995 ni-al od ca. 9% p.a. na 4,5% p.a. (na denarnem trgu) oz. od 17,5% p.a. na 12,5% p.a. (za kratkoro-ne kredite).

Poleg inflacijskih pri-akovanj so na ni-evanje obrestnih mer vplivali tudi medban-ni dogovor o ni-evanju pasivnih in aktivnih obrestnih mer ter postopno prilagajanje vi{ine na{ih obrestnih mer obrestnim meram za najpomembnej{e svetovne valute. Ta proces {e zdale~ ni kon-an, zato v kratkem -asu {e ne moremo pri-akovati popolne prilagoditve na{ih obrestnih mer tistim iz tujine.

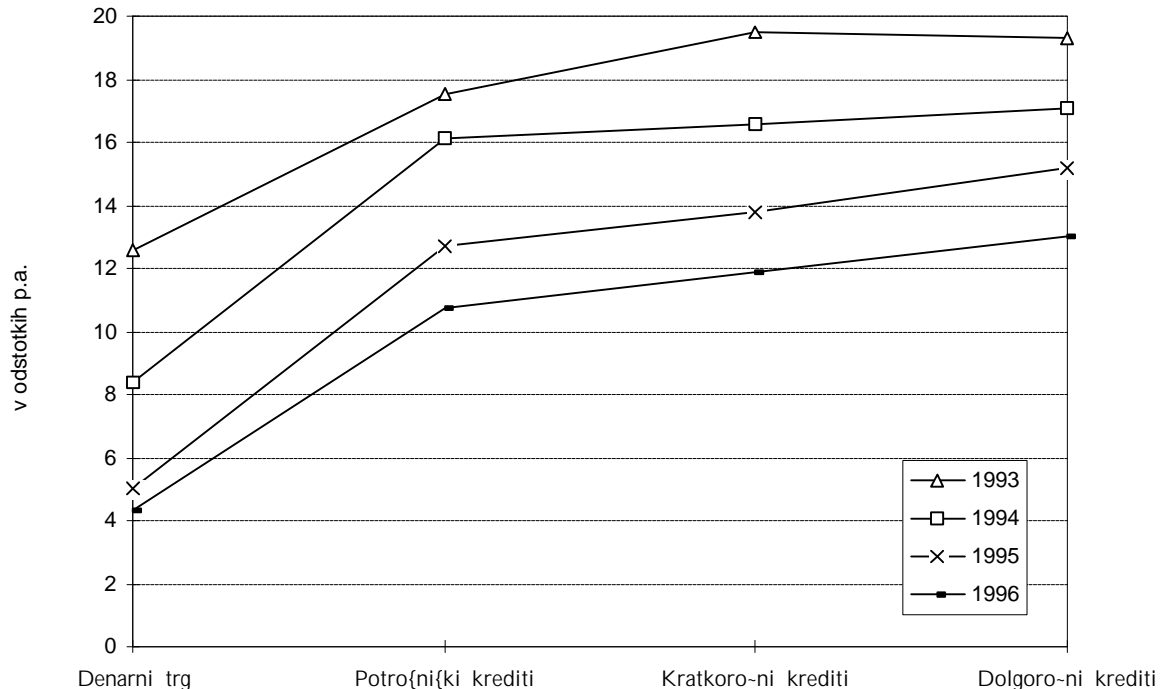
Proces prilagajanja obrestnih mer je potekal v celem spektru dospelosti. ^eprav zaradi pomanjkanja ustreznih vrednostnih papirjev ne moremo sestaviti krivulje donosnosti, je mogo-e dobiti pribli`no podobo razmerja med dospelostjo in vi{ino obrestne mere, -e pove-emo obrestne mere za razli-ne dospelosti kreditov (*slika 3*). Iz slike je dobro vidno, da so se realne obrestne mere od leta 1993 do 1995 stalno zmanj{evale in to v celotnem spektru dospelosti.¹⁰ Stabilizacijska denarna politika je sicer najbolj vplivala na kratkoro-ne obrestne mere, kjer se je realni del obrestne mere ni-al za celih 60%, posledi-no pa so

⁹ V tem oddelku z izrazom realne obrestne mere razumemo del nominalne obrestne mere nad indeksacijskim faktorjem.

¹⁰ V *sliki 3* se obrestne mere nana{ajo na junij vsakega leta, za 1996. leto pa na januar.

se znižale tudi realne obrestne mere za dolgoro-ne naložbe (npr. za dolgoro-ne kredite bank za 32%).

Slika 3: Gibanje realnih obrestnih mer



Vir podatkov: Bilten Banke Slovenije

4.2. Denarna politika in obrestne mere na denarnem trgu

Kot manj uspešno bi lahko ocenili politiko BS na področju kratkoro-nih obrestnih mer, kar se odraža v širokem spektru instrumentov denarne politike, ki so primarno namenjeni uravnavanju ponudbe denarja, in njihovi nesinhroni povezanosti v sistem.

V podkrepitev te domneve je bil opravljen pregled gibanj obrestne mere denarnega trga in izbranih aktivnih instrumentov BS za leto 1995. V analizi smo opazovali dele obrestnih mer nad revalorizacijskim faktorjem (mali r) petih instrumentov, ki so predstavljali večinski delež pri bruto izdajanju primarnega denarja (B) BS. Izbrani instrumenti so naslednji:

- i. začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim nakupom, pri čemer se licitira tečaj povratnega odkupa DBZ (REPO DBZ),
- ii. interventno lombardno posojilo (ILOM),
- iii. redna kratkoro-na posojila (KRP-R),
- iv. likvidnostni kredit brez dan, ki je namenjen bankam v sanaciji (LK brez dan),
- v. likvidnostni kredit - kreditna linija, za banke v sanaciji (KL).

Del obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem vsakega instrumenta je izraunan iz eksplicitno navedene nominalne obrestne mere oziroma neposrednih stroškov repoja DBZ

(sprememba deviznega te-aja od za-asne prodaje do povratnega nakupa DBZ).¹¹ Razlog za uporabo "malega r" je v prepri-anju, da se poslovne banke pri izbiri razli-nih virov likvidnostnih sredstev (zadol`evanje prek instrumentov BS ali pridobitev sredstev na denarnem trgu) odlo-ajo na podlagi omenjenega dela obrestne mere, saj jim teko-a mese-na stopnja rasti cen v trenutku izbire alternative {e ni znana in je zato ra-unanje realne obrestne mere (po Fisherjevi formuli) za banke nemogo-e in tudi nepotrebno.

Slabost opisanega na-ina izra-unavanja stro{kov zadol`evanja pri BS je v zanemarjanju *dodatnih pogojev, ki spremljajo vsak instrument*. Ker so ti dodatni pogoji medsebojno neprimerljivi, je njihov pomen v oceni skupnih stro{kov -rpanja primarnega denarja nedolo-ljiv.¹² Celotna (efektivna) obrestna mera je zato lahko ve-ja (praviloma) ali manj{a od izra-unane eksplicitne obrestne mere (glej *Dodatek 2* za seznam dodatnih pogojev).

4.2.1. Gibanje obrestnih mer po mesecih

Izbrana skupina instrumentov denarne politike je predstavljala 71,3% dele` bruto izdajanja primarnega denarja v letu 1995. Kako se je odstotek gibal po mesecih, je prikazano v *tabeli 3 A*. Razen meseca junija, ko je bil odstotek le 31,6% (zaradi vnov-itve BZ BS z NB 2. izdaje), se je gibal med 61,4% in 80,7%, kar ka`e na relativno pomemben nabor instrumentov, s katerimi BS uravnava likvidnost ban-nega sistem in s tem koli-ino denarja v obtoku.

Slika 4 prikazuje gibanje delov obrestnih mer nad revalorizacijskim faktorjem za posamezni instrument in dela obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem na denarnem trgu za obdobje od januarja do decembra 1995. Na sliki opazimo naslednje zna-ilnosti:

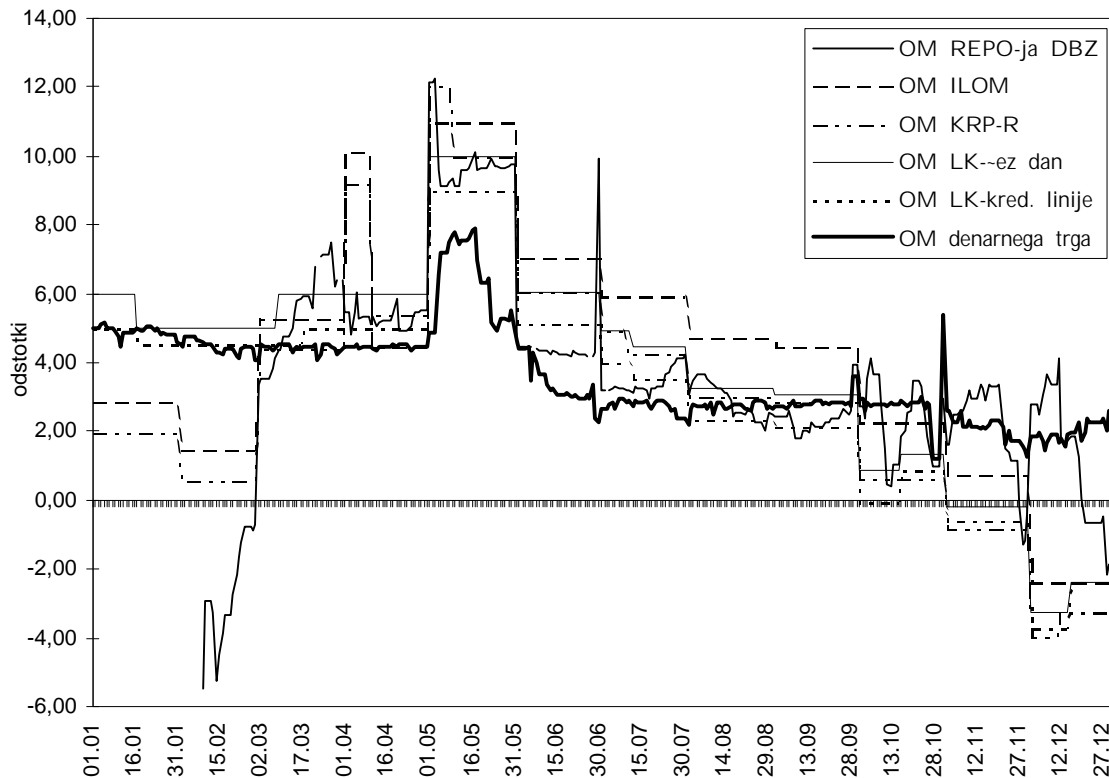
1. velika odstopanja delov obrestnih mer nad revalorizacijskim faktorjem instrumentov denarne politike od dela obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem na denarnem trgu in
2. velike razlike med obrestnimi merami instrumentov.

Od januarja do februarja 1995 so bile skoraj vse obrestne mere instrumentov pod delom obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem na denarnem trgu. V marcu se je polo`aj spremenil tako, da so bile vse obrestne mere instrumentov nad obrestno mero denarnega

¹¹ Pri tem je do aprila 1995 kot deflator nominalne obrestne mere uporabljena stopnja rasti cen na drobno v preteklem mesecu, od junija 1995 pa temeljna obrestna mera (TOM).

¹² Pri dolo-enih instrumentih denarne politike (npr. repo DBZ) dodatni pogoji temeljijo na deviznih tokovih, medtem ko pri drugih (npr. KRP-R) dodatni pogoji temeljijo na deviznih stanejih (oz. stanju DBZ).

Slika 4: Gibanje OM instrumentov denarne politike in OM denarnega trga (del nad revalorizacijskim faktorjem) za leto 1995



Vir: Banka Slovenije

trga do konca julija 1995. V avgustu se je najprej obrestna mera LK-kreditne linije zni`ala pod obrestno mero denarnega trga, zaradi pove-anja temeljne obrestne mere z 0,4% na 0,5%. V sredini istega meseca se je zni`ala pod obrestno mero denarnega trga tudi obrestna mera repo-ja, ki se je v tem polo`aju ohranjala do konca septembra, ko je pri-ela nihati okoli obrestne mere denarnega trga. V pri-etku oktobra 1995 so se prakti-no vsi deli obrestnih mer instrumentov nad revalorizacijskim faktorjem (razen OM repo-ja) zni`ali pod obrestno mero denarnega trga in v tem "polo`aju" ostali. Glavni razlog je bil v nara{-anju temeljne obrestne mere. Nara{-anje tega revalorizacijskega faktorja ni mogla nadoknaditi niti korekcija nominalnih obrestnih mer BS za kreditno linijo (16.10.1995 z 8,5% na 9,5% ter 15.12.95 z 9,5% na 10,5%), za LK -ez dan (16.10.1995 z 9,5% na 10% ter 15.12.1995 z 10% na 11%) ter za KRP-R (11.12.1995 z 9,25% na 10%). Z nara{-anjem temeljne obrestne mere proti koncu leta je nara{-al odmik delov obrestnih mer instrumentov nad revalorizacijskim faktorjem od analognega dela obrestne mere na denarnem trgu.

S primerjavo obrestne mere denarnega trga in obrestne mere repo-ja opazimo, da se je slednja gibala relativno stabilno okoli obrestne mere denarnega trga od junija do konca septembra 1995. V oktobru se je variabilnost repo-ja bistveno pove-ala in se nadaljevala do konca leta. V vsem tem obdobju, od junija do decembra 1995, je bil dodatni pogoj pri repo-ju DBZ nespremenjen in je zahteval od poslovnih bank odkup deviznega priliva od podjetij (v prvem tednu po licitaciji) v viřini 151% zneska repo-ja. V obdobju od marca do maja 1995 bi lahko ve-jo variabilnost obrestnih mer repo-ja pripisali spreminjanju dodatnega pogoja, t.j. odstotka odkupa deviznega priliva, zato ta variabilnost v prvih mesecih leta 1995 ni primerljiva z razlogi variabilnosti v zadnjih mesecih leta, -eprav ne upořtevamo morebitnih sprememb dejavnikov, ki vplivajo na devizne tokove.

Pogosti veliki odkloni višine dela obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem na denarnem trgu ob koncu meseca od sicer bolj umirjenega gibanja v preostalih dneh meseca, so v veliki meri pogojeni z objavo stopnje rasti cen v iztekajočem se mesecu in s tem povezanega izražena TOM za naslednji mesec. Poslovne banke so se na to informacijo izredno hitro odzvale pri določenju obrestne mere denarnega trga, saj je kljub spremljivemu TOM (v drugi polovici leta je postopoma naraščal) del obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem ostajal bolj ali manj nespremenjen. V nekaterih mesecih podobno obnačanje opazimo tudi pri obrestni meri repo-ja.

Natančnejšo sliko variabilnosti obrestnih mer denarnih instrumentov in njihovo nesistematično odstopanje od obrestne mere denarnega trga kažejo izraženi povprečni absolutni odkloni obrestnih mer posameznega denarnega instrumenta od obrestne mere denarnega trga¹³:

Tabela 1: Povprečno absolutno odstopanje dela obrestne mere posameznih instrumentov nad revalorizacijskim faktorjem od obrestne mere denarnega trga (v odstotnih točkah)

Instrument	Marec 95	Avgust 95	December 95
REPO DBZ	1,49 100,0%	0,51 100,0%	1,82 100,0%
ILOM	0,86 57,7%	1,94 380,4%	4,35 239,0%
KRP-R	0,11 7,4%	0,29 56,9%	5,44 298,9%
LK -ez dan	1,35 90,6%	0,52 102,0%	4,75 261,0%
Kreditna linija	0,33 22,2%	0,43 84,3%	4,95 272,0%

Vir podatkov: Banka Slovenije

Opazno je, da cene (obrestne mere) denarnih instrumentov odstopajo popolnoma nesistematično od obrestnih mer denarnega trga, kar indicira, da denarna politika svoje ponudbe instrumentov ni obravnavala kot sistem medsebojno povezanih ukrepov s približno enako ceno, temveč jih je koncipirala ad hoc, prvenstveno za doseg ciljev sterilizacije. Tako je na primer del obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem, ki ga je BS zaračunavala za kreditno linijo v marcu 1995 v povprečju odstopal od obrestne mere denarnega trga le za 0,33 odstotne točke, v decembru pa kar za 4,95 odstotnih točk. Podobno je bilo z drugimi instrumenti.

To dodatno potrjuje tudi *slika 5*, kjer se odkloni obrestnih mer instrumentov izrazito prepletajo. Skozi celotno obdobje obrestna mera nobenega instrumenta ni ohranila svojega položaja glede na ostale instrumente, npr. da bi bila v celem razdobju najvišja ali najnižja. Vzrok za to je v tem, da so se obrestne mere za različne instrumente zelo različno določale. To so na primer obrestne mere za:

1. KRP-R - določene nominalno, v odvisnosti od eskontne obrestne mere,
2. LK -ez dan in kreditna linija - z odstotkom (r) nad stopnjo rasti cen na drobno v preteklem mesecu (R) oziroma nad temeljno obrestno mero (TOM),
3. ILOM - glede na nominalno lombardno obrestno mero,
4. REPO DBZ - glede na spremembo tečaja.

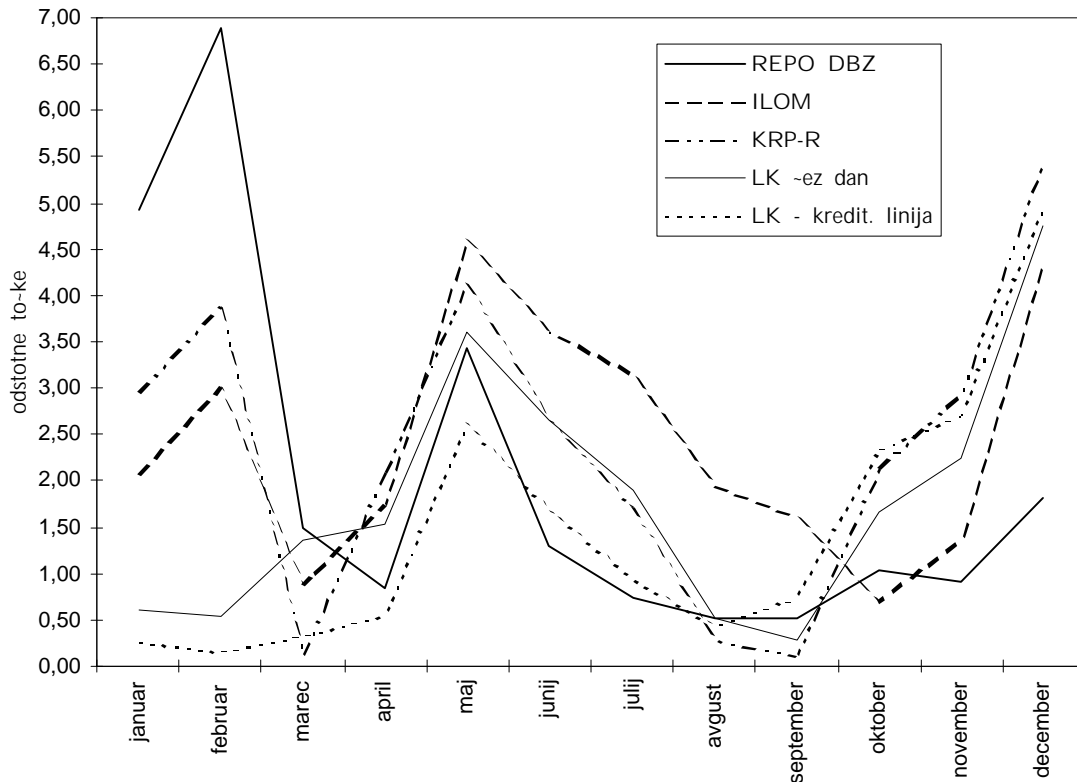
Obrestne mere aktivnih instrumentov bi se morale spreminjati istočasno in bi morale biti določene na enak način, kar bi zagotavljalo ohranjanje razmerij med obrestnimi merami instrumentov ob upoštevanju ročnosti, tveganja in zavarovanja. Ker se obrestna mera

¹³ Izraženi iz izraza $PAO = 1/n \sum (|OM_i - OM_M|)$

denarnega trga ře vedno prilagaja spreminjanju revalorizacijskega faktorja, bi morala tudi BS ohranirati nominalno varilabilnost obrestnih mer aktivnih instrumentov denarne politike vse dotlej, dokler se temeljna obrestna mera kot revalorizacijski faktor ne bi stabilizirala.

Iz razpolořljivih podatkov je seveda teřko re-i, kakřno naj bi bilo medsebojno razmerje kratkoro-nih obrestnih mer, ker gre pri denarnih instrumentih in pri medban-nih kreditih na denarnem trgu za razli- ne kombinacije vsaj treh elementov: tveganja, dospelosti in

Slika 5: Povpre- no absolutno odstopanje OM instrumentov od OM denarnega trga v odstotnih to- kah po mesecih leta 1995



Vir podatkov: Banka Slovenije

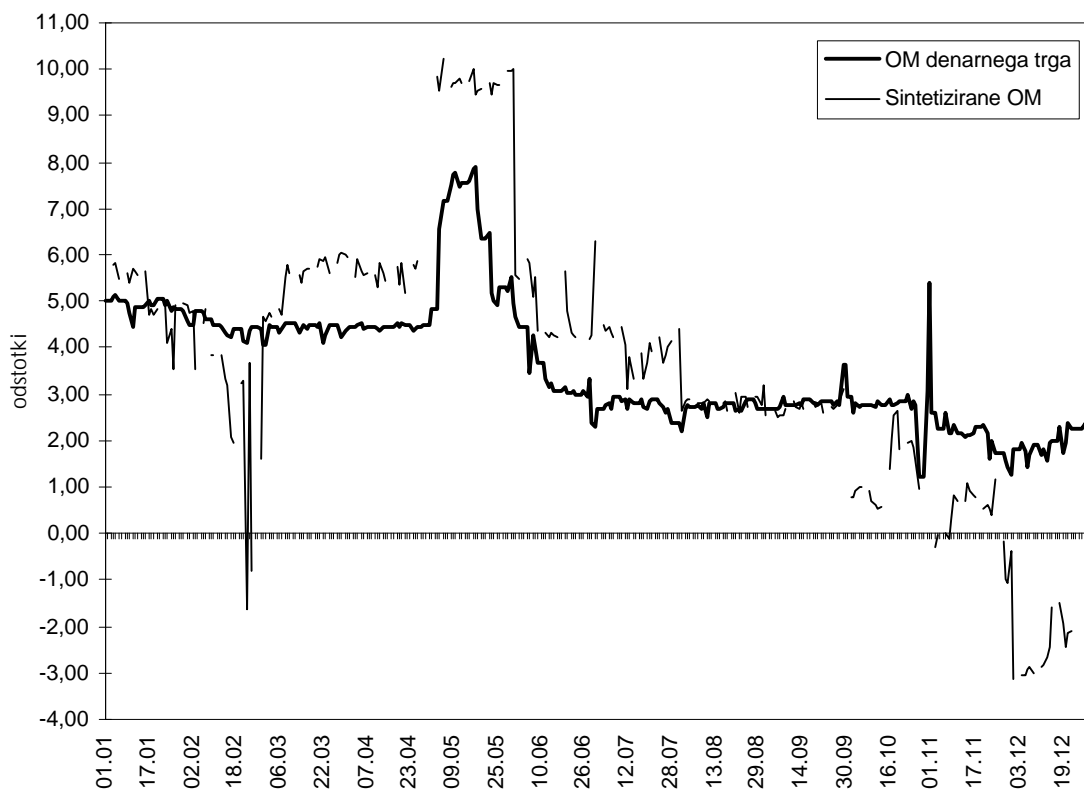
zavarovanja. Pri instrumentih denarne politike oziroma pri kreditih BS je tveganje nedvomno ve-je pri bankah v sanaciji kot pri drugih bankah. Vendar je BS prav pri prvih uporabljala ni-je obrestne mere kot pri drugih. Pri dospelosti sta LK -ez dan in kreditna linija verjetno najbolj kratkoro-na, ILOM in repo DBZ pa sta praviloma odobrena na daljše razdobje (za 5 oz. 28 dni), vendar je bila zaradi razli-nega na-ina dolo-anja efektivne obrestne mere, le-ta le slu-ajno viřja pri zadnjih dveh instrumentih. Glede zavarovanja pa velja, da so bili vsi krediti BS zavarovani vsaj s 100% ustreznih vrednostnih papirjev.

Kar se ti-e efektivne obrestne mere za medban-ne kredite na denarnem trgu, ne razpolagamo z ustreznimi podatki, ki bi lahko osvetlili ali so, in koliko, na ceno teh kreditov kaj vplivali tveganje, dospelost in zavarovanje. Pri vseh ostalih nespremenjenih pogojih bi lahko sklepali, da so ti krediti zelo kratkoro-ni (1-5 dni), zato bi bilo za pri-akovati, da bi bila njihova cena ni-ja, kot za kredite, ki jih nudi BS. To pa v drugi polovici leta ni bil slu-aj.

Dodatno informacijo glede razmerja med obrestno mero denarnega trga in "sintetizirano" obrestno mero denarne politike lahko dobimo iz *slike 6*.¹⁴

V drugi polovici leta 1995, od avgusta do decembra, je BS ponujala primarni denar ceneje (izra`eno z delom obrestne mere nad revalorizacijskim faktorjem), kot so si ga poslovne banke lahko izposodile na denarnem trgu. Vendar pa ta primerjava ne omogo-a sklepanja na stopnjo likvidnosti ban-nega sistema kot celote, zaradi dejstva, da so dodatni pogoji, ki predstavljajo dolo-en del stro{ka zadol`evanja pri BS, prakti-no neprimerljivi med razli-nimi instrumenti in razli-nimi poslovnimi bankami. Mogo~ bi bil le izra-un nekega najverjetnej{ega opurtunitetnega stro{ka izpolnjevanja dodatnih pogojev po instrumentih, ki bi

Slika 6: Gibanje delov OM denarnega trga in sintetizirane OM izbranih instrumentov nad revalorizacijskim faktorjem v letu 1995



Opomba: Prekinitve krivulje sintetizirane OM pomenijo neaktivnost BS zaradi dr`avnih praznikov in vikendov oziroma dneve, ko BS ni izdajala primarnega denarja z izbranimi instrumenti.

Vir: Banka Slovenije

bil le pribli`ek vsakokratnega konkretnega stro{ka vsake poslovne banke pri izpolnjevanju dodatnega pogoja.

V prvi polovici leta oziroma od marca do julija, bi na podlagi primerjav istih obrestnih mer lahko ugotovili prav nasprotno razmere. Ker je BS ponujala dra`ji denar, kot je bila njegova cena na denarnem trgu, bi zato lahko govorili o indicirani zmanj{ani likvidnosti ban-nega sistema. Ob tem se moramo zavedati pomembnega dejstva, da govorimo o indikatorju (ne o cilju), da je obrestna mera denarnega trga le obrestna mera medban-nega trga kot dela denarnega trga, za katerega ne moremo dolo-iti natan~ne ro-nosti danih posojil znotraj

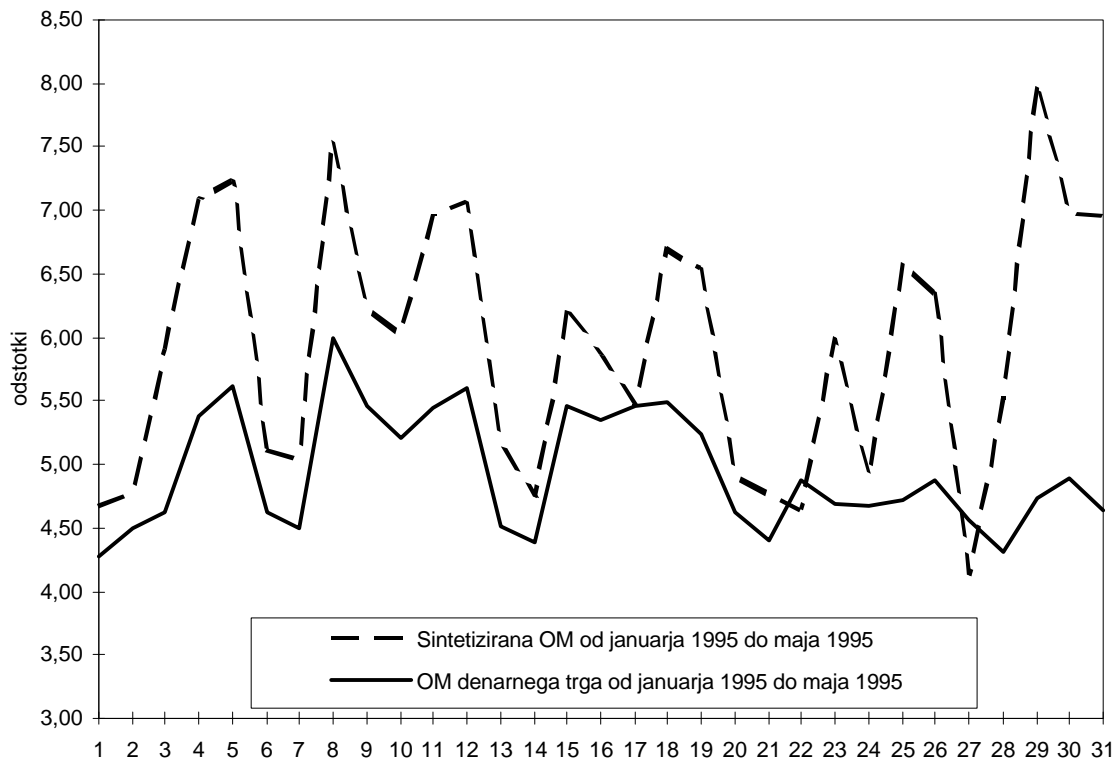
¹⁴ Skupna oziroma sintetizirana OM je izra-unana kot ponderirana sredina OM posameznih instrumentov (ponder = obseg -rpanja primarnega denarja prek posameznega instrumenta).

enega meseca. Pri obrestni meri denarnega trga se spreminjata dva parametra: cena in ročnost, medtem, ko se instrumenti denarne politike po ročnosti ne spreminjajo (razen KRP-R). Zaradi (e) nerazvitosti denarnega trga je dopustna tudi domneva, da obrestna mera medban-nega denarnega trga ni nujno (vedno) odraz likvidnosti celotnega ban-nega sistema.¹⁵

4.2.2. Gibanje obrestnih mer po dneh

Za skupno (sintetizirano) obrestno mero denarnih instrumentov smo grafi-ni prikaz raz{irili {e na dnevno opazovanje, pri -emer smo leto razdelili na 2 obdobji: januar-maj 1995 in junij-december 1995. Razlog za navedeno delitev je v tem, da se je po maju spremenil na-in revalorizacije (TOM je nadomestil R), in da se je za instrumente z ro-nostjo kraj{o od enega meseca pri-elo dolo~ati le nominalno obrestno mero (za LK -ez dan in za kreditno linijo).

Slika 7: Gibanje mese-nih povpre-ij dnevni OM denarnega trga in sintetizirane OM od januarja 1995 do maja 1995 po delovnih dnevih



Vir: Banka Slovenije

Pri gibanju mese-nih povpre-ji dnevni obrestnih mer opazimo velika meddnevna nihanja v skupni obrestni meri denarnih instrumentov (sintetizirana obrestna mera). Vzrok nihanja je v spreminjanju obsega ~rpanja likvidnosti prek posameznega instrumenta¹⁶ (to pomeni, da se spreminja ponder, ki dolo-a pomen obrestne mere posameznega instrumenta v sintetizirani obrestni meri) in v spreminjanju njene vi{ine za posamezni instrument, kar pa je manj pomemben vpliv. Dolo-en del nihanja obeh obrestnih mer lahko pripri~emo metodologiji agregiranja dnevni sintetizirani obrestni mer oziroma obrestne mere denarnega trga

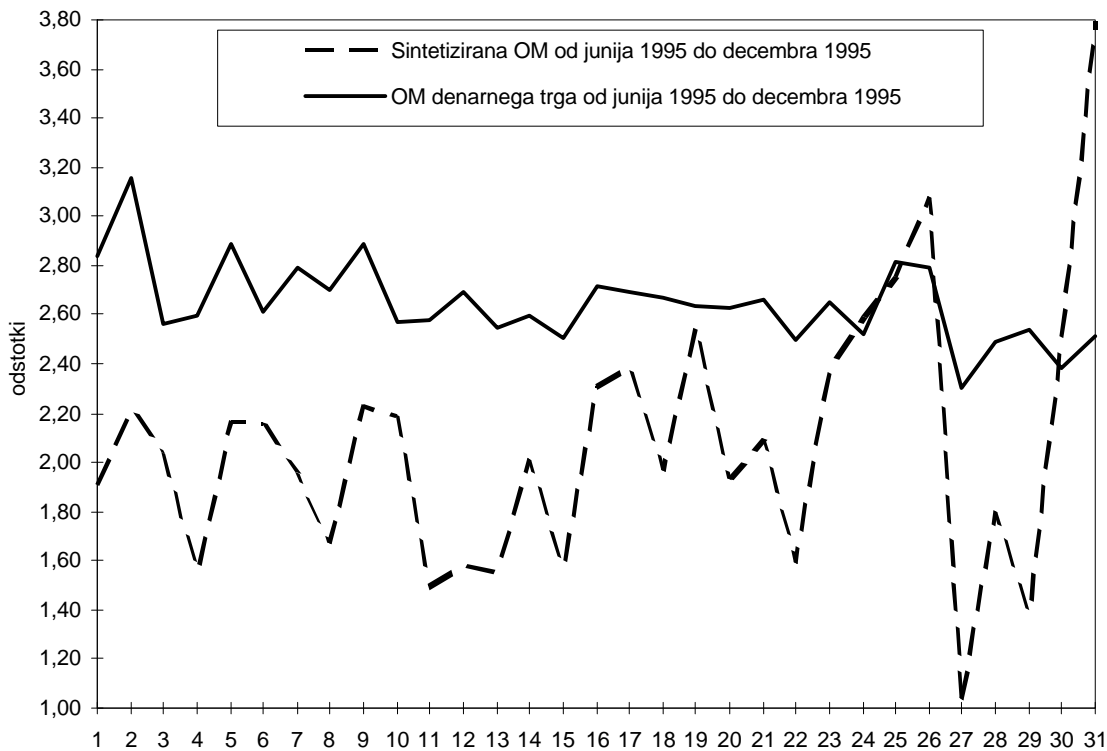
¹⁵ Na tem mestu ponovno opozarjamo na neupo{tevanje dodatnih pogojev instrumentov denarne politike.

¹⁶ ^eprav se celoten obseg emitiranega primarnega denarja ne spremeni, se bo sintetizirana OM spremenila zaradi spremembe instumenta prek katerega je emitiran primarni denar. OM instrumentov so namre~ razli-ne.

posameznega meseca v dnevno sintetizirano obrestno mero oziroma obrestno mero denarnega trga povpre-nega meseca.¹⁷ Metodološki vpliv variranja obrestnih mer znotraj povpre-nega meseca je pri obeh obrestnih merah enak.

Na slikah 7 in 8 vidimo, da se je dnevni del obrestne mere denarnega trga nad revalorizacijskim faktorjem v povpre-nem mesecu prvega obdobja gibal na višji ravni, kot isti del obrestne mere v povpre-nem mesecu drugega obdobja. Za prvo obdobje, januar-maj 1995 velja, da se je obrestna mera denarnega trga gibala od 4. do 18.-20. dne v mesecu na višji ravni kot v preostalih dneh meseca. Vendar je k takemu gibanju povpre-ne dnevne obrestne mere denarnega trga v prvem obdobju v veliki meri prispevalo dogajanje v mesecu maju, ko je bil revalorizacijski faktor enak ni- oziroma je bila stopnja rasti cen v aprilu negativna (-0,1% na mese-ni ravni). To je zaradi svoje "neobi-ajnosti" vneslo "zmedo" v dogajanje na denarnem trgu, saj je bila inflacijska stopnja negativna predvsem zaradi sezonskega znižanja cen (elektri-ne energije), ki je bilo posledica administrativnega ukrepa, in ne na-ina vodenja denarne politike.

Slika 8: Gibanje mese-nih povpre-ij dnevni OM denarnega trga in sintetizirane OM od junija 1995 do decembra 1995 po delovnih dnevih



Vir: Banka Slovenije

V drugem obdobju (slika 8), od junija do decembra 1995, je bilo gibanje povpre-nega dnevnega dela obrestne mere denarnega trga nad revalorizacijskim faktorjem manj spremenljivo. Obrestna mera se je gibala med 2,9% p.a. in 2,5% p.a. v povpre-nem mesecu. Variabilnost povpre-nega dnevnega dela obrestne mere denarnega trga nad

¹⁷ Nedelovni dnevi namre- niso enakomerno porazdeljeni v posameznih mesecih obeh obdobj, kar pomeni, da je del sintetizirane OM nad revalorizacijskim faktorjem in del OM denarnega trga nad revalorizacijskim faktorjem za dolo-en dan v povpre-nem mesecu izra-unan kot aritmeti-na sredina ugotovljenih sintetiziranih OM oziroma OM denarnega trga delovnih dni.

revalorizacijskim faktorjem se ni povečal po 20. v mesecu, ko so banke poznale to-ene znesek obveznosti izpolnjevanja obvezne rezerve v tekočem mesecu.

Podobna primerjava med obema obdobjema je narejena za sintetizirano obrestno mero instrumentov denarne politike. Tudi v tem primeru je za obdobje od januarja do maja 1995 znano, da se je povprečna dnevna sintetizirana obrestna mera gibala na višji ravni kot v drugem obdobju, od junija do decembra 1995 (primerjava skal obrestnih mer slike 7 in 8).

Variabilnost sintetizirane obrestne mere povprečnega meseca prvega obdobja, merjena s standardnim odklonom, je bila višja ($SD=1,01$ odstotne točke), kot v povprečnem mesecu drugega obdobja, ko je značjal standardni odklon $0,54$ odstotne točke. Analogno ugotovljena variabilnost za del obrestne mere denarnega trga nad revalorizacijskim faktorjem je bila v povprečnih mesecih obeh obdobjih bistveno nižja in sicer $0,46$ odstotne točke oziroma $0,16$ odstotne točke. Variabilnost povprečne dnevne sintetizirane obrestne mere znotraj meseca je bila bistveno večja od variabilnosti povprečne dnevne obrestne mere denarnega trga.

Pomembna je še naslednja značilnost: povprečna dnevna variabilnost sintetizirane obrestne mere se po 21.-24. dnevu v mesecu bistveno poveča, kar nas bi lahko navajalo na misel, da je bila ta v tesnejši povezanosti z obdobjem ugotavljanja obveznosti izločanja obvezne rezerve in obdobjem izpolnjevanja obvezne rezerve, kot to velja za obrestno mero denarnega trga. *Vsebinsko to pomeni, da so bila "dogajanja" v zadnjih desetih dneh izpolnjevanja obvezne rezerve bolj intenzivna na strani iskanja vira primarnega denarja pri BS kot na samem denarnem trgu in da so poslovne banke svojo likvidnost uravnemale v večji meri z odnosi s centralno banko (vertikalni denarni trg), kot z medsebojnimi odnosi na denarnem trgu (horizontalni denarni trg).*

5. ZAKLJUČKI IN DILEME

Banka Slovenije je z odločitvijo za kontrolo količine denarja kot primarnega instrumenta denarne politike sprejela pravilno odločitev, ker so bile nestabilnosti povpraževanja v realnem sektorju večje kot nestabilnost povpraževanja po denarju.¹⁸ V takih razmerah kontrola količine denarja bolj učinkovito stabilizira nominalno trošenje kot kontrola cene denarja (obrestna mera). Ne gre pa pri tem pozabiti, da je kombinacija uravnavanja obeh, tj. količine primarnega denarja in obrestne mere bolj učinkovita kot uravnavanje samo količine ali samo cene. Prav tako ne gre prezreti mnenja, da so Poolovi zaključki veljavni le za sorazmerno kratek rok (3 - 9 mesecev).¹⁹

Čeprav je bila politika BS nedvomno uspešna v zniževanju inflacije in obrestnih mer, z instrumentarijem in postopki denarna politika ni uspela vzpostaviti nekaterih sistematičnih razmerij med obrestno mero denarnega trga in obrestnimi merami refinanciranja pri centralni banki. To je v veliki meri posledica nerazvitosti denarnega trga, v precejšnji meri pa posledica izbire instrumentov in postopkov izdajanja oziroma umikanja denarja, ko je z vsakim instrumentom zasledovala več ciljev oziroma je ceno kredita zamegljevala s postavljanjem dodatnih kvantitativnih in cenovnih pogojev.

Če signali niso transparentni ali so celo nekonsistentni, se s tem deformirajo tudi pri-akovanja glede dolgoročnih obrestnih mer. Izrauni za posamezne instrumente denarne politike kažejo, da so bili medsebojni odnosi med cenami nekonsistentni, tako v posameznih mesecih kot znotraj povprečnega meseca v letu 1995. Prav tako je bila cenovna variabilnost instrumentov politike v primerjavi z variabilnostjo obrestne mere na denarnem trgu visoka in nesistematična: povprečno absolutno odstopanje delov obrestnih

¹⁸ W. Poole: Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model; Quarterly Journal of Economics, 1970, pp. 197-216.

¹⁹ R. Dornbusch, S. Fischer: Macroeconomics, McGraw Hill 5th Ed, str. 308.

mer nad revalorizacijskim faktorjem je v decembru 1995 značalo 182 baznih to-k za repo DBZ, 435 baznih to-k za ILOM, 544 baznih to-k za KRP-R, 475 baznih to-k za LK -ez dan in 495 baznih to-k za kreditno linijo.²⁰

Na podlagi teh dejstev bi lahko sklepali, da Banka Slovenije z dosedanjim načinom vodenja denarne politike ni uspela vzpodbuditi hitrejšega razvoja denarnega trga v njegovi osnovni funkciji posredovanja likvidnosti med poslovnimi bankami.

Če bi eksplicitna tolarska obrestna mera instrumentov postala poglobilni dejavnik cene zmanjšanja likvidnosti (pri BS), bi imela BS večjo možnost pri izbiranju instrumenta preko katerega bi ponudila dodatno količino primarnega denarja v obtok in s tem cene dodatne likvidnosti, kar bi posledično lahko vplivalo na spodbujanje poslovnih bank k medsebojnemu trgovanju na denarnem trgu. Izbora instrumenta, preko katerega se bo ponudila dodatna količina primarnega denarja glede na potrebe doseganja vmesnega cilja (ocenjeni M1), bi postal pomembnejši za vodenje denarne politike. Vpražanje, kateri instrument naj bo vzvod ponudbe dodatne količine primarnega denarja, pa bi postalo bolj definirano.

Z nadaljevanjem in večanjem obsega sterilizacije in s tem vplivanja na devizni tečaj, ki je trenutno verjetno potrebno in upravičeno, se zmanjšuje prostor delovanja aktivnih instrumentov denarne politike. V juniju 1995 se je ponovno potrdilo, da je v obdobjih, ko zapadejo v vnovčenje "instrumenti sterilizacije", pomen izdajanja in enakomernejše distribucije likvidnosti v bančni sistem z aktivnimi instrumenti denarne politike precej zmanjšan. BS mora ponujati vedno privlačnejše ponudbe (oziroma ponudbe novih instrumentov) za uspešen, predvsem pa pravočasen umik "odvečnega" primarnega denarja, kar nedvomno vpliva tudi na dogajanje na denarnem trgu.

Verjetno bo z "normalizacijo" finančnih trgov ter stabilizacijo nizke inflacije treba postopno normalizirati tudi instrumentarij denarne politike in jo tako narediti bolj transparentno in nevtralno. Ta sestavek je imel namen opozoriti na nekaj problemov, ki so s tem povezani.

²⁰ M. King navaja, da značaja povprečno absolutno odstopanje cene likvidnosti centralne banke od cene denarnega trga 9 bp za Japonsko, 16 bp za Nemčijo in 14 bp za ZDA (Monetary Policy Instruments; BoE, Avg. 1994.)

TABELA 1A: instrumenti kreiranja primarnega denarja v 1994. letu (v mlrd SIT)

	Izdajanje denarja	Umik denarja	Skupen obseg intervencije	%	Neto izdaja denarja
I. Posojila	863,3	861,3	1724,6	71,4	+ 2,0
Lombardna	4,2	4,5	8,7		
Kratkoro-na	3,9	1,0	4,9		
Likvidnostna, od tega:	855,1	855,8	1710,9		
- posebna	76,2	75,4	151,6		
- -ez no-	765,4	766,9	1532,3		
- na podlagi blag. zapisov	13,5	13,5	27,0		
II. Devizne transakcije	165,8	129,3	285,1	11,8	+ 46,5
Interventni odkup	16,2	-	16,2		
Za-asni int. odkup	105,5	79,8	185,3		
Z obveznostjo povratnega odkupa	14,6	14,6	29,2		
Odkup za vra-ilo posojil	27,8	-	27,8		
Dokon-na prodaja	-	2,4	2,4		
Pla-ilni promet s tujino	1,7	22,5	24,2		
III. Repo papirjev	91,9	94,7	186,6	7,7	- 2,8
- licitirana obrestna mera	5,1	6,6	11,7		
- licitiran te-aj	67,8	68,7	136,5		
- licitiran odstotek	19,1	19,4	38,5		
IV. Blagajni{ki zapisi	104,0	115,1	219,1	9,1	- 11,1
Dvodelni	5,1	7,3	12,4		
Z nakupnim bonom	33,1	33,9	67,0		
Tolarski	65,8	73,9	139,7		
SKUPAJ	1225,0	1190,4	2415,4	100,0	+ 34,6

Vir: CBO

TABELA 2A: instrumenti kreiranja primarnega denarja v 1995. letu (v mlrd SIT)

	Izdajanje denarja	Umik denarja	Skupen obseg intervencije	%	Neto izdaja denarja
I. Posojila	1119,3	1118,8	2238,1	70,9	0,5
Lombardna	3,7	3,6	7,3		
Kratkoro-na	64,8	57,6	122,4		
Likvidnostna, od tega:	1050,8	1057,6	2108,4		
- kreditna linija	436,3	437,8	874,4		
- -ez dan	523,3	523,4	1046,7		
- drugo	91,2	96,4	187,6		
II. Devizne transakcije	24,8	25,2	50,0	1,6	- 0,4
Za-asni int. odkup	-	-			
Odkup za vra-ilo posojil	22,2	-	22,2		
Povratni nakup - pravica	-	0,1	0,1		
Prodaja za nakup DBZ	-	10,9	10,9		
Pla-ilni promet	2,6	14,1	16,7		
III. Repo papirjev	108,3	92,2	200,5	6,4	16,1
- licitiran te-aj	105,5	89,4	194,9		
- licitiran odstotek	2,8	2,8	5,6		
IV. Blagajni(iki zapisi	196,5	196,8	393,3	12,5	- 0,3
Dvodelni	6,2	14,7	20,9		
Z nakupnim bonom	16,1	13,9	30,0		
Tolarski	174,2	168,2	342,4		
V. Posli za dr`avo (prora-un)	137,7	137,6	275,3	8,7	+ 0,1
- prora-un	68,3	76,1	144,4		
- dodatna kratkoro-na posojila	69,4	61,5	130,9		
SKUPAJ	1586,6	1570,6	3157,2	100,0	16,0

Vir: CBO

TABELA 3A: Odstotki bruto izdanega primarnega denarja prek instrumentov denarne politike po mesecih 1995 leta (v mlrd SIT)

	jan.	feb.	mar.	apr.	maj.	jun.	jul.	avg.	sep.	okt.	nov.	dec.	skupaj v 1995
Izdajanje primarnega denarja z rednimi instrumenti denarne politike (brez odnosov z dr`avo)	113,5	110,8	206,7	161,1	154,7	55,5	63,0	135,8	125,1	87,9	80,3	151,8	1446,2
Vsota bruto izdanega B z instrumenti denarne politike (repo, ILOM, KRP-R, LK -ez dan, LK kred. linija.)	76,9	76,8	143,8	120,5	118,0	17,5	38,7	108,5	101,0	60,2	59,4	109,6	1030,9
Dele` izdanih instrumentov v bruto izdanem B v %.	67,7	69,4	69,6	74,8	76,3	31,6	61,4	79,9	80,7	68,5	73,9	72,2	71,3

Vir: CBO

TABELA 4A: Povpre-ni absolutni odkloni obrestnih mer denarnih instrumentov od obrestnih mer denarnega trga (odkloni v % to-kah)

Instrument	januar	februar	marec	april	maj	junij	julij	avgust	september	oktober	november	december
repo DBZ	4,92	6,89	1,49	0,84	3,43	1,30	0,74	0,51	0,51	1,03	0,91	1,82
ILOM	2,06	3,01	0,86	1,72	4,61	3,62	3,16	1,94	1,62	0,69	1,33	4,35
KRP-R	2,93	3,88	0,11	2,08	4,12	2,65	1,70	0,29	0,11	2,11	2,92	5,44
LK -ez dan	0,61	0,54	1,35	1,54	3,61	2,65	1,90	0,52	0,28	1,66	2,24	4,75
LK kreditna linija	0,25	0,14	0,33	0,54	2,61	1,69	0,94	0,43	0,73	2,32	2,70	4,95

$$PAO = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (|OM_{ji} - OM_{TRGi}|)$$

Legenda: i dan v mesecu

n {tevilno dni v mesecu

OM_j obrestna mera j-tega instrumenta

OM_{TRG} obrestna mera na denarnem trgu

DODATEK 2: Seznam dodatnih pogojev

Od 22. januarja 1995 so za navedeno skupino petih instrumentov v veljavi naslednji dodatni pogoji:

1. pri repo DBZ:
 - a) odkup deviznega priliva od podjetij v prvem tednu po licitaciji v višini določenega koeficienta (npr. 151%) začasno prodanih DBZ
2. pri interventnem lombardnem posojilu:
 - a) zastava DBZ (ali zakladnih menic RS) v višini štiridesetkratnika letnega posojila (poslovna banka pridobi samo 2,5% posojila od vrednosti zastavljenih vrednostnih papirjev)
3. pri KRP-R:
 - a) koeficient pravice letanja posojila za posamezno poslovno banko se je določal na naslednji način:
 - od januarja do septembra 1995 kot delež posamezne poslovne banke v vsoti skupnega presežka nad neto devizno pozicijo, stanjem vpisanih DBZ z ročnostjo nad 120 dni in stanjem začasno prodanih DBZ,
 - od septembra 1995 kot povprečna dosežena neto devizna pozicija posamezne banke v skupni neto devizni poziciji za vse banke skupaj
 - b) poslovna banka zastavi 120% prostih DBZ od zneska letnega posojila za celotno obdobje
4. pri LK brez dan:
 - a) banka mora biti v sanacijskem postopku
 - b) likvidnostno posojilo se daje banki na podlagi vpisanih blagajniških zapisov BS ali obveznic RS, vendar največ v okviru skupne močnejše zadolžitve za likvidnostna posojila
 - c) za del likvidnostnega posojila, ki ni zavarovan z zastavljenimi vrednostnimi papirji in za neplačane in odločene obresti, mora banka pred letanjem nakazati devizna sredstva na račun BS v tujini
5. pri LK - kreditna linija:
 - a) banka mora biti v sanacijskem postopku
 - b) ker veljajo pri tem instrumentu enaki pogoji kot pri LK brez no-, to pomeni, da se likvidnostno posojilo odobri v določenem odstotku prostega zneska obveznic RS in blagajniških zapisov BS v portfolju poslovnih bank.

Iz naštetih dodatnih pogojev pravice letanja primarnega denarja ugotovimo, da se nekatere od njih zelo težko kvantificira v obliki implicitnih stroškov instrumenta (npr. vplivanje poslovnih bank na višino koeficienta pravice letanja KRP-R) ali pa je to neutemeljeno (npr. letanje je letanje likvidnosti prek določenega instrumenta pogojevano s statusom banke v sanacijskem postopku).