

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA V  
TRANZICIJSKIH DRŽAVAH**

Ljubljana, junij 2005

**POLONA ČUFER**

## **IZJAVA**

Študentka Polona Čufer izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 24.6.2005

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

# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
1.1	ORIS PROBLEMATIKE Z OPREDELITVIJO PREDMETA RAZISKAVE .....	1
1.2	NAMEN IN CILJI MAGISTRSKEGA DELA S TEMELJNO HIPOTEZO IN OPREDELITEV METODE RAZISKOVANJA .....	3
1.3	OPREDELITEV STRUKTURE DELA.....	4
<b>2</b>	<b>MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA .....</b>	<b>4</b>
2.1	MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA IN IZBIRA NOMINALNEGA SIDRA .....	11
2.1.1	<i>Programi z denarnim nominalnim sidrom .....</i>	<i>15</i>
2.1.2	<i>Programi z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom .....</i>	<i>17</i>
2.2	MAKROEKONOMSKI PREOBRATI .....	18
2.2.1	<i>Albanija - piramida .....</i>	<i>20</i>
2.2.2	<i>Bolgarija - mehke proračunske omejitve in slaba posojila .....</i>	<i>20</i>
2.2.3	<i>Češka - ponudba ni sledila povpraševanju.....</i>	<i>20</i>
2.2.4	<i>Romunija - proračunske subvencije, proračunski primanjkljaj in slaba posojila.....</i>	<i>21</i>
2.2.5	<i>Rusija - politična nestabilnost, ustavljene davčne reforme in slab bančni sistem.....</i>	<i>21</i>
<b>3</b>	<b>MONETARNA POLITIKA .....</b>	<b>22</b>
<b>4</b>	<b>FISKALNA POLITIKA .....</b>	<b>26</b>
4.1	ODZIVNOST POLITIKE IN POVEČANJE KREDIBILNOSTI.....	31
<b>5</b>	<b>INFLACIJA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH .....</b>	<b>38</b>
5.1	VIRI INFLACIJSKIH PRITISKOV V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH .....	38
5.1.1	<i>Fiskalne obveznosti in rast ponudbe denarja.....</i>	<i>40</i>
5.1.2	<i>Pritiski plač .....</i>	<i>40</i>
5.1.3	<i>Apreciacija valute in pritoki kapitala.....</i>	<i>41</i>
5.1.4	<i>Prilagajanje relativnih cen in Balassa – Samuelsonov učinek.....</i>	<i>43</i>
5.1.5	<i>Vpliv t.i. »pass-through« učinka na inflacijo v tranzicijskih državah članicah EU .....</i>	<i>45</i>
5.2	UČINKI POČASNIH STRUKTURNIH REFORM NA MAKROEKONOMSKI RAVNI .....	46
5.3	DEJAVNIKI INFLACIJE .....	47
5.4	INFLACIJA PO SKUPINAH TRANZICIJSKIH DRŽAV .....	49
<b>6</b>	<b>PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH.....</b>	<b>54</b>
<b>7</b>	<b>MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA KOT PREDPOGOJ GOSPODARSKE RASTI .....</b>	<b>61</b>
<b>8</b>	<b>MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA IN PRITOKI KAPITALA .....</b>	<b>68</b>
<b>9</b>	<b>SKLEP .....</b>	<b>77</b>
	<b>LITERATURA .....</b>	<b>79</b>
	<b>VIRI .....</b>	<b>84</b>

## KAZALO TABEL

TABELA 1: DEZINFLACIJA IN BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH.....	6
TABELA 1: DEZINFLACIJA IN BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (NADALJEVANJE) .....	8
TABELA 2: FISKALNI KAZALCI (V % BDP).....	28
TABELA 3: RAZVOJ ZAKONODAJE O CENTRALNI BANKI (CB).....	33
TABELA 4: USPEŠNOST MONETARNE IN FISKALNE POLITIKE V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH.....	37
TABELA 5: INFLACIJA V IZBRANIH TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (CENE NA DROBNO, V % LETNO).....	38
TABELA 6: INFLACIJA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (LETNICE OB DRŽAVAH POMENIJO ZAČETEK PRVE MAKROEKONOMSKE STABILIZACIJE).....	52
TABELA 7: PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (V % BDP) .....	59
TABELA 8: REALNA RAST BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH.....	62
TABELA 9: TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE (% BDP).....	73
TABELA 10: NEPOSREDNE TUJE INVESTICIJE (V M\$).....	75

## KAZALO SLIK

SLIKA 1: PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ PO SKUPINAH TRANZICIJSKIH DRŽAV (NETEHTANO POVPREČJE).....	55
SLIKA 2: STRUKTURA DRŽAVNIH IZDATKOV PO SKUPINAH DRŽAV V LETU 1998.....	56
SLIKA 3: STRUKTURA DRŽAVNIH PRIHODKOV PO SKUPINAH DRŽAV V LETU 1998.....	57
SLIKA 4: RAST BDP (1989=100).....	63
SLIKA 5: RAST, INFLACIJA IN FISKALNA BILANCA V KOLEDARSKEM ČASU: VSE TRANZICIJSKE DRŽAVE.....	64
SLIKA 6: RAST, INFLACIJA IN FISKALNA BILANCA V STABILIZACIJSKEM ČASU: VSE TRANZICIJSKE DRŽAVE.....	65
SLIKA 7: BILANCA TEKOČEGA RAČUNA V STABILIZACIJSKEM ČASU.....	69
SLIKA 8: NTI V STABILIZACIJSKEM ČASU.....	70

# 1 UVOD

## 1.1 Oris problematike z opredelitvijo predmeta raziskave

Vzpon in kasneje padec centralno-planskega sistema spada med pomembnejše dogodke dvajsetega stoletja, pri tem pa predstavlja velik izziv za ekonomsko teorijo in politiko. Konec osemdesetih let, ko so postale omejitve centralno-planskega sistema več kot očitne, se je po padcu Berlinskega zidu novembra 1989 začel proces tranzicije. Mnogi so verjeli, da bo proces vzpostavljanja tržnega gospodarstva in demokratične družbe enostaven in kratek, saj naj bi dinamika in učinkovitost tržnega gospodarstva že sami po sebi vodili v višji življenjski standard in seveda višjo gospodarsko rast. Toda izkušnje zadnjih petnajstih let so pokazale, da je prehod iz planskega v tržno gospodarstvo predvsem kompleksen, zelo zahteven in dolgotrajen proces. Tranzicija ni zgolj linearni proces, nenehno napredovanje, pač pa tudi nazadovanje in soočanje s krizami, njena pot pa še ni zaključena.

Prestrukturiranje in transformacija gospodarstev je potekala na treh različnih področjih: makroekonomska stabilizacija, mikroekonomska liberalizacija in gradnja institucij primerljivih s tržnimi gospodarstvi, pomenila pa je bolj ali manj uspešen prehod iz socialističnega družbenega in centralno-planskega ekonomskega sistema v parlamentarno demokracijo, večstrankarski in tržni ekonomski sistem.

Za tranzicijo lahko rečemo, da se je začela v letu 1989, ko je Poljska na začetku devetdesetih napovedala "big bang" program stabilizacije in strukturnih reform. Nekatere druge države so pred tranzicijo sicer že imele izkušnje na področju ekonomskih reform v času komunizma (npr. Jugoslavija v petdesetih letih, Madžarska 1968), vendar pa je sam proces tranzicije mnogo širši proces sprememb, ki se je zgodil tudi na političnem področju. Tranzicijski proces se namreč ni osredotočil zgolj na ekonomsko prestrukturiranje, pač pa tudi na politično, tako da je tranzicija ponekod predstavljala ozadje za politično reorganizacijo in mirno pot v demokracijo. Spremljalo jo je znižanje BDP za 20 do 40%, povečana brezposelnost, deprecijacija valut na začetku prehoda in trendovska apreciacija v zadnjih letih, institucionalne spremembe in veliki pritoki pa tudi odtoki tujega kapitala.

Izkušnje 27 držav<sup>1</sup> so po petnajstih letih zelo pestre. V letu 1995 so v nekaterih državah že govorili o uspešno končani tranziciji (Češka), leta 1996 je večina držav že dosegala pozitivne stopnje rasti, trg kapitala je v naslednjih letih hitro rasel in obrestne mere na tuja

---

<sup>1</sup> Po klasifikaciji EBRD. Širše bi lahko med tranzicijske države šteli še Kubo, Vietnam, Kitajsko, Angolo, Etiopijo in Mozambik, vendar pa se bo naloga osredotočila predvsem na države Vzhodne in Srednje Evrope ter države bivše SZ.

posojila so padle. Mnogi so verjeli, da bo tudi Rusija in ostale države bivše SZ, ki so v reformah zaostajale dve ali tri leta, kaj hitro dohitele srednjeevropske tranzicijske države, saj so v letu 1997 začele dosegati pozitivne stopnje rasti. V zadnjih petih letih je postalo očitno, da je institucionalna podpora tranziciji v državah prešibka in da predstavlja zahteven in dolgoročen izziv državam v prehodu. Izkazalo se je, da trg ne bo deloval brez (1) podpirajočih institucij, ki se morajo zavzemati za odprto konkurenco, če naj bi bili liberalizacija in privatizacija uspešni ter tako vodili v učinkovito ekonomsko delovanje, (2) brez države, ki uresničuje svoje osnovne obveznosti, in (3) brez zdrave civilne družbe (t.i. social capital). Fisher, Sahay in Vegh (1996) poudarijo, da zahteva tranzicijski proces delovanje na šestih področjih: makroekonomska stabilizacija, sprostitvev cen, liberalizacija trgovine, konvertibilnost tekočega računa, podjetniške reforme (privatizacija), vzpostavitev socialne varnosti (safety net) ter vzpostavitev institucionalnega in pravnega okvirja za potrebe tržnega gospodarstva.

V procesu tranzicije se je redkim državam uspelo istočasno uresničevati makroekonomsko stabilizacijo in liberalizacijo. Predvsem države bivše SZ so po eni strani močno napredovale v smeri liberalizacije, po drugi strani pa so bile veliko manj uspešne pri stabilizaciji. Večina jih pozna liberalizirane trge že več let, istočasno pa so dosegle makroekonomsko stabilnost šele z letom 2001 (na primer Rusija, Kirgizistan, Moldavija). Popolnoma nasprotno sliko pokažejo napredne tranzicijske države, h katerim prištevamo tudi Baltske države, ki so makroekonomsko stabilizacijo in liberalizacijo trgov izvajale bolj ali manj vzporedno.

Eden od razlogov, zakaj sta istočasna liberalizacija in stabilizacija tako zahtevni, je nujnost prilagoditve javnih financ potrebam tržnega gospodarstva. Slednje zahteva izvajanje ostrih proračunskih omejitev in prenehanje subvencioniranja podjetij. Liberalizacija vodi v hitro zmanjšanje davčne baze v državnem "podjetniškem" sektorju, ki je soočen s spremembami relativnih cen in povečano konkurenco s strani novih privatnih podjetij in uvoza. Stabilizacija pa pomeni, da je potrebno prenehati s subvencioniranjem in sprejeti stroške ekonomskega prestrukturiranja. Medtem ko je večina držav prenehala s proračunskim subvencioniranjem proizvodnje, je nekaj držav vseeno toleriralo pojav alternativnih oblik podpiranja podjetij, kot so davčne olajšave in neplačevanje dolgov. Slednje ni zgolj zagotovilo obstoj neprofitnih podjetij, pač pa je zamajalo sam proces makroekonomske stabilizacije, saj je škodovalo javnim financam.

Velja izpostaviti, da so vpletene države, ko se je tranzicija začela, imele zelo različne začetne pogoje in malo ali nobenih izkušenj ekonomske transformacije iz centralno-planskega v tržno gospodarstvo. Vsa pomoč in načrti sprememb so temeljili na splošnih ekonomskih principih in delno tudi na izkušnjah ekonomskih reform v razvitih državah. Po prvem testnem primeru, to je poljskem "big bang-u", je obveljalo, da je šok terapija tista, ki bo ustavila hiperinflacijo, odpravila proračunski primanjkljaj in začela s strukturnimi

reformami<sup>2</sup>, zato je bil enak način sprememb predlagan tudi vsem ostalim državam ne glede na okoliščine, v katerih se je država nahajala. Zaradi fundamentalnih razlik držav (ekonomska struktura, zgodovina, dolžina obdobja komunizma, geografija, oddaljenost od razvitega centra Evrope, naravni viri, kultura, zadolženost) in s tem različnih začetnih pogojev in politik so današnje izkušnje tranzicijskih držav tako različne. V izbranih poteh tranzicije pa seveda ne gre zanemariti vloge in vpliva mednarodnih organizacij, predvsem Mednarodnega denarnega sklada (IMF), Svetovne banke in Evropske Unije.

Tranzicija je sedaj v novi fazi. V prvi fazi je dominirala podedovana struktura planskega ekonomskega sistema, ki je po padcu režima zahtevala privatizacijo sredstev, liberalizacijo trgov in vzpostavitev makroekonomske stabilizacije. Z uresničitvijo vsega naštetega je večina držav ponovno dosegla pozitivne stopnje gospodarske rasti. Novi izzivi tranzicijskih držav pa so prava ekonomska politika, prave institucije in obnašanje, ki bodo doseženo gospodarsko rast podkrepili in pospešili. Cilj tranzicijskih držav je čim hitrejša konvergenca k razvitim.

## **1.2 Namen in cilji magistrskega dela s temeljno hipotezo in opredelitev metode raziskovanja**

Na začetku tranzicije so se vse države soočale z negativnimi gospodarskimi stopnjami rasti, ki so se sredi devetdesetih obrnile navzgor. Toda razlike v hitrosti reform in v stopnji gospodarske razvitosti so med posameznimi tranzicijskimi državami zelo velike. Medtem ko na eni strani večina še vedno ne dosega ravni BDP iz leta 1989, pa jih je v lanskem letu osem postalo članic EU - kluba razvitih oziroma perspektivnih.

Za proces tranzicije lahko rečemo, da je zelo kompleksen in obsežen ter da več kot očitno ni enak v vseh tranzicijskih državah. Današnje razlike v veliki meri izhajajo iz različnih začetnih pogojev, zunanjih dejavnikov in razlik v strategiji realizacije načrtanih reform. Namen magistrskega dela je osvetliti in analizirati le del tega procesa, in sicer makroekonomsko stabilizacijo, ki jo najbolj označujeta dva makroekonomska kazalca:

---

<sup>2</sup> Pojavila se je velika dilema o hitrosti izvajanja reform, ali sprejeti program šok terapije ali postopni pristop. V praksi se lahko big bang uporabi zgolj v nekaterih aspektih tranzicije, in sicer za makroekonomsko stabilizacijo ter cenovno in trgovinsko liberalizacijo, saj preostala področja zahtevajo čas. Kritiki tovrstnih šok terapij pravijo, da je prevelik poudarek na hitrosti reform uničil še vedno uporabne organizacijske rešitve med obstoječimi podjetji ter povzročil neorganiziranost, s tem pa padec BDP. Padec združen s cenovno liberalizacijo in manjšo državno potrošnjo pa je potem vodil v vse večjo revščino in dohodkovno neenakost. Zagovorniki šok terapije pravijo, da je BDP začel padati že pred samo tranzicijo, da so bile podedovane organizacijske rešitve neustrezne in da so se privatizirane firme prestrukturirale hitreje kot tiste v rokah države. Glede revščine in neenakosti pa dodajajo, da so bile te večje tam, kjer so bile reforme delne, s tem pa so pustile prostor manipulaciji različnih interesov (World Economic Outlook, 2000).

nižanje inflacije in vzpostavitev vzdržnega proračunskega primanjkljaja. V magistrskem delu bom podrobneje razložila same oblike programov makroekonomske stabilizacije, oblikovanje monetarne in fiskalne politike, gibanje posameznih makroekonomskih kazalcev ter se nekoliko bolj osredotočila na tranzicijske države članice EU. Osnovni cilj magistrskega dela je na čim bolj sistematičen način pokazati sam potek makroekonomske stabilizacije in njeno vpetost v proces tranzicije, pri tem pa pokazati, da je bila makroekonomska stabilizacija nujna za ponovno pozitivno gospodarsko rast in pritek neto tujih investicij, s tem pa za hitrejšo realno konvergenco k razvitim državam, predvsem EU.

Magistrsko delo temelji na preučitvi literature domačih in tujih avtorjev s področja tranzicije in z njo povezane makroekonomske stabilizacije. Podane in povzete so vse pomembnejše ugotovitve in združena posamezna spoznanja in ugotovitve.

### **1.3 Opredelitev strukture dela**

Magistrsko delo v prvem poglavju opisuje makroekonomsko stabilizacijo, ločeno za programe z denarnim nominalnim sidrom in programe z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom, kaj vse je vplivalo na oblikovanje politike deviznega tečaja in njegovo gibanje in zakaj so tranzicijske države v zadnjih letih prešle iz bolj fiksnih v bolj fleksibilne sisteme deviznega tečaja. Delo nadaljuje z opisom oblikovanja monetarne in fiskalne politike ter posebej prikazuje posamezne makroekonomske spremenljivke. Podana so teoretična spoznanja o inflaciji v tranzicijskih državah, o virih za njeno vztrajnost, vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka ter problem nominalnih maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, podrobneje je opisan proračunski primanjkljaj ter pokazan pozitiven vpliv makroekonomske stabilizacije na gospodarsko rast in pritoke neto tujih investicij.

## **2 MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA**

Raven gospodarske razvitosti se med tranzicijskimi državami močno razlikuje. Države, ki danes dosegajo najvišjo raven gospodarske razvitosti so tiste, ki so najbolj odločno in zavzeto izvajale vse zadane reforme. Obenem so to države, ki so najbližje Zahodni Evropi in ki so preživele najmanj časa pod komunističnim režimom.

Današnje razlike so posledica različnih zunanjih dejavnikov, predvsem različnih začetnih pogojev, in izbranih makroekonomskih ter strukturnih politik. Makroekonomska stabilizacija in strukture reforme, zlasti privatizacija, so neposredno vplivale na pozitivno gospodarsko rast, medtem ko so bili politični dejavniki odločilni za samo izbiro ekonomskih politik.



Za sam proces tranzicije velja, da zahteva ukrepanje na šestih družbeno-gospodarskih področjih: makroekonomska stabilizacija, cenovna liberalizacija, liberalizacija mednarodne menjave in konvertibilnost tekočega računa, podjetniška reforma (predvsem privatizacija), oblikovanje socialne varnosti in razvoj institucionalnega in pravnega okvirja za tržno gospodarstvo (vključno z razvojem tržnega finančnega sistema) (Fischer, Sahay in Vegh, 1996). Pri tem naj dodamo, da eno ne gre brez drugega, vendar pa je kljub temu uspešna makroekonomska stabilizacija nujna za uspeh vseh ostalih reform. Zaradi slednjega je makroekonomska stabilizacija tudi osrednja tema magistrskega dela.

Makroekonomska stabilizacija pomeni izvajanje restriktivne fiskalne in monetarne politike, ki ju podpira restriktivna dohodkovna politika in ustrezna politika deviznega tečaja. Makroekonomska stabilizacija zahteva ostre proračunske omejitve, ki vodijo v kontrakcijo državnega podjetniškega sektorja, kar prisili ljudi, da prestopijo v privatni sektor.

Po definiciji Evropske banke za obnovo in razvoj (v nadaljevanju EBRD; Transition Report 1999) država doseže makroekonomsko stabilizacijo pri stopnji inflacije manj kot 30% in pri proračunskem primanjkljaju, ki ne presega 5% BDP.<sup>3</sup>

Večina tranzicijskih držav je proces tranzicije začela z denarnim presežkom (monetary overhang) in cenovno liberalizacijo. Inflacija je bila v teh državah že prisotna ali pa je predstavljala neposredno grožnjo. S prvim stabilizacijskih programom na Poljskem leta 1990, so se tudi vse preostale države do leta 1995 lotile stabilizacijskih programov. Odvisno od velikosti denarnega presežka in od začetka stabilizacijskega programa, je 12-mesečna inflacija pred stabilizacijo znašala v Gruziji 57.000% in na Madžarskem 26%. Do leta 1998 so inflacijske stopnje padle že pod 10%. V povprečju so srednje-evropske države dosegle nižje stopnje inflacije kot države bivše SZ, vendar pa velja še dodati, da povprečje v primeru držav bivše SZ v sebi skriva večje skrajnosti. Države, ki so stabilizacije lotile prve, so tudi države, ki so danes najuspešnejše (glej Tabela 1).

---

<sup>3</sup> Stopnja inflacije, ki predstavlja razpoložljivi empirični podatek o višini in spremenljivosti same inflacije, je pokazatelj stroškov učinkovitosti. Najvišji dovoljeni proračunski primanjkljaj pa je določen glede na pretekle izkušnje učinkovitih stabilizacijskih programov.

Tabela 1: DEZINFLACIJA IN BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

Država	Vrh inflacije (1990-97)	Datum vrha inflacije	Datum stabilizacije**	Mesecev do...	Inflacije* <60%	Mesecev do...	Inflacije <30%	Mesecev do...	Inflacije <15%
<b>Države, ki so imele stabilizacijo pred 1993</b>									
Češka	67,6	1991, jun.	1991, jan.	3	1991, apr.	1	1991, jul.	2	1991, okt.
Madžarska	31,0	1995, jun.	1990, mar.	np	Na	np	1990	np	1998
Poljska	1.173,0	1990, feb.	1990, jan.	18	1991, jun.	33	1994, dec.	21	1996, okt.
Slovaška	73,7	1991, jun.	1991, jan.	3	1991, maj	1	1991, jun.	2	1991, okt.
Slovenija	88,2	1992, dec.	1992, feb.	np	Na	3	1992, okt.	27	1995, feb.
<b>Stabilizacije v letih med 1993-97</b>									
Albanija	336,8	1992, okt.	1992, avg.	5	1993, feb.	3	1993, maj	23	1995, apr.
Armenija	29.600,9	1994, maj	1994, dec.	6	1995, jun.	10	1996, maj	np	1997
Azerbajdžan	1.899,0	1994, nov.	1995, jan.	5	1995, jun.	1	1995, avg.	7	1996, maj
Belorusija	2.809,6	1994, avg.	1994, nov.	9	1995, okt.	11	2003	np	Na
Bolgarija (1. Stab.)	304,5	1992, jan.	1994, dec.	3	1995, mar.	np	Na	np	Na
Bolgarija (2. Stab.)	2.040,4	1997, mar.	1997, apr.	6	1997, okt.	np	1998	np	1999
Estonija	1.241,9	1992, sept.	1992, jun.	18	1993, dec.	8	1994, avg.	2	1996, jul.
Gruzija	50.654,0	1994, sept.	1994, sept.	3	1994, dec.	17	1995, maj	23	1996, jul.
Hrvaška	1.944,9	1993, jun.	1993, okt.	4	1994, feb.	1	1994, mar.	1	1994, maj
Kazahstan	3.033,3	1994, jun.	1994, jan.	17	1995, maj	13	1996, jun	11	1997, maj
Kirgizistan	1.257,0	1992, dec.	1993, maj	23	1995, apr.	24	1997, maj	np	2001
Latvija	1.444,6	1992, nov.	1992, jun.	9	1993, mar.	27	1995, jun.	12	1997, jun.

<b>Država</b>	<b>Vrh inflacije (1990-97)</b>	<b>Datum vrha inflacije</b>	<b>Datum stabilizacije**</b>	<b>Mesecev do...</b>	<b>Inflacije* &lt;60%</b>	<b>Mesecev do...</b>	<b>Inflacije &lt;30%</b>	<b>Mesecev do...</b>	<b>Inflacije &lt;15%</b>
Litva	1.412,6	1992, nov.	1992, jun.	21	1994, mar.	26	1996, maj	2	1996, jul.
Makedonija	2.100,3	1992, okt.	1994, jan.	6	1994, jun.	8	1995, feb.	5	1995, jul.
Moldavija	2.198,4	1992, dec.	1993, sept.	9	1994, jun.	9	1995, mar.	14	1996, jun.
Romunija	317,0	1993, nov,	1993, okt.	9	1994, jul.	np	2002	np	Na
Rusija	2.321,6	1992, dec.	1995, apr.	9	1995, dec.	5	1996, jun.	np	2003
Turkmenistan	2.669,1	1996, okt.	Ni začel.	np	1997, mar.	3	1997, jun.	np	2000
Ukrajina	10.155,0	1993, dec.	1994, nov.	18	1996, maj	1	1996, jun.	11	1997, apr.
Uzbekistan	1.936,0	1994, sept.	1994, nov.	np	1998	np	1998	np	2003
<b>Države, ki niso stabilizirale</b>									
Tadžikistan	7.343,7	1993, dec.	1995, feb.	np	1998	np	2002	np	np

\*Obdobja med mejami so določena z letnimi trimesečnimi stopnjami inflacije. Ko so te prvič padle pod dano mejo in se tam obdržale celo leto ter če je bila tudi 12-mesečna inflacija naslednje leto pod tem nivojem in se ni dvignila, potem je država prestopila postavljeno mejo inflacije.

\*\*Iz podatkov Fischer, Sahay (2000), razen za Turkmenistan in Bolgarijo.

Vir: Fischer, Sahay (2000), Transition Report 1999, EBRD, World Economic Outlook 2000, MDS in Transition Report 2004.

Tabela 1: DEZINFLACIJA IN BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (NADALJEVANJE)

Država	Sistem deviznega tečaja z dnem stabilizacije	Leto, v katerem je bil BDP najmanjši	Razmerje najmanjšega registriranega BDP glede na l. 1989	Razmerje BDP 1989/1999	PPP BDP per capita 1999	Razmerje BDP 1989/2002	PPP BDP per capita 2002	Sistem deviznega tečaja v letu 2004
<b>Države, ki so imele stabilizacijo pred 1993</b>								
Češka	Fiksni	1992	84,6	0,94	13.408	1,08	15.780	uravnavano drseči
Madžarska	Fiksni	1993	81,9	0,99	11.273	1,15	13.400	fiksen (evro)
Poljska	Fiksni	1991	82,2	1,28	8.832	1,35	10.560	drseči
Slovaška	Fiksni	1993	75,0	1,01	10.255	1,14	12.840	uravnavano drseči
Slovenija	Drseči	1992	82,0	1,05	15.685	1,20	18.540	v ERM II
<b>Stabilizacije v letih med 1993-97</b>								
Albanija	Drseči	1992	60,4	0,93	2.897	1,29	4.830	uravnavano drseči
Armenija	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1993	31,0	0,48	2.469	0,89	3.120	drseči
Azerbajdžan	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1995	37,0	0,47	2.404	0,71	3.210	uravnavano drseči
Belorusija	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1995	62,7	0,81	6.485	100	5.520	vezan na ruski rubelj
Bolgarija	Drseči	1997	63,2	0,95	4.812	0,84	7.130	valutni odbor
Estonija	Fiksni	1994	60,8	0,78	7.909	1,02	12.260	v ERM II
Gruzija	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1994	25,4	0,31	3.950	0,41	2.260	drseči
Hrvaška	Fiksni	1993	59,5	0,80	6.793	0,91	10.240	uravnavano drseči
Kazahstan	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1998	61,2	0,61	4.351	0,94	5.870	Uravnavano drseči
Kirgizistan	Drseči/Fiksni <sup>2</sup>	1995	50,4	0,61	2.419	0,75	1.620	uravnavano drseči

Država	Sistem deviznega tečaja z dnem stabilizacije	Leto, v katerem je bil BDP najmanjši	Razmerje najmanjšega registriranega BDP glede na l. 1989	Razmerje BDP 1989/1999	PPP BDP per capita 1999	Razmerje BDP 1989/2002	PPP BDP per capita 2002	Sistem deviznega tečaja v letu 2004
Latvija	Drseči/Fiksni <sup>1</sup>	1995	51,0	0,56	5.893	0,83	9.210	fiksen
Litva	Drseči/Fiksni <sup>1</sup>	1994	53,3	0,70	6.750	0,84	10.320	v ERM II
Makedonija	Fiksni	1995	55,1	0,59	3.903	0,78	6.470	fiksen (evro)
Moldavija	Drseči	1998	32,1	0,31	1.847	0,41	1.470	drseči
Romunija	Drseči	1992	75,0	0,74	5.798	0,92	6.560	uravnavano drseči
Rusija	Drseči/Fiksni <sup>1</sup>	1998	55,3	0,55	6.815	0,77	8.230	uravnavano drseči
Turkmenistan	Drseči	1997	42,0	0,61	4.589	1,05	4.250	fiksen
Ukrajina	Drseči	1998	36,6	0,35	3.276	0,51	4.870	uravnavano drseči
Uzbekistan	Drseči	1995	83,4	0,97	2.157	1,07	1.670	uravnavano drseči
<b>Države, ki niso stabilizirale</b>								
Tadžikistan	Drseči	1996	39,2	0,29	1.045	0,62	980	uravnavano drseči

<sup>1</sup> Latvija je valuto vezala na SDR februarja 1994. Litva je prevzela valutni odbor aprila 1995. Rusija je naznanila pas deviznega tečaja julija 1995. Vse tri države so imele pred temi datumi sistem drsečega deviznega tečaja.

<sup>2</sup> Od leta 1995 dalje so imele te države vezani tečaj na ameriški dolar.

Vir: Fischer, Sahay (2000), Transition Report 1999, EBRD, World Economic Outlook 2000, MDS in Transition Report 2004.

Da so tranzicijske države sploh lahko začele s stabilizacijo, so morale odpraviti razloge za inflacijo. V splošnem lahko najdemo dva glavna razloga za inflacijo (Jazbec, 1999):

- (1) Fiskalna neodločnost, ki spodbudi večanje obsega denarja v obtoku. Ponudba denarja je namreč pogojena s finančnimi potrebami države. Vendar pa ni proračunski primanjkljaj tisti, ki je vzrok inflaciji, pač pa imajo na inflacijo pomembnejši vpliv vzroki za njegov nastanek. Vzroki proračunskih primanjkljajev v tranzicijskih državah so: posebni institucionalni faktorji (primer Rusije), liberalizacija in privatizacija podjetij, ki povzroči upad davčnih prihodkov, neravnovesni trg delovne sile, mehke proračunske omejitve in drugo. Uspešen stabilizacijski program mora zato v prvi vrsti odpraviti vzroke za proračunski primanjkljaj in vzpostaviti kontrolo nad količino denarja v obtoku, če želi odpraviti inflacijo povzročeno s fiskalno neodločnostjo.
- (2) Problemi plačilne bilance vplivajo na devizni tečaj. Večanje deficita tekočega računa povzroči depreciacijo tečaja, ki lahko zviša inflacijo in poslabša fiskalno pozicijo države. Zlasti v primeru pasivne monetarne politike spremembe deviznega tečaja povzročijo inflacijo. Slednje je veljalo zlasti v primeru kriz v Vzhodni Aziji in Rusiji. Kriza namreč nastopi, ko v gospodarstvu nastopi recesija, ki sicer sledi obdobju ekonomskega napredka, ki sta ga spodbudila hitro večanje obsega kreditov in veliki pritoki kapitala skupaj z apreciacijo domače valute.

Makroekonomske stabilizacije so se prve lotile Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija. Novi uspešni val stabilizacijskih programov je potem sledil med letoma 1993-94, tako da je med 1993-97 kar 19 držav doseglo letno inflacijsko stopnjo pod 60% (v večini primerov brez makroekonomskih preobratov), od tega jih je 16 imelo inflacijo pod 15%. Izjemen je tudi primer Gruzije, ki je letno 15.000% inflacijo v letu 1994 uspela zmanjšati na eno samo številko v letu 1997.

Zmanjšanje inflacije je v večini držav izvedeno hitro. V večini držav je bilo potrebnih manj kot šest mesecev od začetka stabilizacijskega programa do 60% četrtletne stopnje inflacije. Le pet držav (Estonija, Kazahstan, Kirgizistan, Litva in Ukrajina) je potrebovalo med 18 in 24 meseci, da so dosegle enak rezultat.

Po začetni stabilizaciji je bila nadaljnja dezinflacija bolj počasna. Po doseženih 60% je v kar nekaj državah navadno več kot dve leti sledila vztrajna zmerna inflacija (15-60%). Gre za tiste države, ki so potrebovale tudi več časa za doseg 60% inflacije (z izjemo Ukrajine), pridružili pa sta se jim še Latvija in Albanija, ki sta sicer hitro dosegli 60%. Najpogosteje izpostavljeni primeri vztrajne zmerne inflacije so naprednejše tranzicijske države, v katerih je inflacija padla pod 60% pred letom 1992. To so Poljska, ki je potem potrebovala več kot štiri leta, da je inflacijo spustila s 60 na pod 15%, Madžarska, ki je imela inflacijo nad 18% še konec 1997. leta, in Slovenija, ki je imela več kot dve leti po

začetni stabilizaciji stopnjo inflacije med 15 in 30%. Kljub vztrajni zmerni inflaciji pa so bili makroekonomski preobrati redki. Slednji so se zgodili v Bolgariji in Romuniji v letu 1996, v Albaniji leta 1997 in v Rusiji leta 1998.

Po letu 2000 je bilo makroekonomsko nestabilnost opaziti v desetih državah. Inflacija je bila višja od 30% v Romuniji, Srbiji in Črni gori, Belorusiji, Moldaviji in Tadžikistanu. Proračunski primanjkljaj večji od 5% BDP pa so imele Slovaška, Albanija, Hrvaška, Armenija in Kirgizistan. Iz podatkov za leto 2004 je videti, da ni imela nobena od tranzicijskih držav inflacije nad 30%, proračunski primanjkljaj višji ali enak 5% pa so zanimivo imele Češka, Madžarska, Poljska in Albanija ter nobena od držav bivše SZ. Lahko torej zaključimo, da so vse tranzicijske države makroekonomsko stabilizacijo dosegle, trenutno visoki proračunski primanjkljaji v državah srednje in vzhodne Evrope pa so posledica cikličnih gospodarskih gibanj in vstopa v EU.

## **2.1 Makroekonomska stabilizacija in izbira nominalnega sidra**

Makroekonomska stabilizacija države zahteva izbiro nominalnega sidra, katerega rast je vnaprej določena tako, da na dolgi rok vse izbrane spremenljivke konvergirajo v že prej določeno smer. Zgodovina stabilizacij je pokazala, da sta najučinkovitejši nominalni sidri nominalni devizni tečaj in ponudba denarja, poznamo pa tudi kreditne omejitve, nominalne obrestne mere, kontrolo plač in cen (Jazbec, 1999).

Zaradi pasivne vloge denarja in kreditov v planskih gospodarstvih in zaradi pomanjkanja alternativnih finančnih sredstev, tradicionalni instrumenti stabilizacije, ki so sicer na voljo v tržnih gospodarstvih (višja obrestna mera za substitute denarja, operacije na odprtem trgu, povečane obvezne rezerve, fiksni devizni tečaj itd.) v teh gospodarstvih ne pridejo v poštev. Ker poznajo planska gospodarstva zgolj direktne instrumente za kontroliranje obsega denarja in kreditov, so pri svojem delovanju omejena. Instrumenti stabilizacije tako vključujejo (1) kontrolo nad ponudbo denarja preko socialističnega bančnega sistema, (2) kontrolo plač in cen za uravnoteženost potrošnikovih denarnih prihodkov in izdatkov in (3) možnost manipulacije in stabilizacije cen menjalnih dobrin preko eksogenih cenovnih enačb (price equalization accounts) (Sahay, Vegh, 1995).

Ključna komponenta stabilizacijskih programov v planskih gospodarstvih je monetarna reforma, ki v trenutku izniči presežke denarja. Vendar pa mora reforma istočasno poskrbeti za problem tako stoga kot toka denarja. Pri tem je pomembno, da monetarni reformi sledi cenovna stabilizacija (Sahay, Vegh, 1995). Cenovna liberalizacija (zvišanje cen) namreč izniči presežke denarja, plače ostanejo nominalno sidro in tako omogočijo takojšnjo

uresničitev makroekonomske stabilnosti.<sup>4</sup> Če bi se država odločila istočasno liberalizirati tako cene kot plače, bi si za monetarno sidro morala izbrati bodisi količino denarja v obtoku bodisi devizni tečaj. Tudi v tem primeru bi dosegla monetarno stabilnost.

Edinstvenost izkušenj tranzicijskih držav je povezana z makroekonomsko stabilizacijo, ki je tekla vzporedno z liberalizacijo makroekonomskih spremenljivk in strukturnimi reformami. Izjeme so bile Madžarska, ki je z reformami začela prej in je z njimi postopoma nadaljevala, ter Slovenija in Hrvaška, ki sta podedovali relativno napredne tržne institucije. Prepletenost strukturnih in makroekonomskih sprememb otežuje ugotavljanje vpliva posameznih politik na spremembe.

Vprašanje, ki se na začetku stabilizacije pojavi, je, ali prvo zmanjšati ponudbo denarja in s tem znižati stopnjo inflacije ali pa odstraniti glavne razloge za inflacijo? Izkušnje uspešnih stabilizacijskih programov sicer pokažejo, da gre eno v korak z drugim, vendar pa obenem tudi velja, da je dezinflacija lahko dosežena hitro, stabilizacija pa zahteva čas. Stabilizacija namreč zahteva spremenjeno obnašanje ljudi, tako da je poleg izbire pravega nominalnega sidra pomembna tudi verodostojnost stabilizacijskega programa.

Izbira glavnega nominalnega sidra (Jazbec, 1999) je odvisna:

- (1) od razloga za inflacijo. V primeru, da inflacijo povzroča neuravnotežen proračun, ki ga država financira s tiskanjem denarja, potem je kot nominalno sidro stabilizacije najbolje izbrati ponudbo denarja. V tem primeru mora centralna banka zmanjšati stopnjo rasti denarja in s tem odstraniti glavni vir inflacije. Če pa je vzrok inflacije neuravnotežena plačilna bilanca, pa ta kot instrument stabilizacije zahteva nominalni devizni tečaj. S fiksiranjem deviznega tečaja centralna banka zmanjša spremenljivost deviznega trga in umiri inflacijske pritiske.
- (2) od percepcije ljudi glede inflacije. Ljudje hitro spoznajo stroške inflacije vsakdanjega življenja, tako da hitro najdejo več načinov ohranjanja vrednosti denarja. Transakcije postanejo hitrejše, plače in cene so indeksirane, za ohranitev realne vrednosti začnejo ljudje uporabljati tuje valute, bančni krediti so krajši itd. Stabilizacijski program, v kolikor želi spremeniti obnašanje ljudi, mora le-te

---

<sup>4</sup> Podobno se je v letih 1928-40 zgodilo v SZ, ki se je soočala z visokimi inflacijskimi stopnjami, ki so bile posledica hitre rasti nominalnih plač in vse večjih državnih izdatkov za investicije, vojsko, šolanje, zdravstvo. Povojno obdobje je poznalo dve ceni, tržno in državno, pri tem pa je bila tržna cena kar trikrat višja od državne, kar je bil znak, da obstaja presežek denarja. Vlada se je zato odločila, da ukinejo racionaliziranje in izvedejo monetarno reformo, ki je v trenutku zmanjšala obseg likvidnih sredstev. Tržne cene so se v letu 1947 izenačile z državnimi, oblast je vzpostavila poostreno kontrolo nad rastjo nominalnih plač in tako je v SZ od leta 1955 naprej je sledilo obdobje cenovne stabilnosti z zadušeno inflacijo. Inflacijski pritiski so se ponovno pojavili sredi 80. let (Sahay, Vegh, 1995).



prepričati v svoj uspeh. V tem pogledu ima nominalni devizni tečaj kot sidro stabilizacije prednost pred ponudbo denarja. Ljudje lahko dnevno preverjajo nominalni devizni tečaj in ocenjujejo politiko inflacijske stabilizacije. Sčasoma ljudje prilagodijo obnašanje in svoja inflacijska pričakovanja novim razmeram ali pa nadaljujejo s starim obnašanjem. Če se zgodi to zadnje, ima stabilizacijski program malo upanja za uspeh.

Znebiti se visoke inflacije je zahteven proces. Pogosto so poskusi stabilizacije propadli, inflacija pa se je vrnila s še hujšimi posledicami. Z malo izjemami je večina stabilizacijskih programov v visoko inflacijskih državah (pred procesom tranzicije v Srednji in Vzhodni Evropi) vključevala nominalni devizni tečaj kot sidro stabilizacije. V 30 letih pred procesom tranzicije je bilo kar 13 takšnih stabilizacij v Argentini, Braziliji, Čilu, Izraelu, Mehiki in Urugvaju (Vegh, 1992).

Kljub nekaterim nezaželenim učinkom stabilizacije z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom pa velja, da uporaba slednjega povzroči hiter konec visoke inflacije. Sargent (1982) pripiše hiter konec inflacije ponovni vzpostavitvi verodostojne makroekonomske politike, fiskalni disciplini in neodvisni centralni banki. Vse skupaj pozitivno deluje na kredibilnost stabilizacijskega programa. Ustavitev depreciacije deviznega tečaja je namreč enakovredno prenehanju inflacije. Po drugi strani pa je ravno pomanjkanje kredibilnosti značilnost stabilizacijskih programov s ponudbo denarja kot nominalnim sidrom. Kontroliranje rasti ponudbe denarja namreč ne daje takojšnjih vidnih rezultatov napredka pri zmanjševanju inflacije. Slednje je povezano z rigidnimi transmisijskimi mehanizmi monetarne politike v visoko inflacijskih državah in z dejstvom, da se realna ponudba ne more spremeniti v trenutku, ko se program začne izvajati.

Med obema programoma obstaja še ena razlika, ki jo slikovito predstavimo z izrazom "recesija takoj ali recesija potem" (Vegh, 1992). V Južni Ameriki in Izraelu se je izkazalo, da pomeni izbira med deviznim tečajem in ponudbo denarja kot nominalnim sidrom tempiranje recesije. V programih z denarno ponudbo kot sidrom nastopi recesija na začetku stabilizacije, v programih z deviznim tečajem kot sidrom pa nastopi kasneje. S tega vidika je ponudba denarja kot sidro boljša izbira, saj se gospodarstvo z recesijo sooči na začetku stabilizacije. S tem je zmanjšano tveganje, ki ga prinaša vpliv kasnejše recesije na inflacijska pričakovanja, ki lahko z zamikom negativno vplivajo na uspeh dezinflacijskega programa. Kdaj nastopijo stroški kontrakcije, ki so povezani z zmanjšanjem inflacije, je torej odvisno od izbranega nominalnega sidra.

Stabilizacija je povezana s padcem BDP. Izkazalo se je, da ima stabilizacija z deviznim tečajem manjši strošek merjen v BDP, saj je za enako zmanjšanje inflacijske stopnje zmanjšanje količine denarja v obtoku manjše pri programu z deviznim tečajem. Recesija je zato manjša, vendar pa Sargent (1982) potem pokaže, da lahko recesijo v primeru

programa s ponudbo denarja kot nominalnim sidrom zmanjšamo, če zmanjševanju stopnje rasti ponudbe denarja sledi postopno večanje nivoja denarne baze (money stock). Seveda pa monetarna ekspanzija spet vzpostavi vprašanje kredibilnosti programa.

Bruno (1991) našteje prednosti, ki naj bi jih imel devizni tečaj pred ponudbo denarja kot nominalnim sidrom. (1) V odprtem gospodarstvu menjalne dobrine v košarici dobrin predstavljajo večji delež in s tem vplivajo na reven cen, zato je stabiliziranje deviznega tečaja pomembnejši in jasnejši signal preostalemu gospodarstvu, kot pa je to lahko posreden signal količine denarja v obtoku. (2) Devizni tečaj je uporabljen tudi pri določanju plač, kar še dodatno pripomore k stabilizaciji gospodarstva. (3) Poleg tega za monetarne cilje velja, da so zlasti v času dezinflacije nestabilni.

Države, ki so za nominalno sidro stabilizacije izbrale denarno bazo, so bile Bolgarija, Hrvaška<sup>5</sup>, Latvija, Romunija, Rusija in Slovenija. Nasprotno so se za devizni tečaj kot nominalno sidro odločile bivša Češkoslovaška, Estonija, Madžarska, bivša Jugoslavija in Poljska. Ne glede na začetne pogoje, denarno ali tečajno nominalno sidro, so vsi stabilizacijski programi kot integralni element vključevali politiko plač.

Države so pospešeno sprejele politiko plač javnega sektorja, da bi s tem pred privatizacijo preprečile mezdno-cenovno spiralo. Simultana liberalizacija plač in cen v planskem gospodarstvu lahko pomeni, da se takšno gospodarstvo znajde brez nominalnega sidra. Obvladovanje plač javnega sektorja je bilo zato za večino držav pri kontroliranju inflacije zelo pomembna poteza. Zanimivo je, da se nobeni od držav ni zdelo potrebno zamrzniti plač. Le v Jugoslaviji so bile plače zamrznjene za kratko obdobje v letu 1989.

Politika plač je temeljila na kazenskih davkih na previsoke plače v javnem sektorju. Norma plače je bila določena bodisi kot povprečna plača (Češka in Slovaška do konca leta 1992, Estonija in Poljska od leta 1991, Romunija) ali pa kot mezdni račun (wage bill) (Bolgarija, nekaj časa tudi Hrvaška, Madžarska do konca 1991, Latvija, Poljska do 1990 in Rusija).

Dohodkovna politika je bila sčasoma ukinjena. Na Slovaškem in Češkem leta 1993, vendar pa se je v obeh državah ponovno vrnila in sicer na Češkem v letu 1993 in Slovaškem 1994. Slovenija je plače določila s pogajanjem med delavskimi sindikati in združenjem vodstvenih delavcev. V veljavo je stopil zakon, ki je rast plač omejeval. Na Madžarskem je bil konec leta 1991 ukinjen kazenski davek na previsoke plače, ki je v proračune Bolgarije, Latvije, Rusije in zlasti Poljske prinesel kar nekaj sredstev.

---

<sup>5</sup> Hrvaška je v oktobru leta 1993 uvedla fiksni devizni tečaj. Inflacija je hitro padla in je bila v prvi polovici 1994 občasno celo negativna.

### 2.1.1 Programi z denarnim nominalnim sidrom

Razloga, da so kot nominalno sidro nekatere države izbrale ponudbo denarja, sta bila nepoznavanje ravnotežnega deviznega tečaja in nezadostne devizne rezerve. Države so večinoma izbrale sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja. Za tovrstne stabilizacijske programe v glavnem velja, da niso bili uspešni, z izjemo Latvije in Slovenije.

Zakaj so bili ti programi neuspešni v Bolgariji, Romuniji in Rusiji, razložita Sahay in Vegh (1995), ki pravita, da v teh državah obsega denarja ni bilo mogoče učinkovito uporabiti kot nominalno sidro in da so omenjene države naredile le majhen napredek v smeri strukturnih reform, zato so inflacijski pritiski ostali.

Zanimiv je primer Hrvaške, ki ji kljub podedovanim tržnim institucijam ni uspelo izvesti programa stabilizacije, saj je tedanji vladi zaradi vojne manjkala kredibilnost<sup>6</sup>.

Glavni faktorji, ki so onemogočili uporabo denarja kot nominalnega sidra, so bili: (1) nepredvidljiva hitrost obračanja denarja, (2) pomanjkanje instrumentov za monetarno kontrolo, (3) valutna substitucija in (4) postavljanje nepravilnih bližnjih denarnih ciljev (npr. rezerve, devizni tečaj) (Sahay in Vegh, 1995).

(1) V vsakem nestabilnem makroekonomskem okolju je težko predvideti hitrost obračanja denarja. Čeprav lahko pričakujemo, da bo hitrost obračanja denarja upadla s stabiliziranjem gospodarstva, ne moremo napovedati, kako veliko bo to zmanjšanje v povezavi z inflacijo. V tranzicijskih državah so se stvari še nekoliko bolj zapletle. Vsakdo je lahko pričakoval, da se bo s sprostitvijo gospodarskega sistema neodvisno od učinkov stabilizacijskega programa povečal obseg tržnih transakcij. Večjemu obsegu transakcij bo logično sledilo povečano povpraševanje po denarju oziroma zmanjšanje hitrosti obračanja denarja. Če denarni cilji upoštevajo zgolj učinke stabilizacijskih programov, pride do podcenjevanja učinka zmanjšanja obtočne hitrosti. Sachs (1994) je razvil model, s katerim je pokazal, v kolikšni meri so inflacijska pričakovanja problematična v tranzicijskih državah. Inflacijska pričakovanja je opisal s hitrostjo obračanja denarja in pokazal, da so na inflacijska pričakovanja v tranzicijskih državah zelo pomembno vplivali neekonomski učinki, kot je na primer neodvisna

---

<sup>6</sup> Kredibilnost politike je pri dezinflaciji zelo pomembna. Če je program stabilizacije kredibilen, se bodo inflacijska pričakovanja močno zmanjšala ter za seboj potegnili nominalne obrestne mere in zavrla rast nominalnih plač. Slednje bo zmanjšalo tveganje, da bi dezinflacija privedla do porasta realnih plač in realnih obrestnih mer ter povzročila izgubo BDP. Pri tem je pomembno tudi samo trajanje mezdnih in posojilnih pogodb. Če so pogodbe kratkoročne, kar je pogosto, ko je inflacija visoka, se lahko tako plače kot obrestne mere hitreje odzovejo na spremembe inflacije.

centralna banka. Sahay in Vegh (1995) menita, da so bili programi z denarjem kot bližnjim ciljem stabilizacije neuspešni zato, ker je bila monetarna politika preveč restriktivna in je ni bilo mogoče dosledno izpeljati.

- (2) Drugi problem predstavljajo razpoložljivi instrumenti monetarne politike. Operacije na odprtem trgu niso prišle v poštev, prav tako pa tudi devizne rezerve same po sebi niso bile dovolj učinkovite. Najbolj pogost prijem monetarne politike je bilo določanje višine kreditov vsaki posamezni banki, kar pa je problematično zlasti v sistemu, kjer je bila večina bank v državni lasti.
- (3) Monetarno kontrolo je oslabela tudi valutna substitucija (vse večji delež tuje komponente v ponudbi denarja). Delež dolarizacije (kot razmerje med depoziti v tuji valuti in vsemi depoziti) se je gibal med 0 in 10% na začetku programov in 30 in 70% do konca 1993. Če inflacijo determinira širša monetarna baza, ki vključuje tudi devizne depozite, je učinkovitost monetarne politike pri zmanjševanju inflacije toliko manjša zaradi prisotnosti dolarizacije.<sup>7</sup>
- (4) Monetarno kontrolo je oslabilo tudi občasno interveniranje na deviznem trgu, ki je imelo za cilj omiliti fluktuacijo deviznega tečaja ter zagotoviti zadostne devizne rezerve.

Stabilizacija z denarno bazo kot nominalnim sidrom je uspela zmanjšati inflacijo zgolj v Latviji in Sloveniji. V ozadju obeh programov je bila realizirana fiskalna reforma, saj sta imeli obe državi v obdobju od leta 1991 do 1993 proračunske presežke. V Latviji sta uspehu botrovala še dva faktorja. Zmanjšanje davčnih dolgov podjetij z zasego inventarja in z uvajanjem zakona o nesolventnosti ter leta 1992 uvedba med-podjetniškega plačilnega sistema preko bank in uvedba plačila pred dostavo. V Latviji, kjer zanimivo še vedno zaostajajo pri reformah podjetniškega sektorja, lahko slednje spodkoplje uspešnost nadaljnjih fiskalnih reform. Predvsem hitra rast dohodkov in kreditna ekspanzija lahko ogrozita trenutno še vzdržno zunanjo pozicijo države, ki se danes sooča z relativno visokim deficitom tekočega računa plačilne bilance. Slovenija je po drugi strani imela že izoblikovane tržne institucije, vključno z indirektnimi monetarnimi instrumenti. Pomembna institucionalna sprememba je bila ukinitve avtomatičnega dostopa do kredita centralne banke za financiranje proračunskega primanjkljaja konec 1991, kar se je izkazalo za pomemben faktor kredibilnosti. Podedovala je dober plačilni sistem, ki je preprečil slaba posojila in ustavil porast dolgov (podjetniških in drugih).

---

<sup>7</sup> Primer Urugvaja kot zelo dolariziranega gospodarstva pokaže, da ima monetarni agregat, ki ga lahko monetarne oblasti kontrolirajo, majhen vpliv na inflacijo v primerjavi z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom.

Vse tranzicijske države so zabeležile padec BDP. Zaradi velikih negativnih šokov na strani ponudbe, ni mogoče določiti v kolikšni meri je bil padec BDP povezan s kontrakcijo denarne baze.

### **2.1.2 Programi z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom**

Pomemben predpogoj programa stabilizacije z deviznim tečajem kot nominalnim sidrom je zadostna količina deviznih rezerv, da lahko država sploh ubrani postavljeni devizni tečaj.

Med prvimi državami, ki sta sprejeli tovrsten program, sta bili Jugoslavija (december 1989) in Poljska (januar 1990). V obeh primerih je bil po začetni devalvaciji devizni tečaj nato zamrznjen in v obeh državah je takoj prišlo do padca BDP, realni devizni tečaj je zrasel in inflacija je padla. Plače so bile v obeh državah dodatno nominalno sidro. Na Poljskem so sprejeli zakon o obdavčitvi previsokih plač, v Jugoslaviji pa so bile plače v okviru programa za šest mesecev celo zamrznjene. Ker federativni vladi ni uspelo preprečiti izjem, ki so jih dovoljevale posamezne republike, Jugoslaviji stabilizacije ni uspelo realizirati. Jugoslovanska podjetja so še kar naprej poslovala z izgubo, plače pa so še vedno rasle. Na Poljskem se je v letu 2001 politika deviznega tečaja spremenila, in sicer je bil v oktobru uveden sistem drseče paritete (crawling peg). Program je bil tako uspešen, da so na Poljskem 12 mesečno inflacijo do konca 1993 uspeli znižati na 30%.

Za Madžarsko in Češkoslovaško (kasneje Češka in Slovaška) pravijo, da sploh nista poznali klasičnega stabilizacijskega programa, saj sta imeli obe državi pretekle makroekonomske politike dokaj uravnotežene (Sahay, Vegh, 1995). Po razpadu Češkoslovaške v letu 1993, se je Slovaška zaradi ukinitve agrarnih transferjev s strani Češke sicer soočila z rastočim proračunskim primanjkljajem in usahlimi deviznimi rezervami. V odgovor so uvedli restriktivno kreditno politiko, devizni tečaj, ki je ob razpadu devalviral, pa je še vedno služil kot nominalno sidro, s čimer je državi uspelo kontrolirati inflacijo in povrniti zaupanje. V glavnem je vsem trem državam uspelo voditi izbrane politike predvsem zaradi hitrih strukturnih reform in dohodkovne politike.

Verjetno najbolj radikalni stabilizacijski program je izmed vseh tranzicijskih držav sprejela Estonija v juniju 1992. Odločila se je za valutno upravo (currency board). Bankovci v kronah in bančne rezerve so imeli pri fiksnem deviznem tečaju polno kritje v nemških markah. Inflacija, ki je bila uvožena iz Rusije, je bila takoj ustavljena in je iz letne stopnje nad 1.000% v času sprejetja programa padla do konca leta 1993 na 35%. BDP si je v istem letu opomogel. Estonija v tem času ni poznala močnih delavskih sindikatov, zato se tudi ni soočala z zahtevami po višjih plačah.

Sistem deviznega tečaja, ki je bil predmet razgretih debat predvsem na začetku procesa tranzicije, se na koncu ni izkazal za pomemben dejavnik uspeha ali neuspeha stabilizacije. V kolikor jim je uspelo kontrolirati ponudbo denarja, so države tako s fiksnim kot s fleksibilnim deviznim tečajem izvedle hitro dezinflacijo. Kjer monetarna in fiskalna politika nista pomagali, se tudi politika deviznega tečaja ni mogla uspešno soočiti z inflacijo, kot se je to zgodilo v Rusiji leta 1998. Na začetku tranzicije je vezani devizni tečaj služil kot nominalno sidro v kar nekaj državah, ki pa so sčasoma prevzele bolj fleksibilne (npr. Poljska v letu 2001). S tem pa so dovolile ekonomski politiki, da se bolj svobodno sooča z visoko mobilnostjo kapitala. Na primer Češka in Madžarska sta že v letih 1995 in 1996 prevzeli fleksibilnejše sisteme deviznega tečaja in se tako prilagodili popolni liberalizaciji trgovine in konvertibilnemu tekočemu računu plačilne bilance.

Čeprav je BDP med stabilizacijo v vseh tranzicijskih državah padel, se je izkazalo, da je bila makroekonomska stabilizacija predpogoj ponovne gospodarske rasti. Prav tako se je izkazalo, da obstoj tržnih institucij ni nujen za uspešno znižanje inflacije. Makroekonomska stabilnost je namreč konsistentna tudi z netržnimi institucijami, v dokaz pa so izkušnje Češkoslovaške še pred samo tranzicijo ter Estonija in Latvija v času tranzicije. Pomembna je bodisi direktna (skozi strukturne reforme) bodisi indirektna (skozi dohodkovno politiko) poostreitev državnih proračunskih omejitev, kontrola nad državnim proračunom in uveljavitev močnega nominalnega sidra (Sahay, Vegh, 1995).

Calvo in Mishkin (2003) trdita, da je imela izbira sistema deviznega tečaja manjši vpliv na makroekonomske spremenljivke v primerjavi s samo kvaliteto fiskalnih, monetarnih in finančnih institucij. V kolikor je dosežen političen konsenz, potem trden institucionalni okvir prispeva k disciplini makroekonomskih politik, predvsem javnih financ.

## **2.2 Makroekonomski preobrti**

Do konca leta 1995 je večina držav Srednje in Vzhodne Evrope prebrodila tranzicijsko depresijo. Povprečna tehtana gospodarska rast je bila v letu 1995 5,5% in le Makedoniji ni uspelo doseči niti enega leta pozitivne gospodarske rasti. Tudi letna stopnja inflacije je bila v vseh državah nižja od 40%. Nasprotno države bivše SZ pozitivne gospodarske rasti niso beležile vse do leta 1996, pa tudi inflacija je prišla bolj ali manj pod kontrolo šele v tem letu. Ekonomisti so napovedovali, da bodo države bivše SZ sledile srednje-vzhodno evropskim s triletnim zamikom, upoštevajoč kasnejši začetek tranzicije, predvsem pa makroekonomske stabilizacije. Napoved je bila izrečena v letu 1997, ko je Rusija ravno začela dosegati pozitivno stopnjo gospodarske rasti.

Po tako optimističnih napovedih sredi devetdesetih let pa so kmalu nastopili makroekonomski preobrati v kar nekaj tranzicijskih državah. BDP je ponovno padel ravno po tem, ko je začel rasti, inflacija pa se je vrnila v dve državi bivše SZ - Rusijo in Ukrajino. Bistvena ugotovitev, ki je sledila, je bila, da je za krizo odgovorna makroekonomska politika in počasne strukturne spremembe, pomembno vlogo pa so odigrali tudi posamezni zunanji dejavniki.

Makroekonomski preobrat definiramo kot leto negativne stopnje rasti BDP, ki sledi vsaj enem letu pozitivne rasti. Po tej definiciji je bila Bolgarija prva izmed vzhodnih držav, ki se je leta 1996 znašla v krizi. Sledili sta ji Albanija in Romunija leta 1997 in Češka 1998. Med državami bivše SZ so se v krizi znašli v letu 1998 Kazahstan, Moldavija in Rusija. Makroekonomski preobrat po drugi strani opredeljuje tudi visoka rast inflacijske stopnje. Če se je inflacija zvišala za več kot 20 odstotnih točk (ali preseгла 30% kot mejo zmerne inflacije), lahko govorimo o makroekonomskem preobratu. Slednje se je zgodilo v Albaniji, Bolgariji in Romuniji, med državami bivše SZ pa v Belorusiji in Rusiji leta 1998. Preobrati tako v BDP kot inflaciji so medsebojno povezani.

Makroekonomski preobrati naj bi bili v glavnem posledica notranjih problemov in so navadno kombinacija naraščajočih makroekonomskih nestabilnosti in pomanjkanja strukturnih reform. Podrobnosti se med državami sicer razlikujejo, vendar pa vseeno lahko najdemo nekaj podobnosti. Predvsem gre za počasno prestrukturiranje podjetniškega in bančnega sistema, ki sta še vedno delovala v pogojih mehkih proračunskih omejitev.

Tudi sam učinek kriz na politiko držav je različen. Nekatere so krizo dojele kot opozorilo in sprejele strožjo politiko. Bolgarija in Albanija sta pospešili privatizacijo ter prestrukturiranje podjetniškega in bančnega sektorja. Nekatere pa so učinke krize skušale zgolj omiliti, obdolžile že uveljavljene reforme ter jih ponovno spremenile. Rusija je uvedla začasne cenovne in trgovinske omejitve. Češka in Romunija pa sta po dolgem obdobju oklevanja le sprejeli pravo pot.

Med druge razloge makroekonomskih preobratov štejemo zunanje šoke. Domači problemi so se namreč pomešali z zunanjimi šoki. Kriza v Rusiji je bila sicer posledica domačih problemov, vendar pa je nanjo vplival tudi umik investicij iz nastajajočih trgov kot posledica vzhodno-azijske krize v drugi polovici 1997 in zvišanja cen nafte leta 1998. Podobno je potem ruska kriza negativno vplivala na preobrate v Kazahstanu in Moldaviji. Z nekaj izjemami so dokazi, da kriza vodi v višjo inflacijo, omejeni, vendar pa je makroekonomska nestabilnost povzročila pritiske na stabilizacijske programe številnih držav.

Narejene so bile številne študije o makroekonomskih spremenljivkah, ki bi bili dobri pokazatelji kriz v prihodnosti. Države naj bi kazale kar nekaj znakov prihajajoče krize.

Predvsem gre za velikost deficita tekočega računa in proračunskega primanjkljaja, razmerje med zunanjim dolgom in izvozom, med zunanjim dolgom in BDP, med kratkoročnim tujim dolgom in deviznimi rezervami itd.<sup>8</sup> V nadaljevanju so opisani posamezni primeri makroekonomskih preobratov.

### **2.2.1 Albanija - piramida**

Močna recesija v Albaniji leta 1997 ni bila posledica makroekonomske nestabilnosti, pač pa je bila posledica pomanjkanja potrebnih tržnih institucij, predvsem urejenega bančnega sektorja. Zaradi krize je bilo zaupanje v domači bančni sektor zelo majhno. Privatno varčevanje, predvsem varčevanje emigrantov, pa je bilo večkrat naivno naloženo v organizirane potegavščine – piramide. Njihov neizogiben polom v letu 1997 je povzročil vsestransko anarhijo in začasne socialne nemire. Izkušnja Albanije je v več pogledih edinstvena, vendar pa poudarja, kako ima lahko neuspešno vključevanje bistvenih reform v finančnem sektorju velikanske posledice na ekonomijo v realnem sektorju.

### **2.2.2 Bolgarija - mehke proračunske omejitve in slaba posojila**

Na krizo v Bolgariji leta 1996/97 sta vplivala dva faktorja. Državno vodena nerentabilna podjetja je bančni sektor financiral število let, kar je počasi pripeljalo do velike in prikrite izgube v bančnem sektorju. Pravzaprav je država uporabljala bančni sistem za blaženje omejitev proračunske porabe v poslovnem sektorju. Ko pa se je v letu 1995 zmanjšala likvidnost, kot posledica poskusa upočasnitve inflacije, je zaupanje v bančni sektor izginilo. Obenem je prekomerno izdajanje denarja pripeljalo do velikih izgub v mednarodnih rezervah. Neprilagojena podjetja in vse večje izgube v bančnem sektorju so povzročile razpad in zmanjšano zaupanje v bančni sektor, kar pa je vodilo v veliko gospodarsko kontrakcijo v letih 1996 (-9,4% rast BDP) in 1997 (-5,6% rast BDP). V tem letu je Bolgarija vpeljala valutni odbor, s katerim je inflacijo nad 1000% v letu 1997 uspelo zmanjšati na 19% v letu 1998 in v naslednjih letih pod 10%.

### **2.2.3 Češka - ponudba ni sledila povpraševanju**

Sredi devetdesetih je Češka veljala za eno izmed najuspešnejših tranzicijskih držav s pozitivno rastjo v letu 1993, povečevanjem le-te v letu 1995 in zelo nizko brezposelnostjo. Vendar pa so se v letu 1995 začela pojavljati vse večja neravnotežja na fiskalnem področju

---

<sup>8</sup> Več o tem v Transition Report 1999, EBRD.



in v tekočem računu, ker ponudbena stran gospodarstva ni sledila vse večjemu povpraševanju. Neprilagojen poslovni sektor, ki ni sledil ne strukturnim reformam ne inovacijam, ki so ga poleg tega bremenile tudi vse višje plače, je izgubljal svojo konkurenčnost. Posledica tega je bilo vse manjše zaupanje v politiko deviznega tečaja, ki ga je morala Češka CB spomladi leta 1997 tudi spremeniti. Od takrat je Češka CB poostrila regulacije na področju poslovnih bank, kar je posledično pomenilo vse večje omejitve porabe v poslovnem sektorju. To je pripeljalo do številnih stečajev, padca v BDP (-1% rast BDP v letih 1997 in 1998) in desetletje za ostalimi državami CEE tudi rastoče brezposelnosti.

#### **2.2.4 Romunija - proračunske subvencije, proračunski primanjkljaj in slaba posojila**

Prav tako kot Bolgarija je tudi Romunija kljub tranziciji in z njo povezani makroekonomski stabilizaciji ohranila politiko sproščene proračunske porabe (soft budget constraints) v poslovnem sektorju, tako v obliki subvencij kot tudi v obliki slabih posojil bančnega sistema. Ta politika je v letih 1994 do 1996 povzročila povečanje domačega povpraševanja, vendar pa je to povečanje spremljal pretiran uvoz, slab izvoz in vse višja inflacija. Leta 1997 se je zunanje financiranje omejilo in z vse večjo politično nestabilnostjo, se je romunska vlada morala spoprijeti s stabilizacijskim programom. Ta je sicer zmanjšal inflacijo, ki je v letu 1997 znašala kar 155%. Inflacija je v Romuniji ostala nad 30% letno stopnjo vse do leta 2001. BDP, ki je po štirih letih pozitivne gospodarske rasti zopet v letu 1997 padel in je padal še nadaljnja tri leta. Romunija, ki je tako v letu 2004 zabeležila 8,3% gospodarsko rast, je šele v taistem letu dosegla nivo BDP iz leta 1989.

#### **2.2.5 Rusija - politična nestabilnost, ustavljene davčne reforme in slab bančni sistem**

Razlog v padcu ruskega finančnega trga avgusta leta 1998 je treba iskati v slabi ruski fiskalni poziciji, ki sta jo poslabšala še slab poslovni in bančni sektor. Kljub stabilizacijskemu programu iz leta 1995/96, ki je nekoliko znižal inflacijo, ta ni uspel omiliti makroekonomske nestabilnosti, ki sta jo poglabljala kronično slab davčni sistem in velik fiskalni primanjkljaj. Vlada je primanjkljaje financirala z zadolževanjem na novo nastalem trgu državnih obveznic in na mednarodnih kapitalskih trgih. Vendar pa ji obenem ni uspelo vzpostaviti fiskalnega ravnotežja. Podjetja so bila še naprej subvencionirana, tako da ni obstajalo nikakršnega razloga za njihovo prestrukturiranje in s tem je ruska vlada pri življenju ohranjala povsem nerentabilna podjetja. V istem letu so se zaradi padca cen nafte in ostalega blaga zmanjšali tudi davčni prihodki. Špekulativni kratkoročni kapital se je

umaknil, podobno kot se je zgodilo tudi v Aziji. Kriza v Rusiji se je razmahnila avgusta 1998, potem ko ruski vladi ni več uspelo zmanjšati zadolženosti v tujini. Po letu 1998, ko je bila stopnja rasti  $-5,3\%$ , si je Rusija opomogla in že v letu 1999 in predvsem po letu 2000 začela dosegati visoke pozitivne stopnje gospodarske rasti. Znižala se je stopnja inflacije, občutno se je zmanjšal proračunski primanjkljaj in pozitivni tokovi kapitala so se vrnili. Kljub temu konec leta 2004 Rusija še vedno ni dosegla nivoja BDP iz leta 1989.

### 3 MONETARNA POLITIKA

Dezinflacija je v tranzicijskih državah odraz odločne monetarne politike, ki je ustavila presežno rast denarja ter brez večjih stroškov BDP dosegla nizke stopnje inflacije in potrebno kredibilnost (Cottarelli, Doyle, 1999). V državah z višjo stopnjo inflacije se je negotovost inflacijskih pričakovanj odrazila v krajšanju pogodbenih rokov plačil, kar pomeni, da so se agregatne cene oblikovale v skladu s pričakovanji na kratek rok. Ta fleksibilnost je med dezinflacijo zmanjšala stroške BDP. V teh primerih je bilo bolj pomembno, da se je monetarna politika osredotočila na vire inflacije kot pa na dosego kredibilnosti. Kjer pa je bila inflacija zmernejša in je bila dolžina pogodb nespremenjena, so se inflacijska pričakovanja obdržala dlje, sama kredibilnost politike pa je imela odločilnejšo vlogo.

V tranzicijskih državah so bili pogoji za dezinflacijo ugodni. Inflacija ni bila dolgoletna, omejena je bila indeksacija, finančni sistem je bil bolj odporen na šoke, kot so sprva predvidevali, pa tudi sama ekonomska politika je podprla dezinflacijo. Tudi cenovna liberalizacija, ki je sprožila začetni porast cen, je podprla dezinflacijo.

Kjer ti pogoji niso bili izpolnjeni, je bila dezinflacija počasnejša. Tako je bil problem indeksacije še zlasti pereč na Poljskem in v Sloveniji, Madžarska pa je bila soočena z vztrajno inflacijo podedovano še iz 80. let. Nerešeni finančni problemi so obrnili inflacijo v Bolgariji in Albaniji, počasno administrativno prilagajanje cen pa je bilo prisotno predvsem v Moldaviji in Ukrajini.

**(1) Indeksacija za nazaj** pomeni prilagajanje nominalnih plač cenam preteklega obdobja. Slednje dvigne stroške dezinflacije in zmanjša njeno kredibilnost. Formalna indeksacija je bila v tranzicijskih državah bolj izjema kot pravilo, kar pomeni, da inflacija, čeprav je bila visoka, ni bila tako dolgotrajna, da bi se uspela zakoreniniti. Čeprav so se plače in cene v visoko inflacijskih državah ves čas prilagajale, je le šest držav od 25 uporabljalo indeksacijo za nazaj. Ena od teh je bila Hrvaška, ki pa je že na začetku stabilizacijskega programa indeksacijo ukinila. Ponekod so bile cene produkcijskih faktorjev in cene dobrin celo de facto indeksirane z deviznim tečajem, tako da je stabilizacija deviznega tečaja za

seboj potegnila še stabilizacijo cen (Bolgarija) (Cottarelli, Doyle, 1999). Poljska in Slovenija, kjer je bila indeksacija vztrajnejša, sta imeli zmerno inflacijo prisotno dlje kot pa bi jo sicer lahko imeli, če bi z indeksacijo prenehali že prej.

**(2) Finančni sistem** tranzicijskih držav je bil na začetku tranzicije kritično šibak. Banke niso bile pripravljene na tujo konkurenco, prav tako pa so države šele začele uvajati dvostopenjski bančni sistem in vso potrebno zakonodajo. Prestrukturiranje, ki naj bi odpravilo omenjene probleme, bi podprlo dezinflacijo z učinkovitostjo in konkurenčnostjo finančnega sistema, po drugi strani pa je obstajala možnost, da bi dezinflacija ogrozila že tako šibak finančni sistem. Slednje je vse skupaj nekoliko zapletlo, saj bi zahteve po fiskalni pomoči poslabšale stanje proračuna, pomoč s strani centralne banke pa bi spodkopala monetarno politiko.

Dezinflacijo je redko spremljalo istočasno prestrukturiranje finančnega sektorja. Le Makedonija in Slovenija sta oboje izvedli istočasno, pa še v teh dveh primerih so sprejeti ukrepi bolj začeli, kot pa resnično dokončali zastavljeno nalogo. Zakaj torej finančna šibkost ni spodkopala monetarne kontrole in kredibilnosti dezinflacije? V večini visoko inflacijskih držav se je finančni sistem še pred samo dezinflacijo realno močno skrčil zaradi negativnih realnih obrestnih mer. V Gruziji in Moldaviji je v letu 1994 M2 predstavljal 3 in 12% BDP, v Baltskih državah, Rusiji in drugih državah bivše SZ pa je bil bančni sistem leta 1999 še vedno dvakrat manjši kot v državah OECD (Cottarelli, Doyle, 1999). Bančni sistem, ki je sicer profitiral s transakcijami zaradi visoko inflacijskega okolja, na srečo ni bil ogrožen z dezinflacijo, saj inflacijski dobički niso bili kritični vir prihodkov za posamezne banke. Hitra dezinflacija in ohranitev bančnih obrestnih marž je preprečila, da bi se šibkost finančnega sektorja poglobila.

Seveda ne smemo reči, da finančna nestabilnost ni imela nikakršne vloge, ali pa da ni in ne bo prinesla nobenega problema. Med dezinflacijo na Češkem in v Baltskih državah je prišlo do bančnih kriz in večina držav je morala dokapitalizirati banke, raje z izdajo obveznic kot pa s tiskanjem denarja, da so se izognili inflacijskim pritiskom. Estonija se je leta 1993 celo odločila, da banke ali prestrukturira ali pa zapre, raje kot pa da jih rekapitalizira.

Poleg neposrednih povezav med finančno šibkostjo in dezinflacijo so pomembne tudi posredne. Na Češkem je kombinacija bančnih neučinkovitosti, očitna iz velikih obrestnih marž, skupaj z zaupanjem v valuto, povzročila velike pritoke kapitala sredi devetdesetih. V tem primeru je finančna šibkost neposredno podkrepila inflacijske pritiske.

Finančni sistem tranzicijskih držav je še vedno šibak, kar pomeni, da lahko v prihodnosti zahteva proračunska sredstva in refinanciranje s strani centralne banke. Vloga finančnega sektorja, da prispeva k fleksibilnosti in učinkovitosti celotnega gospodarstva, tako še ni

izpolnjena. Primera Bolgarije in Albanije pokazeta, da lahko neuspešen finančni sektor preživi zelo dolgo, vendar pa končno propade in to ne brez posledic za makroekonomsko stabilnost.

15 let tranzicije je pokazalo, da je razvoj tržnih institucij, privatnega podjetniškega sektorja in tudi finančnega sistema sledil procesu liberalizacije in privatizacije. Ravno za leti 2003 in 2004 EBRD ocenjuje, da je bil razvoj in napredek reform največji ravno na področju finančnega sektorja. Povečal se je obseg domačih kreditov privatnemu sektorju in povečala se je konkurenčnost bank. V tem obdobju so se v regiji pospešeno razvili razni finančni instrumenti in institucije, kot so zavarovanja depozitov in zavarovanje transakcij, ocenjevanje kreditnih sposobnosti in bonitet, poglobil se je trg obveznic in ustanovili številni pokojninski skladi. Finančno poglobljanje, ki je pozitivno povezano z gospodarsko rastjo, ima v tranzicijskih državah še prostora za svoj še večji pozitivni vpliv. Podjetniške raziskave namreč še vedno navajajo, da je omejen dostop do finančnih virov še vedno glavna ovira sklepanju novih poslov. Neodvisnost centralnih bank še vedno ni popolna, prav tako pa še ni povsod učinkovita njena nadzorna funkcija. Ob tako hitri ekspanziji potrošniških kreditov morajo banke paziti na vsebino svojih portfeljev in izpostavljenost.

(3) Na kredibilnost dezinflacije v tranzicijskih državah so imele pomemben vpliv tudi podedovane **socialne in politične značilnosti**. S propadom bivših ekonomskih interesnih skupin se je namreč odprla pot tako dezinflaciji kot tudi vsem drugim reformam. Slednje se ni zgodilo v državah bivše SZ (izjema so Baltske države), kar delno razloži zaostajanje dezinflacije, pa tudi v nekaterih državah Centralne in Vzhodne Evrope, in sicer v Bolgariji in Romuniji, se je izkazalo kot nemogoče zbrati dovolj politične podpore za implementacijo dezinflacije. Predvsem so zaviralno delovale koalicije različnih političnih interesov.

Bruno (1991) ugotavlja, da se ravnotežje v visoko inflacijski državi lahko doseže, ko se interesne skupine ne morejo zediniti, kdo bo nosil stroške prilagajanja. V nekaterih primerih pa imajo interesne skupine celo neposredni interes za inflacijo, zlasti če imajo privilegiran dostop do proračunskih sredstev ali transferjev, ki jih le-ta generira. Politična nestabilnost in vojna sta odigrali pomembno vlogo pri zaviranju dezinflacije v Armeniji, na Hrvaškem, Gruziji in Tadžikistanu. Tudi sam nesporazum med centralno banko in vlado o pravilni politiki ter razlikovanje mnenj o viru inflacije (mnenje, da so inflacijo povzročile špekulacije in ne finančni sektor) je v Belorusiji, Bolgariji, Tadžikistanu, Turkmenistanu, Uzbekistanu in Ukrajini predstavljal dodaten faktor zaostajanja dezinflacije.

Do sredine devetdesetih je vsem postalo jasno, da je inflacija monetarni fenomen, ki ga spodbudi fiskalni in/ali kvazi-proračunski primanjkljaj. Istočasno je postal strošek inflacije

za upokojece, ki je najbolj ranljiva socialna skupina, prevelik<sup>9</sup>. Slednje je končno sbodbudilo stabilizacijo in okrepilo tudi kredibilnost vpeljanih dezinflacijskih programov.

(4) Dezinflacijo je v določeni meri dodatno zapletla tudi sama **cenovna liberalizacija**. Relativne cene so bile daleč od konkurenčnega ravnotežja, pri tem pa je bilo kar nekaj cen monopolnih. Cenovni šoki so predstavljali vir inflacijskih pritiskov, zlasti ker so cene navzdol rigidne. Pred samo tranzicijo so bile nekatere dobrine močno podcenjene, druge pa precenjene. Prvim so cene hitro narasle, drugim pa niso padle ter so bile tako realno prilagojene preko inflacije. Vloga cenovne liberalizacije je bila za inflacijo zelo pomembna le v začetni fazi tranzicije, sedaj pa počasi blede, ni pa še izginila. Razlog za vse manjši vpliv cenovne liberalizacije na inflacijo najdemo v hitri prilagoditvi relativnih cen, ki je delno posledica tudi omejene indeksacije cen v večini držav. Ključni inflacijski pritiski izvirajo iz še nedokončanega prilagajanja administrativnih cen.<sup>10</sup>

Končno naj še dodamo, da obstajajo dokazi, da je po začetnem vplivu na inflacijo cenovna liberalizacija pomagala inflacijo zmanjšati (Fischer, Sahay, Vegh, 1996). Tiste države, ki so administrativne cene prilagajale bolj počasi preko subvencij ali cenovnih kontrol, na primer Moldavija, so se namreč soočale z večjimi proračunskimi primanjkljaji ali kvazi primanjkljaji. Po drugi strani pa vemo da je cenovna liberalizacija izboljšala fleksibilnost ponudbene strani gospodarstva.

Danes se monetarna politika tranzicijskih držav po skupinah držav razlikuje. Pred velikim novim izzivom je predvsem tista v državah članicah EU, ki jih v prihodnosti čaka prevzem evra. Odgovori na vprašanja,

- (1) ali bodo dolgoročne koristi, kot so višja gospodarska rast, večji obseg mednarodne trgovine in disciplina ekonomskih politik, večje kot stroški povezani z izgubo monetarne politike kot stabilizacijskega inštrumenta,
- (2) ali bodo možne spremembe v smeri bolj fleksibilnega trga dela, fleksibilnih cen in fiskalne politike, ki bodo odločilne za absorpcijo asimetričnih šokov in
- (3) kako dolgo bo trajalo, da bodo makroekonomske politike tako kredibilne in učinkovite, da bodo sledile maastrichtskim kriterijem,

bodo odločili, kdaj in kako bodo te države prevzele evro.

---

<sup>9</sup> Dokazano je bilo, da je visoka inflacija povečala ekonomsko neenakost in da je zaradi inflacije v 11 tranzicijskih državah realna pokojnina padla (Transition Report 1999, EBRD).

<sup>10</sup> Vpliv administrativnih cen na inflacijo je odvisen od deleža administrativnih cen v CPI, kako nizko so pod tržno ceno in od odzivnosti ostalih cen na njihove spremembe. V večini primerov je delež administrativnih cen v CPI majhen, vendar morda podcenjen, če uteži niso bile prilagojene spremembam administrativnih cen. V le nekaj primerih bi sprostitev vseh še kontroliranih administrativnih cen dodala 10 odstotnih točk indeksu CPI. Vendarle pa slednji podatek ne upošteva odzivnosti preostalih cen na spremembe v administrativnih cenah in stopnje monetarnega prilagajanja. V državah, kjer je kredibilnost oblasti majhna, bi bilo lahko zvišanje administrativnih cen znak za naraščajočo inflacijo, kar bi vodilo v paralelno zvišanje vseh cen.

## 4 FISKALNA POLITIKA

Začetno fazo tranzicije je spremljalo fiskalno neravnotežje praktično v vseh tranzicijskih državah. Prihodki so bili vse manjši, državna potrošnja pa je ostala nespremenjena. Trg državnih obveznic še ni obstajal, dostop do tujih finančnih trgov pa je bil omejen. Naraščajoči primanjkljaj je bilo potrebno monetizirati, saj je bil vir direktnega financiranja s strani bančnega sistema izčrpan. Med državami bivše SZ jih je kar 7 od 15 imelo v letu 1993, ko je bila inflacija na višku, seignorage v višini 10% BDP (Ghosh, 1997).

Razvoj novih finančnih instrumentov in fiskalna konsolidacija sta bila bistvena elementa za kasnejšo dezinflacijo. Prvi je zmanjšal zahteve po monetizaciji, drugi pa je zmanjšal hitro rastoče razmerje med javnim dolgom in BDP. Vse skupaj je zmanjšalo inflacijska pričakovanja (Cottarelli, Doyle, 1999).

Do leta 1997 je večina tranzicijskih držav (razen Estonije, Tadžikistana, Makedonije) uvedla trg zakladnih menic, pri čemer so bile med zadnjimi države bivše SZ, ki so trg zakladnih menic uvedle v obdobju od 1995 do 1996. V naprednejših tranzicijskih državah (Češka, Poljska in Madžarska) so primarni trgi državnih obveznic bolj razviti kot sekundarni, medtem ko države bivše SZ pri tem nekoliko zaostajajo. Proračunski primanjkljaji so danes v večini tranzicijskih držav v precejšnji meri financirani z izdajo državnih obveznic.

Javne finance so si opomogle v obdobju od 1993 do 1997. Povprečno razmerje med primanjkljajem in BDP je padlo iz 11,5% v letu 1992 na 4,1% v letu 1997 in na 2,1% v letu 2004, pri čemer je bil padec večji v državah bivše SZ kot v Srednji in Vzhodni Evropi. Tudi kvazi-proračunski primanjkljaji so se zmanjšali.

Finančna konsolidacija je bila tesno povezana z zmanjšanjem inflacije med leti 1993 – 97. Cottarelli in Doyle (1999) nanizata pet značilnosti finančne konsolidacije tranzicijskih držav: (1) bistvo večine stabilizacijskih programov je bila precejšnja fiskalna omejitev z vzporedno restriktivno monetarno politiko glede kreditiranja države, (2) fiskalno prilagajanje je bilo potrebno predvsem na strani odhodkov, (3) v primeru, da fiskalno prilagajanje ni sledilo stabilizaciji, je bila fiskalna pozicija že prej dovolj močna, (4) stabilizacija ni zahtevala solventne fiskalne politike in (5) povezava med fiskalnim zaostrovanjem in dezinflacijo je slabša v državah z zmerno inflacijo.

Fiskalno prilagajanje je povezano s padcem inflacije v 13 od 20 stabilizacijskih programih v letih od 1993 do 1997. V primerih Bolgarije<sup>11</sup> in Litve je bilo opazno močno zmanjšanje

---

<sup>11</sup> Gre za drugo stabilizacijo leta 1997, prva stabilizacija leta 1992 je bila neuspešna.

kvazi fiskalnih izgub. Slednje so bile v Bolgariji posledica mehkih proračunskih omejitev v finančnem pa tudi ne-finančnem sektorju, ki so bile s prvim stabilizacijskim programom leta 1992 sicer ukinjene, a so se kasneje vrnila in preobrnila doseženo dezinflacijo. V letu 1997 se je Bolgarija zato lotila novega stabilizacijskega programa. V Litvi so bili kvazi-proračunski primanjkljaji posledica umika iz valutnega območja rublja in arbitraže medrepubliških računov. Za kvazi-proračunske primanjkljaje, predvsem v obliki usmerjenih kreditov, je značilno, da so se zmanjšali v državah, ki so obenem zmanjšale splošne proračunske primanjkljaje. Slednje velja predvsem za države bivše SZ (na primer Kazahstan).

Fiskalna konsolidacija je močno zmanjšala in zajezila obseg kreditov, ki so jih centralne banke izdajale vladam. V kar 20 stabilizacijskih programih je povprečen tok kreditov s strani centralne banke državi padel z 10,6% BDP v letu 1992 na 0,7% BDP v letu 1997, s tem pa se je zmanjšala tudi stopnja rasti denarne baze.

V skoraj vseh primerih stabilizacije je fiskalno prilagajanje v obdobju do leta 1998 potekalo preko zmanjševanja državnih izdatkov. Razmerje med prihodki in BDP pa je na Hrvaškem in Uzbekistanu močno zraslo, pa še to v Uzbekistanu le začasno. V Makedoniji je po začetnem porastu to razmerje začelo padati, enako pa velja tudi za izdatke. V Armeniji, Azerbajdžanu, Belorusiji, Kirgizistanu, Rusiji in Ukrajini je prihodek upadel v času dezinflacije. Prevlada prilagajanja na strani izdatkov in ne na strani prihodkov pri odpravljanju fiskalnega neravnotežja je pomagala dezinflaciji. Prilagajanje na strani prihodkov s povišanimi davčnimi stopnjami bi lahko povzročilo zvišanje ravni cen, predvsem ko gre za zvišanje neposrednih davkov (Cottarelli, Doyle, 1999). Kot je iz spodnje tabele razvidno, pokaže primerjava državnih prihodkov v razmerju do BDP, da so se le-ti v letih od 1998 do 2003 v državah Srednje, Vzhodne in Južne Evrope v povprečju zmanjšali, povečali pa so se v državah bivše SZ.

Tabela 2: FISKALNI KAZALCI (V % BDP)

Država	Skupni prihodki države		Proračunski primanjkljaj		Državni dolg	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003
<b>Srednjeevropske in baltske države</b>	<b>38,2</b>	<b>37,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>24,9</b>	<b>31,6</b>
Češka	36,1	38,5	-4,2	-13,0	13,2	37,1
Estonija	37,7	38,5	-0,4	3,1	6,0	5,8
Madžarska	44,2	39,5	-8,0	-6,1	61,9	57,3
Latvija	39,5	33,7	-0,7	-1,6	10,6	15,6
Litva	31,6	28,2	-3,0	-1,7	16,5	21,9
Poljska	39,5	37,9	-2,3	-4,2	39,9	43,1
Slovaška	36,8	37,4	-5,0	-3,6	28,6	42,8
Slovenija	40,3	46,2	-2,2	-2,0	22,2	29,3
<b>Jugovzhodne evropske države</b>	<b>n.p.</b>	<b>36,6</b>	<b>n.p.</b>	<b>-2,8</b>	<b>n.p.</b>	<b>35,0</b>
Albanija	22,5	22,0	-12,0	-4,5	75,9	56,8
Bosna in Hercegovina	56,7	46,7	-5,2	-0,2	np	86,3
Bolgarija	38,0	37,9	1,0	-0,4	95,6	47,1
Hrvaška	45,6	44,2	-1,0	-6,3	38,8	57,5
Makedonija	33,3	33,1	-1,7	-1,6	52,0	47,1
Romunija	27,9	30,0	-5,0	-2,4	27,6	27,0
Srbija in Črna gora	np	42,6	np	-4,2	np	79,6
<b>Države bivše SZ</b>	<b>25,78</b>	<b>28,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>49,9</b>	<b>41,9</b>
Armenija	20,7	17,8	-4,9	-1,1	41,6	38,0
Azerbajdžan	19,6	27,7	-3,9	-2,3	14,9	24,5
Belorusija	44,4	44,7	-1,0	-1,4	11,5	10,5
Gruzija	13,7	16,4	-5,4	-2,9	58,2	62
Kazahstan	18,0	23,0	-8,0	-1,0	22,4	15,5
Kirgizistan	24,4	22,2	-9,5	-5,0	110,7	102,6
Moldavija	33,1	30,4	-6,5	0,1	95,5	62,2
Rusija	34,3	36,6	-8,2	1,1	81,9	32,4
Tadžikistan	11,2	17,2	-3,8	0,9	62,2	64,8
Turkmenistan	22,0	24,5	-2,6	-1,8	np	np
Ukrajina	35,6	36,7	-2,8	-0,7	37,6	29,3
Uzbekistan	31,1	39,3	-3,3	-0,6	12,7	19,1

Vir: Transition Report 2004, EBRD



V nekaterih primerih izboljšana fiskalna pozicija ni bila povezana s stabilizacijo. Estonija, Latvija in Turkmenistan so imeli že pred samo stabilizacijo močno fiskalno pozicijo, zato je vzroke za vztrajno inflacijo iskati drugje. V Estoniji je bila inflacija do leta 1992 povezana z obnašanjem cen v Rusiji. Po uvedbi samostojne valute je inflacija hitro padla, vendar pa podobno kot v Latviji vezani devizni tečaj kljub trdni fiskalni poziciji ni bil dovolj za zaustavitev inflacije. V Turkmenistanu so vzroki vztrajne inflacije bolj nejasni. Lahko je posledica naraščajočega uvoza vse do leta 1997, ko je centralna banka prodajala devize, da bi ublažila pomanjkanje. V Tadžikistanu pa je bila vztrajna inflacija med leti 1996-98 posledica politične nestabilnosti in državljanske vojne.

Edini državi, ki jima je uspelo ob fiskalnem neravnotežju in velikih kvazi-proračunskih primanjkljajih stabilizirati inflacijo, sta bili Romunija in Kirgizistan. Uspehi Romunije so se kasneje preobrnil, v Kirgizistanu pa so bile leta 1995 volitve in nova pozicija je zahtevala fiskalno disciplino. Inflacijski pritiski v obdobju pred in po letu 1995 so bili manjši, kot bi jih lahko pričakovali glede na obstoječe fiskalno neravnotežje (proračunski primanjkljaj v letu 1995 je znašal 17,3% BDP). Razlog zakaj so bili inflacijski pritiski pod pričakovanimi, so od zunaj financirani državni investicijski programi. Ves čas dezinflacije (z izjemo leta 1995) je namreč domače financiranje primanjkljaja ostalo na višini okoli ali pod 2,5% BDP in se je počasi preusmerilo s centralne banke na druge vire domačega financiranja. Tako kot tudi pri drugih dezinflacijah je bila le-ta tudi v Kirgizistanu v bistvu podprta s trdno fiskalno pozicijo.

Kljub prepričanju, da stabilizacija zahteva fiskalno solventnost, se slednje ni izkazalo za nujno potrebno.<sup>12</sup>

Povezava med dezinflacijo in fiskalnim prilagajanjem je bolj nejasna v primerih zmerne inflacije. Na Češkem je zmerne inflacija kljub izboljševanju fiskalne pozicije v letih od 1993 do 1996 ostala. Nasprotno je v Sloveniji v letih 1993 – 97, na Slovaškem v letih 1994 – 96 in Poljskem v letih 1993 – 97 inflacija padla, ne da bi se izboljšala fiskalna pozicija. Za te države velja, da so bile zaradi razvitega trga državnih obveznic hitre pri sprejemanju reform, kar je zmanjšalo inflacijska pričakovanja. Enako se je zgodilo v letih 1993 – 94 na

---

<sup>12</sup> Enačbe povezane s fiskalno solventnostjo določajo minimalno primarno ravnotežje, ki je potrebno, da se izognemo eksplozivnemu porastu razmerja med dolgom in BDP. Razmerje je določeno z začetnim dolgom, gospodarsko rastjo in obrestno mero. Po standardih je bila fiskalna pozicija med stabilizacijo v letu 1997 še vedno nesolventna (Cottarelli, Doyle, 1999). Vendar pa so preproste predpostavke, ki so okvir enačbe, nekoliko neustrezne za tranzicijske države. Slednje imajo namreč velik potencial hitre rasti produktivnosti, kar izboljša primarno ravnotežje, prav tako pa so tranzicijske države uvedle strukturne reforme nujne za vzdržno fiskalno pozicijo, ki sicer še ne delujejo v popolnosti (na primer pokojninske reforme). Tudi samo dejstvo, da so države bivše SZ (brez Rusije) začele tranzicijo z zanemarljivim javnim dolgom, razloži, zakaj standardne enačbo niso najboljše za razlago solventnosti tranzicijskih držav. Na solventnost imajo pozitiven vpliv tudi prejemki iz naslova privatizacije, predvsem takrat, ko privatizacija izboljša produktivnost privatiziranih sredstev.

Madžarskem, ko so veliki primanjkljaji vodili v le majhno povečanje inflacije. Cottarelli in Doyle (1999) trdita, da ko je postala fiskalna pozicija vzdržna, je dezinflacija postala problem koordinacije pričakovanj. V takem okolju lahko fiskalna ekspanzija sproži dvome o njeni vzdržnosti, zato se ji je potrebno izogniti, po drugi strani pa fiskalna kontrakcija ni več nujna.

Povezanost inflacije in fiskalnega deficita v tranzicijskih gospodarstvih so mnogi ekonomisti iskali z analizo regresij (Fischer, Sahay, Vegh, 1996; Cottarelli, 1998). Vsi dokažejo statistično značilno povezavo med inflacijo in fiskalnim deficitom, ki pa je močno odvisna od definicije in ekonometrične specifikacije deficita. Študije pokažejo, da so fiskalne spremenljivke pomembne tudi takrat, ko so sicer kontrolirane druge, kot so na primer devizni tečaj, reforme, neodvisnost centralne banke, indeksacija, spremembe relativnih cen. Ocene kvantitativnega vpliva fiskalnega deficita na inflacijo so majhne. Zmanjšanje deficita glede na BDP za 1 odstotno točko, ko je inflacija npr. 100%, pomeni zmanjšanje inflacije za 5 – 8 odstotnih točk. Učinek je večji pri višji inflaciji in manjši pri nižji. Rezultat je razložen na dva načina. V večini držav dezinflacija pravzaprav ni zahtevala zmanjšanje deficita zaradi že močne fiskalne pozicije, pa tudi zato ne, ker so bili problem tranzicijskih držav pravzaprav kvazi-fiskalni deficiti. Ker rezultati regresije veljajo v povprečju za vse tranzicijske države, je pri tem podcenjen učinek zmanjšanja deficita v državah s fiskalnimi problemi. Rezultati tudi pokažejo, da mora biti fiskalno prilagajanje del programa, ki okrepi kredibilnost dezinflacije preko primernih politik deviznega tečaja in drugih institucionalnih okvirjev (na primer neodvisnost centralne banke). Pri tem je pomemben tudi razvoj trga državnih vrednostnih papirjev, saj Cottarelli (1999) pravi, da je odvisnost inflacije na zmanjšanje deficita večja v državah z razvitim trgom državnih vrednostnih papirjev. Slednje predstavlja tudi kritiko financiranja državnega proračuna s strani centralne banke.

Fiskalna konsolidacija, ki je pomembna za stabilizacijo, bo še naprej ostala pomemben element dezinflacije. V državah z močno fiskalno pozicijo mora biti le-ta ohranjena, saj je inflacija postala problem pričakovanj. Ali bo za nadaljnjo dezinflacijo potrebna restriktivna fiskalna politika, je odvisno od tega, ali je le-ta sposobna zmanjšati pritiske agregatnega povpraševanja (Cottarelli, Doyle, 1999).

Problem, ki je povezan s finančno konsolidacijo in makrostabilnostjo, je vztrajnost davčnih dolgov in pojav barter trgovine, fenomen značilen zlasti za nekatere države bivše SZ. Veliko podjetij se je v posameznih državah bivše SZ zaradi liberalizacije cen in trgovine soočalo z naraščajočimi likvidnostnimi problemi, ker ni bilo povpraševanja. Direktno kreditiranje in subvencioniranje je bilo zmanjšano. Večina podjetij se je, namesto da bi se prestrukturirala, raje zatekla k neplačevanju in barter trgovini. Država, ki je dopustila pojav nedenarnih in zakasnelih plačil davka ter državnih storitev, je torej vzdrževala implicitno subvencioniranje, s tem pa še bolj spodbudila davčno izogibanje in barter trgovino. Slednje

pomeni neuspešno izvajanje strukturnih reform na medsebojno povezanih področjih: prestrukturiranje podjetniškega sektorja, postavitve finančnega sektorja s poudarkom na komerciali in prestrukturiranje javnega sektorja predvsem v smeri davčnih prihodkov (World Economic Outlook, 2000).

#### **4.1 Odzivnost politike in povečanje kredibilnosti**

Tako (1) monetarni okvir, (2) tuje agencije in (3) dohodkovna politika so imele skupen cilj povečati kredibilnost oziroma verodostojnost stabilizacije (Cottarelli, Doyle, 1999).

(1) Presenetljiva značilnost stabilizacijskih programov v letih od 1993 do 1997 je omejena uporaba formalnih monetarnih ciljev, kot sta devizni tečaj in denarna baza. Seveda sta se tako devizni tečaj kot ponudba denarja med programom stabilizirala, vendar pa je objava samih monetarnih ciljev odigrala bolj stransko vlogo. Nobena od držav ni objavila monetarnega cilja (čeprav je kar nekaj programov podprtih s strani IMF vključevalo nakazani cilj ponudbe denarja) in le malo držav je pri stabilizaciji objavilo cilj deviznega tečaja kot bližnji monetarni cilj.

Dejstvo, da monetarni cilji niso bili javno objavljeni (z izjemo pravil direktno vezanih na sistem deviznega tečaja, kot je valutna uprava), je bilo povezano s strukturnimi spremembami in negotovostjo, ki so jo le-te prinesle (Cottarelli, Doyle, 1999). Spremembe, kot so reforma finančnega sektorja, inovacija plačilnega sistema in pojav substitutov bančnim depozitom za gospodinjstva, so bile velike. Povpraševanje po denarju je bilo zato neznanka, pa tudi sama dezinflacija je njegovo nenapovedljivost še povečala. V tem pogledu se je monetarni cilj ponudbe denarja izkazal za neuporabnega v vlogi signala za oblikovanje inflacijskih pričakovanj. Devizni tečaj kot alternativa je bil sprejet v kar nekaj tranzicijskih državah.

Države Srednje in Vzhodne Evrope so se očitno odločile za različne sisteme deviznega tečaja, pri tem pa so se vse soočale z realno apreciacijo in velikimi pritoki kapitala. Pritoki kapitala so za izgradnjo gospodarstva, ki so ga močno prizadele posledice centralno-planskega sistema, zelo pomembni. Vendar pa lahko veliki tokovi kapitala v makroekonomsko nestabilni državi oslabijo zunanjo pozicijo države, kot se je to zgodilo v primeru Rusije.

(2) S stabilizacijo so povezani samostojnost centralne banke in s strani IMF podprti stabilizacijski programi, ki so podprli finančno disciplino in kredibilnost dezinflacijskega procesa. V obdobju od 1993 do 1997 je v večini tranzicijskih držav centralna banka postala pravno samostojna, za bližnji cilj pa si je v večini primerov izbrala stabilnost cen in

določila najvišjo dovoljeno stopnjo kreditiranja države ali pa slednje celo prepovedala (glej Tabela 3).

Cottarelli in Doyle (1999) trdita, da je v državah z bolj neodvisno centralno banko inflacija nižja. Neodvisnost CB na začetku liberalizacije sicer nima velikega vpliva na inflacijo, vendar pa se to spremeni na višjem nivoju liberalizacije.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Ekonomisti IMF so ugotavljali stopnjo neodvisnosti centralnih bank preko kontrole nad monetarnimi instrumenti, statutnega mandata in sposobnosti vlade po razrešitvi guvernerja centralne banke. Na lestvici med 1 in 10 (10 kot maksimum neodvisnosti CB), je bila povprečna ocena za Srednjo in Vzhodno Evropo v letu 1993 4,7, leta 1996 pa 5,3. Povprečje v državah bivše SZ (brez držav z valutnim odborom) se je prav tako izboljšalo iz 4,7 na 8,4 v istem obdobju. Izboljšanje je nato sledilo še v letih 1997 in 1998 v Albaniji, na Madžarskem, Kazahstanu, Kirgizistanu in Poljskem. Po drugi strani pa so v vmesnem obdobju nastali tudi poskusi oslabitve neodvisnosti CB, in sicer na Slovaškem v letu 1997. Res pa je tudi, da pomemben element samostojnosti CB, to je kreditiranje države, ostaja brez omejitev v kar nekaj državah bivše SZ.

Tabela 3: RAZVOJ ZAKONODAJE O CENTRALNI BANKI (CB)

Država	Revizija zakona o CB	Glavni cilj CB	Kreditiranje države Omejevanje CB
Albanija	1998	Stabilnost cen	Procent prihodkov prejšnjega leta
Bolgarija	1997	Valutni odbor	Brez kredita
Češka	1992	Stabilnost valute	5% prihodkov proračuna predhodnega leta
Hrvaška	1992	Stabilnost valute in plačilna likvidnost	5% proračunskih prihodkov, odplačano v letu dni
Madžarska	1996	Notranja in zunanja vrednost valute	Majhna likvidnostna olajšava
Makedonija	1992	Ohraniti vrednost valute	5% proračunskih prihodkov
Poljska	1997	Stabilnost cen	Po ustavi brez kredita
Romunija	1998	Stabilnost cen in valute	7% prihodkov proračuna predhodnega leta
Slovaška	1992	Stabilnost valute	5% prihodkov proračuna predhodnega leta
Slovenija	1991	Stabilnost valute in likvidnost plačil	Petina proračunskega deficita
Armenija	1996	Stabilnost cen	...
Azerbajdžan	1996	Stabilnost cen	Brez omejitev
Belorusija	1995	...	...
Estonija	1992	Valutni odbor	Brez kredita
Gruzija	1995	Stabilnost cen	...
Kazahstan	1997	Notranja in zunanja stabilnost valute	Brez kredita
Kirgizistan	1997	Stabilnost cen	Brez kredita
Latvija	1992	Vezani devizni tečaj	...
Litva	1994	Valutni odbor	Brez kredita
Moldavija	1995	Stabilnost valute	Znesek določen v letnem proračunu
Rusija	1995	Stabilnost cen	...
Tadžikistan	1996	...	...
Turkmenistan	1993	Stabilnost cen	8% normalnih prihodkov proračuna zadnjih treh let
Ukrajina	1997	Monetarna stabilnost	...
Uzbekistan	1995	Stabilnost valute	Brez omejitev

Vir: Cottarelli, Doyle (1999).

Z le tremi izjemami – Slovenija, Hrvaška in Turkmenistan – so bili stabilizacijski programi v letih 1993 – 97 podprti s strani IMF (7 primerov pod okriljem Systemic Transformation

Facility). Tudi v treh državah izjemah so se oblasti redno posvetovale z IMF, ki je imel pomemben vpliv na dezinflacijo, pri tem pa ne vemo, v kolikšni meri je dejansko vplival na oblikovanje pravih ekonomskih politik in pa na samo kredibilnost politik.<sup>14</sup>

(3) Dohodkovna politika v tranzicijskih državah je sicer doprinesla k dezinflaciji, ker pa je bila oblikovana različno, je težko kvantificirati, koliko je dejansko podprla prilagajanje realnih ali nominalnih plač in dezinflacijo. Po državah so se pristopi razlikovali. Belorusija, Estonija, Latvija, Poljska, Romunija in Slovaška so uvedle davek na previsoke plače. Hrvaška, Madžarska, Litva in Makedonija so imele formalno vodeno oblikovanje in kontroliranje plač tako privatnega kot javnega sektorja. Albanija in Moldavija sta za višino plač javnega sektorja določili mejo, s čimer naj bi dali zgled privatnemu sektorju in nanj tudi vplivali. Kar nekaj držav bivše SZ ni uporabilo nobene oblike dohodkovne politike. Tudi v državah, ki so imele že izoblikovano dohodkovno politiko, le-ta ni veljala za bistven faktor dezinflacije. Dohodkovna politika je bila res pomembna le v posameznih državah Srednje in Vzhodne Evrope (Albanija, Bolgarija, Hrvaška in Makedonija).

Dohodkovna politika je bila v procesu tranzicije v glavnem uporabljena za preusmerjanje dohodka, zato je imela v tranzicijskih državah tudi omejen vpliv na inflacijska pričakovanja. Distribucija dohodka se je v tranziciji spremenila. Rast plač je bila pod nivojem inflacije in realne plače so se zmanjšale. Tovrstno prilagajanje je bilo neizogibno in je posledično spodkopalo pomen uporabe dohodkovne politike pri dezinflaciji. Na Madžarskem na primer je v letih 1995-96 restriktivna dohodkovna politika vodila v veliko kontrakcijo realnih plač, vendar pa je inflacija zaradi deprecijacije tečaja in zvišanja administrativnih cen ostala.

Spremenjena distribucija dohodka je oslabilo davčne prihodke zlasti tam, kjer je bilo obdavčenje dohodka dela bolj učinkovito od obdavčenja dohodka, ki ni povezan z delom. Skrb in možna izguba državnega dohodka sta utemeljili dohodkovno politiko. Predvsem na Poljskem so z davkom na presežne plače povečali dohodek v proračunu v letih 1990 in 1991.

Odprto ostaja še vprašanje, v kakšnem zaporedju si morajo slediti za dezinflacijo potrebne strukturne reforme, da so kar najuspešnejše, in kakšna naj bo njihova hitrost? Tudi teoretično vprašanje, ali naj dezinflacija sledi strukturnim reformam ali obratno, je dobilo kar nekaj zagovornikov, ki pravijo, da morajo biti prve strukturne reforme, da zagotovijo kredibilnost same dezinflacije. Blanchard (1998) pravi, da je dezinflacija enostavnejša, kadar gre zgolj za koordiniranje inflacije, ki pa ga ne spremljajo strukturne spremembe v

---

<sup>14</sup> Dezinflacijski programi zahtevajo kredibilnost, ki pa jo zaradi nestabilne hitrosti obračanja denarja, vse večje mobilnosti kapitala in nezaupanja v politične institucije monetarna nominalna sidra in neodvisna centralna banka včasih ne uspejo zagotoviti. Cottarelli in Giannini (1998) trdita, da bi lahko države kredibilnost "uvozile" iz IMF. Programi IMF naj bi svojo tradicionalno vlogo prilagajanja zunanega ravnotežja zamenjali za dezinflacijo.

relativnih cenah in plačah. Szapary (1998) ugotovi, da je ob prisotnosti denarne iluzije potrebno izvesti strukturne spremembe relativnih cen, kot je na primer redistribucija od plač k dobičkom. Berg (1998) ugotavlja, da se mora zaradi drugačnega vpliva inflacije na javni in privatni sektor, le-ta zmanjšati, ko privatni sektor zraste. Kornai (1997) pa poudari, da je obnašanje nereformiranega gospodarstva zelo negotovo, zato morajo biti strukturne reforme pred dezinflacijo. Makroekonomske odločitve med dezinflacijo namreč postanejo bolj predvidljive in stimulirajo sicer med procesom dezinflacije zadušeno gospodarsko rast.

Obstaja tudi nekaj teoretičnih argumentov, ki zagovarjajo nasprotno stališče v primeru zmerne inflacije. Trdijo namreč, da strukturne spremembe trajajo tako dolgo, da lahko odložena dezinflacija utrdi inflacijska pričakovanja. Burton in Fischer (1998) dodata, da bi morala biti izvedba dezinflacije oportunistična. Izkoristiti bi morala ugodne ponudbene šoke in politično odprtost, ne pa čakati na strukturne reforme in druge zelene predpogoje.

V praksi je stabilizacijo Srednje in Vzhodne Evrope spremljal velik obseg strukturnih reform, pri tem pa se ta vzorec ni ponovil v državah bivše SZ. Kakorkoli že, obe skupini držav sta v tretjem letu stabilizacije dosegali približno enak napredek v strukturnih reformah. Strukturne reforme očitno potrebujejo čas, v državah bivše SZ pa je bila inflacija tako velika, da je prišla na vrsto prva. Politični ali tehnični učinki zamenljivosti (trade-off) med strukturnimi reformami in dezinflacijo so bili zato očitni le v nekaj državah. Za uspešne stabilizacijske države Armenijo, Hrvaško in Ukrajino je bila dezinflacija nujnost, pri tem pa le-ta ni bila substitut za strukturne reforme. Na Madžarskem so se oblasti prerekale, da so simultane strukturne reforme in dezinflacija politično nemogoče. Ker je bila inflacija zmerna, so prednost dobile strukturne reforme. Da so istočasne strukturne reforme in agresivna dezinflacija politično zahtevne je očitno iz primera Romunije.

Medtem ko vsestranska strukturna reforma ni predpogoj za stabilizacijo v večini primerov, pa je nek minimalni napredek vseeno potreben. Slednje se nanaša predvsem na zagotovitev okolja brez mehkih proračunskih omejitev in s tem povezanih medpodjetniških in davčnih dolgov. Neuspeh nekaterih dezinflacij (na primer prva dva poskusa v Rusiji) je posledica neprimerne okolja. Slabe strukturne reforme javnega podjetniškega sektorja, pa tudi finančnega sistema in vladnih organizacij so bile v ozadju kriz v Albaniji, Bolgariji in Romuniji v obdobju od 1993 do 1997.

V večini tranzicijskih držav je danes fiskalna strukturna reforma prioriteta, ki bo okrepila gospodarsko rast in srednjeročno fiskalno kredibilnost. Ključni bodo struktura in nivo obdavčenja, socialna potrošnja in socialni transferji. Napredek na teh področjih bo pospešil dezinflacijo ne le z izboljšanjem fiskalnega ravnotežja, pač pa tudi z rastjo produktivnosti. Pri tem velja izpostaviti, da je osem držav, ki so lani postale članice EU, izgubilo velik del fiskalne samostojnosti. Za te države sedaj velja, da morajo izpolnjevati zahteve Pakta

stabilnosti in rasti (izjema so Češka, Madžarska, Poljska in Slovaška, ki jim je dopuščeno daljše obdobje prilagoditve proračunskega primanjkljaja na raven 3%) ter da so sedaj vključene v okvir srednjeročne ekonomske koordinacije, kar pomeni, da bodo morale upoštevati nasvete Evropske Komisije s področja strukturnih neravnotežij, konkurenčnosti itd.

Vsesplošen uspeh tako monetarne kot fiskalne politike v tranzicijskih državah pokaže spodnja tabela.



Tabela 4: **USPEŠNOST MONETARNE IN FISKALNE POLITIKE V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH**

	Leto tranzicije	Povpr. stopnja inflacije v prvih treh letih po cenovni liberalizaciji	Stopnja inflacije v letu 2003	Povpr. primanjkljaj/presežek v prvih treh letih po začetku tranzicijev (%BDP)	Primanjkljaj /presežek v letu 2003 (%BDP)
<b>Baltske države</b>	<b>1992</b>	<b>298</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>
Estonija	1992	150	1,3	0,1	0,6
Latvija	1992	395	2,9	-1,5	-1,8
Litva	1992	350	-1,2	-3,2	-1,4
<b>Srednje – vzhodne evropske države</b>	<b>1990/91</b>	<b>181</b>	<b>4,4</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,0</b>
Albanija	1991	116	2,3	-20,1	-5,1
Bolgarija	1991	163	2,3	-10,3	0,0
Hrvaška	1990	455	1,5	-3,0	-4,5
Češka	1991	30	0,2	1,8	-7,0
Madžarska	1990	27	4,7	-3,5	-5,9
Makedonija	1990	113	2,5	-3,9	-2,0
Poljska	1990	302	0,8	-3,6	-6,6
Romunija	1991	209	15,3	-0,6	-2,5
Slovaška	1991	31	8,5	-9,0	-4,7
Slovenija	1990	363	5,6	0,5	-1,4
<b>Države bivše SZ – CIS-7</b>	<b>1992</b>	<b>434</b>	<b>8,2</b>	<b>-19,7</b>	<b>-1,3</b>
Armenija	1992	462	4,8	-36,7	-2,0
Azerbajdžan	1992	509	2,2	-8,2	-1,5
Gruzija	1992	483	4,8	-34,0	-2,3
Kirgizistan	1992	570	2,7	-14,2	-4,7
Moldavija	1992	475	11,7	-13,9	1,6
Tadžikistan	1992	112	16,4	-19,8	-1,8
Uzbekistan	1992	430	14,8	-11,3	1,6
<b>Države bivše SZ – CIS-5</b>	<b>1992</b>	<b>298</b>	<b>12,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,5</b>
Belorusija	1992	526	28,4	-2,4	-1,2
Kazahstan	1992	91	6,4	-5,3	3,2
Rusija	1992	485	13,7	-12,1	1,0
Turkmenistan	1992	298	11,0	6,7	0,0
Ukrajina	1992	91	5,2	-14,9	-0,7

Vir: Fischer, Sahay, 2004.

## 5 INFLACIJA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

### 5.1 Viri inflacijskih pritiskov v tranzicijskih državah

Cenovna stabilnost je bila glavni cilj centralno-planskih gospodarstev. Zagovorniki socializma so namreč kot dokaz superiornosti planskega sistema radi izpostavljali odsotnost inflacije skupaj s polno zaposlenostjo. Priznanje odprte inflacije bi bilo enakovredno spoznanju, da bistvo planskega sistema ne velja več. Že v teoriji je bil namreč sistem načrtan tako, da ni moglo priti do inflacijskih pritiskov. V praksi pa se je izkazalo, da preveč denarja, ki sledi premajhni produkciji, vodi v (odprto ali prikrito) inflacijo (Sahay, Vegh, 1995). Za razumevanje inflacije tranzicijskih držav je pomembno poznati monetarno delovanje pred samimi reformami. Tudi tista gospodarstva, ki so najbolj strogo vodila planski sistem (na primer države bivše SZ), so v začetnem obdobju izkazovala odprto inflacijo kot odraz nominalne nestabilnosti planskega sistema (Tabela 5). Problem je bil potem toliko bolj očiten v gospodarstvih, ki so z reformami začela že pred samo tranzicijo v devetdesetih letih (Poljska in Jugoslavija).

Tabela 5: INFLACIJA V IZBRANIH TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (CENE NA DROBNO, V % LETNO)

	'56-60	'61-70	'71-80	'81-85	'86-88	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Bolgarija</b>	-2,0	0,6	0,0	2,2	2,6	6,4	23,9	333,5	82,0	72,8
<b>Bivša</b>										
<b>Češkoslov.</b>	-1,8	1,1	0,8	2,0	0,2	1,4	10,8	59,0	11,0	20,7
<b>Madžarska</b>	0,3	0,7	4,2	6,7	9,7	17,0	28,9	36,4	23,0	22,5
<b>Poljska</b>	2,3	1,3	8,3	31,5	33,2	251,1	585,8	70,3	43,0	35,3
<b>Romunija</b>	0,6	0,1	0,9	4,5	1,5	0,9	4,7	161,1	210,3	256,0
<b>Bivša Jugosl.*</b>	5,4	12,0	19,1	48,4	132,3	1.257,7	584,0	270,0	6.146,6	5.608,3
<b>Estonija</b>	0,1	0,0	0,2	0,9	0,6	2,0	17,2	210,6	1069,0	89,0
<b>Latvija</b>	0,1	0,0	0,2	0,9	0,6	4,7	10,5	124,4	951,2	109,0
<b>Rusija</b>	0,1	0,0	0,2	0,8	0,6	2,4	5,6	92,7	1353,0	895,9

\*1992-1993 izključuje Slovenijo.

Vir: Sahay, Vegh, 1995.

Na začetku tranzicije je akumulirano monetarno neravnotežje vodilo v visok porast ravni cen. Ker so radikalne strukturne reforme v svojem delovanju omejene in potrebujejo čas za zagon, je kot posledico podedovanih gospodarskih neravnotežij vzpostavljenih v letih centralnega planiranja večina držav v začetni fazi tranzicije izkusila hitro rast splošne ravni cen. Z inflacijo sta povezani dve fazi, in sicer začetna hitra rast inflacije, ki ji nato sledi faza stabilizacije z zniževanjem inflacije.

Inflacija je kljub stabilizaciji ostala, zato so se pojavila vprašanja, kaj je vzrok tej vztrajni inflaciji. Ali je rezultat tradicionalnih faktorjev, kot je premalo restriktivna monetarna politika ali pritiski po višjih plačah, ali pa je rezultat faktorjev tipičnih za tranzicijske države, kot je prilagajanje relativnih cen?

V zadnjem desetletju, ko je razvitim državam uspelo letne stopnje inflacije ustaliti na pod 3%, da bi se izognile tako ekonomskim kot političnim stroškom inflacije, pa je bilo za tranzicijske države (predvsem jugovzhodno evropske in države bivše SZ) značilno, da so imele zmerno stopnjo inflacije (od 20 do 60%). Zaradi pričakovane nadaljnje apreciacije valut, omejenih virov proračunskih prihodkov in sprememb relativnih cen, stopnja inflacije na nivoju razvitih držav za te države ni bila najbolj smiselna (Ghosh, 1997). Argument, ki je zagovarjal zmerno inflacijo, je bil inflacijski davek ali seignorage. Ta namreč v pogojih omejenih proračunskih prihodkov predstavlja vir dohodka za državo. Ghosh (1997) je ugotovil, da je bilo povpraševanje po denarju v državah bivše SZ zelo inflacijsko-elastično, tako da je bilo maksimiziranje prihodka možno sicer pri visokih stopnjah inflacije (90%), vendar pa nižjih kot pričakovano (tradicionalno med 200 in 400%).<sup>15</sup>

Vztrajnost inflacije, potem ko je izginil denarni presežek, je razložena kot posledica: rastoče ponudbe denarja zaradi *fiskalnih obveznosti*, ki izhajajo iz počasnih strukturnih reform, *neusklajene rasti plač z rastjo produktivnosti*, pritiskov *apreciacije valute* skupaj s politiko stabilnega nominalnega tečaja in *prilagajanje cen*, ki so navzdol rigidne, kar vodi v njihovo asimetrično prilagajanje. Zadnji trije naštetih faktorji so dodatno povezani z nepričakovanimi tokovi kapitala in endogeno rastjo denarja preko plačilne bilance (Coorey, Mecagni, Offerdal, 1996). Obenem je vztrajnost inflacije povezana tudi z Balassa-Samuelsonovim učinkom in t.i. »pass through« učinkom.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Če kot primer izpostavimo države bivše SZ, katerih povprečna inflacija je bila v letu 1992 1.100%, v letu 1993 3.000% in v letu 1994 1.120%. Šele v letu 1995 je inflacija padla na 300% in potem v letu 1996 na 53%. Ni torej težko ugotoviti, da so se države, ki so bile soočene z velikimi proračunskimi primanjkljaji (tudi več kot 10% BDP) in omejenimi administrativnimi zmožnostmi obdavčiti lastno gospodarstvo, zatekale k inflacijskemu davku. Seignorage in prihodek inflacijskega davka sta padala vse od leta 1993, ko sta dosegla vrh, v letu 1996 sta predstavljala že manj kot 2% BDP. Padec v prihodku inflacijskega davka je odraz nižjih stopenj inflacije. Prišlo je do demonetizacije, ki jo pokažejo naslednje številke: povprečno (netehtano) razmerje med denarno bazo in BDP je v 15 državah bivše SZ padel z 11,7% v letu 1993 na 9,1% v letu 1994 in 6,3% v letu 1995.

<sup>16</sup> »Pass-through« učinek predstavlja prehajanje sprememb nominalnega deviznega tečaja na cene.

### 5.1.1 Fiskalne obveznosti in rast ponudbe denarja

Na začetku tranzicije so se države soočale z monetarnim neravnotežjem tako stoga kot toka. Neravnotežje stoga je odražal denarni presežek, ki ga je potem, ko so bile cene liberalizirane, izničila začetna inflacija, neravnotežje toka pa je bila posledica monetizacije eksplicitnih in implicitnih fiskalnih obveznosti in je bil v večini držav glavni vir inflacije. Počasno privatiziranje državnih podjetij in njihovo ohranjanje pri življenju skupaj s padcem BDP je povzročilo manjše proračunske prihodke, medtem ko so se subvencije in transferji na strani odhodkov povečali. V veliko primerih je bil proračunski primanjkljaj financiran z bančnimi posojili, pa tudi v primerih, ko je bil primanjkljaj majhen, se je število kreditov državnim podjetjem močno povečalo, s tem pa dalo nov zagon inflaciji. V tranzicijskih državah so bili izmerjeni proračunski primanjkljaji močno podcenjeni in niso odražali prave fiskalne obveznosti, ki je v največji meri izvirala iz nereformiranega državnega podjetniškega in finančnega sektorja.

Pri tem ne gre zanemariti vpliva kredibilnosti fiskalnega prilagajanja na inflacijo, ki lahko spremeni hitrost obračanja denarja. Na percepcijo ljudi o verodostojnosti in vzdržnosti fiskalne in kreditne restrikcije namreč vplivajo fiskalne reforme, kot so reforma sistema socialnega zavarovanja in pokojninskega sistema, prestrukturiranje gospodarstva in privatizacija ter trdnost bančnega sistema.

### 5.1.2 Pritiski plač

Dohodkovna politika lahko povzroči vztrajnost inflacije na več načinov (Coorey, Mecagni, Offerdal, 1996).

- (1) Večje povečanje plač kot je porast v produktivnosti dela pomeni pritisk na cene.
- (2) Višje plače potem vodijo v večje zahteve podjetij in države po kreditih oziroma denarju.
- (3) Če obstaja eksplicitna ali implicitna indeksacija plač, le-ta še bolj spodbudi inflacijo.
- (4) Kot posledica zmanjševanja inflacije se zaradi pomanjkanja relativne fleksibilnosti plač pojavi strošek v obliki manjšega BDP. Slednje pomeni manjšo ekonomsko rast. Kontinuirana inflacija zato pogosto predstavlja politično bolj sprejemljivo alternativo.

Empirični dokazi glede eksogenega vpliva rasti plač na inflacijo v tranzicijskih državah niso enotni. Vendar pa obstajajo dokazi, da so velika zvišanja plač v reakciji skupaj z začetnim šokom inflacije le-to podkrepili (Coorey, Mecagni, Offerdal, 1996).

### 5.1.3 Apreciacija valute in pritoki kapitala

V državah, ki so ohranile relativno stabilni nominalni devizni tečaj, so pritiske na realno apreciacijo valute spremljali pritoki kapitala in večja ponudba denarja ter višja inflacija kot v državah partnericah. Po drugi strani pa je v državah s fleksibilnim deviznim tečajem realno apreciacijo spremljala nominalna, ki je na inflacijo vplivala negativno.

Za devizne tečaje tranzicijskih držav lahko rečemo, da so nanje na začetku tranzicije v največji meri vplivali nekonvencionalni faktorji, kot so visoka porast povpraševanja po tujih izdelkih, visoka inflacija in visoka podcenjenost postavljenih deviznih tečajev (Coricelli in Jazbec, 2001). Kljub različnim sistemom deviznih tečajev so potem vse države beležile enak trend gibanja deviznega tečaja. Začetek tranzicije je bil povezan z visokim padcem tako nominalne kot realne vrednosti valute, ki mu je potem sledil trend realne apreciacije, saj je skozi vse obdobje domača inflacija presežala nominalno depreciacijo in tujo inflacijo.

Postopno zmanjševanje inflacijskih stopenj v vseh tranzicijskih državah je povezano z realno apreciacijo tečaja, ta trendovska apreciacija pa je povezana s t.i. Balassa-Samuelsonovim učinkom (glej poglavje 5.1.5). Ko so bile tranzicijske države v petem ali šestem letu tranzicije, je bil vpliv strukturnih sprememb na realni devizni tečaj vse manjši, večal pa se je vpliv produktivnosti in faktorjev na strani povpraševanja. Realna apreciacija deviznih tečajev se je v tranzicijskih državah bolj kot v nominalni apreciaciji deviznega tečaja odrazila v inflacijskih vplivih, delno kot posledica rigidnosti trga dela in dobrin.

Realna apreciacija je bila največja v državah bivše SZ, kjer je prišlo do velike depreciacije deviznih tečajev na začetku tranzicije. Slednje pomeni, da je bil trend apreciacije realnega menjalnega tečaja rezultat kontinuiranega popravljanja začetne podcenjenosti tečaja. Primerjava v regiji med dejanskimi menjalnimi tečaji in tečaji po pariteti kupne moči (purchase power parity - PPP) pokaže, da je bila večina valut na začetku tranzicije pod svojim PPP nivojem. Morale so se torej prilagoditi in zapolniti nastalo vrzel (Transition report 1997, stran 132).

Koncept podcenjenosti je problematičen, saj predpostavi obstoj "prave" vrednosti tečaja. V teoriji namreč ne obstaja nikakršen razlog, zakaj bi moral biti nominalni devizni tečaj enak PPP vrednosti. Začetna podcenjenost deviznih tečajev v tranzicijskih državah je bila pravzaprav rezultat racionalnega obnašanja finančnih trgov, saj je bila za domačo valuto zahtevana višja premija za tveganje, kar pa je bila posledica negotovosti povezanih z novo ustanovljenimi državami in centralnimi bankami. Podcenjenost nominalnega deviznega tečaja v tranzicijskih državah obenem pomeni tudi minimiziranje tveganja konkurenčnosti ali mednarodnih rezerv, lahko pa je tudi posledica izkrivljenosti trga kapitala. Če imamo na

primer negativno realno obrestno mero na bančne depozite in smo brez likvidnih zavarovanj, lahko postane devizni tečaj najboljše varovalo ohranjanja vrednosti likvidnih sredstev, kar pa lahko devizni tečaj porine še bolj stran od njegovega PPP nivoja (Coorey, Mecagni in Offerdal, 1996).

Zmanjšanje državnega tveganja predstavlja prvi razlog za začetno realno apreciacijo valut tranzicijskih držav. Povečano zaupanje v domačo valuto pomeni več prihrankov v domači valuti in več investicij na domačem trgu. Obenem pomeni zmanjšano državno tveganje znak tujim investitorjem. Ti so pripravljene ne le nuditi posojila, pač pa tudi investirati. Vse skupaj vodi v pozitivne neto tokove kapitala, ki povzročijo trend realne apreciacije.

Realna apreciacija je posledica tudi samega sistema (enačbe) menjalnega tečaja. Večina valut je uradno ali neuradno vezanih na tujo. Istočasno cene na drobno rastejo, saj so vezane tudi na prilagajanje cen javnega sektorja ter stanovanj, ki so bile v procesu tranzicije liberalizirane veliko kasneje. Ker imajo slednje dokaj velik delež v indeksu cen življenjskih potrebščin (CPI), ki ga potem uporabimo kot deflator v številnih računih realnega menjalnega tečaja, je realna apreciacija torej logična posledica, katere trend rasti relativnih cen očitno še ne bo prekinjen, saj veliko tranzicijskih držav še ni končalo procesa liberalizacije.

Nadalje velja, da zakon "ene" cene ne velja v tranzicijskih državah. Teorija namreč pravi, da bi dobrina, ki nastopa na mednarodnih trgih, kjer ni omejitev, imela enako ceno (ob predpostavki enakih transportnih in distribucijskih stroškov). Vendar pa kaj takega zaradi velikih razlik v distribucijskih sistemih tranzicijskih držav ni mogoče. Pojavila se je namreč segmentacija trgov, ki ob upoštevanju presežnih kapacitet v industriji, omogoča nižje domače cene od svetovnih (kljub enaki kvaliteti). V večini držav je proces zmanjševanja transakcijskih stroškov menjave še nedokončan. Sčasoma, ko bo logistika učinkovitejša, marketinške tehnike izpopolnjene in prodaja dozorela (presežne kapacitete pa izkoriščene), se bodo razlike v cenah trgovanih proizvodov zmanjšale in vodile v realno apreciacijo.

Realna apreciacija je v teoriji vezana tudi na razlike v produktivnosti po sektorjih. Če je rast produktivnosti večja v sektorju menjalnih dobrin (pretežno industrijski proizvodi) kot v sektorju nemenjalnih (gradbeništvo in storitve), bo povpraševanje po omejenih faktorjih kot sta delo in zemlja dvignilo stroške v obeh sektorjih. Posledično bodo cene v nemenjalnem sektorju porasle (ta sektor ni soočen s tujo konkurenco, tako da lahko stroške prenese v višje cene) in tako privedle do realne apreciacije.

Primerjava rasti produktivnosti v industriji in v celotnem BDP pokaže, da je bil na začetku tranzicije padec v produktivnosti v sektorju industrije večji kot v drugih sektorjih. Produktivnost si je potem tudi hitreje opomogla v drugih sektorjih kot pa v industriji. V

zadnjih letih pa je rast produktivnosti industrije po vzorcu razvitih držav prehitela rast produktivnosti celotnega BDP. Kakorkoli že, realna apreciacija je prisotna že mnogo dlje, kar pomeni, da razlike v produktivnosti na začetku tranzicije niso bile najpomembnejši razlog realne apreciacije.

Povečanje permanentnega dohodka, kot posledica premika cen proti tržnim, pomeni povečano povpraševanje in pritisk na ponudbo. Medtem ko output potrebuje čas, da se prilagodi, si privatna potrošnja lahko sposodi v tujini. Podobno tudi povečanje tujih investicij poveča domače povpraševanje. Povečanje domače absorpcije lahko povzroči začasno apreciacijo ravnotežnega realnega deviznega tečaja med tranzicijo. Vendar pa lahko potem povečana privatna potrošnja ali pa preveliki fiskalni deficit, ki ni podprt s strani povečanega permanentnega dohodka, povzročita preveliko realno apreciacijo in pritoke kapitala, ki bi se sčasoma obrnili.

Realna apreciacija morda sploh ni bila tako velika, kot jo kažejo podatki. Ni redko, da so statistični podatki sporni. Inflacija je namreč previsoko ocenjena in sprememba v kvaliteti proizvodov zanemarjena. Zaradi izboljšav v kvaliteti, ki je trenutno večja v Vzhodni kot Zahodni Evropi, je razlika v stopnjah inflacije ter posledično realna apreciacija najverjetneje precenjena.

#### **5.1.4 Prilagajanje relativnih cen in Balassa – Samuelsonov učinek<sup>17</sup>**

Na dolgi rok inflacijo determinira rast ponudbe denarja. V tranzicijskih državah, kjer relativno prilagajanje cen pomeni prehod v tržno gospodarstvo, pa inflacijo povzroči tudi samo prilagajanje cen. Kot se je izkazalo v posameznih tranzicijskih državah, cenovna liberalizacija povzroči večjo variabilnost relativnih cen (Coorey, Mecagni, Offerdal, 1996). Slednja se po začetni hitri liberalizaciji sicer zmanjša, vendar pa je vseeno ostala na visokem nivoju v primerjavi s tržnimi gospodarstvi. Razlog lahko najdemo v počasnih strukturnih reformah in spreminjajoči se strukturi ponudbe in povpraševanja, ki sta postajali vse bolj podobni tržnim.

V literaturi obstaja tako imenovana hipoteza povrnitve stroškov (cost-recovery hypothesis) (Coorey, Mecagni, Offerdal, 1996), ki delno razloži tudi apreciacijo valute in ki pravi, da mora biti prilagajanje cen kapitalno intenzivnih storitev (transport, stanovanjska gradnja, elektrika itd.) bolj postopno kot pa prilagajanje cen menjalnih dobrin, ki so izpostavljene mednarodni konkurenci. Kapitalno-intenzivne storitve so namreč vezane na stog kapitala,

---

<sup>17</sup> Balassa-Samuelsonov učinek sta leta 1964 ločeno razvila Balassa in Samuelson. Odkrila sta, da razlike v rasti produktivnosti med sektorjema menjalnih in nemenjalnih dobrin vplivajo na razmerje med deviznim tečajem in relativnimi cenami.

ki je bil podedovan, je brez dolga in je relativno velik glede na PPP dohodka na prebivalca teh držav. To pomeni, da takrat, ko je potrošnikov dohodek nizek, cene teh storitev vključujejo zgolj tekoče stroške tudi v popolnoma liberaliziranem gospodarstvu, saj ni vključenega nikakršnega dolga. Stroški vzdrževanja so lahko celo izključeni, saj je na začetku optimalno potrošiti presežek tega velikega stoga kapitala. S porastom realnih dohodkov poraste tudi stog kapitala, ki ga novi dohodki lahko vzdržujejo. To pomeni, da lahko porastejo tudi cene teh storitev. Sprva naj bi pokrile stroške vzdrževanja, potem pa še (bodoče) stroške kapitala, rase pa naj bi do nivoja, ko lahko pride do nove investicije.

Postopni način prilagajanja stroškov kapitala in proces povrnitve stroškov pomenita, da bodo cene nekaterih storitev rase skozi čas.<sup>18</sup> Slednje pomeni, da bo nivo cen v teh državah nižji kot to prikaže mednarodna primerjava PPP glede na BDP, in sicer ne zaradi podcenjenosti, pač pa zaradi cenitve kapitala. Po pričakovanjih bo lahko tudi realni devizni tečaj rasel z rastočim realnim dohodkom (in cenami teh storitev zaradi potreb po novih investicijah), kar je sicer značilno za tržna gospodarstva. Kakršnokoli hitrejše prilagajanje cen kapitalno-intenzivnih storitev, tudi če bi bilo uspešno, bi povzročilo kontrakcijo v povpraševanju in višjo inflacijo.

Balassa-Samuelsonov učinek pravi, da je rast produktivnosti v menjalnem sektorju večja od rasti produktivnosti v nemenjalnem. Plače kot strošek dela se v vseh sektorjih izenačujejo. Posledično zato hitrejša rast produktivnosti menjalnega sektorja dvigne plače tudi v nemenjalnem in s tem poveča relativne cene nemenjalnih dobrin. Zato bo inflacija višja v tisti državi, kjer je rast produktivnosti večja. Za tranzicijske države, ki lovijo razvite, je ta inflacija posledica prilagajanja cen v smeri razvitih držav in povzroča apreciacijo realnega deviznega tečaja.<sup>19</sup> Maastrichtska kriterija inflacije in stabilnega deviznega tečaja zato nista združljiva. Izpolnjevanje maastrichtskih nominalnih kriterije, to je iskanje nominalne konvergence, bo upočasnilo realno.

Balassa-Samuelsonov učinek je v tranzicijskih državah prisoten, vendar pa ne v tolikšni meri, kot je bilo sprva napovedovano. Po začetni recesiji so se vse tranzicijske države soočale s hitro rastjo produktivnosti predvsem v proizvodnji, ki sta ji sledila višanje relativnih cen nemenjalnih dobrin in trendovska apreciacija realnega deviznega tečaja. V

---

<sup>18</sup> V glavnem gre za cene pod državno kontrolo, ki vsebujejo tudi določen element subvencij. Logika hipoteze povrnitve stroškov je v tem, da se bodo te administrativne cene določale po tržnih zakonih. Na začetku bodo veliko nižje kot v tržnih gospodarstvih, kjer cene kapitalno-intenzivnih storitev odražajo stroške kapitala, potem pa bodo hitro zrasle z rastjo realnega dohodka, ki ustvari povpraševanje po novih investicijah. Slednje se je zgodilo v Estoniji, kjer je malo subvencioniranih javnih storitev.

<sup>19</sup> Realni devizni tečaj je izračunan na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin (CPI). Nominalni devizni tečaj pa določa pariteta kupne moči v menjalnem sektorju. Zvišanje ravni cen zaradi rasti produktivnosti preko relativnega prilagajanja cen zato povzroči apreciacijo realnega deviznega tečaja, ki ga izračunamo na podlagi indeksa CPI.



tranzicijskih državah, kjer bo produktivnost še naprej hitreje rasla, se tudi prilagajanje relativnih cen še ni zaključilo. Slednje naj bi predstavljalo problem predvsem za tranzicijske države članice EU, saj bi bili po tej logiki nominalna in realna konvergenca nezdržljivi. Pri fiksnem deviznem tečaju se namreč prilagajanje relativnih cen lahko uresniči le preko višje ravni cen nemenjalnega sektorja, nasprotno pa je relativno prilagajanje cen brez višje inflacije možno le v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja, ko apreciacija nominalnega deviznega tečaja pomeni nižje cene menjalnih dobrin merjenih v domači valuti (Egert et al., 2003). To pomeni, da bi bilo istočasno doseganje dveh Maastrichtskih kriterijev, to je nizke stopnje inflacije in stabilnega deviznega tečaja, za tranzicijske države članice EU, v kolikor želijo tudi čim hitreje dohiteti EU, nezdržljivo. Po ocenah Coricelli in Jazbec (2001), Mihaljek (2002) ter Egert et al. (2003) je realna apreciacija zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka višja za 0-1,8% letno.

Egert et al. (2003) izpostavi, da izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev ne bi smelo predstavljati težave, saj je glede na velikost apreciacije realnega deviznega tečaja (izračunanega na osnovi indeksa cen industrijskih izdelkov - PPI – »producer price index«) in glede na delež nemenjalnih dobrin v košarici indeksa življenjskih potrebščin vloga vpliva Balassa-Samuelsonovega učinka na rast cen življenjskih potrebščin manjša kot sprva napovedano. Del rasti cen je veliko bolj povezan s strukturno spremembo v košarici dobrin (indeksu CPI), saj imajo dobrine zaradi višje kvalitete tudi višje cene. Inflacija je zato veliko bolj odraz kvaliteten sprememb, novih dobrin, višjih reguliranih cen in tudi višjega realnega dohodka. Mihaljek (2002; 2003) prav tako ugotavlja, da imajo drugi dejavniki in ne razlika v rasti produktivnosti pomembnejšo vlogo pri razlagi razlik v inflacijskih stopnjah med novimi in starimi članicami EU ter da se ni bati, da bi se razlike v rasti produktivnosti med novimi in starimi članicami EU tako povečale, da prve ne bi mogle zadostiti maastrichtskim kriterijem.

Vseeno lahko zaključimo, da bo z realno konvergenco delež storitev v košarici dobrin višji, s tem pa se bo vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka na inflacijo povečal.

### **5.1.5 Vpliv t.i. »pass-through« učinka na inflacijo v tranzicijskih državah članicah EU**

Coricelli, Jazbec in Masten (2004) na primeru Češke, Madžarske, Poljske in Slovenije pokažejo, da politika uravnavanega deviznega tečaja, v kolikor ne podpira bolj neodvisne monetarne politike, ki ima za neposredni cilj določeno stopnjo inflacije, in služi le za učinkovitejše prilagajanje gospodarskim šokom, povzroča sistematično gibanje nominalnega deviznega tečaja. Slednje ekonomski subjekti vključijo v oblikovanje cen, zato postane ta t.i. »pass-through« učinek oziroma neposredni vpliv nominalnega

deviznega tečaja na domačo inflacijo endogen pojav. V državah z uravnavanim fleksibilnim sistemom deviznega tečaja, preko katerega se država prilagaja gospodarskim šokom in ohranja mednarodno konkurenčnost, je zato mogoče opaziti še višjo korelacijo med gibanjem deviznega tečaja in inflacije, kar velja za Madžarsko in Slovenijo. Češka in Poljska sta kot cilj monetarne politike postavili inflacijo in imata ob istem sistemu toda drugačnih politikah deviznega tečaja nižje stopnje inflacije kot Madžarska in Slovenija.

Velik neposredni vpliv nominalnega deviznega tečaja na domačo inflacijo zato zmanjšuje fleksibilnost deviznega tečaja oziroma fleksibilen devizni tečaj izgubi svojo učinkovitost pri absorbiranju asimetričnih realnih šokov. Tako ima v Sloveniji, ki si vsa ta leta prizadeva ohraniti mednarodno konkurenčnost, politika s ciljem vzdrževati stabilen realen devizni tečaj vztrajne inflacijske pritiske. Za majhno odprto gospodarstvo je za zmanjšanje inflacije zato smiselno sprejeti sistem fiksnega deviznega tečaja oziroma vstopiti v evro-območje v najkrajšem možnem času

Glede na to, da za nove članice prevzem evra ni opcija, pač pa zgolj vprašanje časa, je tudi zato smiselno, da zaradi neposrednega vpliva gibanja deviznega tečaja na domačo inflacijo, nove pridružene članice kar najhitreje vstopijo v evro-območje. Hiter prevzem evra bo zmanjšal ranljivost držav napram hitrim spremembam tokov kapitala in izničil premije, ki nastajajo zaradi razlik v obrestnih merah. Pred tem morajo države članice seveda preživeti dve leti v sistemu ERM2 (dovoljeno odstopanje tečaja od paritete za  $\pm 15\%$ ) in izpolniti maastrichtske kriterije.

Seveda si literatura na tem področju ni enotna. Bulir in Šmidkova (2005) trdita, da so bile valute Češke, Madžarske in Poljske v letu 2004 precenjene, zato bi njihov prezgoden vstop v ERM2 povzročil težave. Za slovenski tolar pa ocenjujejo, da je podcenjen in bo moral pred dejanskim prevzemom evra revalvirati.

Vzroke za inflacijo lahko tako v srednjeevropskih državah članicah EU danes iščemo v Balassa-Samuelsonovem učinku, nadaljnjemu prilagajanju relativnih cen in delno tudi v kombinaciji sistema deviznega tečaja in monetarne politike («pass-through» učinku).

## **5.2 Učinki počasnih strukturnih reform na makroekonomski ravni**

Obstajata dva glavna razloga, zakaj so počasne in omejene reforme finančnega in podjetniškega sektorja spodkopale učinkovitost monetarne in fiskalne politike pri kontroliranju inflacije (Sahay, Vegh, 1995).

- (1) Banke v državnih rokah so še vedno kreditirale neučinkovita državna podjetja, ki so potem posojila porabila za izplačevanje plač.
- (2) Breme neučinkovitega državnega podjetniškega sektorja nosi državni proračun. Slednji se je v začetnem obdobju soočal z več problemi. Prihodki so močno upadli, saj je davčna reforma zmanjšala davke podjetjem, padel je BDP, pa tudi profiti podjetij, davki komercialnih bank so bili manjši zaradi slabih posojil. Z dolarizacijo številnih gospodarstev je izginil tudi inflacijski davek. Na strani odhodkov se kljub ukinjenim subvencijam pojavijo novi stroški financiranja prestrukturiranja bank in podjetij ter vzpostavljanja socialnega varstva. V odsotnosti nebančnih virov financiranja in omejenih zunanjih virov je bil proračunski primanjkljaj pokrit z ustvarjanjem denarja.

### 5.3 Dejavniki inflacije

Strokovna literatura razloži dejavnike inflacije s tradicionalnimi dejavniki inflacije povpraševanja in stroškovne inflacije, ki uspešno razložijo začasno obnašanje inflacije. Klasični dejavniki inflacije povpraševanja so periodična rast kreditov ali količine denarja v obtoku, ki presega potrebni nivo, in monetizacija proračunskega primanjkljaja. Oba primera pripeljeta do neravnotežja na denarnem trgu in trgu blaga, ki pa se postopoma izniči z zvišanjem ravni cen. Na drugi strani se dejavniki stroškovne inflacije osredotočijo na rast plač, ki presega rast produktivnosti, in strukturno nezadostnost ponudbe, ki povzroči rast cen na kratek rok. Tranzicijske države so bile v devetdesetih letih soočene z obema vrstama dejavnikov, ki so izvirale iz fiskalnih neravnotežij značilnih za proces tranzicije.

Dinamika inflacije je lahko v tranzicijskih državah razložena z enakimi osnovnimi faktorji in modeli kot v tržnih gospodarstvih<sup>20</sup>, vendar pa je obenem v analizi inflacije potrebno upoštevati institucionalno in zgodovinsko dediščino bivšega centralno-planskega sistema. V določeni meri je bila skupna izkušnja tranzicijskih držav hitra porast ravni cen ob

---

<sup>20</sup> Sahay in Vegh (1995) sta ugotovila, da so kljub bistvenim razlikam v ekonomskih strukturah in institucionalni ureditvi inflacijski pritiski zelo podobni. Odsotnost fiskalne discipline in prilagajanje denarja v obtoku ima enake posledice tako v tranzicijskih kot tržnih gospodarstvih pri spodbujanju inflacije, medtem ko se je dohodkovna politika izkazala za veliko bolj pomembno pri zniževanju inflacije v tranzicijskih kot tržnih gospodarstvih. Analiza obdobja 1990-93 je pokazala, da je v prehodu iz planskega v tržno gospodarstvo, centralizirana kontrola nad plačami, ki je predstavljala nominalno sidro v preteklosti, prenehala delovati. Obenem so bile tranzicijske države, ki so podedovale mehke proračunske omejitve, brez indirektnih monetarnih instrumentov potrebnih za kontroliranje ponudbe denarja. V osnovi so inflacijski problemi tranzicijskih držav posledica opustitve dveh nominalnih sider bivšega sistema (cen in plač) še preden so vpeljale novega. Države, ki so imele dovolj deviznih rezerv, so potem kot nominalno sidro izbrale fiksen devizni tečaj.

uvajanju stabilizacije, ki jo je povzročilo neravnotežje na denarnem trgu (denarni presežek<sup>21</sup>). Inflacija je ostala prisotna tudi v po-stabilizacijskem obdobju. Čim se je prvotni inflacijski šok umiril, je le-ta dosegala letne stopnje od 10 do 40%. Vir za slednjo naj bi bila presežna ponudba denarja in rast plač, obenem pa tudi pritisk na apreciacijo valute v povezavi z ravnotežnim nominalnim tečajem ter prilagajanje seveda navzdol rigidnih cen.

Coorey, Mecagni in Offerdal (1996) so razložili vztrajnost inflacije v tranzicijskih državah z bolj splošnimi determinantami inflacije. Na začetku stabilizacije so bile vse tranzicijske države soočene z velikim padcem BDP, zmanjšanimi fiskalnimi dohodki in povečanimi transfernimi odhodki, kar je vse skupaj v končni fazi vodilo do večjega proračunskega primanjkljaja, slednji pa je sprožil inflacijo. Banke so v istem obdobju tudi znatno povečale kredite javnim podjetjem, ki se niso uspela prestrukturirati. Implicitni proračunski primanjkljaj je bil tako višji, kot pa ga je prikazala država. Izkazalo se je, da so v slabo vodenem javnem sektorju pritiski po višjih plačah vodili do povečanja obsega kreditov in inflacijskih pritiskov.<sup>22</sup> Poleg tega so imela gospodarstva, ki so se soočala z visoko inflacijo že pred samim stabilizacijskim programom, globoko ukoreninjeno indeksacijo plač, ki je situacijo še poslabšala.

V tranzicijskih državah je bila realna apreciacija valute fenomen, ki so ga povzročili veliki tokovi kapitala takoj po sami stabilizaciji. Tudi v državah z relativno stabilnim nominalnim deviznim tečajem so povzročili rast denarne baze in inflacijo. Države s fleksibilnim deviznim tečajem so se hkrati soočale z deflacijskimi pritiski in z nominalno in realno apreciacijo. Slednje naj bi bila posledica podcenjenega začetnega tečaja, ki je odražal nižje cene domačih menjalnih dobrin v primerjavi s svetovnimi cenami. Hkrati pa naj bi različna rast produktivnosti v menjalnem in nemenjalnem sektorju (znani Balassa-Samuelsonov učinek) vodila do višjih cen nemenjalnega sektorja in s tem do realne apreciacije. Bole (1997) trdi, da je bila hitra rast cen nemenjalnih dobrin opazna v Sloveniji v obdobju po stabilizaciji, povzročila pa jo je porast kontroliranih cen. Obenem so višjim plačam v industriji (zaradi večje produktivnosti) sledile višje plače v storitvenem sektorju (demonstrativni učinek). Omenjeni dejavniki so po pričakovanjih vplivali na vztrajnost inflacije preko realnega deviznega tečaja. Ghosh (1997) je dejal, da so bili tečaji na začetku procesa tranzicije močno podcenjeni. Ravnotežno realno apreciacijo pa je mogoče doseči bodisi preko višje inflacije ali pa preko nominalne rasti deviznih tečajev. Politika stabilnih deviznih tečajev je slednjo možnost preprečila.

---

<sup>21</sup> Ta naj bi nastal v vseh bivših planskih gospodarstvih kot posledica zavrte inflacije (Sahay, Vegh, 1995).

<sup>22</sup> Tako so bili inflacijski pritiski na Češkem posledica hitre rasti plač, predvsem v sektorju nemenjalnih dobrin. Osnovni problem naj bi bilo šibko vodstvo podjetij, kar pa bi se moralo popraviti s pospešeno privatizacijo in prestrukturiranjem gospodarstva. V Sloveniji so bili inflacijski pritiski posledica rasti realnih plač, izvirajoč iz nezmožnosti delavcev in uprave sporazumeti se o "socialni pogodbi" vse do leta 1995 (Bole, 1997). Podobno se je zgodilo tudi na Hrvaškem.

Vzroke za inflacijo lahko v srednjeevropskih državah članicah EU danes iščemo v Balassa-Samuelsonovem učinku, nadaljnjemu prilagajanju relativnih cen in delno tudi v kombinaciji sistema deviznega tečaja in monetarne politike (t.i. »pass-through« učinku).

#### **5.4 Inflacija po skupinah tranzicijskih držav**

Kar sicer velja za inflacijo v tranzicijskih državah kot regiji v celoti, ne velja za posamezne skupine znotraj le-te. Vsekakor se pojavijo določena odstopanja. Analiziranje inflacije je povezano z makroekonomsko stabilizacijo. Aslund, Boone in Johnson (1996), ki so proučevali korelacijo med makroekonomsko stabilizacijo in političnim režimom, razdelijo tranzicijske države v pet skupin (glej Tabela 6, stran 52).

V prvi so Poljska, Češka, Slovaška, Estonija, Latvija in Albanija, države, ki so imele na začetku tranzicije liberalne vlade, ki so izvedle radikalne reforme z namenom stabilizacije in liberalizacije gospodarstva. Inflacija je hitro zrasla na začetku reform, potem pa je padla na nivo pod 50%.

Drugo skupino držav predstavljajo Litva, Bolgarija, Madžarska, Rusija, Kirgizistan. V teh državah so bile s strani nesocialističnih strank izvedene nekoliko manj radikalne reforme. Z izjemo Madžarske so imele vse te države po dveh letih reform višjo inflacijo kot pa države iz prve skupine in nobena ni imela inflacije nižje kot 50% pred letom 1994.

V tretjo skupino držav spadajo države, v katerih so na vrhu ostali komunisti, ki so zavlačevali z reformami. To so: Romunija, Moldavija, Belorusija, Ukrajina, Kazahstan, Uzbekistan in Turkmenistan. Večje znižanje inflacije je bilo doseženo šele v letih 1994 in 1995. V četrto skupino štejemo z vojno zaznamovane države bivše SZ: Gruzija, Armenija, Azerbajdžan in Tadžikistan. Vse te države so vstopile v tranzicijo z visoko inflacijo, ki je vztrajala do leta 1995, potem pa jim je uspelo inflacijo nad 1.000% vseeno nekoliko ukrotiti. Zadnjo peto skupino predstavljajo države bivše Jugoslavije, ki so z makroekonomsko stabilizacijo pričele že konec 80. in tako v tranzicijo vstopile z že relativno nizkimi stopnjami inflacije v primerjavi s preostalimi državami.

Inflacija je začela ponovno rasti v večini držav. Faktorji na strani ponudbe (kot so višje cene energije in hrane) in hitra rast administrativnih cen so bili razlog višji inflaciji na Hrvaškem, Češkem, Madžarskem, Poljskem, Slovaškem in v Sloveniji. Madžarska centralna banka je tako zaradi inflacijskih pritiskov oktobra 2.000 zvišala obrestne mere za 100 bazičnih točk. Tudi inflacija na Poljskem je bila delno posledica slabe letine in napake države, ki ni zaščitila domače proizvodnje hrane pred uvozom, delno pa tudi vse višjih

svetovnih cen nafte<sup>23</sup>. Za odločilen vzrok pa se je izkazala bolj sproščena monetarna politika, ki je imela v letih 1998 in 1999 nalogo ohraniti domače povpraševanje. V odgovor je potem poljska centralna banka od avgusta 1999 dvignila obrestne mere za 600 bazičnih točk, da bi zavrla domačo potrošnjo, zaradi česar se sooča s problematično zamenljivostjo (»trade-off« učinkom) med izpolnjevanjem zastavljenega cilja o višini inflacije in ogrožanjem opomoglega izvoza s pritiski na apreciacijo zlota. Romunija ima edina med državami Srednje in Vzhodne Evrope visoko inflacijo (leta 2004 11,9%), čeprav ima slednja negativni trend vse od konca krize v letu 1998.

Splošno lahko glede na posamezne regije ugotovimo, da je bila povprečna inflacija v srednjeevropskih državah v letu 2004 4,5%. Prvo polovico lanskega leta je zaradi vstopa osmih srednjeevropskih tranzicijskih držav v EU zaznamovalo prilagajanje trošarin (na gorivo in alkohol). Višja inflacija naj bi bila posledica tega enkratnega prilagajanja, vendar pa še ni jasno, kakšen bo dolgoročen vpliv drugih faktorjev (npr. indeksacije plač). Izjema sta le Slovenija in Slovaška. V prvi polovici leta so višje cene prisilile centralne banke Češke, Poljske in Latvije, da so po več letih ponovno zvišale obrestne mere. Slovaška centralna banka je v istem obdobju svoje obresti na repo posle kljub inflacijskim pritiskom morala znižati, da je omejila apreciacijo krone.

Povprečna inflacija v jugovzhodnih evropskih tranzicijskih državah je v letu 2004 znašala 5,9%. Zvišanje povprečja v primeavi z letom 2003 je za to skupino tranzicijskih držav posledica predvsem višje inflacije v Bolgariji (iz 2,3% v letu 2003 na 6,1% v letu 2004), kjer so se povišale trošarine ter cene elektrike. Po pričakovanjih se bo inflacija v letu 2005 umirila. Na tem območju je bila visoka rast BDP v zadnjem obdobju povezana predvsem s porastom bančnih posojil in s tem višjo domačo potrošnjo. Slednje je od držav zahtevalo strožjo monetarno politiko, predvsem vzpostavitev strožjih kontrol nad bančnimi posojili.

V državah bivše SZ je inflacija v povprečju v letu 2004 znašala 9%, s tem da se je inflacija v državah, ki so imele v letu 2003 inflacijo med 2 in 7%, le-ta v letu 2004 v povprečju zvišala za 2,3 odstotne točke, v državah z letno inflacijo v letu 2003 nad 10%, pa se je le-ta v letu 2004 v povprečju zmanjšala za 4,5 odstotnih točk. Na države bivše SZ so v letih 2003 in 2004 pozitivno vplivale višje cene nafte, plina, kovin pa tudi kmetijskih izdelkov.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> V državah bivše SZ, predvsem v tistih, ki izvažajo nafto in zemeljski plin, pa je zvišanje svetovnih cen nafte doprineslo k izboljšanju plačilne bilance in fiskalne pozicije ter povrnilo relativno makroekonomsko stabilnost. Predvsem je stabilnost deviznega tečaja, nižja inflacija in ponovna pozitivna gospodarska rast v Rusiji pripomogla k ponovnem vzpostavljanju trgovine med bivšimi državami SZ.

<sup>24</sup> Na Azerbajdžan, Kazahstan, Rusijo in Turkmenistan so pozitivno vplivale cene nafte in plina, na Ukrajino cene železa, na Kirgizistan in Uzbekistan cene zlata, na Tadžikistan cene aluminija, na Kazahstan cene žita in na Tadžikistan, Turkmenistan in Uzbekistan cene bombaža. Makroekonomska stabilnost teh držav je še vedno v veliki meri odvisna od cen nafte, plina, kovin in kmetijskih izdelkov, kar pomeni, da je v prihodnosti za kontinuiran razvoj regije nujno potrebna strukturna diverzifikacija, torej močnejše podjetniško okolje in dostop do tujih trgov.

Ker je večji izvoz sprožil višje prilive deviz, so morale številne centralne banke bivših držav SZ intervenirati na deviznem trgu, da so preprečile apreciacijo domače valute. Nakopičile so se devizne rezerve. Povečan obseg denarja v vseh državah ni bil uspešno steriliziran, zato so inflacijski pritiski ostali. Povečana likvidnost bančnega sistema je spodbudila obseg kreditov, ki so se v regiji v letu 2003 povečali za 19% in po ocenah enako tudi v letu 2004. Več kreditov je spodbudilo domačo potrošnjo in investicije, kar je v država z manj odprto trgovino povzročilo inflacijske pritiske.

Tabela 6: **INFLACIJA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (LETNICE OB DRŽAVAH POMENIJO ZAČETEK PRVE MAKROEKONOMSKE STABILIZACIJE)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Ocena 2005
<b>Države z radikalnimi reformami</b>																	
Albanija '92			35,5	226,0	85,0	22,6	7,8	12,7	33,2	20,6	0,4	0,1	3,1	5,2	2,4	2,9	2,4
Češka '91	1,4	9,7	52,0	11,1	20,8	9,9	9,6	8,9	8,5	10,6	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	2,5
Estonija '92	6,1	23,1	211,0	1076,0	89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	8,2	3,3	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	3,7
Latvija '92	4,7	10,5	172,0	951,2	109,2	35,9	25,0	17,6	8,4	4,6	2,4	2,6	2,5	1,9	2,9	6,3	5,7
Poljska '90	251,0	586,0	70,3	43,0	35,5	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	3,1
<b>Države s postopnimi reformami</b>																	
Bolgarija '94			334,0	82,0	73,0	96,3	62,0	123,0	1061,2	18,8	2,6	10,4	7,5	5,8	2,3	6,1	4,0
Madžarska '90			35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3	4,7	6,8	4,0
Litva '92			225,0	1020,5	410,4	72,1	39,6	24,6	8,8	5,1	0,8	1,0	1,3	0,3	-1,2	1,2	2,9
Kirgizistan '93			85,0	855,0	772,4	180,7	43,5	31,9	23,4	-18,6	35,9	18,7	6,9	2,1	3,1	4,1	4,0
Rusija '95			92,7	1526,0	875,0	311,4	197,7	47,8	14,8	27,7	85,7	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	11,8
<b>Države s komunističnimi vladami</b>																	
Romunija '93			170,0	210,4	256,1	136,7	32,3	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	8,2
Belorusija '94			94,1	970,8	1190,2	2221,0	709,3	52,7	63,9	73,0	293,7	168,6	61,1	42,6	28,4	18,1	13,0
Kazahstan '94			78,8	1381,0	1662,3	1892,0	176,3	39,1	17,4	7,3	8,4	13,3	8,3	5,9	6,4	6,9	7,3
Moldavija '93			98,0	1276,4	1184,0	487,0	30,2	23,5	11,8	7,7	39,3	31,3	9,8	5,3	11,7	12,3	10,0
Turkmenistan			103,0	493,0	3102,0	1748,0	1005,3	992,4	83,7	16,8	23,5	8,0	11,6	8,8	5,6	5,9	8,1
Ukrajina '94			91,0	1210,0	4734,0	891,0	377,0	80,0	15,9	10,6	22,7	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	12,5
Uzbekistan '94			82,2	645,2	534,2	1568,3	304,6	43,1	70,9	16,7	44,6	49,5	47,5	44,3	14,8	8,8	14,1



	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Ocena 2005
<b>Države bivše SZ, ki jih je zaznamovala vojna</b>																	
Armenija '94			274,0	1346,0	1822,0	4962,0	175,8	18,7	14,0	8,6	0,6	-0,8	3,1	1,1	4,7	7,0	2,0
Azerbajdžan '95			107,0	912,0	1129,0	1664,0	412,0	19,7	3,7	-0,8	-8,5	1,8	1,5	2,8	2,2	8,1	7,6
Gruzija '94			79,0	887,4	3125,4	15606,5	162,7	39,4	7,0	3,6	19,1	4,0	4,7	5,6	4,8	5,7	6,8
Tadžikistan '95			112,0	1157,0	2195,0	350,0	609,0	418,0	88,0	43,2	27,5	32,9	38,6	12,2	16,4	7,1	5,7
<b>Države bivše Jugoslavije</b>																	
Hrvaška '93			123,0	665,5	1517,5	97,6	2,0	3,5	3,6	5,7	4,1	6,2	4,9	2,2	1,8	2,1	2,7
Makedonija '94			115,0	1664,4	338,4	126,5	16,4	2,5	2,6	-0,1	-2,0	6,2	5,3	2,4	1,2	-0,3	1,5
Slovenija '92			118,0	207,3	32,9	21,0	12,6	9,7	9,1	7,9	6,2	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	2,3

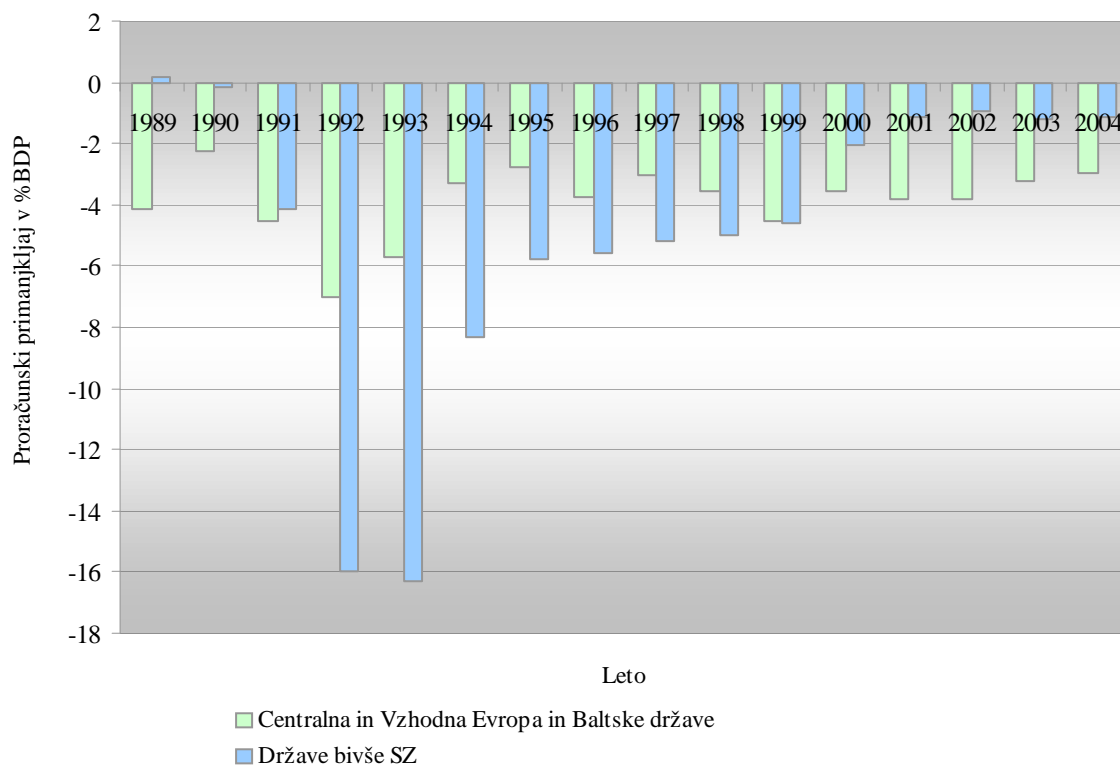
Vir: Transition Report 2000 in 2004, EBRD in World Economic Outlook, April 2005, IMF.

Osnovni problem tranzicijskih držav je še vedno, kako kontrolirati inflacijo. Povprečne ravni inflacije v Srednji in Vzhodni Evropi pa tudi v preostalih tranzicijskih državah so še vedno nad zahodno-evropskimi. S tega vidika tranzicija še ni končana. V teoriji lahko liberalizacija in privatizacija sicer potekata brez cenovne stabilizacije, toda praksa je pokazala, da je lahko inflacija za gospodarstvo usodna. Cenovna stabilizacija je zato potreben, ne pa zadosten pogoj za učinkovit prehod iz centralno-planske v tržno organizirano gospodarstvo. Kljub velikim strukturnim razlikam v gospodarstvih in institucionalnemu okvirju so izkušnje stabilizacije podobne tako v tranzicijskih kot tržnih gospodarstvih. Monetarno prilagajanje in pomanjkanje finančne discipline sta ključna razloga za vztrajno inflacijo. Vendar pa so tranzicijska gospodarstva začela proces nižanja inflacije s podedovanimi nestabilnostmi v sistemu. Cenovna liberalizacija in privatizacija sta podkrepili inflacijsko spiralo in ogrozili ekonomsko in politično prestrukturiranje bivšega sistema. Vir vztrajne inflacije je bil povezan s tradicionalnimi faktorji presežne ponudbe denarja in rastjo plač, pa tudi s pritiski apreciacije valute, relativnim prilagajanjem cen in Balassa-Samuelsonovim učinkom. Značilnost tranzicijskih držav so bili tudi povečani pritoki kapitala, ki so odraz povečanega zaupanja v tranzicijske države, vendar pa lahko vodijo v probleme, s katerimi sta bili konec devetdesetih soočeni Češka in Rusija.

## **6 PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH**

Fiskalno neravnotežje je bilo eden od razlogov vztrajne inflacije v državah v prehodu. Slika 1 pokaže značilno U-obliko proračunskega primanjkljaja v prvih letih tranzicije, ki je bil višji v državah bivše SZ kot v Centralno-vzhodni Evropi. Vzorec je tesno povezan tako s padcem BDP v celotni regiji kot s procesom strukturnih reform v državnem sektorju.

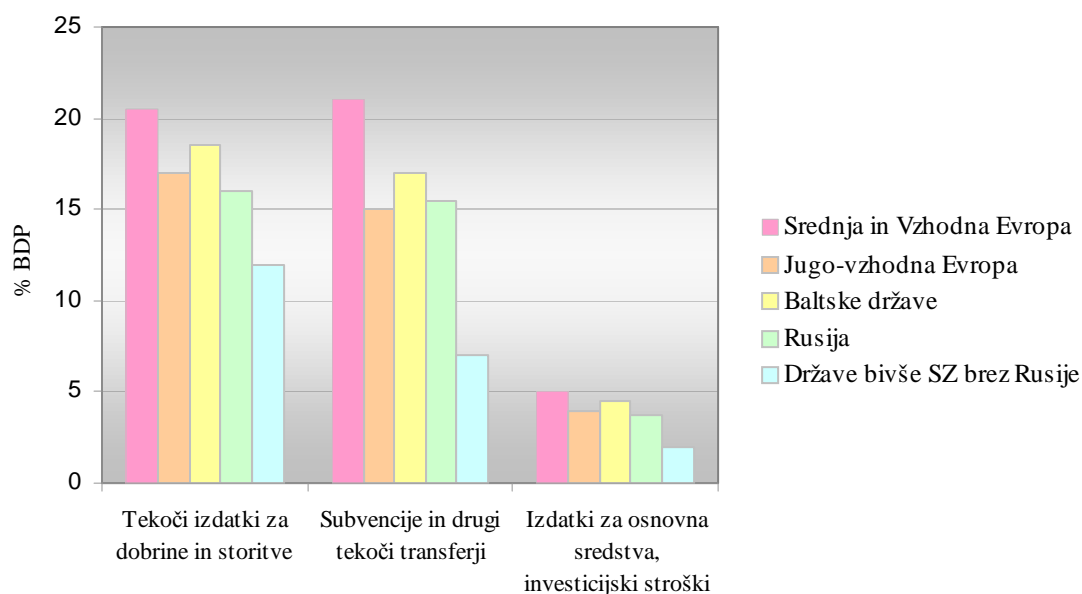
SLIKA 1: PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ PO SKUPINAH TRANZICIJSKIH DRŽAV (NETEHTANO POVPREČJE)



Vir: Transition Report 1999, 2000 in 2004, EBRD.

Prva leta tranzicije je bil proračunski primanjkljaj posledica velikih izdatkov preobsežnega javnega sektorja in upada na strani prihodkov. Delež državnega sektorja se je sicer zmanjšal, je pa v povprečju v državah Srednje in Vzhodne Evrope tako velik kot v EU in veliko večji kot v ZDA in na Japonskem. Kot pokaže spodnja slika, se je struktura izdatkov po skupinah tranzicijskih držav v letu 1998 močno razlikovala.

SLIKA 2: STRUKTURA DRŽAVNIH IZDATKOV PO SKUPINAH DRŽAV V LETU 1998

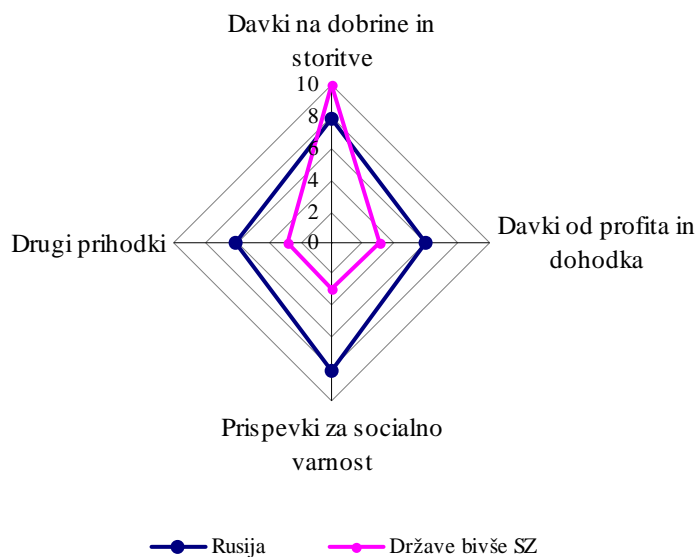


Vir: Transition Report 2000, EBRD.

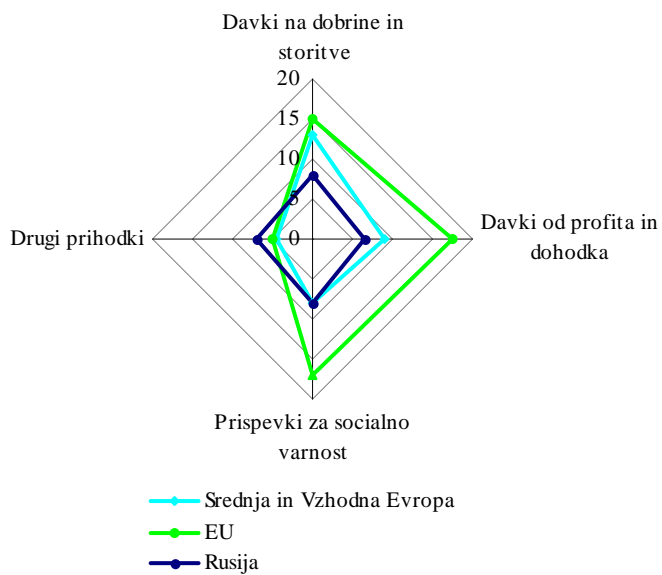
Na strani prihodkov (Slika 3) je bil največji izziv ustvariti nov davčni sistem, ki bi uravnotežil upad dobička in prihodkov državnega sektorja in porast prihodkov iz drugih sektorjev (predvsem v povezavi z davkom na dodano vrednost in dohodnino). Naloga še zdaleč ni zaključena, predvsem v državah bivše SZ, kjer so davčni prihodki nizki zaradi slabe administracije, izgube davčne osnove, pojava barter trgovine in davčnega izogibanja. Veliko držav je tudi dopustilo, da so davčni dolgovi postali implicitne subvencije neučinkovitim podjetjem. Vztrajnost mehkih proračunskih omejitev je zato delno odgovorna za slabo fiskalno stanje teh držav v preteklem desetletju.

SLIKA 3: STRUKTURA DRŽAVNIH PRIHODKOV PO SKUPINAH DRŽAV V LETU 1998

Rusija, države bivše SZ in države z nizkim dohodkom



Srednja in Vzhodna Evropa, EU in Rusija



Vir: Transition Report 2000, EBRD.

Na strani izdatkov so bile države Srednje in Vzhodne Evrope soočene z drugačnimi izzivi kot države bivše SZ. V prvih je bila radodarna socialna varnost vzpostavljena že takoj na začetku reform, saj je bil predvsem pokojninski sistem tisti, ki je imel nalogo ublažiti socialni problem brezposelnosti. Posledično je socialni sistem prišel v velik deficit, ki še danes bremeni fiskalno pozicijo držav. Izdatki v državah Srednje in Vzhodne Evrope ostajajo nad nivojem, tipičnim za države s srednjih dohodkom, povezani pa so z visokimi davčnimi obremenitvami in destimulirajo privatne investicije. Reforma pokojninskega sistema je zato ena od prioritet večine držav Srednje in Vzhodne Evrope. Po drugi strani pa v državah bivše SZ sistema socialne varnosti praktično ni bilo. Ravnanje z izdatki je bilo zapleteno zaradi številnih specializiranih fondov, nad katerimi centralna oblast ni imela najboljšega pregleda. Čeprav so v teh državah direktne subvencije v času tranzicije zelo upadle, še vedno ostajajo močno prisotne v večini držav bivše SZ (predvsem v Rusiji) in so dober pokazatelj težav, ki jih imajo te države s preusmeritvijo pomoči od podjetij h gospodinjstvom.

Vztrajnost fiskalnega neravnotežja v veliko tranzicijskih državah ogroža dolgoročno gospodarsko rast. Proračunski primanjkljaji so pogosto znak makroekonomske ranljivosti, kar povzroči višje stroške posojil na mednarodnih trgih in nestalnost pritokov kapitala. Poleg tega pa lahko javna posojila izpodrinejo privatne investicije in s tem zmanjšajo gospodarsko rast.

V tranzicijskih državah je visoka gospodarska rast v zadnjem desetletju pripomogla k fiskalni konsolidaciji. Kljub temu nekatere srednjeevropske in baltske države svoje fiskalne pozicije še vedno nimajo pod kontrolo, prav tako pa se tudi posamezne države bivše SZ soočajo z visokim javnim dolgom. Predvsem za posamezne države Srednje in Vzhodne Evrope velja, da je stanje javnega dolga tisto, ki lahko resno ogrozi njihov vstop v evroobmočje. Za Estonijo, Litvo in Slovenijo, ki so že v ERM II, sta javni dolg in proračunski primanjkljaj na ravni, ki je obvladljiva, zato je vstop v evro-območje realno pričakovati že v letu 2007. Podobno velja za Latvijo, ki jim lahko sledi dokaj hitro, problem pa bo nastopil na Češkem, Madžarskem, Poljskem in delno tudi na Slovaškem, saj je v vseh naštetih državah proračunski primanjkljaj višji od 3%, spremlja pa ga tudi že kar visok javni dolg (predvsem na Madžarskem). Poljska je šla celo tako daleč, da je v svojo ustavo vnesla pravilo, da javni dolg ne sme preseči 60% BDP, v zakonu o javnih financah pa je določila dve mejni vrednosti, ki zahtevata strožjo fiskalno politiko. V maju leta 2004 je poljski finančni minister oznanil, da je država že presegla prvi mejnik, zato proračunski primanjkljaj v letu 2005 ne sme biti večji kot v letu 2004. Kopits in Szekely (2004) ocenjujeta, da bo, v kolikor te države ne izvedejo fiskalne reforme, posledica vstopa v EU na srednji rok povečanje proračunskih deficitov za 3 do 4% na letni ravni.

Tabela 7: PRORAČUNSKI PRIMANJKLJAJ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH (v % BDP)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Albanija	-9,0	-6,1	-20,7	-23,1	-15,5	-12,6	-10,1	-12,1	-13,2	-12,0	-12,2	-9,2	-8,2	-6,7	-4,5	-6,5
Bosna in Hercegovina	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	-0,3	-4,4	-0,5	-5,2	-4,8	-3,1	-2,5	-2,4	-0,2	-0,9
Bolgarija	-1,0	-8,1	-4,5	-2,9	-10,9	-5,7	-5,6	-10,3	-2,4	1,0	-0,9	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,4
Češka	-2,8	-0,2	-1,9	-3,1	2,6	-1,2	1,1	-1,7	-2,6	-4,2	-3,4	-4,5	-6,5	-6,4	-13,0	-5,7
Estonija	n.p.	n.p.	-5,2	n.p.	n.p.	1,2	-1,2	-1,4	2,0	-0,4	-4,0	-0,3	0,3	1,8	3,1	0,3
Hrvaška	n.p.	n.p.	n.p.	-3,9	-0,8	1,2	-1,4	-1,0	-1,9	-1,0	-8,2	-6,5	-6,7	-5,0	-6,3	-4,5
Latvija	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	-4,4	-3,6	-1,7	0,7	-0,7	-5,3	-2,7	-1,6	-2,7	-1,6	-2,0
Litva	-3,6	-5,4	-2,7	n.p.	-5,3	-4,8	-4,2	-4,4	-1,1	-3,0	-5,6	-2,6	-2,1	-1,6	-1,7	-2,8
Madžarska	-1,4	0,0	-3,0	-6,1	-6,0	-7,5	-6,7	-5,0	-6,8	-8,0	-5,6	-3,0	-4,4	-9,3	-6,1	-5,0
Makedonija	n.p.	n.p.	-4,5	-9,8	-13,4	-2,7	-1,0	-1,4	-0,4	-1,7	0,0	1,8	-7,2	-5,6	-1,6	-1,5
Poljska	-7,4	3,1	-2,1	-4,9	-2,4	-2,2	-3,1	-3,3	-4,5	-2,3	-1,5	-1,8	-3,5	-3,7	-4,2	-5,0
Romunija	-8,4	-1,0	-3,3	-4,6	-0,4	-2,2	-2,5	-3,9	-4,6	-5,0	-3,5	-4,0	-3,5	-2,6	-2,4	-1,6
Slovaška	n.p.	n.p.	n.p.	-11,9	-5,7	-1,4	0,4	-1,3	-5,2	-5,0	-6,3	-12,3	-6,0	-5,7	-3,6	-3,9
Slovenija	0,3	-0,3	2,6	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-1,6	-2,2	-2,1	-3,4	-2,8	-2,4	-2,0	-1,9
Srbija in Črna gora	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	-0,9	-1,3	-4,5	-4,2	-3,4
<b>Centralna in Vzhodna Evropa in Baltske države*</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-7,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>
Armenija	n.p.	n.p.	-1,9	-13,9	-54,7	-16,5	-9,0	-8,5	-5,8	-4,9	-7,2	-6,4	-3,8	-0,5	-1,1	-1,9
Azerbajdžan	n.p.	n.p.	n.p.	2,7	-15,3	-11,2	-3,1	-2,4	-4,0	-3,9	-4,7	-0,6	0,9	-0,5	-2,3	-0,4
Belorusija	n.p.	n.p.	n.p.	-2,0	-5,5	-3,5	-2,7	-1,5	-0,7	-1,0	-2,0	-0,1	-1,9	-1,8	-1,4	-1,8
Gruzija	n.p.	n.p.	-3,0	-25,4	-26,2	-7,4	-5,3	-7,3	-6,7	-5,4	-6,7	-4,0	-2,0	-2,0	-2,9	-0,2

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Kazahstan	0,0	1,4	-7,9	-7,3	-4,1	-7,4	-3,4	-5,3	-7,0	-8,0	-5,2	-1,0	-0,9	-0,3	-1,0	-2,1
Kirgizistan	2,1	0,3	4,6	n.p.	-14,4	-11,6	-17,3	-9,5	-9,2	-9,5	-12,7	-9,9	-5,5	-5,3	-5,0	-4,2
Moldavija	n.p.	n.p.	0,0	-26,6	-7,5	-10,6	-5,8	-7,0	-9,3	-6,5	-5,5	-1,4	-0,3	-0,9	0,1	-0,7
Rusija	n.p.	n.p.	n.p.	-18,9	-7,3	-10,4	-6,6	-9,4	-8,5	-8,2	-3,1	3,1	2,7	0,6	1,1	3,1
Tadžikistan	1,3	-3,0	-20,2	-31,2	-22,3	-10,1	-6,1	-5,8	-3,3	-3,8	-3,1	-0,6	-0,1	-0,1	0,9	-0,4
Turkmenistan	-1,9	1,7	3,0	-9,4	-3,5	1,7	0,4	0,3	-0,2	-2,6	0,0	-0,4	0,7	0,2	-1,8	-1,0
Ukrajina	n.p.	n.p.	n.p.	-25,4	-16,2	-8,7	-6,1	-3,2	-5,4	-2,8	-2,4	-1,3	-1,6	0,5	-0,7	-2,0
Uzbekistan	-0,9	-1,1	-3,6	-18,5	-18,3	-4,4	-4,1	-7,3	-2,2	-3,3	-2,6	-2,2	-2,1	-1,5	-0,6	-2,2
<b>Države bivše SZ*</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-16,0</b>	<b>-16,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>

\*netehtano poprečje za skupino držav

Vir: Transition report 1999, 2000 in 2004, EBRD.



Državni primanjkljaj se je v tranzicijskih državah v povprečju v obdobju od leta 1998 do 2003 po regijah zmanjšal, vendar pa ne tudi v srednjeevropski regiji in baltskih državah (glej Tabelo 2, na str. 28).

Prihodki države so se v obdobju 1998 - 2003 v državah bivše SZ povečali, predvsem na račun cikličnih faktorjev, v posameznih državah pa tudi na račun strukturnih sprememb (Rusija je na primer z davčno reformo zmanjšala državne dajatve in ukinila vse davčne izjeme). Vseeno je v državah bivše SZ zaradi slabe administracije še vedno opaziti nizke davčne prihodke. V tej regiji so se na strani odhodkov proračuna zgodile pomembne strukturne spremembe v obliki realokacije in večje učinkovitosti državne potrošnje, obenem pa se je zmanjšal tudi obseg kvazi proračunskih aktivnosti (zmanjšali so se predvsem deficiti podjetij v državni lasti).

## **7 MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA KOT PREDPOGOJ GOSPODARSKE RASTI**

Tranzicijske države so se na začetku tranzicije soočale z visokimi negativnimi stopnjami rasti, BDP se je zmanjšal za 20 do 40%. Podobno kot velja za proračunski primanjkljaj, ima tudi gibanje rasti BDP značilno U-obliko na začetku tranzicije. Same stopnje rasti BDP in oblika sta razvidni iz spodnje tabele in slike na straneh 62 in 63.

Odkar tranzicijske države od začetka in sredine devetdesetih let dosegajo pozitivne stopnje gospodarske rasti in se je inflacija močno zmanjšala, se v literaturi pojavlja ogromno poskusov razlag vzrokov in posledic teh dogajanj predvsem z uporabo regresije panelnih podatkov. Ugotovitve še niso dokončne, zlasti glede vpliva dejavnikov zunanje in domače politike na BDP in ali in kako dezinflacija podaljšuje ali pogloblja že obstoječo recesijo. Kljub temu so odgovori na tovrstna vprašanja zelo pomembni, saj omogočajo razumevanje tranzicije, obenem pa so bistveni za oblikovanje ekonomskih politik tranzicijskih držav. Stroški povezani z inflacijo namreč niso zanemarljivi in se pojavljajo v obliki erozije nominalnih sredstev in negotovosti o relativnih cenah, kar se končno odrazi v manjši gospodarski rasti in slabšanju dohodkovne distribucije (Ghosh, 1997).

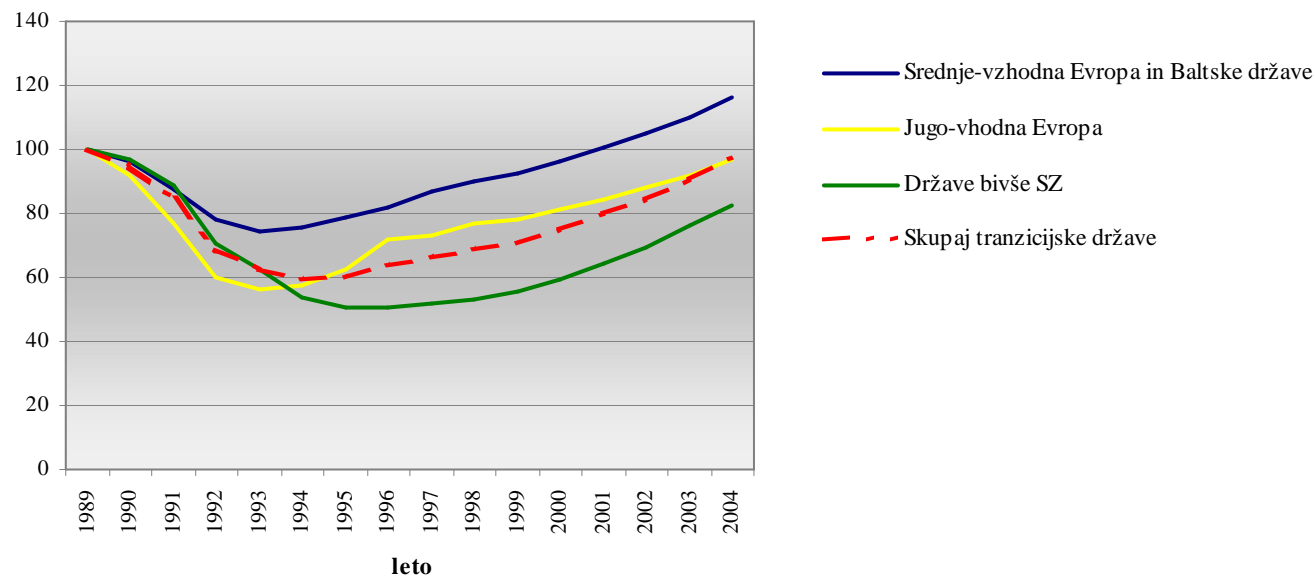
Tabela 8: REALNA RAST BDP V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	ocena 2005	BDP v l.2004 (1989=100)
Češka	1,4	-1,2	-11,6	-0,5	0,1	2,2	5,9	4,3	-0,8	-1,0	0,5	3,3	2,6	1,5	3,7	4,0	4,0	112
Estonija	8,1	-6,5	-13,6	-14,2	-8,8	-1,6	4,5	4,5	10,5	5,2	-0,1	7,8	6,4	7,2	5,1	6,2	6,0	108
Latvija	6,8	2,9	-10,4	-34,9	-14,9	2,2	-0,9	3,8	8,3	4,7	3,3	6,9	8,0	6,4	7,5	8,0	7,3	90
Litva	1,5	-5,0	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,7	7,0	7,3	-1,7	3,9	6,4	6,8	9,7	6,6	7,0	90
Madžarska	0,7	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	3,7	120
Poljska	0,2	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	3,5	142
Slovaška	1,4	-2,5	-14,6	-6,7	-3,7	6,2	5,8	6,1	4,6	4,2	1,5	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	4,8	120
Slovenija	-1,8	-4,7	-8,9	-5,5	1,7	5,8	4,9	3,6	4,8	3,6	5,6	3,9	2,7	3,4	2,5	4,4	4,0	130
<b>Srednje-vzhodna Evropa in Baltske države*</b>	<b>2,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>116</b>
Albanija	9,8	-10,0	-28,0	-7,2	9,6	8,3	13,3	9,1	-10,2	12,7	10,1	7,3	7,2	3,4	6,0	5,9	4,5	131
Bolgarija	0,5	-9,1	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,9	-9,4	-5,6	4,0	2,3	5,4	4,1	4,9	4,3	5,7	5,5	89
Bosna in Hercegovina	n.p.	n.p.	n.p.	-80,0	-10,0	0,0	20,8	86,0	29,9	15,6	9,6	5,5	4,3	5,3	4,0	5,2	4,5	60
Hrvaška	-1,6	-7,1	-21,1	-11,7	-8,0	5,9	6,8	6,0	6,8	2,5	-0,9	2,9	4,4	5,2	4,3	3,8	3,8	95
Makedonija	0,9	-9,9	-7,0	-8,0	-9,1	-1,8	-1,2	1,2	1,4	3,4	4,4	4,5	-4,5	0,9	3,2	2,3	3,7	80
Romunija	-5,8	-5,6	-12,9	-8,8	1,5	3,9	7,1	4,0	-6,1	-4,8	-1,2	2,1	5,7	5,1	5,2	8,3	5,5	101
Srbija in Črna gora	n.p.	n.p.	n.p.	-27,9	-30,8	2,5	6,1	7,8	0,0	2,5	-18,0	5,0	5,5	3,8	2,7	7,2	4,6	56
<b>Jugo-vhodna Evropa*</b>	<b>0,8</b>	<b>-8,3</b>	<b>-16,1</b>	<b>-21,6</b>	<b>-6,9</b>	<b>2,9</b>	<b>8,0</b>	<b>15,0</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>97</b>
Armenija	14,2	-7,4	-11,7	-41,8	-8,8	5,4	6,9	5,9	3,3	7,3	3,3	6,0	9,6	13,2	13,9	10,1	8,0	98
Azerbajdžan	-4,4	-11,7	-0,7	-22,6	-23,1	-19,7	-11,8	0,8	6,1	8,6	7,9	10,3	9,6	9,7	10,8	10,1	21,6	75
Belorusija	8,0	-3,0	-1,2	-9,6	-7,6	-12,6	-10,4	2,8	11,4	8,4	3,4	5,8	4,7	5,0	6,8	11,0	7,1	111
Gruzija	-4,8	-12,4	-20,6	-44,8	-25,4	-11,4	2,4	10,5	10,6	2,9	3,0	1,9	4,7	5,5	11,1	8,5	6,0	46
Kazahstan	-0,4	-0,4	-13,0	-5,3	-9,3	-12,6	-8,2	0,5	1,6	-1,9	2,7	9,8	13,5	9,8	9,3	9,4	8,0	101
Kirgizistan	8,0	3,0	-5,0	-19,0	-15,5	-20,1	-5,4	7,1	9,9	2,1	3,7	5,4	5,3	0,0	6,9	6,0	5,0	79

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	ocena 2005	BDP v l.2004 (1989=100)
Moldavija	8,5	-2,4	-17,5	-29,1	-1,2	-30,9	-1,4	-5,9	1,6	-6,5	-3,4	2,1	6,1	7,8	6,3	7,0	5,0	44
Rusija	0,0	-4,0	-5,0	-14,8	-8,7	-12,7	-4,0	-3,6	1,4	-5,3	6,3	10,0	5,1	4,7	7,3	7,1	6,0	81
Tadžikistan	-2,9	-1,6	-7,1	-29,0	-11,0	-18,9	-12,5	-4,4	1,8	5,2	3,8	8,3	10,2	9,1	10,2	10,6	8,0	69
Turkmenistan	-6,9	2,0	-4,7	-5,3	-10,0	-17,3	-7,2	-6,7	-11,3	6,7	16,4	18,6	20,4	19,8	16,9	7,5	7,0	140
Ukrajina	4,0	-3,4	-11,6	-9,7	-14,2	-22,9	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,2	5,9	9,2	5,2	9,6	12,1	7,0	57
Uzbekistan	3,7	1,6	-0,5	-11,1	-2,3	-4,2	-0,9	1,6	2,5	2,1	3,4	3,2	4,1	3,1	1,5	7,1	3,5	110
<b>Države bivše SZ*</b>	<b>2,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-8,2</b>	<b>-20,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-14,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>	<b>83</b>
<b>Skupaj tranzicijske države *</b>	<b>2,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-18,8</b>	<b>-8,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,3</b>	<b>5,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>97</b>

\*netehtana povprečja.

SLIKA 4: RAST BDP (1989=100)

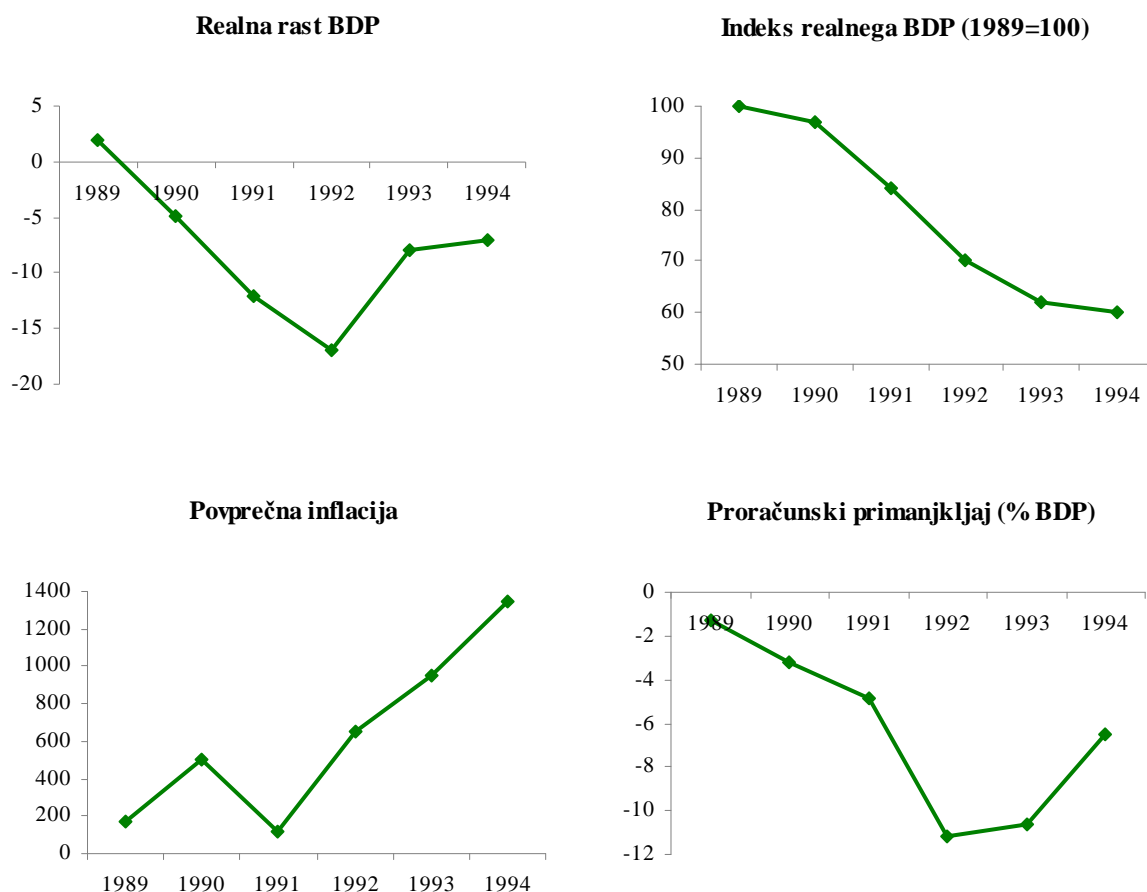


Vir: Transition Report 2000 in 2004, EBRD in World Economic Outlook, April 2005, IMF.

V literaturi se pojavljajo številne empirične raziskave, ki odgovarjajo na vprašanje, ali je makroekonomska stabilizacija predpogoj za gospodarsko rast. Slednje v grobem pomeni, da inflacija negativno vpliva na gospodarsko rast.

Fischer, Sahay in Vegh (1996, 1998) so analizirali povezavo med inflacijo in gospodarsko rastjo v tranzicijskih državah. Pri tem pokažejo, da je realna rast BDP padala vse do leta stabilizacije, potem si je počasi opomogla in postala pozitivna v drugem letu stabilizacije. Inflacija je v istem obdobju dosegla vrh v letu pred stabilizacijo in hitro padla z uresničitvijo stabilizacije ter se ustalila na nizki ravni. Avtorji ugotovijo, da sta povprečna inflacija in stopnja gospodarske rasti v letih 1992 – 1994 v posamezni državi negativno in statistično značilno povezani (v povprečju  $R^2=0,63$ ).

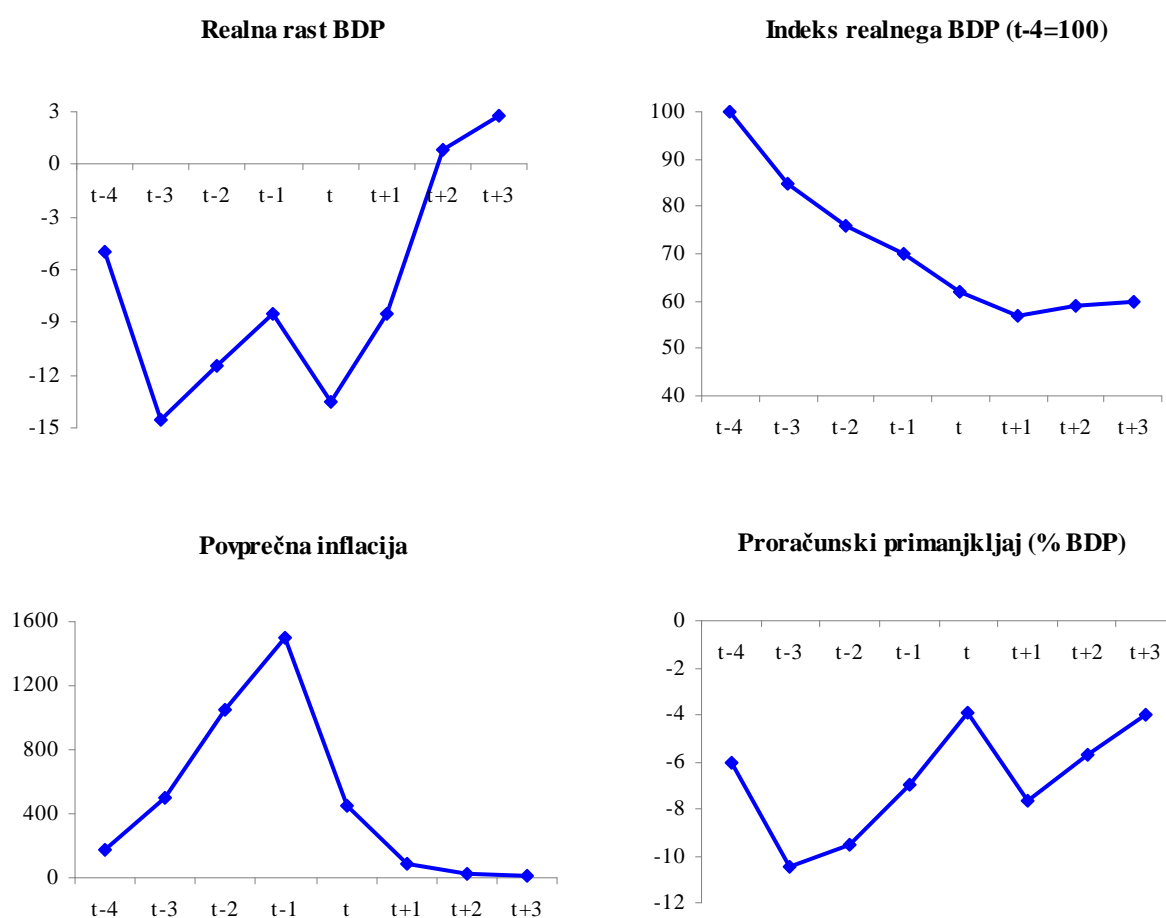
**SLIKA 5: RAST, INFLACIJA IN FISKALNA BILANCA V KOLEDARSKEM ČASU: VSE TRANZICIJSKE DRŽAVE**



Vir: Fischer, Vegh, 1996; 1998.

Zgornja slika pokaže rast BDP, inflacijo in fiskalno bilanco za vse tranzicijske države v koledarskem času. Če pa obravnavane države postavimo v stabilizacijski čas oziroma v točko, ko so pričele z makroekonomsko stabilizacijo in jo označimo s  $T$ , je čas makroekonomske stabilizacije potem označen s  $T+j$ , pri čemer je  $j$  število let od začetka stabilizacije (Slika 6). Uporabljeni podatki za npr. BDP so po letih stabilizacije povprečje vseh držav glede na stabilizacijsko leto, v katerem se država nahaja (v  $T+4$  je zbrano povprečje vseh tistih držav, ki so bile v četrtem letu stabilizacijskega programa).

**SLIKA 6: RAST, INFLACIJA IN FISKALNA BILANCA V STABILIZACIJSKEM ČASU: VSE TRANZICIJSKE DRŽAVE**



Vir: Fischer, Vegh, 1996; 1998.

Preskok iz koledarskega časa v stabilizacijski pokaže, da je realna rast BDP padala vse do leta stabilizacije, si opomogla in postala pozitivna v drugem letu stabilizacije. Tudi Slika 6 pokaže, da se BDP začne povečevati po drugem letu stabilizacije (gledano nivo BDP). Inflacija je v istem obdobju dosegla vrh v letu pred stabilizacijo in hitro padla z

uresničitvijo stabilizacije ter se ustalila na nizki ravni. Proračunski primanjkljaj na Sliki 5 je nekoliko podoben inflaciji. Deficit je visok v letu pred stabilizacijo (8 - 10% BDP), se nato popravi v letu stabilizacije in se z manjšo motnjo izboljšuje.

Slika 6 dokazuje, da BDP začne rasti z makroekonomsko stabilizacijo, ki je očitno močno povezana z izboljšanjem javnih financ. Stabilizacijski čas pokaže, da so manjši proračunski primanjkljaji vodili v nižjo inflacijo in višjo gospodarsko rast. Avtorji še dodajo, da se je sistem vezanega deviznega tečaja pri tem izkazal kot najbolj učinkovit. Slednje sovпада z idejo, da medtem ko je zmanjšanje proračunskega primanjkljaja predpogoj za dezinflacijo, vezani devizni tečaj pomaga pri hitri dezinflaciji. Za ponovno gospodarsko rast so pomembne tudi strukturne reforme.

Christoffersen in Doyle (1998), ki dopolnita delo dotedanjih empiričnih raziskav (Berg, 1998; Fischer, 1996; de Melo, 1996; Aslund, 1996), prideta do štirih novih spoznanj. Ugotovita, (1) da je rast izvoznih trgov bistveno povezana z rastjo BDP v tranzicijskih državah, kar so vse dotedanje študije zanemarile, (2) da inflacija negativno vpliva na BDP zgolj nad določeno stopnjo inflacije, podobno kot v razvitih gospodarstvih, (3) da tudi strukturna reforma negativno vpliva na BDP, vendar zgolj v letu, ko jo uvedejo. (4) Izpostavita tudi vpliv sistema deviznega tečaja v času dezinflacije na gospodarsko rast.

Sachs (1994) trdi, da povečano realno povpraševanje po denarju, ki sledi stabilizaciji visoke inflacije, povzroči padec BDP, če nominalna monetarna rast ne ostane relativno visoka. Slednje naj bi zagotovili vezani devizni tečaji (pegged exchange rate). To je bila njegova kritika drsečih deviznih tečajev.

Christofferson in Doyle (1998) z regresijskim modelom ugotovita, da je izguba BDP povezana z dezinflacijo le, ko je inflacija hitro znižana in to v prisotnosti vezanih deviznih tečajev. Slednje pa lahko odraža stabilizacijo v pogojih podcenjenih vezanih deviznih tečajev in nima veze z vezavo samo. V nadaljevanju so podani zgolj rezultati povezani z inflacijo in dezinflacijo. Njun model<sup>25</sup> je pokazal, da pride do padca BDP zgolj nad določeno mejo, to je približno takrat, ko je stopnja inflacije 13%.<sup>26</sup> Padci so manjši, kot jih predvidevajo vse ostale študije tranzicijskih pa tudi razvitih držav. Za tržna gospodarstva Sarel (1996) ocenjuje, da podvojena inflacija nad določeno mejo zmanjša BDP za 1,7 odstotne točke po Ghoshu (1997) pa zgolj za 0,5 odstotne točke. Velja omeniti, da je Rusija inflacijo razpolovila 7 krat, Armenija pa kar 9 krat od vrha inflacije pa do konca

---

<sup>25</sup> Regresija: odvisna spremenljivka je BDP na prebivalca, neodvisne: log inflacija in log inflacija minus "meja", rast izvoznih trgov, tranzicijski indeks, sprememba tranzicijskega indeksa, dummy spremenljivka vojna, dezinflacija. V prvem koraku sta avtorja želela priti do rezultatov že opravljenih regresij, v drugem sta ugotavljala vpliv dezinflacije na BDP.

<sup>26</sup> Avtorja sta pri določanju meje prevzela Sarelovo metodo. Prava vrednost meje je tista, ki maksimizira razlagalno moč celotne enačbe ( $R^2$ ).

leta 1997. Dezinflacija te vrste pomeni glede na ocene modela letno rast BDP za 1,4 in 1,8 odstotne točke.

Očitno je meja inflacije, ki predstavlja strošek BDP, za tranzicijske države nekoliko višja kot za razvite države. Smiselno je zato predvidevati, da je ta meja za naprednejše tranzicijske države postavljena še nekoliko nižje kot za tiste manj napredne. Christoffersen in Doyle (1998) ugotovita, da je inflacija na začetku tranzicije pospešila spremembe relativnih cen, vendar pa je istočasno sprožila druge negativne vplive na gospodarsko rast. S strukturnimi reformami in večinoma prilagojenimi relativnimi cenami so se ti začetni pozitivni učinki inflacije postopoma zmanjšali, kar pomeni, da je postal odnos med inflacijo in gospodarsko rastjo bolj podoben tistemu iz tržnih gospodarstev. Koristi manjše inflacije bodo z napredovanjem tranzicije očitno tudi rasle.

Christoffersen in Doyle (1998) še poudarita, da je potrebno biti pri tovrstnih interpretacijah previden. Korelacija namreč ne pomeni avtomatično vzročnosti. Inflacija zahteva po eni strani strošek v obliki nižjega BDP, vendar pa obenem lahko tudi sam BDP vpliva na inflacijo preko padca BDP (output gap) in politično – ekonomskih faktorjev. Rezultati predstavljajo povprečje dogajanj v tranzicijskih državah od začetka devetdesetih, medtem ko so stroški BDP lahko v realnosti ves čas naraščali. Ker so bili planski mehanizmi še vedno prisotni v začetnih podatkih, so podatki o relativnih cenah nekoliko sporni. Slednje pomeni, da so bili stroški BDP zaradi inflacije na začetku opazovanega obdobja manjši. Z odsotnostjo planskih mehanizmov so zato stroški BDP verjetno večji, kot je povprečje obravnavanega obdobja. Realno je zato pričakovati, da se bodo začele tranzicijske države obnašati tako kot razvita tržna gospodarstva. Stroški BDP bodo zaradi inflacije višji, obenem pa bo nižja tista stopnja inflacije, ki predstavlja mejo, po kateri se zaradi inflacije pojavijo stroški nižjega BDP. Kar se same meje tiče, avtorja dodata, da razpoložljivi podatki z vsemi svojimi problemi in pomanjkljivostmi dopuščajo identifikacijo stroškov BDP zgolj nad določeno stopnjo inflacije. Slednje ne pomeni, da bi morala biti inflacija v tranzicijskih državah na tej ravni, pač pa naj bi bila vodilo ekonomskim politikam držav, kjer je stopnja inflacije nad določeno mejo. Dezinflacija v teh državah namreč pomeni spodbujanje gospodarske rasti. Po drugi strani pa ni nikakršnih dokazov, ki bi trdili, da je za države, ki so že dosegle nižje stopnje inflacije, smiselno le-te zvišati, da bi spodbudile stopnje rasti BDP.

Rezultati regresije tudi ne pokažejo, da bi bila dezinflacija povezana s stroški BDP. Tudi dezinflacija skromne inflacije ne pokaže nikakršnih stroškov BDP, verjetno zato ker produktivnost in realne plače v takih primerih naraščajo hitro in tako vzpostavljajo idealne pogoje za nadaljnjo stabilizacijo. Edini stroški povezani z dezinflacijo se pojavijo v primeru vezanih deviznih tečajev, in sicer v primeru, ko je bila skromna inflacija več kot prepolovljena. Padec BDP se pojavi v primeru podcenjenega deviznega tečaja, ko stabilizacija po pričakovanjih ni uspešna, saj bi raven domačih cen zrasla, da bi izničila

podcenjenost. V primeru stabilizacije visoke inflacije, pa njena prepolovitev pomeni še vedno višjo inflacijo kot v državi, na katero je tečaj vezan, ki tako popravlja podcenjenost tečaja brez potrebe po padcu BDP. Slednje sovпада z ugotovitvami, da so stroški BDP tem manjši čim višja je stopnja inflacije, ki je predmet stabilizacije. Stroški BDP zaradi vezave tečajev so torej vezani na stopnjo inflacije in niso posledica same vezave tečaja. Raziskave so pokazale, da so bili stroški BDP veliki, saj so številne stabilizacijske programe spremljali podcenjeni vezani devizni tečaji.

Poslednja ugotovitev je v nasprotju s predhodnimi napovedmi, da bodo padci v BDP večji v primeru stabilizacije z drsečimi deviznimi tečaji (Sachs, 1994). Rezultati regresije pokažejo, da je v praksi monetarnim oblastem v pogojih drsečih deviznih tečajev uspelo uspešno slediti povečanemu realnemu povpraševanju po denarju. Omeniti še velja, da če iz regresije izločimo Poljsko, ugotovimo, da je bila dezinflacija na Poljskem povezana z visokimi stroški BDP. Slednje je posledica izredno podcenjenega deviznega tečaja ali pa odraz podedovane indeksacije plač.

Gospodarska rast se je v vse tranzicijske države vrnila po drugem letu stabilizacije, zato lahko trdimo, da je bil začetni padec v BDP posledica samega tranzicijskega procesa, predvsem dezorganiziranosti in slabih začetnih pogojev, ne pa toliko posledica makroekonomske stabilizacije in z njo povezanih restriktivnih politik. Gospodarska rast se je najprej vrnila v tiste države, ki so se prve lotile makroekonomske stabilizacije. Pravi zagon so ji dale strukturne reforme, med katerimi sta bili najvplivnejši cenovna liberalizacija in privatizacija, pozitiven vpliv pa je imela tudi dezinflacija in celo fiskalni deficit, vendar le, če je bila inflacija pod kontrolo. Razloge za večji začetni padec BDP v državah bivše SZ je treba iskati v počasnih strukturnih reformah in niti ne toliko v slabih začetnih pogojih. Med državami, ki so imele začetne pogoje med najslabšimi, so bile namreč tudi Poljska in Baltske države, katerih rast si je zaradi dobre makroekonomske politike in hitrih strukturnih reform kaj hitro opomogla.

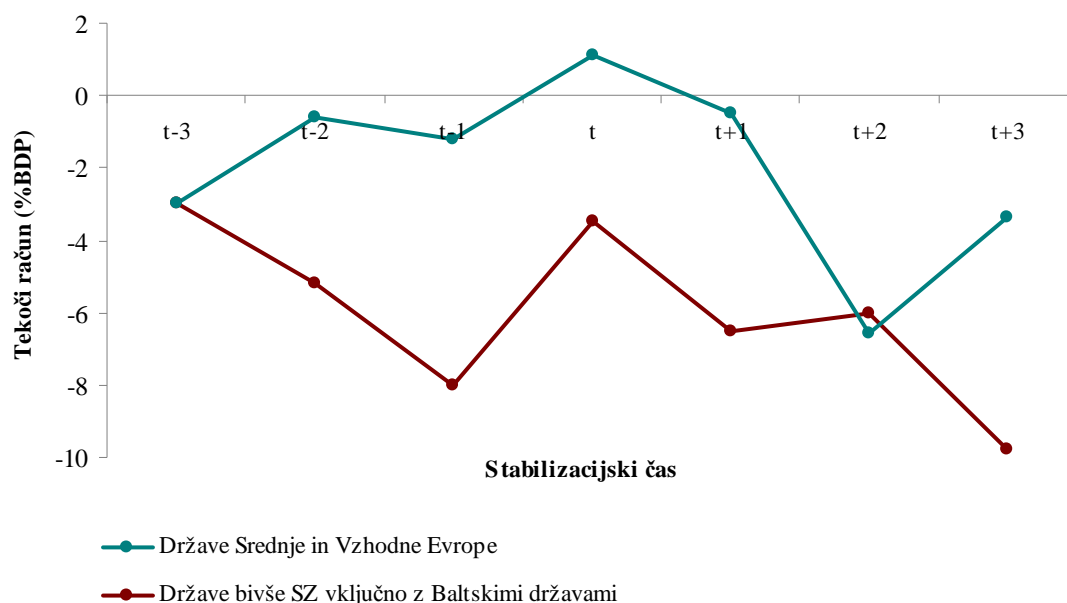
## **8 MAKROEKONOMSKA STABILIZACIJA IN PRITOKI KAPITALA**

Tranzicijske države, ki so sicer sprejele različne sisteme deviznih tečajev, so se vse soočile z njihovo realno apreciacijo in velikimi pritoki kapitala. Tranzicijske države so bile v začetku devetdesetih praktično brez deficita tekočega računa, toda takoj po preteku prvega političnega šoka in dobremu začetku ekonomskih reform je najvišje netehtano povprečje deficitov tekočih računov v letu 1998 znašalo 10,2% BDP, medtem ko v letu 2004 znaša 5,1% (glej Tabela 9, na str. 73). Gospodarstva, ki so se najhitreje prestrukturirala in privatizirala, so imela in imajo največje pritoke tujega kapitala.



Če prevedemo podatke tekočega računa v stabilizacijski čas, se pokaže povezava med trendom večanja deficita in stabilizacije. Slika 7 pokaže, da je stabilizaciji sledilo slabšanje tekočega računa: zunanje ravnotežje se je poslabšalo takoj po dezinflaciji v Srednji in Vzhodni Evropi, ter si šele v tretjem letu stabilizacije nekoliko opomoglo. Države bivše SZ kažejo sicer manjšo moč enakega trenda.

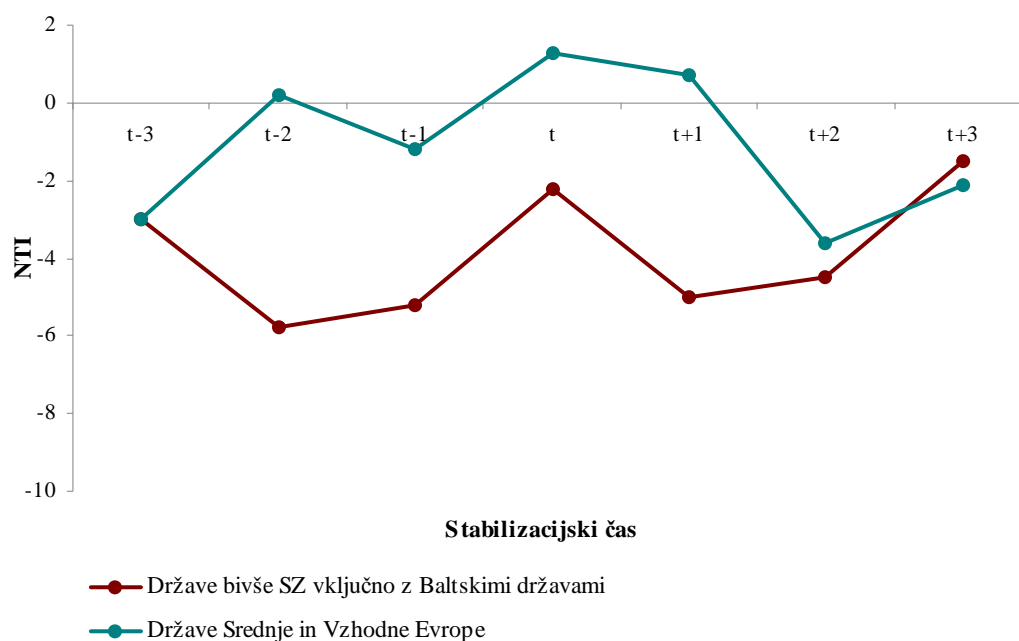
SLIKA 7: **BILANCA TEKOCHEGA RAČUNA V STABILIZACIJSKEM ČASU**



Vir: Cottarelli, Doyle, 1999.

Večanje deficita tekočega računa seveda ni dokaz, da je stabilizacija povezana z nevzdržno mednarodno pozicijo. Kot že rečeno, je stabilizacija predpogoj gospodarske rasti in vrnitve investicij. V tranzicijskih državah je zato pričakovati, da bo hitra rast investicij delno financirana s strani tujine z neposrednimi tujimi investicijami (NTI) in drugimi dolgoročnimi prilivi kapitala. Ti tokovi so namreč močno povezani s pogoji stabilnega gospodarstva. Slabšanje tekočega računa po stabilizaciji je lahko torej odraz izboljšane gospodarske rasti in povečanih investicij, ne pa izgube konkurenčnosti. Dobro je zato vedeti (Slika 8), da kažejo NTI v stabilizacijskem času močnejši trend. Financiranje tekočega računa z NTI je nekoliko slabše v prvih dveh letih po začetku stabilizacije. V državah bivše SZ je to nekoliko manj izrazito, zato pa se potem v tretjem letu stabilizacije pojavi močan prtok NTI.

SLIKA 8: NTI V STABILIZACIJSKEM ČASU



Vir: Cottarelli, Doyle, 1999.

Neto pritoki kapitala v tranzicijskih državah so se začeli že v 80., predvsem v obliki bančnih in trgovinskih posojil državnim bankam in državnim podjetjem. Na začetku devetdesetih oziroma na začetku tranzicije so se državna posojila še povečala, privatna pa so čakala na makroekonomske stabilizacije regije.

Struktura tokov kapitala je v vseh tranzicijskih državah nekoliko podobna. Dolgoročni tokovi so bili večji od kratkoročnih, poleg tega pa so predvsem za začetek tranzicije značilne oblike financiranja, kot so odpis dolgov, prestrukturiranje dolgov, državne in druge institucionalne oblike pomoči, ki so jih potem s procesom stabilizacije zamenjale NTI in druge privatne oblike financiranja. Z implementacijo reform so državne pomoči zamenjali privatni tokovi kapitala.

Po desetletju tranzicije so ti pritoki še vedno majhni v primerjavi s tistimi v npr. Južni Aziji. Vrsta kapitala se je od časov centralno-planskega sistema močno spremenila, tako da danes prednjačijo NTI in portfoljo investicije, pri tem pa je njihova razdelitev po regiji zelo neenakomerna (glej Tabela 9, na str 73). Medtem ko je kumulativno kapitalskih tokov zaradi privatnih in državnih tujih posojil ter posebnih aranžmajev z mednarodnimi institucijami težko razložiti, pa NTI odražajo napredovanje tranzicije in makroekonomske stabilnosti regije. NTI so namreč osnovane na človeškem kapitalu in naravnih virih skupaj

z geografsko pozicijo posamezne države. Ker NTI predstavljajo dolgoročno investicijo, potem investitorji svoje odločitve sooblikujejo s stabilnim makroekonomskim in političnim okoljem. Splošno velja, da toku NTI kmalu sledijo portfoljo investicije in posojila komercialnih bank.

Tudi dogajanje v Rusiji podpira zgoraj podano razlago. Rusija ni imela velikih NTI na prebivalca, obenem pa tudi ni kazala znakov makroekonomskega napredka in stabilizacije. V glavnem je šlo za špekulativni kapital, ki je sledil velikim donosom državnih obveznic (GKO), ki so financirale državni deficit.

Korelacijo med intenzivnostjo reform in makroekonomsko situacijo v tranzicijskih državah so že preučili (Aslund, Boone, Johnson, 1996; Fischer, Sahay, Vegh, 1996). Države, kjer so bile izvedene radikalne reforme, kjer je bila rast BDP ponovno pozitivna in je inflacija padla na okoli 10%, so bile največje prejemnice NTI. Tudi primerjava med močjo reform in volumnom NTI pokaže, da so države z radikalnimi reformami in z visokimi NTI na prebivalca izbrale sistem fiksnega deviznega tečaja oziroma stabilizacijski program, kjer je bil kot nominalno sidro izbran nominalni devizni tečaj. Edini izjemi sta Slovenija in Madžarska. Pri Madžarski pride do problema definicije reforme, zaradi česar jo nekateri uvrščajo hkrati tudi v skupino, kjer so uvajali reforme postopoma. Slovenija pa je izjema, ker je njen stabilizacijski program slonel na ponudbi denarja. Izbiro slednjega je leta 1992 določilo dejstvo, da je imela Slovenija premalo tujih deviznih rezerv, ki bi podprle fiksni devizni tečaj. Poleg tega je Slovenija že izvedla določene makroekonomske in politične reforme pred samim začetkom tranzicije. Če spregledamo posebnosti Slovenije in Madžarske, lahko zaključimo, da je poleg odločnosti oblasti, da reformira državo, tudi sama izbira nominalnega sidra pomembna pri razlagi dinamike kapitalskih tokov v tranzicijskih državah. Predvsem v državah, ki so že doseglo visoko stopnjo makroekonomske stabilizacije in ki so obenem največje prejemnice kapitalskih tokov, lahko opazimo, da so v procesu tranzicije svoje sisteme fiksnega deviznega tečaja zamenjale z bolj fleksibilnim, s tem pa omilile pritiske visokih prilivov kapitala (Corker, 2000).

V obdobju po letu 2000 lahko opazimo, da Madžarska, Češka, Poljska, Slovaška in Slovenija, ki so tuje investitorje v preteklosti prepričale z makroekonomsko stabilizacijo in demokratičnim procesom, v zadnjih letih beležijo vse manjše NTI. Slednje je posledica zaključene privatizacije, svežih investicij (greenfield investments) pa jim zaenkrat še ni uspelo pritegniti. Razlogi naj bi bili slab dostop do finančnih sredstev, davki, ponekod celo koruptivnost in slabo delujoč pravni sistem. Na Poljskem in Madžarskem so NTI delno zamenjale manj stabilne portfoljo investicije, vse države Srednje in Vzhodne Evrope pa že beležijo negativne tokove kapitala, ki so posledica med-podjetniških posojil tujim matičnim enotam. Za Madžarsko in Slovenijo je značilno, da v zadnjem obdobju veliko investirata v tujino in tako postajata neto izvoznici kapitala. Te države so danes v regiji še

vedno največje prejemnice NTI na prebivalca. Eden od vzrokov zmanjšanja investicij v tej regiji je preusmeritev teh sredstev v jugovzhodne tranzicijske države, kjer so stroški dela in davki nižji. Poleg NTI so za Albanijo, Bosno in Hercegovino, Makedonijo ter Srbijo in Črno goro še vedno zelo pomembna posojila mednarodnih institucij in prejemki državljanov, ki so zaposleni v tujini.

Rusija je v letu 2003 zabeležila velik neto odtok kapitala predvsem na račun investicij ruskih naftnih podjetij v druge države bivše SZ. Zaradi afere Yukos je iz Rusije v istem letu ušlo kar nekaj privatnega kapitala. V drugih državah bivše SZ so v obdobju od leta 2000 dalje NTI naraščale, vendar pa v absolutnih številkah dosegajo le četrtno NTI, ki gredo v Srednjo in Vzhodno Evropo. Ocene za leto 2004 so veliko boljše in predvidevajo skoraj 100% povečanje glede na leto 2003.

Tabela 9: TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE (% BDP)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Češka	np	np	np	np	1,3	-1,9	-2,6	-7,1	-6,7	-2,1	-2,5	-4,9	-5,4	-5,6	-6,2	-6,2
Estonija	np	np	np	3,3	1,2	-6,9	-4,2	-8,6	-11,4	-8,6	-4,4	-5,4	-5,7	-10,2	-13,2	-11,1
Madžarska	-4,6	0,4	0,8	0,9	-9,0	-9,4	-5,6	-3,9	-4,5	-7,2	-7,9	-8,7	-6,2	-7,2	-8,9	-8,6
Latvija	np	np	np	np	19,1	5,5	-0,3	-5,0	-5,6	-9,8	-9,1	-6,4	-8,9	-6,5	-8,6	-9,4
Litva	np	np	np	np	-3,2	-2,2	-9,6	-9,0	-10,0	-11,7	-11,0	-5,9	-4,7	-5,2	-6,7	-6,1
Poljska	-2,2	1,0	-2,6	1,1	-0,7	1,0	0,7	-2,4	-4,2	-4,4	-8,1	-6,1	-2,9	-2,7	-2,0	-2,6
Slovaška	np	np	np	np	-4,5	4,3	2,0	-10,1	-9,2	-9,3	-5,3	-3,5	-8,4	-8,0	-0,9	-2,0
Slovenija	9,0	3,0	1,0	6,1	1,5	4,0	-0,4	0,3	0,3	-0,6	-3,3	-2,9	0,2	1,4	0,1	-0,6
<b>Srednje-vzhodna Evropa in Baltske države</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,8</b>
Albanija	np	np	np	np	-29,1	-14,3	-7,1	-9,1	-12,4	-6,8	-7,7	-7,9	-6,2	-9,0	-7,6	-7,3
Bosna in Hercegovina	np	np	np	np	np	np	-10,3	-27,3	-30,0	-27,0	-17,9	-13,1	-16,2	-18,4	-17,4	-14,8
Bolgarija	-1,6	-8,2	-1,0	-4,2	-10,1	-0,3	-0,2	0,2	4,1	-0,5	-5,3	-5,6	-6,5	-4,4	-8,4	-8,0
Hrvaška	np	np	np	3,2	5,7	5,9	-7,7	-5,5	-11,6	-6,7	-7,0	-2,5	-3,7	-8,4	-6,1	-5,8
Makedonija	np	-9,1	-5,5	-0,8	0,6	-5,3	-5,0	-6,5	-7,8	-7,5	-0,9	-2,1	-6,9	-9,5	-6,0	-6,9
Romunija	np	-9,6	-3,5	-8,0	-4,5	-1,4	-5,0	-7,3	-6,1	-6,9	-3,6	-3,6	-5,8	-3,4	-5,8	-5,6
Srbija in Črna gora	np	np	np	np	np	np	np	-9,8	-6,5	-4,2	-4,4	-4,7	-4,6	-8,8	-10,2	-11,3
<b>Jugo-vzhodna Evropa</b>	<b>-1,6</b>	<b>-9,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>-9,3</b>	<b>-10,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-8,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-8,5</b>
Armenija	np	np	np	np	-14,3	-16,0	-17,0	-18,2	-18,0	-21,3	-16,6	-14,5	-10,0	-6,6	-7,1	-5,6
Azerbajdžan	np	np	np	np	-10,2	-10,3	-13,2	-25,8	-23,1	-30,7	-13,1	-3,5	-0,9	-12,6	-27,4	-35,8
Belorusija	np	np	np	np	-11,9	-9,1	-4,4	-3,6	-6,1	-6,7	-1,6	-3,2	-3,2	-2,1	-3,0	-3,2
Gruzija	np	np	np	np	-40,2	-22,3	-7,5	-9,1	-10,6	-8,9	-7,7	-4,5	-6,6	-6,0	-7,9	-8,7

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Kazahstan	np	np	np	np	-7,8	-7,6	-1,3	-3,6	-3,6	-5,5	-1,4	3,1	-5,4	-3,5	-0,2	1,0
Kirgizistan	np	np	np	np	-10,0	-7,6	-15,7	-23,3	-7,8	-22,1	-14,7	-6,6	-3,3	-3,9	-2,8	-3,7
Moldavija	np	np	np	np	-14,5	-8,4	-6,8	-9,8	-12,5	-17,3	-3,6	-9,4	-4,9	-3,6	-7,9	-6,4
Rusija	np	np	np	np	np	2,8	2,2	2,8	0,0	0,1	12,6	18,0	11,1	8,4	8,3	6,7
Tadžikistan	np	np	np	np	-28,8	-20,1	-14,8	-7,1	-5,4	-9,1	-3,4	-6,4	-7,0	-2,7	-1,3	-1,9
Turkmenistan	np	np	np	np	np	4,0	0,9	0,1	-25,3	-36,7	-28,4	15,2	3,4	15,2	11,6	6,0
Ukrajina	np	np	np	np	np	-3,2	-3,1	-2,7	-2,7	-3,1	5,2	4,7	3,7	7,5	5,8	9,6
Uzbekistan	np	np	np	np	-8,4	2,1	-0,2	-7,8	-5,4	-0,9	-2,0	2,4	-1,5	1,4	10,5	8,7
<b>Države bivše SZ</b>	<b>np</b>	<b>np</b>	<b>np</b>	<b>np</b>	<b>-16,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-13,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,8</b>
<b>Skupaj tranzicijske države<sup>1</sup></b>	<b>np</b>	<b>np</b>	<b>np</b>	<b>0,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>-9,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,1</b>

<sup>1</sup> Netehtana povprečja.

Vir: Transition Report 2000 in Transition Report 2004, EBRD.

Tabela 10: NEPOSREDNE TUJE INVESTICIJE (V M\$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	NTI p.c. 2002	NTI p.c. 2003	NTI 2002 (v % BDP)	NTI 2003 (v % BDP)
Češka	np	np	np	983	563	749	2.526	1.276	1.275	3.591	6.234	4.943	5.476	8.276	2.351	5.000	803	228	11,2	2,6
Estonija	np	np	np	80	156	212	199	111	130	574	222	324	343	153	743	684	113	550	2,2	8,2
Madžarska	187	311	1.459	1.471	2.328	1.097	4.410	3.295	3.719	3.065	3.065	2.191	3.580	2.590	874	1.691	259	87	4,0	1,1
Latvija	np	np	np	np	50	279	245	379	515	303	331	401	170	374	328	365	160	141	4,0	3,0
Litva	np	np	np	np	30	31	72	152	328	921	478	375	439	715	142	500	207	41	5,1	1,0
Poljska	np	np	117	284	580	1.846	3.617	4.445	4.863	6.049	7.239	9.324	5.802	3.901	3.839	5.000	102	100	2,0	2,0
Slovaška	10	24	82	100	107	236	194	199	84	374	701	2.058	1.460	4.007	549	1.500	745	102	16,6	1,7
Slovenija	-14	-2	-41	113	111	129	161	167	303	221	59	71	371	1.748	-118	-32	876	-59	7,9	-0,4
<b>Srednje-vzhodna Evropa in Baltske države</b>	<b>183</b>	<b>333</b>	<b>1.617</b>	<b>3.031</b>	<b>3.925</b>	<b>4.580</b>	<b>11.422</b>	<b>10.023</b>	<b>11.217</b>	<b>15.098</b>	<b>18.329</b>	<b>19.686</b>	<b>17.640</b>	<b>21.764</b>	<b>8.708</b>	<b>14.708</b>	<b>408</b>	<b>149</b>	<b>6,6</b>	<b>2,4</b>
Albanija	np	np	np	20	45	65	89	97	42	45	51	143	204	135	178	377	42	56	3,0	3,0
Bosna in Hercegovina	np	np	np	np	np	0	0	0	0	67	177	150	130	230	320	420	61	84	4,0	5,0
Bolgarija	np	4	56	42	40	105	98	138	507	537	789	1.003	641	876	1.398	2.000	112	178	5,6	7,0
Hrvaška	np	np	np	13	102	110	109	486	347	835	1.420	1.085	1.407	591	1.700	1.100	133	385	2,6	6,0
Makedonija	np	0	0	0	0	24	12	12	18	118	32	176	439	77	94	150	38	47	2,0	2,0
Romunija	np	-18	37	73	87	341	417	415	1.267	2.079	1.025	1.051	1.154	1.080	1.528	2.100	50	70	2,0	3,0
Srbija in Črna gora	np	np	np	np	np	np	np	0	740	113	112	25	165	562	1.395	600	67	167	4,0	7,0
<b>Jugo-vzhodna Evropa</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>93</b>	<b>148</b>	<b>274</b>	<b>646</b>	<b>725</b>	<b>1.148</b>	<b>2.920</b>	<b>3.794</b>	<b>3.606</b>	<b>3.633</b>	<b>4.140</b>	<b>3.552</b>	<b>6.613</b>	<b>6.747</b>	<b>72</b>	<b>141</b>	<b>3,3</b>	<b>4,7</b>
Armenija	na	na	na	0	1	8	25	18	52	221	122	104	70	111	136	98	37	43	2,0	5,0

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	NTI p.c. 2002	NTI p.c. 2003	NTI 2002 (v % BDP)	NTI 2003 (v % BDP)
Azerbajdžan	np	np	np	np	0	22	330	627	1.115	1.023	510	149	299	1.048	2.090	2.673	128	253	17,0	29,0
Belorusija	np	np	np	np	18	11	15	105	350	201	443	119	96	453	170	150	46	17	3,1	1,0
Gruzija	np	np	np	np	0	8	6	54	236	221	62	153	80	130	306	350	28	66	4,0	8,0
Kazahstan	np	np	np	100	473	635	964	1.137	1.320	1.143	1.468	1.278	2.861	2.164	2.188	2.500	146	152	8,8	7,4
Kirgizistan	np	np	np	np	10	38	96	47	83	87	38	-7	-1	5	17	72	1	4	0,3	1,0
Moldavija	np	np	np	17	14	18	73	23	78	76	154	128	147	117	48	76	27	11	7,2	2,5
Rusija	np	np	np	np	np	408	1.460	1.656	1.681	1.492	1.102	-463	216	-72	-3.002	1.000	0	-21	0,0	-1,0
Tadžikistan	np	np	np	9	9	12	10	18	18	25	21	24	9	36	32	20	6	5	3,0	2,0
Turkmenistan	np	np	np	np	79	103	233	108	108	62	125	131	170	276	218	220	48	36	7,0	5,0
Ukrajina	np	np	np	np	np	151	257	516	581	747	489	594	769	698	1.411	1.300	14	29	2,0	3,0
Uzbekistan	np	np	np	9	48	73	-24	90	167	140	121	75	83	65	70	180	3	3	1,0	1,0
<b>Države bivše SZ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>135</b>	<b>652</b>	<b>1.487</b>	<b>3.445</b>	<b>4.399</b>	<b>5.789</b>	<b>5.438</b>	<b>4.656</b>	<b>2.285</b>	<b>4.798</b>	<b>5.030</b>	<b>3.684</b>	<b>8.639</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>
<b>Skupaj tranzicijske države</b>	<b>183</b>	<b>319</b>	<b>1.710</b>	<b>3.314</b>	<b>4.850</b>	<b>6.713</b>	<b>15.593</b>	<b>15.569</b>	<b>19.926</b>	<b>24.329</b>	<b>26.591</b>	<b>25.604</b>	<b>26.578</b>	<b>30.345</b>	<b>19.004</b>	<b>30.094</b>	<b>157</b>	<b>103</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>

<sup>1</sup> Netehtana povprečja.

Vir: Transition Report 2000 in Transition Report 2004, EBRD.



## 9 SKLEP

Izkušnje tranzicijskih držav v zadnjih desetih letih so pomembno vodilo ne le njim samim pač pa tudi razvitim in razvijajočim se državam. Z zahoda na vzhod je bila depresija globlja, inflacija vztrajnejša, obnova počasnejša. Vse je posledica manj številnih reform pred samim padcem komunizma, manj odločnih politik, večje makroekonomske nestabilnosti, slabših začetnih pogojev, npr. večje cenovne in trgovinske nepravilnosti, in večje oddaljenosti od dinamičnih razvitih trgov. Države bivše SZ sledijo Srednji in Vzhodni Evropi z večjimi stroški prilagajanja in občutno počasnejšim napredkom v reformah.

Tudi za makroekonomsko stabilizacijo, ki je del širšega procesa tranzicije, velja, da ni bila enaka v vseh državah. Večina tranzicijskih držav je inflacijo sicer zmanjšala nekje do sredine devetdesetih let in ob tem dosegla tudi določeno mero stabilnosti cen, toda inflacija je ostala nad ravno značilno za gospodarsko najrazvitejše države. S tega vidika lahko zato sklepamo, da tranzicija še ni končana.

Makroekonomska stabilizacija je bila predpogoj za pozitivno gospodarsko rast. Vse tranzicijske države so začele rasti v drugem letu po sprejemu stabilizacijskega programa, ki je moral biti heterodoksen, da je vključil tako vir inflacije kot inflacijska pričakovanja. Zahteval je kontrakcijo fiskalne politike, neodvisnost centralne banke, usklajeni dohodkovno in cenovno politiko. Sistem deviznega tečaja, ki je bil predmet razgretih debat predvsem na začetku procesa tranzicije, pa se na koncu ni izkazal za pomemben dejavnik uspeha ali neuspeha stabilizacije. Države tako s fiksnim kot fleksibilnim deviznim tečajem so izvedle hitro dezinflacijo, v kolikor jim je le uspelo kontrolirati ponudbo denarja in z njo povezane prvine. Na višjo in dolgotrajno inflacijo ter slabšo gospodarsko rast je imelo velik vpliv zaostajanje pomembnih strukturnih reform (liberalizacija cen in trgovine ter ukinitvev mehkih proračunskih omejitev). Kjer monetarna ali fiskalna politika nista pomagali, se tudi politika deviznega tečaja ni mogla uspešno soočiti z inflacijo, kot se je to zgodilo v Rusiji leta 1998.

Na začetku tranzicije so vezani devizni tečaj služili kot nominalno sidro v kar nekaj državah, ki pa so sčasoma prevzele bolj fleksibilne, s tem pa so dovolile ekonomski politiki, da se bolj svobodno sooča z visoko mobilnostjo kapitala. Dodatna značilnost tranzicijskih držav so bili namreč povečani pritoki kapitala, ki so sicer odraz povečanega zaupanja v tranzicijske države, vendar pa so obenem pripeljali tudi do problemov, s katerimi sta bili soočeni Češka in Rusija. V nekaterih državah (Albanija, Bolgarija, Češka, Romunija, Rusija) je prišlo do makroekonomskih preobratov. Medtem ko so zunanji šoki (na primer vojna na Balkanu) odigrali pomembno vlogo v posameznih državah, pa so se

skupni dejavnik vseh neuspešnih stabilizacij neuspele strukturne reforme. Nakopičena slaba posojila bančnega sektorja in državni dolg so vodili v manjše zaupanje domačih in tujih kreditodajalcev, posledično pa v valutno in bančno-finančno krizo držav.

Kljub velikim strukturnim razlikam v gospodarstvih in institucionalnemu okvirju so izkušnje stabilizacije podobne tako v tranzicijskih kot tržnih gospodarstvih. Monetarno prilagajanje in pomanjkanje finančne discipline sta ključna razloga za vztrajno inflacijo. Ker pa so tranzicijska gospodarstva začela proces nižanja inflacije s podedovanimi nestabilnostmi v sistemu, sta cenovna liberalizacija in privatizacija inflacijsko spiralo le še podkrepili in tako ogrozili ekonomsko in politično prestrukturiranje bivšega sistema. V teoriji sicer liberalizacija in privatizacija lahko potekata brez cenovne stabilizacije, toda praksa je pokazala, da je lahko inflacija za gospodarstvo usodna. Cenovna stabilizacija je zato potreben, ne pa tudi zadosten pogoj za učinkovit prehod iz centralno-planskega v tržno gospodarstvo. Viri vztrajne inflacije v tranzicijskih državah so danes povezani tako s tradicionalnimi faktorji presežne ponudbe denarja in rastjo plač, kot tudi z relativnim prilagajanjem cen, Balassa – Samuelsonovim in »pass-through« učinkom.

Fiskalna konsolidacija je bila kot element stabilizacije zelo pomembna in enako velja tudi v prihodnje. V večini držav je namreč fiskalna strukturna reforma prioriteta, ki bo podkrepila gospodarsko rast in srednjeročno fiskalno kredibilnost. Ključni bodo struktura in nivo obdavčenja, socialna potrošnja in socialni transferji. Napredek na teh področjih bo pospešil dezinflacijo ne le z izboljšanjem fiskalnega ravnotežja, pač pa tudi z rastjo produktivnosti.

Izzivi fiskalne politike se v prihodnjih nekaj letih po posameznih skupinah tranzicijskih držav nekoliko razlikujejo. Za pridružene članice bo velik pritisk na uravnoteženje velikih izdatkov potrebnih za članstvo v EU in NATO, skupaj s potrebno fiskalno disciplino, ki jo zahteva makroekonomska konvergenca z EU. V državah bivše SZ pa je po drugi strani potrebno najti vir za pokrivanje obresti velikih dolgov, ne da bi pri tem trpela stran javnih storitev. Predvsem je v nekaterih državah potrebno povečati javne izdatke za socialno varnost.

V procesu tranzicije se je pokazalo, da so države, ki so se lotile vzporedne makroekonomske stabilizacije in strukturnih reform, utrpeli manjši padec v BDP in hitreje dosegle pozitivne stopnje gospodarske rasti. Za tranzicijo sta nujni dve komponenti. V določeni meri je morala biti najprej vzpostavljena makroekonomska stabilnost, če so države želele izvesti učinkovito reformo podjetniškega in finančnega sektorja. Stabilnost pa je bilo mogoče vzdrževati le, če sta bila oba sektorja soočena s finančno disciplino in konkurenco. Stabilizacija in strukturne reforme, posebej privatizacija, so bile pogoj za ponovno gospodarsko rast, pri tem pa velja, da hitrejše ko so bile reforme, hitrejši je bil gospodarski preobrat in hitrejša je bila rast.

Po petnajstih letih tranzicije lahko zaključimo, da so tranzicijske države bolj ali manj že zaključile prvo fazo tranzicije, to je privatizacijo sredstev, liberalizacijo trgov in vzpostavitev makroekonomske stabilizacije. Našteti dosežki so vodili v ponovno gospodarsko rast. Naslednja faza tranzicije sedaj zahteva pravilno ekonomsko politiko, prave institucije in obnašanje, ki bodo doseženo gospodarsko rast podkrepili in pospešili. Zahteva obvladovanje novosti, učenje in nabiranje izkušenj ter takšno ekonomsko politiko, ki bo sedaj že »utečenim« gospodarstvom dala novega zagona. Predvsem za nove članice EU velja, da morajo čim hitreje osvojiti pravila igre EU in da cilj ni vzdrževati kontinuiteto, pač pa poiskati nov razvojni zagon.

## LITERATURA

1. Aslund Anders, Boone Peter, Johnson Simon: How to Stabilize: Lessons from Post-Communist Countries, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, 1996, str. 217-313.
2. Ball Laurence: The Dynamics of High Inflation, NBER Working Paper Series, no. 4578. Cambridge, National Bureau of Economic Research, 1993, 32 str.
3. Balassa Bela: The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal. Journal of Political Economy, vol. 72, 1964, str. 584-596.
4. Berg Andrew et al.: The Evolution of Output in Transition Economies: Explaining the Differences, mimeo. Washington, IMF, 1998.
5. Berger Helge, Kopits George, Szekely P. Istvan: Fiscal Indulgence in Central Europe: Loss of the External Anchor? IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2004, 23 str.
6. Blanchard Olivier: The Optimal Speed of Disinflation: The Case of Hungary. Cottarelli, Szapary, ed., Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies, Washington, IMF, 1998.
7. Bole Velimir: Stabilisation in Slovenia: From High Inflation to Excessive Inflow of Foreign Capital. Blejer, Škreb, ed., Macroeconomic Stabilisation in Transition Economies, Papers presented at the first Dubrovnik conference, Cambridge University Press, 1997, str. 234-255.

8. Bruno Michael: High Inflation and Nominal Anchors of Open Economy. Essays in International Finance, No. 183, Princeton, New Jersey, 1991.
9. Burton David, Fischer Stanley: Ending Moderate Inflation. Cottarelli, Szapary, ed., Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies, Washington, IMF, 1998.
10. Bulir Aleš, Šmidkova Katarina: Exchange Rates in New EU Accession Countries: What Have We Learned from the Forerunners? IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2005, 38 str.
11. Calvo Guillermo, Mishkin Frederic: The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies. NBER Working Paper No. 9808, Cambridge, Massachusetts, 2003, 27 str.
12. Christoffersen Peter, Doyle Peter: From inflation to growth: Eight years of transition. The Economics of Transition, UK, 8 (2000), 2, str. 421-451.
13. Christoffersen Peter, Doyle Peter: From inflation to growth: Eight years of transition. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1998, 36 str.
14. Coorey Sharmini, Mecagni Mauro, Offerdal Erik: Disinflation in Transition Economies: The Role of Relative Price Adjustment. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1996, 97 str.
15. Coricelli Fabrizio, Masten Igor: Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit. IMF Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo, April 15-16, Preliminary Draft, 2004, 32 str.
16. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan, Masten Igor: Exchange Rate Policy and Inflation in Accessing Countries: The Role of Pass-through. William Davidson Institute Working Paper Number 674, The University of Michigan Business School, 2004, 23 str.
17. Corker Robert et al.: Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies - coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. IMF Policy Discussion Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2000, 25 str.
18. Cottarelli Carlo, Giannini Curzio: Inflation, Credibility, and the Role of the International Monetary Fund. IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, Washington DC, IMF, 1998, 23 str.

19. Cottarelli Carlo, Doyle Peter: Disinflation in Transition, 1993-97. Occasional Paper 179, Washington DC, IMF, 1999, 46 str.
20. Cungu Azeta, Swinnen Johan: The Impact of Aid on Economic Growth in Transition Economies: An Empirical Study. LICOS Discussion Paper 128/2003, Belgium, Katholieke Universiteit Leuven, 2003, 33 str.
21. De Melo Martha, Denizer Cevdet, Gelb Alan: From Plan to Market: Patterns of Transition. Blejer, Škreb, ed., Macroeconomic Stabilisation in Transition Economies, Papers presented at the first Dubrovnik conference, Cambridge University Press, 1997, str. 17-72.
22. Egert Balazs et al.: The Balassa-Samuelson Effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality. Paris, Journal of Comparative Economics, vol 31, 2003, str. 552-572.
23. Falcetti Elisabetta, Raiser Martin, Sanfey Peter: Defying the odds: initial conditions, reforms and growth in the first decade of transition. EBRD Working Paper no. 55, European Bank for Reconstruction and Development, 2000, 21 str.
24. Feldman A. Robert, Watson C. Maxwell: Into the EU, Policy Frameworks in Central Europe. International Monetary Fund, Washington DC, 2002, 236 str.
25. Fischer Stanley, Sahay Ratna: The Transition Economies After Ten Years. NBER Working Paper Series 7664, Cambridge, National Bureau of Economic Research, 2000, 44 str.
26. Fischer Stanley, Sahay Ratna: Transition Economies: The Role of Institutions and Initial Conditions. IMF Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo, April 15-16, Preliminary Draft, 2004, 30 str.
27. Fischer Stanley, Sahay Ratna, Vegh Carlos A.: Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1996, 22 str.
28. Fischer Stanley, Sahay Ratna, Vegh Carlos A.: From Transition to market: Evidence and Growth Prospects. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1998, 36 str.
29. Ghosh Atish R.: Inflation in Transition Economies: How much? And Why?, IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1997, 28 str.

30. Gleich Holger: Budget Institutions and Fiscal Performance in Central and Eastern European Countries, ECB Working Paper No. 215, 2003, 45 str.
31. Gros Daniel, Suhrcke Mark: Ten years after: what is special about transition countries? EBRD Working Paper no. 56, European Bank for Reconstruction and Development, 2000, 21 str.
32. Jazbec Boštjan: Macroeconomic Stabilisation and Kapital Inflows in Transition Economies. Working Papers Series 89, Ljubljana, UNI, EF, 1999, 15 str.
33. Jazbec Boštjan: Macroeconomics of Transition. Working Papers Series, Ljubljana, UNI, EF, 1999, 65 str.
34. Jazbec Boštjan: Real Exchange Rates in Transition Economies. The William Davidson Institute Working Paper Number 482, The University of Michigan Business School, 2002, 53 str.
35. Jazbec Boštjan: Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia. The William Davidson Institute Working Paper Number 507, The University of Michigan Business School, 2002, 27 str.
36. Jonas Jiri, Mischkin S. Frderic: Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2003, 58 str.
37. Kopits George and Szekely P. Istvan: Fiscal Policy Challenges of EU Accession for the Baltics and Central Europe. Cheltenham, Structural Challenges for Europe, Tumpel-Gugerell and P. Mooslechner, ed., 2004, strani 277–297.
38. Kornai Janos: The Political Economy of the Hungarian Stabilisation and Austerity Program. Blejer, Škreb, ed., Macroeconomic Stabilisation in Transition Economies, Papers presented at the first Dubrovnik conference, Cambridge University Press, 1997, str. 172-203.
39. Lavrač Vladimir, Žumer Tina: Exchange Rate Arrangements of Accession Countries in Their Run-up to EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria. Working Paper No. 13, Institute for Economic Research, Ljubljana, 2002, 36 str.

40. Lipschitz Leslie, Lane Timothy, Mourmouras Alex: Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2001, 22 str.
41. Maurel Mathilde: Financial Integration, Exchange Rate Regimes in CEECs, And Joining the EMU: Just Do It.... William Davidson Institute Working Paper Number 650, The University of Michigan Business School, 2004, 30 str.
42. Mihaljek Dubravko: The Balassa-Samuelson effect in central Europe: a disaggregated analysis. The Eight Dubrovnik Economic Conference, 2002, 22 str.
43. Mihaljek Dubravko in Klau Marc: The Balassa-Samuelson effect in central Europe: a disaggregated analysis. Bank for International Settlements, Basel, Švica, 2003, 27 str.
44. Mundell A. Robert: The Great Contractions in Transition Economies. Blejer, Škreb, ed., Macroeconomic Stabilisation in Transition Economies, Papers presented at the first Dubrovnik conference, Cambridge University Press, 1997, str. 73-99.
45. Polanec Sašo: Convergence at Last? Evidence from Transition Countries. LICOS Discussion Paper 144/2004, Belgium, Katholieke Universiteit Leuven, 2004, 26 str.
46. Rizov Marian: Budget Constraints and Profitability: Evidence from a Transition Economy. LICOS Discussion Paper 116/2001, Belgium, Katholieke Universiteit Leuven, 2001, 25 str.
47. Ross Kevin: Post Stabilization Dynamics in Slovenia. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1998, 29 str.
48. Sachs Jeffrey: Outline on Macroeconomic Stabilisation, mimeo. Washington, IMF, 1994.
49. Sahay Ratna, Vegh Carlos: Inflation and Stabilisation in Transition Economies: A Comparison with Market Economies. IMF Working Paper, Washington DC, International Monetary Fund, 1995, 44 str.
50. Samuelson A. Paul: Theoretical problems on Trade Problems. Review of Economics and Statistics, 46, 1964, str. 145-154.
51. Sarel Michael: Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. IMF Staff Papers, 43(1996), str. 199-215.

52. Sargent Thomas: The End of Four Big Inflations. Inflation, Causes and Effects, University of Chicago Press, 1982, 33 str.
53. Schadler Susan et al.: Adopting the Euro in Central Europe, Challenges of the Next Step in European Integration. Washington DC, International Monetary Fund, Occasional Paper 234, 2005, 11 str.
54. Szapary Gyorgy: Disinflation Policies: Issues of Sequencing. Cottarelli, Szapary, ed., Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies, Washington, IMF, 1998.
55. Vegh Carlos A.: Stopping High Inflation, An Analytical Overview, IMF Working Paper, september 1992, International Monetary Fund, 69 str.

## **VIRI**

1. Revue D'Economie Financiere, Special Issue: Ten Years of Transition in Eastern European Countries, Achievements and Challenges. Journal of the Assosiation D'Economie Financiere, Pariz, 2001, 509 str.
2. The Road to Stability and Prosperity in South Eastern Europe, A Regional Strategy Paper. Washington D.C.: The World Bank, Europe and Central Asia Region, 2000, 166 str.
3. Transition Report 1996, Infrastructure and savings. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 1996, 244 str.
4. Transition Report 1997, Enterprise performance and growth. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 1997, 210 str.
5. Transition Report 1998, Financial sector in transition. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 1998, 225 str.
6. Transition Report 1999, Ten years of transition. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 1999, 288 str.
7. Transition Report 2000, Employment, skills and transition. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 2000, 232 str.



8. Transition Report 2004, Infrastructure. London: publikacija EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), 2004, 204 str.
9. World Economic Outlook, oktober 2000, Focus on Transition Economies. Washington DC: International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, 2000, 282 str.
10. World Economic Outlook, maj 2005, Globalization and External Imbalances. Washington DC: International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, 2005, 278 str.
11. Serije delovnih zvezkov Mednarodnega denarnega sklada:  
URL:  
[http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.cfm?TITLE=&auth\\_ed=&subject=transition&ser\\_note=All&datecrit=During&YEAR=&Lang\\_F=All](http://www.imf.org/external/pubs/cat/shortres.cfm?TITLE=&auth_ed=&subject=transition&ser_note=All&datecrit=During&YEAR=&Lang_F=All)
12. Serije delovnih zvezkov Evropske banke za obnovo in razvoj:  
URL: <http://www.ebrd.com/english/public/index.htm>

## **SLOVAR SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV**

cost-recovery hypothesis - hipoteza povrnitve stroškov

crawling peg - sistem drseče paritete

currency board - valutna uprava

greenfield investments - svežih investicij

money stock - denarna baza

monetary overhang - denarni presežek

output gap - tranzicijska depresija

pass – through effect – neposreden vpliv

PPI (producer price index) – indeks industrijskih izdelkov

safety net - socialna varnost

soft budget constraints - mehke proračunske omejitve

trade-off - zamenljivost

wage bill - plačni račun