

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize III/2 (junij 1995), Ljubljana

ANALIZA PONUDBE PRIMARNEGA DENARJA

Matjaž Nož

Vsebina prispevka je analiza ponudbe denarja, in sicer analiza ponudbe primarnega denarja. Gre za analizo delovanja centralne banke, natančneje Banke Slovenije (v nadaljevanju BS), ki je zastavljena preko analize njene bilance.

V prvem poglavju so predstavljeni poglobljeni cilji denarne politike v Sloveniji; opredelitev ciljev, ki jih zasleduje BS, je največjega pomena za določitev nadaljnjih analiz njene politike.

Sama analiza je predmet drugega poglavja in je predstavljena v dveh korakih:

- razviti analitični model, ter prilagoditev tega slovenskim razmeram,
- kvantitativna analiza ponudbe primarnega denarja tj. politike BS v obdobju od leta 1992 naprej.

V sklepu so predstavljene osnovne vsebinske ugotovitve in nadaljnji načrti razvijanja modela.

1. CILJI DENARNE POLITIKE V SLOVENIJI

1.1. Ciljanje količine denarja

Temeljni nalogi BS sta skrb za stabilnost cen in deviznega tečaja ter likvidnost plačevanja doma in do tujine (Zakon o Banki Slovenije). V okviru tega je najpomembnejši cilj stabilnost cen, kar pomeni v tekočem obdobju znižanje slovenske inflacije do evropske ravni. Ni dileme, da je za tako usmeritev potrebna restriktivna denarna politika. O vsem ostalem, to se pravi o stopnji restriktivnosti, ter o načinu vodenja denarne politike, pa so možnosti različne.

Ob uvedbi tolarja je bila temeljna dilema BS, kaj izbrati za bližnji cilj. Bližnji cilj predstavlja spremenljivko, na katero centralna banka "cilja", da dosega končni cilj, ki je v našem primeru stabilnost cen. Za bližnji cilj se zahteva, da je v kar najmožnejši zvezi po eni strani s končnim ciljem denarne politike, po drugi strani pa z instrumenti denarne politike (Strokovna skupina BS, 1995, str. 11). Pri izbiri tega cilja so obstajale tri realne možnosti:

- količina denarja v obtoku,
- višina obrestne mere,
- višina deviznega tečaja.

Pred denarno osamosvojitvijo in uvedbo nove slovenske valute je vrsta tujih strokovnjakov svetovala Sloveniji politiko vezave tolarja na posamezno tujo valuto ali na košarico tujih valut. V tem so videli ključ za stabilnost cen in za lažjo integracijo z zahodno Evropo, ter trdno

sidro novemu denarnemu sistemu. Mencinger (1992, str. 23) naštevata naslednje razloge proti uvedbi rešitve fiksnega deviznega tečaja:

1. Slovenija je bila ob uvedbi tolarja brez ustreznih deviznih rezerv. V primeru narodnogospodarskih neravnotežij BS ne bi bila sposobna braniti te-aja tolarja, kar bi pomenilo stalno gro`njo devalvacije. To bi poru`ilo stabilnost gospodarskega sistema in zmanj{alo zaupanje v tolar, zaradi -esar tolar ne bi mogel opravljati vseh funkcij, ki jih denar lahko opravlja.
2. Gospodarska struktura se je spremenila. Lahko re-emo, da smo imela opravka z "novim" gospodarstvom, za katerega se tudi ravnote`ni devizni te-aj ni dalo vnaprej dolo-iti.
3. Relativna odprtost slovenskega gospodarstva in visoka inflacija bi zahtevali stalne korekcije deviznega te-aja. Te spremembe bi bile {e pogostej{e zaradi pomanjkanja ustreznih deviznih rezerv.
4. Fiksen devizni te-aj bi onemogo-al prilagajanje gospodarstva novim ravnote`jem.

To bi povzro-ilo, da bi imeli `e v za-etku opraviti z raznimi vrstami -rnih trgov, s pogostimi spremembami te-aja tolarja in z administrativnim omejevanjem blagovnih in finan-nih tokov. Poleg tega v razmerah, v kakr{nih se je zna{la Slovenija (izguba ju`nih trgov, iskanje novih trgov) ni bilo mogo-e pri-akovati stabilnosti na deviznem trgu. Devizni te-aj torej ne bi imel prave informacijske vrednosti. V Sloveniji smo se odlo-ili za re`im uravnavano drse-ega deviznega te-aja, ki je omogo-il postopno odpravljanje omejitev, la`ji prehod starega v novo gospodarstvo, normalno delovanje trga deviz in visoko stopnjo konvertibilnosti tolarja (Mencinger, 1993, str. 32).

Proti uvedbi obrestne mere kot bli`njega cilja denarne politike obstajata dva bistvena vzroka (Ribnikar, 1993, str. 6):

1. Restriktivna denarna politika, ki jo je morala voditi BS, bi zahtevala kot javno deklarirani bli`nji cilj dokaj visoke obrestne mere. To bi privedlo zelo hitro do pritiskov iz "strokovnih" in politi-nih krogov, ki bi lahko pripeljali do zni`anja ciljnih obrestnih mer in s tem do zmanj{anja restriktivnosti denarne politike.
2. Ta cilj je primeren, -e je realni sektor stabilnej{i od denarnega. Obrestna mera je namre- tesno povezana z investicijami, ki predstavljajo pomemben del agregatnega povpra{evanja. Za Slovenijo lahko trdimo, da ta povezava v obdobju spreminjanja gospodarskega sistema in lastni{ke strukture gospodarstva zanesljivo ni tako mo-na, kot to velja v ekonomski teoriji za normalne, stabilne razmere.

Zaradi odlo-itve o poglobitnem kon-nem cilju denarne politike (stabilizacija, zmanj{anje inflacije) in zaradi navedenih razlogov je bila za bli`nji cilj denarne poltike BS izbrana *koli-ina denarja v obtoku*. V prid tej odlo-itvi je tudi dokaj stabilna funkcija povpra{evanja po denarju (Ribnikar, 1993, str. 5).

Konkretno za BS to pomeni, da se mese-no na podlagi analize povpra{evanja po denarju dolo-ajo kvantitativni cilji za koli-ino denarja v obtoku - M1. Preko poznavanja denarnega multiplikatorja je potem kot direktni kvantitavni cilj izra-unan *primarni denar*. V svoji dnevni politiki in dnevnih odlo-itvah uporablja BS instrumente, ki so ji na voljo tako, da koli-ina primarnega denarja (rezerv bank in gotovine v obtoku), ki jo ustvarja s temi instrumenti, kolikor je mogo-e sovpada z mese-nimi cilji.

1.2. Te-ajna intervencija

Še od osamosvojitve naprej se Slovenija sre-uje s problemom velikih prese`nih pritokov tujega denarja na doma- devizni trg. Ti tokovi so posledica:

- prese`ka v teko-em delu pla-ilne bilance,
- velikega pritoka iz nekaterih komponent finan-nega dela pla-ilne bilance.

Prese`ek teko-ega dela pla-ilne bilance je v letu 1992 zna{al 926 mio dolarjev, v letu 1992 150 mio dolarjev in v letu 1994 478 mio dolarjev. Relativna velikost tega neto toka se je gibala med 1% in 8% v odnosu do BDP. Dodaten pritok se ustvarja v finan-nih transakcijah vseh doma-ih sektorjev - podjetij, dr`ave in prebivalstva, v obliki neto prejetih direktnih investicij in posojil, ter v obliki neto prodaj tuje gotovine prebivalstva. Znotraj re`ima drse-ega deviznega te-aja ti tokovi ne predstavljajo direktnega inflacijskega pritiska (zaradi obvezne monetizacije s strani centralne banke, ki bi veljala v re`imu fiksne te-aja), zato pa so v vsem preteklem obdobju stalno pritiskali v smeri apreciacije te-aja tolarja.

Zaradi teh razlogov in ob upo{tevanju velike odprtosti slovenskega gospodarstva (razmerje izvoza do BDP se giblje med 60 in 70%), si je BS v preteklih letih kolikor je bilo mogo-e prizadevala voditi tudi politiko te-ajne intervencije, tj. vplivanja na vi{ino tr`nega deviznega te-aja. Veliko {tevilo instrumentov BS in drugih ukrepov je prirejenih zasledovanju tega cilja. Pri tem mora biti te-ajna politika vseskozi podrejena doseganju glavnega cilja, tj. koli-ine (primarnega) denarja, kakr{no zahteva protiinflacijski cilj. Glavni problemi denarne politike BS so izhajali v preteklih letih prav iz konfliktnosti med tema dvema ciljema, velik del njene aktivnosti pa je bil namenjen iskanju re{itev tega problema.

Še na primer BS odkupuje tuj denar z namenom prepre-evanja apreciacije tolarja, pove-uje koli-ino denarja v obtoku, kar lahko pomeni preseganje osrednjega cilja denarne politike. Zato se BS poslu`uje sterilizirane devizne intervencije. V ozkem smislu govorimo o sterilizirani devizni intervenciji tedaj, ko se pove-anje koli-ine denarja v obtoku zaradi monetiziranja (odkupovanja) deviznih pritokov nevtralizira (zmanj{uje) z operacijami na odprtem trgu, v katerih BS jemlje denar ven iz obtoka. Nakup deviz se torej financira z doma-im tolarskim dolgom (Bole, 1994, str. 1). V {irokem smislu pa lahko govorimo o sterilizirani devizni intervenciji tudi tedaj, ko BS prepre-uje ponudbo tujega denarja direktno s sprejemanjem deviznega dolga. V obeh primerih se hkrati s pove-evanjem mednarodnih deviznih rezerv pove-uje zadol`enost centralne banke pri doma-ih sektorjih.

Menimo, da je v okviru analize politike BS v preteklem obdobju, konkretno pri analizi njene bilance, najbolj zanimiv ta segment problemov denarne politike, tako da je na njem tudi te`i{e analize v naslednjem poglavju.

2. ANALIZA PONUDBE PRIMARNEGA DENARJA

Analiza je narejena na podlagi podatkov mese-ne bilance Banke Slovenije, ki se objavljajo v Biltenu BS, z izjemo nekaterih podrobnej{ih podatkov po posameznih instrumentih, ki se v Biltenu ne objavljajo.

Izhodi{-e je agregirana bilanca monetarnih oblasti, ki je obi-ajna v statisti-nih prikazih, in kakr{no objavlja tudi MDS v *International Financial Statistics* (International Monetary Fund, 1984, str. 120):

AKTIVA	PASIVA
Tuja aktiva Terjatve do centralne vlade Terjatve do bank	<i>Primarni denar</i> Tuja pasiva Vloge centralne vlade Neto ostala pasiva

Za denarno analizo se terjatve in obveznosti do posameznih sektorjev netirajo. Iz zgornje bilance dobimo:

AKTIVA	PASIVA
Neto tuja aktiva Neto terjatve do centralne vlade Terjatve do bank	<i>Primarni denar</i> Neto ostala pasiva

To je bilanca ustvarjanja, oziroma ponudbe primarnega denarja, ki omogoča vsebinsko analizo vzrokov, ki determinirajo ponudbo primarnega denarja. Te determinante so torej:

- tokovi iz plačilne bilance,
- povpraševanje po denarju proračuna,
- tokovi ponudbe iz transakcij z bankami, tj. iz uporabe instrumentov denarne politike.

Lahko rečemo, da centralna banka ustvarja denar s kreditiranjem tujine, države in bank (Ribnikar, 1993, str. 78).

Pri kreditiranju tujine gre predvsem za to, da kupuje centralna banka s primarnim denarjem zlato in tujo valuto, pri čemer se v njeni aktivi poveča postavka zlata oziroma tujih valut, v pasivi pa primarni denar. V primeru obratne transakcije se v aktivi zmanjša stanje zlata oziroma tujih valut, v pasivi pa primarni denar. Pri tem ni pomembno, ali gre za transakcije z rezidenti ali z nerezidenti, ker gre v vsakem primeru za posle s terjatvami do tujine (po konvenciji se imetja monetarnega zlata knjijo kot terjatve do tujine). V Sloveniji je kupovanje tujih valut že vse od leta 1991 pomemben instrument izdajanja primarnega denarja, in predstavlja pomembno omejitev denarne politike BS.

BS je pri kreditiranju republiškega proračuna že po zakonu zelo omejena, saj ga lahko kreditira le s kratkoročnimi posojili za premočanje časovne neusklajenosti med proračunskimi prilivi in odlivi. Rok za vračilo posojil je najpozneje do konca proračunskega leta. V dosednji praksi ni BS odobrvala proračunu niti teh posojil, tako da te skupine centralnobaških naložb v Sloveniji vsaj zaenkrat ni. Terjatve BS do državnega sektorja, ki so izkazane v bilanci BS v Biltenu, vključujejo terjatev do sklada RS za sukcesijo na podlagi prevzetih terjatev do NBJ, ter terjatve do proračuna na podlagi prevzete obveznosti BS do Mednarodnega denarnega sklada; oboje terjatev je brez denarnih uinkov.

Instrumenti BS v okviru poslovanja z bankami so preveč raznoliki, da bi jih bilo smiselno razvrstiti pod eno skupno kategorijo - neto terjatve do bank, oziroma neto posojila bankam. Zato smo jih razvrstili v tri skupine:

- ožje opredeljene terjatve do bank, ki vključujejo razne vrste posojil (lombardna, likvidnostna itd.) in druge terjatve iz aktivnih instrumentov denarne politike, kot je npr. reodkup;
- obveznosti iz izdanih tolarskih vrednostnih papirjev, ki so za BS zelo pomembni

instrumenti umika denarja. V tej skupini ne gre samo za obveznosti do bank, vendar postavke ni mogoče sektorsko določiti, v vsakem oziru pa spada v sklop instrumentov denarne politike. Politika BS je naravnana tako, da posega s ponudbo denarja v okviru deviznih transakcij samo v obsegu, za katerega je bil predhodno ustvarjen prostor z umikom denarja z instrumenti sterilizacije;

- neto devizne obveznosti do doma-ih sektorjev, ki vključujejo obveznosti iz izdanih vrednostnih papirjev v tujem denarju in iz vlog v tujem denarju bank in republiškega proračuna. Blagajniški zapisi BS v tujem denarju so prav tako pomemben instrument, s katerim BS v transakcijah z doma-imi sektorji nevtralizira denarne uinke tokov iz plačilne bilance, ki bi nastali, če bi direktno odkupovala tuj denar na deviznem trgu (ali uinke na devizni tečaj, če BS te ponudbe ne bi odkupovala).

Pasiva je razdeljena na dva glavna sklopa: na primarni denar in na neto ostalo pasivo. Primarni denar je v naši analizi opredeljen kot bankovci v obtoku ter rezerve bank in vloge nebančnih sektorjev pri BS. Manjkajo kovanci v obtoku, ker se ne vključujejo v bilanco BS, seveda pa je njihova vrednost zanemarljiva.

V neto ostali pasivi so uvrščene najprej postavke, ki niso v direktni funkciji denarne politike, to se pravi plače zaposlenih in drugi tekoči in investicijski izdatki; zatem kapital, vključno z alokacijo SDR, rezerve, ter še navedene terjatve do Republike Slovenije. V neto ostali pasivi v našem modelu so poleg tega vključena tudi vsa knjigovodna prejetih in plačanih obresti, revalorizacij, tečajnih razlik, marž, diskontov in drugih prejemkov in izdatkov iz operacij BS. Večino teh postavk bi bilo treba razporediti neposredno k posameznim instrumentom, s katerimi so v zvezi, ali pa (kar zadeva predvsem tečajne razlike) jih saldirati z vrednostmi, izkazanimi pod posameznimi instrumenti. V analizi namreč izkazujemo tokove kot razlike med stanji, ki vsebujejo tako uinke transakcij, kot druge spremembe vrednosti (npr. tečajne razlike). Šeal v tej fazi izgradnje modela ta razporeditev še ni bila mogoča.

V tabelah 1 in 2 so prikazani opisani veliki agregati bilance BS za obdobje od decembra 1991 do aprila 1995, posebej letni podatki in posebej podatki v mesečnih časovnih vrstah. Tabele prikazujejo tokove, izražene kot razlike med stanji. V tabeli 3 so vsi trije agregati instrumentov denarne politike še podrobneje razčlenjeni; razčlenitev agregata primarnega denarja je na razpolago v Biltnu BS. Ker so tabele namenjene analizi oblikovanja ponudbe primarnega denarja, je v tabeli 1 dodan pregled relativnih prispevkov posameznih skupin instrumentov h končnemu toku primarnega denarja. Kot še omenjeno, je natančnost pregleda dokaj motena zaradi nerazdelanosti postavke neto ostale pasive.

Tabele so sestavljene tako, da omogočajo predvsem dve smeri analize. Osnovna informacija je o gibanju količine primarnega denarja, ki je direktni bližnji cilj denarne politike BS. V najbolj neposredni zvezi s tem agregatom je pregled klasičnih instrumentov denarne politike (terjatve do doma-ih bank), s katerimi realizira BS glavne pozitivne tokove izdajanja primarnega denarja oz. rezerv bank. Druga smer zadeva analizo tečajne politike preko (a) gibanja neto tuje aktive (pretežno deviznih rezerv BS), ki prikazuje jakost neposrednih ali posrednih intervencij na deviznem trgu, ter preko (b) gibanja tolarskih in deviznih instrumentov sterilizacije, s katerimi BS nevtralizira denarne uinke deviznih intervencij. (Drugi vzvodi tečajne politike, kot so spodbujanje formiranja deviznih rezerv bank, in vplivanje na oblikovanje odkupnih tečajev bank, v tej analizi seveda niso obdelani.)

Zato, da posebej izpostavimo sklop ukrepanja denarne politike, ki je namenjen uravnavanju deviznega tečaja, smo dodali bilanci še naslednjo skupino analitičnih postavk:

- neto devizna aktiva (neto tuja aktiva manj devizne obveznosti do doma-ih sektorjev);

- neto denarni u-inke deviznih transakcij (neto devizna aktiva manj obveznosti iz izdanih tolarskih vrednostnih papirjev tj. instrumentov o`je pojmovane sterilizacije).

Tabela 1: Izdajanje in jemanje iz obtoka primarnega denarja (+ izdajanje, - jemanje; v mio SIT)

	NETO TUJA AKTIVA	Neto devizne obveznosti do doma-ih sektorjev	NETO DEVIZNA AKTIVA	Obveznosti iz izdanih tolarskih vr. papirjev	NETO DENARNI U^INKI DEVIZNIH TRANSAKCIJ	TERJATVE DO DOMA^IH BANK	Neto ostala pasiva	PRIMARNI DENAR
31.12.1991	6.499	-1.640	4.859	0	4.859	2.396	8.666	15.921
sprememba v letu 1992	64.270	-44.267	20.003	-2.443	17.560	13.199	-11.377	19.382
31.12.1992	70.769	-45.907	24.862	-2.443	22.419	15.595	-2.711	35.303
sprememba v letu 1993	31.696	-10.159	21.537	-384	21.153	250	-8.106	13.297
31.12.1993	102.465	-56.066	46.399	-2.827	43.572	15.845	-10.817	48.600
sprememba v letu 1994	86.519	-56.763	32.756	-9.620	23.136	13.794	-389	36.541
31.12.1994	188.984	-109.829	79.155	-12.447	66.708	29.639	-11.206	85.141
sprememba 1-4. 1995	11.796	9.859	21.655	-11.551	10.104	-6.619	3.433	6.918
31.4.1995	200.780	-99.970	100.810	-23.998	76.812	23.020	-7.773	92.059
Relativne spremembe glede na spremembe primarnega denarja (v %)								
1992	331,6	-228,4	103,2	-12,6	90,6	68,1	-58,7	100,0
1993	238,4	-76,4	162,0	-2,9	159,1	1,9	-61,0	100,0
1994	236,8	-147,1	89,6	-26,3	63,3	37,7	-1,1	100,0
1-4.1995	170,5	142,5	313,0	-167,0	146,1	-95,7	49,6	100,0

Neto devizna aktiva predstavlja tisti del neto tuje aktive (v grobem: deviznih rezerv), ki nima protipostavke v obveznostih v tujem denarju do doma-ih sektorjev, to se pravi tisti del, ki je bil financiran s primarnim denarjem. Neto denarni u-inke deviznih transakcij pa predstavljajo kon- ni monetarni u-inek devizne intervencije, ki vklju-uje tudi nevtralizacijo izdajanja primarnega denarja z instrumenti tolarske sterilizacije (s tolarskimi blagajni{kimi zapisi BS).

Neto tuja aktiva ka`e jakost intervencij BS na deviznem trgu, neto denarni u-inke deviznih transakcij pa tisti del teh intervencij, ki je imel - po sterilizaciji - stvarni monetarni u-inek. Primerjava med neto denarnimi u-inke deviznih transakcij in terjatvami do doma-ih bank poka`e razmerje med obema glavnima viroma izdajanja primarnega denarja.

3. PREGLED PONUDBE PRIMARNEGA DENARJA OD LETA 1992 DO APRILA 1995

V nadaljevanju bomo podali kratko razlago podatkov v tabelah 1, 2 in 3. Omejili se bomo le na osnovne tendence delovanja denarne politike.

Za BS je koli-ina, oziroma sprememba koli-ine primarnega denarja eksogena spremenljivka, ki je dolo-ena s povpra{evanjem po denarju in z multiplikatorjem, v okviru predpostavljenega protiinflacijskega cilja. Torej se ne bomo ukvarjali z vpra{anjem, zakaj se je v dolo-enem obdobju koli-ina primarnega denarja spremenila, ampak le z vpra{anjem, na kak{en na-in je bil primarni denar dan oziroma vzet iz obtoka. Pri tem nas zanima

predvsem, koliko je bilo v okviru eksogeno dolo-enih ciljev za gibanje primarnega denarja prostora za te-ajno politiko s financiranjem pove-evanja deviznih rezerv, in v kak{ni meri je ta prostor ustvarjala uporaba instrumentov sterilizacije.

Tabela 2: Izdajanje in jemanje iz obtoka primarnega denarja, mese-ni podatki (+ izdajanje, - jemanje iz obtoka: tokovi v mio SIT)

	NETO TUJA AKTIVA	Neto devizne obveznosti do doma-ih sektorjev	NETO DEVIZNA AKTIVA	Obveznosti iz izdanih tolarskih vr. papirjev	NETO DENARNI U^INKI DEVIZNIH TRANSAKCIJ	TERJATVE DO DOMA^IH BANK	Neto ostala pasiva	PRIMARNI DENAR
1992								
januar	1.105	-132	973	-590	383	-1.063	-2.396	-3.076
februar	5.045	-850	4.195	550	4.745	2.297	-1.334	5.708
marec	4.731	-1.611	3.120	40	3.160	-2.488	-1.779	-1.107
april	3.712	-1.725	1.987	0	1.987	72	-980	1.079
maj	4.935	-2.169	2.766	0	2.766	743	1.847	5.355
junij	6.641	-5.254	1.387	0	1.387	1.899	-4.279	-994
julij	11.209	-10.602	607	-1.545	-937	4.736	-329	3.469
avgust	7.348	-5.916	1.433	179	1.612	92	-1.083	621
september	6.590	-6.367	222	-129	93	4.111	-1.726	2.479
oktober	6.697	-4.822	1.875	-1.196	679	1.597	-164	2.112
november	5.258	-3.921	1.336	-826	510	873	-2.108	-724
december	999	-898	102	1.074	1.175	330	2.955	4.460
1993								
januar	-1.033	713	-320	303	-17	2.334	-1.788	529
februar	911	3.908	4.819	-674	4.144	-947	-1.137	2.061
marec	-1.856	-1.100	-2.957	-1.613	-4.570	-1.615	4.411	-1.774
april	5.311	-2.551	2.760	748	3.508	2.224	-4.750	983
maj	3.343	-2.678	666	-333	333	8.634	-5.129	3.838
junij	5.251	-7.848	-2.597	542	-2.054	-1.416	1.289	-2.181
julij	2.827	1.613	4.440	910	5.350	444	-231	5.562
avgust	1.939	5.682	7.621	-192	7.429	-9.577	-393	-2.541
september	-742	2.474	1.732	-283	1.449	-627	-797	25
oktober	1.656	-3.307	-1.651	-147	-1.798	5.788	3.337	7.327
november	6.092	-3.850	2.242	-82	2.159	1.145	-6.162	-2.858
december	7.998	-3.215	4.783	437	5.220	-6.138	3.244	2.326
1994								
januar	-645	-579	-1.224	-2.070	-3.294	3.256	-612	-650
februar	3.828	957	4.785	2.091	6.877	2.096	-2.307	6.666
marec	-2.467	5.298	2.831	-4.055	-1.224	-2.780	-2.831	-6.835
april	6.353	-3.291	3.062	5.067	8.129	7.466	-353	15.242
maj	14.880	-15.853	-973	-1.601	-2.574	-11.176	2.770	-10.981
junij	11.494	-2.221	9.272	713	9.985	972	-2.003	8.954
julij	6.916	-6.702	214	-6.865	-6.651	12.845	1.535	7.728
avgust	5.416	-10.969	-5.553	-14.489	-20.042	9.807	1.907	-8.329
september	6.650	-11.693	-5.043	-9.305	-14.348	13.741	1.430	824
oktober	-3.193	1.300	-1.894	810	-1.084	14.578	889	14.383
november	7.466	-3.179	4.287	-3.790	497	1.241	-3.724	-1.985
december	29.823	-6.831	22.991	23.874	46.866	-38.251	2.910	11.524
1995								
januar	5.085	6.319	11.405	-5.049	6.355	-10.730	-706	-5.081
februar	-3.454	8.145	4.691	-9.546	-4.855	4.813	360	318
marec	1.674	3.422	5.095	365	5.460	-4.436	1.224	2249
april	8.491	-8.027	464	2.679	3.143	3.734	2.555	9.433

Sterilizacija pritokov tujega denarja se je vr{ila na dva osnovna na-ina:

- s pove-evanjem neto deviznih obveznosti do doma-ih sektorjev (z izdajanjem BZ BS v tujem denarju in pove-evanjem vlog neban-nih sektorjev pri BS); in
- z izdajanjem BZ BS v tolarjih in uporabo le-teh za nakupe tujega denarja.

Ob obeh navedenih oblikah sterilizacije bomo upo{tevali {e tretjo mo`nost v okviru te-ajne politike, namre-, da BS pritoke od izdanih BZ BS v tolarjih vra-a v obtok skozi razli-ne vrste posojil bankam, pri katerih je kreditiranje pogojeno z odkupnimi deviznimi te-aji bank, ki so vi{ji od tr`nih.

Kot ka`ejo podatki je v bilanci BS na strani dejavnikov izdajanja primarnega denarja v celotnem obdobju prevladovala predvsem nagla rast neto tuje aktive, kar ka`e na aktivno te-ajno politiko (spodnji del *tabele 1*).

Pove-evanje neto tuje aktive je bilo najve-je med junijem in novembrom 1992, novembra in decembra 1993 ter med aprilom in decembrom 1994. Nekaj manj se je pove-evala v za-etku leta 1992, v sredini leta 1993 in v letu 1995. V ostalih obdobjih so bile spremembe neto tuje aktive majhne. Pove-evanje neto tuje aktive je bilo v vseh letih najve-je v poletnih mesecih, kar ka`e na to, da so te`ave s prese`ki tujega denarja v teh mesecih najhuj{i in aktivnost BS najve-ja.

V letu 1992 je bilo 69%, v letu 1993 32% in v letu 1994 52% pove-anja neto tuje aktive financirano s pove-evanjem neto deviznih obveznosti do doma-ih sektorjev. Pri tem so bili najpomembnej{i instrumenti BZ BS v tujem denarju. Pove-evanje, oziroma zmanj{evanje deviznih vlog (predvsem vlog republi{kega prora-una) pri BS je v smislu denarne politike od leta 1992 najprej postopno pridobivalo na pomenu, {e posebej v drugem polletju 1994. Neto devizne obveznosti do doma-ih sektorjev so se zmanj{evale v prvih mesecih leta 1995, kar je bilo predvsem posledica zapadanja BZ BS v tujem denarju. Pomen sterilizacije po prvem na-inu je bil torej skozi celotno obravnavano obdobje zelo velik, nekoliko manj pa le v letu 1993, ter spet v za-etku leta 1995.

Pomen tolarških BZ BS je bil v letih 1992 in 1993 neznatn (z izjemo mo-nej{e prodaje dvodelnih BZ BS v drugem polletju 1992), kar ka`e na majhen pomen drugega in tretjega na-ina sterilizacije oziroma te-ajne politike v tem obdobju. Tudi dodaten prostor, ustvarjen z izdajo tolarških BZ BS in ki je bil lahko zapolnjen s posojili bankam navadno ni bil namenjen te-ajni politiki, saj so ve-ino kreditne aktivnosti narekovale druge naloge BS (likvidnostno spremljanje bank v sanaciji, BS kot posojilodajalec v zadnji sili).

Tabela 3: Pregled instrumentov denarne politike BS (tokovi v mio SIT)

	NETO DEVIZNE OBVEZNOSTI DO DOMA^IH SEKTORJEV				TOLARSKI VRED. PAPIRJI			TERJATVE DO DOMA^IH BANK					
	Devizne vloge bank	Devizne vloge jav.sek.	BZ BS v tujem denarju	Skupaj	Tolarski BZ BS	BZ BS z nakupnim bonom	Skupaj	Reeskon. kvote	Lombardna posojila	Likvidnost-na posojila	Reodkup	Druga posojila	Skupaj
1992													
jan	0	-3	-129	-132	-590	0	-590	-285	0	0	-778	0	-1.063
feb	0	-479	-371	-850	550	0	550	30	0	0	2.267	0	2.297
mar	0	-120	-1.491	-1.611	40	0	40	6	0	0	-2.493	0	-2.488
apr	0	-42	-1.683	-1.725	0	0	0	-685	0	502	255	0	72
maj	0	-30	-2.140	-2.169	0	0	0	0	0	-502	1.245	0	743
jun	0	-77	-5.178	-5.254	0	0	0	0	702	0	1.197	0	1.899
jul	0	-60	-	-10.602	-1.545	0	-1.545	0	1.572	5.800	-2.641	4	4.736
avg	0	-2.073	-3.843	-5.916	179	0	179	0	-750	900	-56	-1	92
sep	0	-226	-6.141	-6.367	-129	0	-129	0	177	3.280	655	0	4.111
okt	-2.056	761	-3.527	-4.822	-1.196	0	-1.196	0	576	1.680	-655	-4	1.597
nov	-704	19	-3.237	-3.921	-826	0	-826	0	-650	1.525	0	-2	873
dec	-1.621	759	-36	-898	1.074	0	1.074	0	-1.475	1.815	0	-10	330
1993													
jan	-574	1.403	-115	713	303	0	303	0	815	1.520	0	-1	2.334
feb	3.525	591	-208	3.908	-674	0	-674	0	1.105	-2.050	0	-1	-947
mar	-902	523	-721	-1.100	-1.613	0	-1.613	0	-1.052	-540	0	-23	-1.615
apr	-214	487	-2.824	-2.551	748	0	748	0	174	2.050	0	0	2.224
maj	-2.224	25	-479	-2.678	-333	0	-333	0	2.814	5.820	0	0	8.634
jun	-2.419	-2.667	-2.762	-7.848	542	0	542	0	-601	-814	0	0	-1.416
jul	-484	119	1.978	1.613	910	0	910	0	-3.110	2.391	1.163	-1	444
avg	5.707	-250	225	5.682	-192	0	-192	0	-298	-10.579	1.302	-2	-9.577
sep	-1.037	1.287	2.224	2.474	-283	0	-283	0	230	-1.341	483	0	-627
okt	-259	586	-3.634	-3.307	-147	0	-147	0	-9	4.027	1.776	-6	5.788
nov	-3.449	-41	-360	-3.850	-82	0	-82	0	528	4.545	-3.928	0	1.145
dec	1.598	-2.247	-2.566	-3.215	437	0	437	0	-399	-6.418	691	-13	-6.138
1994													
jan	2.151	-2.914	184	-579	-2.070	0	-2.070	0	-351	3.638	-4	-27	3.256
feb	1.071	-1.248	1.134	957	2.091	0	2.091	0	0	3.587	-1.484	-8	2.096
mar	703	1.325	3.271	5.298	-4.055	0	-4.055	0	0	6.308	3.529	-2	-2.780
apr	-749	-845	-1.697	-3.291	5.067	0	5.067	0	0	4.303	3.162	0	7.466
maj	334	-347	-	-15.853	-1.601	0	-1.601	0	0	-6.143	-5.033	0	-
jun	-322	-569	-1.330	-2.221	2.277	-1.564	713	0	159	553	260	0	972
jul	-2.838	-32	-3.832	-6.702	179	-7.044	-6.865	0	-118	1.837	11.126	0	12.845
avg	3.135	-983	-	-10.969	-355	-14.134	-14.489	0	110	2.823	6.874	0	9.807
sep	874	-1.207	-	-11.693	-747	-8.558	-9.305	0	-49	-3.977	17.768	-1	13.741
okt	65	-985	2.220	1.300	810	0	810	0	-20	5.076	9.522	-1	14.578
nov	-7	-1.361	-1.811	-3.179	-3.790	0	-3.790	0	-14	-3.773	5.028	0	1.241
dec	-351	-8.899	2.419	-6.831	-4.727	28.601	23.874	0	-67	-1.445	-36.737	-1	-
1995													
jan	-1.703	29	7.994	6.319	2.867	-7.916	-5.049	0	259	1.165	-12.150	-4	-
feb	905	2.358	4.882	8.145	-9.551	5	-9.546	0	-131	-1.586	6.530	0	4.813
mar	213	1.763	1.447	3.422	364	1	365	0	-127	1.056	-5.363	-1	-4.436
apr	-3.164	-686	-4.176	-8.027	2.679	0	2.679	0	92	970	2.678	-5	3.734

Pomen tolarških BZ BS pa je bil zelo pomemben od leta 1994 naprej. Pri tem prednjači druga polovica leta 1994 in prva dva meseca leta 1995 (gre predvsem za BZ BS z nakupnim bonom). S tolarji, ki so bili s tem instrumentom potegnjeni iz obtoka je BS odkupovala tuj denar, dajala posojila bankam ob pogojevanju deviznega te-aja, s pomočjo nakupnih bonov pa stimulirala vpis BZ BS v tujem denarju. Zaradi razlike med programirano stopnjo inflacije in rastjo deviznega te-aja je bil lahko namreč realizirani popust iz naslova nakupnega bona pri nakupu BZ BS v tujem denarju zelo velik. Torej lahko re-emo, da se je BS v letu 1994 poslu`evala vseh zgoraj omenjenih na-inov sterilizacije oziroma te-ajne politike.

V decembru 1994 po zapadlosti BZ BS z nakupnim bonom so se tokovi obrnili. Zapadanje je povzročilo v prvih dneh decembra velik porast ponudbe denarja, ki pa se je začel zatem postopoma spet vračati ob zapadanju posojil BS bankam, ki so bila tempirana prav na ta trenutek. Tu gre predvsem za reodkupne posle. Devizne rezerve BS so se v decembru povečale prav na račun sporazuma med BS in mnogimi bankami, da ne bodo izvršile povratnega odkupa tujega denarja. Za skoraj 9 mlrd SIT pa so porasle tudi devizne vloge proračuna pri BS.

V prvih treh mesecih leta 1995 so v precejšnjem obsegu zapadali BZ BS v tujem denarju. Povečano ponudbo na deviznem trgu iz tega vira je uspela BS v glavnem spet vrniti k sebi s financiranjem iz novih prodaj tolarških vrednostnih papirjev in na račun zapadanja reodkupnih poslov. V aprilu so zapadali tolarški BZ BS, po drugi strani pa je začel spet naraščati vpis BZ BS v tujem denarju. Za močnejšo te-ajno intervencijo v razmerah močnih neto pritokov iz plačilne bilance, tako iz tekočih kot finančnih transakcij, v vsem tem obdobju ni bilo prostora; to velja še toliko bolj ob upoštevanju nove omejitve, ki se v letu 1995 zastavlja BS, namreč problema stroškov politike sterilizacije (stroškov obresti itd. za dolniške instrumente BS).

4. SKLEP

Načrten rezultat je model za spremljanje ponudbe primarnega denarja v Sloveniji, ki nudi vpogled v eksterne omejitve, ki se postavljajo politiki centralne banke, ter v politiko banke v teh razmerah.

Glavna omejitev in problem denarne politike v Sloveniji od leta 1992 naprej je bila presežna ponudba tujega denarja zaradi plačilnobilansnih gibanj. BS se je zaradi tega poslu`evala obsežne sterilizacije z različnimi instrumenti. Najpomembnejši način sterilizacije pritokov tujega denarja je predstavljalo izdajanje BZ BS v tujem denarju. [ele od leta 1994 se je povečal pomen izdajanja BZ BS v tolarjih kot instrumentom umika denarja iz obtoka. Ta denar se je potem dajal v obtok prek pogojevanih posojil bankam in z odkupovanjem tujega denarja. S temi načini se je ob izpolnjevanju primarnega cilja denarne politike skušalo vplivati tudi na depreciacijo oziroma na preprečevanje apreciacije tolarja.

Veliko pomanjkljivost modela predstavlja postavka neto ostala pasiva, ki je še nismo natančneje razdelali.

Drugi cilj pri nadaljnjem izpopolnjevanju modela bo njegova povezava z drugimi segmenti finančne analize:

- s plačilno bilanco, predvsem z njenim finančnim delom,
- z bilanco bank v celovito analizo denarnega sistema, oziroma ponudbe denarnih agregatov (M1, M2, M3),
- v celovit sistem medsektorskih finančnih tokov v slovenskem gospodarstvu (flow of funds).

5. VIRI IN LITERATURA

Bilten Banke Slovenije, Ljubljana, maj 1995.

Bole Velimir: *Priliv kapitala preko sektorja prebivalstva in gospodarski dosežki*, Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1994, 10, str. 23-42.

Bole Velimir: prispevek za seminar Obrestne mere in devizni tečaj (CISEF), Ljubljana, 1995.

International Monetary Fund: *A Guide to Money and Banking Statistics in International Financial Statistics*, Washington, International Monetary Fund, 1984.

Mencinger Jože: *Oblikovanje tečaja tolarja*, Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1992, 10, str. 23-39.

Mencinger Jože: *O tečaju tolarja*, Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1992, 5, str. 23-40.

Ribnikar Ivan: *Denarna politika Banke Slovenije*, Bančni vestnik, Ljubljana, Združenje bank Slovenije, 1993, 5, str. 5-10.

Ribnikar Ivan: *Denarni sistem in denarna teorija, 1. del: Denarni sistem*, Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1993.

Strokovna skupina Banke Slovenije: *Načrt opredelitve denarnih agregatov za Slovenijo*, Prikazi in analize, Ljubljana, marec 1995, str. 11-33.

Zakon o Banki Slovenije, Ur.list RS št. 1/1991.