

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI IN SLOVENIJA**

**LJUBLJANA, MAJ, 2006**

**SIMONA OBREZA**

Študentka Simona Obreza izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivan Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 16.5.2006

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

## **KAZALO**

<b>1 UVOD</b>	<b>1</b>
1.1 Opredelitev področja in opis problema	1
1.2 Namen, cilji in osnovne trditve	3
1.3 Uporabljene metode raziskovanja	3
<b>2 EVROPSKA MONETARNA UNIJA</b>	<b>4</b>
2.1 Zgodovinski temelji nastanka Evropske monetarne unije	4
2.1.1 Sistem Bretton Woods	5
2.1.2 Resolucija iz leta 1971	6
2.1.3 Evropski monetarni sistem	6
2.1.4 Uresničitev ekonomske in monetarne unije	8
2.2 Euro	11
2.2.1 Razlogi za uvedbo evra	11
2.2.2 Pogoji za uvedbo evra	12
<b>3 VKLJUČEVANJE SLOVENIJE V EVRO OBMOČJE</b>	<b>18</b>
3.1 Razlogi za vključitev	19
3.2 Prednosti in slabosti vključevanja v evro območje	20
3.3 Teorija optimalnega valutnega območja	21
3.4 Kako in kdaj bi se naj Slovenija vključila v evro območje	24
<b>4 INFLACIJA</b>	<b>25</b>
4.1. Teoretično ozadje vzrokov inflacije v Sloveniji	26
4.1.1 Variabilnost relativnih cen	27
4.1.2 Asimetričnost porazdelitve relativnih cen	28
4.1.3 Konvergenca relativnih cen	30
4.2 Obnašanje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju	31
4.3 Inflacijska gibanja v Sloveniji po osamosvojitvi	34
4.4 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede inflacije	39
<b>5 DEVIZNI TEČAJ</b>	<b>41</b>
5.1 Realni devizni tečaj	41
5.1.1 Balassa – Samuelsonov učinek v Sloveniji	42
5.1.2 Združljivost doseganja inflacijskega cilja in stabilnosti deviznega tečaja	45
5.1.3 Simetričnost gibanja slovenskega gospodarstva in gospodarstva EU	46
5.2 Strategija vstopa v ERM II	48

5.2.1 Hiter ali počasen vstop v ERM II	49
5.2.2 Dogovor in določitev centralne paritete	51
5.2.3 Razpon nihanja okoli centralnega tečaja	53
5.3 Politika deviznega tečaja v Sloveniji po osamosvojitvi	55
5.3.1 Začetno obdobje	55
5.3.2 Obdobje uravnano drsečega deviznega tečaja	55
5.4 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede deviznega tečaja	58
<b>6 OBRESTNA MERA</b>	<b>60</b>
6.1 Gibanje obrestnih mer v Sloveniji po osamosvojitvi	60
6.1.1 Obdobje od leta 1991 do 1999	60
6.1.2 Obdobje od leta 2000 do 2005	62
6.2 Oblikovanje referenčnih obrestnih mer	64
6.3 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede obrestnih mer	66
<b>7 JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJ</b>	<b>69</b>
7.1 Pakt stabilnosti in rasti	72
7.2 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede javnofinančnega primanjkljaja	73
<b>8 JAVNI DOLG</b>	<b>77</b>
8.1 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede javnega dolga	77
<b>9 ZAKLJUČEK</b>	<b>82</b>
<b>10 LITERATURA</b>	<b>85</b>
<b>11 VIRI</b>	<b>88</b>
<b>PRILOGA</b>	

# 1 UVOD

## 1.1 Opredelitev področja in opis problema

Slovenija je 1.5.2004 postala polnopravna članica Evropske unije (EU). Vstop v EU Sloveniji in njenemu gospodarstvu prinaša številne prednosti. Seveda se z vključitvijo v EU Slovenija sooča tudi s številnimi izzivi. S članstvom v EU Slovenija prevzema obveznost, da takrat ko doseže maastrichtske konvergenčne kriterije postane članica evro območja. To dejanje je neizogibno tako za Slovenijo kot tudi za ostale države, ki so vstopile v EU (izjema sta Velika Britanija in Danska).

Na splošno velja, da je za majhne države vključevanje v skupno denarno področje koristno, saj je monetarna politika v večjih valutnih območjih praviloma bolj učinkovita. Slovenija pričakuje od članstva v evro območju neto koristi (Delakorda, 2003, str. 42).

Med glavnimi koristmi je odprava nestabilnosti deviznih tečajev, nihanj deviznih tečajev in s tem povezanih tveganj in stroškov zavarovanja pred njimi, odpravo stroškov zamenjave valut, ter večjo transparentnost cen. Slovenija lahko pričakuje tudi nižjo inflacijo in obrestne mere zaradi vključitve v evro območje. V celoti gledano je za Slovenijo glavna prednost vstopa v evro območje možnost lažjega vključevanja v evropski enotni trg. To je za malo odprto slovensko gospodarstvo ključnega pomena (Lavrač, 2000, str. 8-9).

Slovenija po vstopu v evro območje ne bo več imela lastne monetarne politike in politike deviznega tečaja. Glede na to, bi moralo večje breme makroekonomske stabilizacije pasti na nacionalno fiskalno politiko. Slovenija bo po vključitvi v evro območje lahko uporabljala lastno fiskalno politiko za doseganje svojih makroekonomskih ciljev, vendar bo pri tem omejena z Paktom stabilnosti in rasti ter z izpolnjevanjem fiskalnih konvergenčnih kriterijev (Lavrač, 2000, str. 5-16).

Z maastrichtskim sporazumom, doseženim decembra 1991, so bili sprejeti maastrichtski konvergenčni kriteriji. Njihova osnovna ideja je, da morajo države članice predhodno, preden oblikujejo evro območje in se vključijo vanj, doseči zadostno usklajenost ekonomskih politik in približevanje osnovnih makroekonomskih spremenljivk (Jazbec 2004, str.127).

Maastrichtski konvergenčni kriteriji v bistvu predstavljajo kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti v vodenju monetarnih in fiskalnih politik, ter politik deviznega tečaja držav

članic EU. Njihov osnovni namen je: določiti merila za vstop v evro območje, omogočiti selekcijo med državami kandidatkami za evro območje pri vstopu v evro območje in zagotavljati stabilnost evra (Mrak, 2002, str.407).

Pet kriterijev, ki jih opredeljuje maastrichtska pogodba, se nanaša na doseganje nizke stopnje inflacije in dolgoročnih obrestnih mer, zdravih javnih financ in stabilnih deviznih tečajev nacionalnih valut. Gre za kriterije glede: inflacije, obrestnih mer, stabilnosti deviznega tečaja, javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga. Prvi trije so monetarni, zadnja dva pa fiskalna kriterija.

Kriterij stabilnosti cen določa, da stopnja inflacije v državi članici EU ne sme presegati povprečja inflacijskih stopenj treh držav z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke (McDonald in Dearden, 2005, str.102). V Sloveniji zadnjih nekaj let teče proces dezinflacije. To je predvsem posledica usklajenega delovanja med Vlado Republike Slovenije in Banko Slovenije.

Udeležbo v mehanizmu deviznih tečajev evropskega monetarnega sistema z upoštevanjem normalnih mej nihanj deviznih tečajev in brez devalvacije valute do katerekoli druge članice na lastno iniciativo vsaj dve leti zahteva kriterij glede deviznega tečaja (McDonald in Dearden, 2005, str.102). Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v ERM II in s tem dejanjem fiksirala tolar na evro. Gre za sistem trde različice trdnega deviznega tečaja s ciljno cono +/-15%.

Kriterij glede obrestnih mer zahteva, da dolgoročna nominalna obrestna mera ne sme za več kot dve odstotni točki presegati enake obrestne mere v treh državah z najnižjo stopnjo inflacije (McDonald in Dearden, 2005, str.102). Višina obrestne mere kaže na zaupanje vlagateljev v finančne instrumente in hkrati odraža njihova inflacijska pričakovanja.

Fiskalni kriterij glede javnofinančnega primanjkljaja zahteva, da delež javnega deficita ne sme preseči 3% v BDP-ju (McDonald in Dearden, 2005, str. 102). V primerjavi z drugimi državami članicami ima Slovenija nizko stopnjo javnofinančnega primanjkljaja v BDP. Visoki primanjkljaji povzročajo pritiske na tečaj in na makroekonomsko ravnotežje.

Kot zadnji kriterij navajam kriterij glede javnega dolga. Le-ta določa, da delež javnega dolga v BDP ne sme presegati 60% (McDonald in Dearden, 2005, str.102). Slovenija je na tem področju v primerjavi z državami članicami Unije in pristopnicami med najmanj zadolženimi.

## **1.2 Namen, cilji in osnovne trditve**

Namen raziskave je seznaniti bralca z maastrichtskimi konvergenčnimi kriteriji. Izpolnjevanje teh kriterijev je pogoj za vstop v evro območje. Podobno kot za vse nove članice Evropske unije je članstvo v evro območju obvezno tudi za Slovenijo.

Izbrana tema se mi zdi zanimiva predvsem zato, ker je vključitev Slovenije v evro območje tik pred vrati. Zato posebno pozornost namenjam doseganju konvergenčnih kriterijev v Sloveniji. Vključitev Slovenije v evro območje bo pomembno zaznamovalo dogajanja na gospodarskem in političnem področju.

Eden izmed ciljev magistrskega dela je predstaviti EMU. Najprej bom predstavila zgodovinske temelje nastanka Evropske monetarne unije, ter razloge in pogoje za uvedbo evra. V nadaljevanju se bomo seznanili z razlogi, prednostmi in slabosti vključevanja v evro področje.

Glavni cilj magistrskega dela je predstavitev treh monetarnih (inflacija, devizni tečaj, obrestna mera) in dveh fiskalnih (javnofinančni primanjkljaj, javni dolg) kriterijev, ki so pogoj za vstop v evro področje. Podrobneje se bomo seznanili s tem, če in v kolikšni meri Slovenija dosega navedene kriterije.

Postavljam hipotezo, da se inflacija v Sloveniji v zadnjih letih zmanjšuje in približuje konvergenčnemu kriteriju. Kriterij nizke inflacije je Slovenija izpolnila konec leta 2005. Stabilnost deviznega tečaja se bo pokazala v času bivanja v ERM II. Slovenija izpolnjuje kriterij glede obrestnih mer, ter oba fiskalna kriterija – tako kriterij javnofinančnega primanjkljaja kot tudi kriterij javnega dolga.

## **1.3 Uporabljene metode raziskovanja**

Pri pisanju mojega magistrskega dela gre za makroekonomsko analizo, saj bom proučevala obnašanje in delovanje celotnega narodnega gospodarstva in njegovega ravnovesja, ter njegovih posameznih agregatov.

Glede na naravo teme bom uporabila predvsem deskriptivni pristop; in sicer naslednje metode:

- metodo deskripcije: postopek opisovanja dejstev, procesov in pojavov v ekonomiji, ter njihovih empiričnih potrjevanj odnosov in vezi, vendar brez znanstvenega tolmačenja in pojasnjevanja. Tako lahko postavimo osnovne hipoteze o obnašanju proučevanih pojavov. V delu bom opisala maastrichtske konvergenčne kriterije.
- komparativno metodo: postopek primerjanja enakih ali podobnih dejstev, pojavov, procesov in odnosov, s katerimi ugotovljamo njihove podrobnosti v obnašanju in razlike med njimi in tako pridemo do raznih posplošenih in novih sklepov. Ugotovila bom v kolikšni meri Slovenija izpolnjuje maastrichtske konvergenčne kriterije (kriterij glede inflacije, deviznega tečaja, obrestne mere, javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga).
- zgodovinsko metodo: zgodovinski temelji nastanka Ekonomske monetarne unije.
- metodo kompilacije: povzela bom spoznanja, stališča in sklepe tujih in domačih avtorjev in jih ustrezno citirala.

V okviru analitičnega pristopa bom uporabila deduktivno sklepanje.

## **2 EVROPSKA MONETARNA UNIJA**

### **2.1 Zgodovinski temelji nastanka Evropske monetarne unije**

V Svetu Evrope je Robert Schumann 9. maja 1950 predstavil Evropsko deklaracijo kot projekt izgradnje nove Evrope. Cilj te deklaracije je bil postopno oblikovanje evropske federacije, ki bi nastala na podlagi majhnih korakov. Evropa je zadnjih 40 let šla počasi in zanesljivo skozi zadani proces. Evropski integracijski procesi se začnejo leta 1952 z ustanovitvijo Evropske skupnosti za premog in jeklo (ESPJ). V njej ima svoje korenine tudi oblikovanje Ekonomske in monetarne unije. Glavni cilj ESPJ-ja je bil odprava različnih trgovskih ovir in izoblikovanje skupnega trga za pretok jekla in premoga v državah članicah (Kramberger, 2005, str. 8).



### 2.1.1 Sistem Bretton Woods

Cilj prvotne pogodbe o Evropski gospodarski skupnosti ni bil ustanovitev ekonomske in monetarne unije. Prvotna zamisel je bila zgolj oblikovanje skupnega trga. Denarne zadeve in denarna politika je bila prepuščena svetovni denarni ureditvi ali tako imenovanemu Bretton Woods sistemu. V ameriškem mestu Bretton Woods je bil leta 1944 podpisan sporazum v katerem so bila zapisana tri temeljna načela (Gros in Taygenes, 1998, str. 13):

- konvertibilnost valute;
- ohranjanje fiksnih tečajev valut v razmerju do zlata;
- uravnoteženost plačilne bilance.

V tem času je bila cena zlata v razmerju do nacionalnih valut podcenjena. Zato so se mednarodne transakcije opravljale v ameriških dolarjih. Trdimo lahko, da je Bretton Woods v bistvu uvedel dolarski sistem. To je Združenim državam Amerike omogočalo, da so denarno politiko podredile lastnim političnim in gospodarskim ciljem. Amerika je kupovala izdelke evropskih držav tako, da so natisnili velike količine denarja. To jim je skupaj z visokim javno-bilančnim primanjkljajem omogočilo vzdrževanje vojaškega aparata in zavezniških vlad po svetu.

Na drugi strani se je pojavljala kronična nekonvertibilnost evropskih valut. To je resno omejevalo svetovno trgovino po II. svetovni vojni. Povpraševanje po ameriškem blagu v Evropi je močno preseгло evropski izvoz v Ameriko. Prišlo je do tako imenovanega “dolarskega prepada”. Konec 40-ih let je v večini evropskih držav nastopila trdovratna plačilno-bilančna kriza. Povojna kriza zahodnoevropskih držav je bila zelo globoka, saj so bila valutna razmerja nenazadnje posledica strukturne krize. Tako niso pomagala niti pri reševanju plačilno-bilančnih težav niti devalvacije evropskih valut (Kramberger, 2005, str.10-11).

Leta 1950 je petnajst članic Organizacije za evropsko ekonomsko sodelovanje (OEEC) ustanovilo Evropsko plačilno unijo, ki je v osmih letih pomembno zmanjšala dolarski prepad in omogočila konvertibilnost mnogih valut. Pokazalo se je, da je gospodarsko sodelovanje v Evropi pozitivno in da Evropa potrebuje lasten denarni sistem. Vendar po začetnih uspehih evropski denarni sistem ni dal konkretnjših rezultatov na področju zблиževanja evropskih držav v političnem in gospodarskem smislu.

### **2.1.2 Resolucija iz leta 1971**

Razvoj dogodkov in evropska nemoč v svetovnem denarnem sistemu sta bila razlog, da so članice Evropske skupnosti (ES) v 70-ih letih končno oblikovale trdno fronto za boj proti prevladi ameriškega dolarja in ameriških multinacionalk. V duhu evropskega upora proti ameriški svetovni prevladi so nastali prvi resni načrti o evropskem denarnem povezovanju. Sprva sta nastala Schillerjev in Barreov načrt. Kot posledica kompromisa med tema dvema je nastalo še Wernerjevo poročilo. Le-tega je Svet ministrov ES tudi potrdil in tako postal odločen, da začne z izgradnjo evropskega denarnega sistema (EDS) po stopinjah, ki jih je Werner leta 1971 predlagal. Werner je v svojem poročilu zarisal tri temeljne korake pri oblikovanju Evropske denarne unije (Kramberger, 2005, str.11-12):

1. odprava ovir za prost pretok kapitala, ter uskladitev proračunske in fiskalne politike v državah članicah ES;
2. začetek koordinacije kratkoročnih denarnih in kreditnih politik, z integracijo finančnih trgov in počasno odpravo nihanja tečajev;
3. predvidoma bi se naj tretji korak končal leta 1980 z ustanovitvijo Sistema centralnih bank ES.

Na načrt oblikovanja denarne unije v Evropi so reagirale tudi ZDA. ZDA je sprejela odločitev o ukinitvi konvertibilnosti dolarja v zlato. To je omogočilo nihanje dolarja in s tem zaščito ameriškega trga pred prevelikim uvozom iz drugih držav. Ta ukrep je pomenil konec Bretton Woods sistema. Mednarodno denarno krizo je poglobila še naftna kriza v 70-ih letih. Vse navedene spremembe so povzročile, da do začetka drugega koraka, opredeljenega v Wernerjevem poročilu ni prišlo.

### **2.1.3 Evropski monetarni sistem**

Evropski svet je sredi leta 1978 sprejel odločitev o ustanovitvi Evropskega monetarnega sistema (EMS). Njegov temeljni cilj je bil oblikovati območje denarne stabilnosti v Evropi. To bi naj pomenilo predvsem stabilnost menjalniških tečajev med valutami držav EU, nadzorovanje stopnje inflacije na skupnem trgu, zagotoviti stabilnost deviznih tečajev med evropskimi valutami in povečati vlogo ECU-ja (evropske denarne enote) kot nove denarne enote.

Evropski monetarni sistem je bil sestavljen iz treh stebrov (Kramberger, 2005, str.12-13):

- ECU-ja , ki je bil sestavljen kot košarica nacionalnih valut vseh držav članic EMS, izračunanega na podlagi objektivnih gospodarskih kriterijev. ECU je postal osrednji element EMS in so ga uporabljali kot pokazatelj za razlike med valutami ES, kot indikator za intervencijske ukrepe in kot sredstvo za obračun terjatev in obveznosti med nacionalnimi centralnimi bankami;
- ERM-ja (evropski mehanizem deviznih tečajev), ki je uporabljal ECU kot osnovno vrednostno enoto pri določanju tečajnih razmerij v ES;
- Skupnega Evropskega monetarnega sklada za pomoč nacionalnim monetarnim oblastem v primeru valutnih in plačilno-bilančnih kriz.

Mehanizem deviznih tečajev je za vse članice določal sistem trdnih medsebojnih tečajev in sistem prilagodljivih tečajev nasproti držav nečlanic. Kolikor je menjalni tečaj posamezne države članice presegel določeno mejo, so morale nacionalne denarne oblasti posredovati in zadržati tečaj v predpisanih mejah.

EMS je zelo uspešno deloval v 80-ih letih. Uspel je vzpostaviti območje povezane denarne stabilnosti. To je bilo vidno predvsem v zmanjšanju nestabilnosti deviznih tečajev, v zmanjšanju inflacijskih stopenj in razlik med stopnjami inflacije, v povečani usklajenosti makroekonomskih politik in povečanem sodelovanju bank.

Leta 1993 je ERM zašel v hudo krizo. Ekonomska recesija in špekulacije na valutnih trgih so prisilile finančno ministrstvo EU na povečanje dovoljenega razpona nihanja menjalnega tečaja iz 2,25 % na 15 % v obe smeri.

Vzroki za krizo so predvsem naslednji (Kramberger, 2005, str. 11):

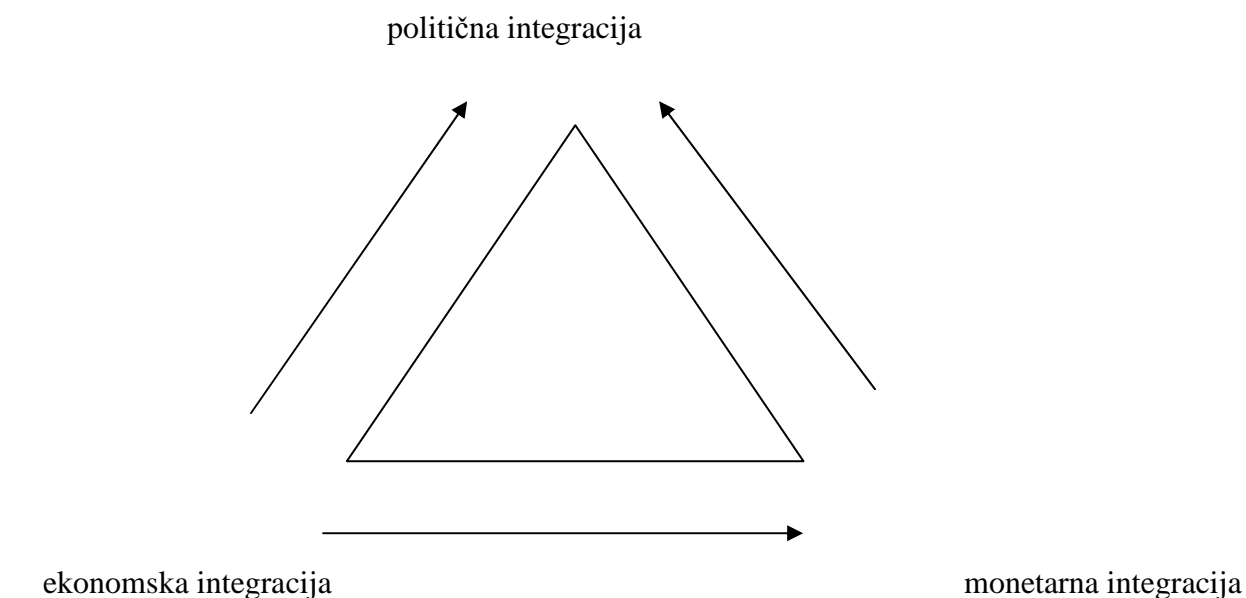
- popolna liberalizacija kapitalskih tokov v ES je okrepila možnosti špekuliranja pri finančnih posrednikih;
- stroški združitve Nemčije so v tej državi povzročili proračunski primanjkljaj, zato je morala nemška centralna banka povišati obrestne mere;
- leta 1992 je precejšnja negotovost okrog ratifikacije maastrichtske pogodbe in nestabilnost na valutnih trgih zamajala ravnotežje v EMS;
- slabo sodelovanje med centralnimi bankami: države z močnimi valutami (predvsem Nemčija) niso bile pripravljene sprejeti povečane ponudbe denarja, ki so jo povzročale države s šibkimi valutami z namenom ohranjanja vrednosti svojih valut.

EMS ni deloval kot je bilo predvideno. Obveljalo je mnenje, da zaradi samostojnih monetarnih politik, ki so jih vodile posamezne države, o skupnem evropskem trgu ne moremo govoriti.

#### 2.1.4 Uresničitev ekonomske in monetarne unije

Evropski integracijski proces se je začel z gospodarsko integracijo kot začetno točko in vodilno silo. Nadaljeval se je z monetarno in politično integracijo (glej sliko 1).

Slika 1: Proces evropske integracije



Vir: Mongelli, 2002 str. 10.

Kljub prvemu neuspelemu poskusu ustvarjanj skupnega evropskega monetarnega prostora so se procesi združevanja odvijali naprej. Cilj držav članic ES je bil oblikovanje nove evropske valute (evro) in ustanovitev Evropske centralne banke (ECB), ki bi vodila enotno evropsko politiko. Od tu naprej so morale evropske države med seboj uskladiti še nekaj drugih predpogojev, kot so: popolna in nepovratna konvertibilnost valut, popolna liberalizacija trga kapitala, integracija bančnega trga in drugih finančnih trgov, ukinitvev mejnih nihanj in nepovratna zamrznitev valutnih tečajev. Na teh temeljih se je lahko začela pot do končnega cilja – uporaba enotne valute in izkoriščanje njenih prednosti v trgovini med povezanimi članicami (Gros in Taygenes, 1998, str. 43).

Tabela 1: Stopnja monetarne integracije - povzetek

<b>OBDOBJE</b>	<b>GLAVNE ZNAČILNOSTI</b>
marec 1957 - avgust 1971	sistem fiksnih deviznih tečajev Bretton Woods
september 1971 - avgust 1979	zelo spremenljivi devizni tečaji, neuspešen poizkus ustanovitve mehanizma deviznega tečaja ("kača"), obdobje recesije 1973 – 1975
marec 1979 - december 1992	"mehi ERM": predstavitev EMS s pogostnimi popravki posebno do leta 1983
september 1987 - december 1992	"trdi ERM": skoraj brez popravkov do krize ERM septembra 1992, integracija trga produkcijskih faktorjev z rezultatom ustanovitve enotnega evropskega trga (1. januar 1993)
januar 1993 – december 1998	obdobje pred EMU, topnjevanje nominalne konvergence
od januarja 1999 naprej	EMU

Vir: Dorrucchi et al., 2002, str.14.

Na zasedanju Sveta ministrov leta 1988 v Hanovru so se države članice EU odločile ustanoviti Odbor za preučevanje gospodarske in denarne politike pod vodstvom predsednika komisije. Na podlagi njegovega poročila so se evropski voditelji na zasedanju Evropskega sveta v Madridu leta 1989 odločili, da bodo notranji trg in EMS nadgradili z ekonomsko in monetarno unijo (EMU). Na podlagi medvladne konference v Maastrichtu je bila 7. decembra 1992 podpisana Pogodba o Evropski uniji, ki je določila potek uvajanja EMU v treh fazah (Kramberger, 2005, str.13-14).

## **PRVA FAZA**

V prvi fazi, ki se je začela 1. julija 1990, naj bi odpravili vse omejitve glede prostega pretoka kapitala med državami članicami EU, ter okrepili obstoječi Evropski monetarni sistem. Takratni evropski sistem si je za cilj postavil tesnejše sodelovanje na področju: gospodarske, finančne in monetarne politike, ter sistema mehanizma menjalniških tečajev.

S podpisom maastrichtskega sporazuma februarja 1992 se je dvanajst članic ES zavezalo k medsebojnemu sodelovanju pri graditvi novega evropskega pravnega sistema, skupni notranji in zunanji politiki, varnostni politiki in ustanovitvi EMU. Poudarek je bil predvsem na liberalizaciji tokov kapitala med državami članicami, konvergenci njihovih gospodarstev, usklajevanju ekonomskih politik in krepitev monetarnega sodelovanja med državami članicami EU. Prva faza se je uspešno končala decembra 1993 (Fujs, 2001, str 616).

## **DRUGA FAZA**

Druga faza se je začela januarja 1994. S tem datumom so vse članice ES postale članice nove Evropske unije (EU). Druga faza ali faza konvergence bi se naj končala januarja 1997, vendar je bil konec prestavljen na januar 1999. Razlogi za zamudo so predvsem v tem, da članice v določenem obdobju niso izpolnile vseh določenih pogojev, ki bi bili potrebni za začetek zadnje faze ustanovitve EMU (Fujs, 2001, str. 617).

Najpomembnejše naloge, ki naj bi jih dosegle članice v drugi fazi so (Harrop, 2000, str.17):

- ustanovitev Evropskega monetarnega instituta (EMI);
- priprava konvergenčnih programov;
- priprave na ustanovitev Evropske centralne banke,
- stopnjevanje koordinacije med nacionalnimi centralnimi bankami;
- postopno usklajevanje monetarnih politik;
- preverjanje uresničevanja konvergenčnih kriterijev.

Evropski monetarni institut kot naslednik Sveta guvernerjev vseh nacionalnih centralnih bank, je bil ustanovljen takoj ob prehodu v drugo fazo. EMI, ki naj bi se v zadnji fazi prelevil v ECB, ki je bil v tej fazi najpomembnejša institucija EU. Naloga EMI-ja je bila, da okrepi sodelovanje med nacionalnimi centralnimi bankami, koordinira denarne politike držav članic, ter izpelje potrebne priprave za uvedbo nove skupne valute. Dodeljena mu je bila pravica oziroma možnost hranjenja in upravljanja deviznih rezerv nacionalnih centralnih bank. Določeno je bilo, da se struktura košarice ECU-ja ne bo smela več spreminjati. To je bilo zlasti pomembno pri uvedbi nove valute evro, ki naj bi nastala s konverzijo iz ECU-ja v evro v razmerju 1:1.

## **TRETJA FAZA**

Začela se je 1. januarja 1999 z uvedbo nove enotne valute evro, ter s prenosom pristojnosti glede vodenja denarne politike na Evrosistem (ECB in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so uvedle evro). Delovati je začela ECB, ki je bila sicer ustanovljena 1. junija 1998, in je prevzela naloge EMI. Po preverjanju izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra je bila sprejeta odločitev, katere države članice bodo sodelovale v tretji fazi EMU. Tečajji njihovih valut so bili nepreklicno določeni (valute teh držav so postale t.i. podenote evra). Evro je bil v tej fazi uveden kot knjižni denar. Prvega januarja 2002 so bili uvedeni evro bankovci in kovanci. Le-ti so zamenjali bankovce in kovance držav, ki so uvedle evro. Evro je postal med državami članicami EMU edino plačilno sredstvo. To pomeni, da je evro v celoti zamenjal nacionalne valute v dvanajstih državah članicah EU (Rehman, 1997, str. 140-149).

## 2.2 Evro

S prvim januarjem 1999 je enajst držav EU izdalo enotno valuto - evro. Prvič od časov rimskega imperija si je večinski del Evrope delil enotno valuto. Do januarja 2002 je bil evro uporabljen le za elektronske finančne in poslovne transakcije. Potem so bili izdani tudi kovanci in bankovci, ki so zamenjali nacionalne valute (Eijfinger in de Han, 2000, str. 1).

Evro je 1. januarja 2002 postal zakonito plačilno sredstvo v dvanajstih državah članicah EMU; in sicer v: Avstriji, Belgiji, Franciji, Grčiji, Luksemburgu, Italiji, Nemčiji, na Finskem, Irskem, Nizozemskem, Portugalskem in v Španiji.

### 2.2.1 Razlogi za uvedbo evra

Do odločitve o uvedbi evra so pripeljali tako notranji (integracijski) kot tudi zunanji (globalizacijski) razlogi. Od leta 1952 je na prostoru Evrope v več fazah potekalo ekonomsko in kasneje politično povezovanje držav članic EU. Na notranjem trgu EU podjetja članic držav EU medsebojno opravijo več kot 70 odstotkov trgovine, zato je bil enotni trg in uvedba ene valute na tem trgu pogoj za optimalne rezultate ekonomske integracije – za hitrejšo in stabilnejšo ekonomsko rast. Po drugi strani je evropsko gospodarstvo v gospodarski tekmi z gospodarstvom ZDA in Japonske vseskozi izgubljalo. V literaturi sta navedeni dve glavni skupini razlogov, ki sta utemeljevali nujnost uvedbe evra; in sicer gospodarski in politični (Gretschmann, 1999, str. 18-19).

Gospodarski razlogi za uvedbo evra so (Gretschmann, 1999, str. 18-19):

- denarna unija se kaže kot korak za uresničitev evropskega notranjega trga;
- globalizacija naložb evropskih podjetij zahteva večjo finančno stabilnost in manjše stroške rabe denarja za financiranje mednarodnih naložb;
- zaradi uresnitve EMU odpadejo transakcijski stroški in tveganja pri menjalnih tečajih na področju trgovine med državami, ki sodelujejo v enotnem denarnem prostoru;
- konvergenčni kriteriji, določeni kot temelj za uresničitev EMU, so temelj za zdravo ekonomsko rast držav in predstavljajo ekonomske pogoje za uspešno uvedbo enotnega denarja.

Politični razlogi za uvedbo evra so naslednji (Brataševac, 2000, str.33-34):

- oblikovanje EMU kaže integracijsko pripravljenost držav članic EU, zato njeno delovanje pozitivno vpliva na poglobljanje in širitev evropskega procesa združevanja;
- večja politična moč EU po uvedbi evra;
- uvedba evra daje možnost, da se premagajo nasprotovanja glede potrebnih strukturnih reform v EU (tako v javnem kot tudi zasebnem sektorju);
- interes držav članic EMU je tudi vpliv evra na večji mednarodni ugled držav članic;
- interes EMU je, da bi bil evro denarna protiutež ameriškemu dolarju. Obstaja želja, da bi evro nadomestil ameriški dolar kot svetovno valuto. Skupni izvoz držav EMU naj bi presegel delež ameriškega izvoza v svetovni trgovini. Če bi poleg tega še sosednje države (Norveška, Švica, države vzhodne in srednje Evrope) vezale vrednost svojih valut na evro, bi se območje monetarne stabilnosti znatno povečalo.

S prehodom na evro je EU dobila enotno denarno politiko. Ustanovljena je bila Evropska centralna banka (ECB), ki skupaj s centralnimi bankami držav članic sestavlja Evropski sistem centralnih bank (ESCB).

Evro pozitivno vpliva na ekonomsko stabilnost, ki bo vidna v nizki inflaciji in nizkih obrestnih merah. Z makroekonomskega vidika bo evro pomenil večje zaupanje v evropsko ekonomijo. Za podjetja, ki so in bodo (v državah pristopnicah) na evro pripravljena, le-ta pomeni izjemno strateško prednost.

### **2.2.2 Pogoji za uvedbo evra**

Med priprave za uvedbo evra spadajo predvsem izenačevanje pogojev gospodarjenja in življenjske ravni ter trajno vzdrževanje javnofinančne stabilnosti. Pred prevzemom evra, so države zavezane tudi k vzdrževanju denarne in plačilno bilančne stabilnosti. To je obdobje, v katerem v okviru ERM II centralno določeno razmerje svoje nacionalne valute do evra izpostavijo preizkušnji trga. Ob tem morajo izpolniti še ostale kriterije opredeljene v Maastrichtski pogodbi – t.i. maastrichtski kriteriji. Ta proces je znan kot konvergenčni proces, v katerem sta prisotni dve komponenti (Urad Vlade RS za informiranje, 2003, str. 63):

- nominalna;
- realna.



Razlikovati moramo med nominalnimi in realnimi konvegenčnimi kriteriji, ki predstavljajo formalne in neformalne pogoje. Ti kriteriji, formalni in neformalni, so uporabljeni kot nadomestilo za vsebinske argumente pri oceni o pripravljenosti držav za prevzem evra kot enotne valute.

Nominalni konvegenčni kriteriji, imenovani tudi Maastrichtski kriteriji, se osredotočajo na nominalne kriterije s področja inflacije, obrestnih mer in fiskalne politike. Izpolnjevanje teh kriterijev naj bi omogočilo učinkovito izvajanje enotne denarne politike za celotno območje EMU. Preprečilo bi naj prekomerno izkoriščanje fiskalne politike kot instrumenta v okviru enotnega gospodarskega in denarnega področja (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 24).

Poleg nominalne konvergenca je pomembna tudi realna konvergenca, ki ni v nobenem od dokumentov ECB ali Komisije EU neposredno omenjena kot kriterij za vstop v denarno unijo. Ti kriteriji tudi niso kvantificirani tako kot so nominalni. Kljub temu obstaja zahteva, ki jo je moč razbrati iz govorov visokih predstavnikov ECB, po izpolnjevanju kriterijev realne konvergenca. Razdeljena je na dohodkovno in strukturno konvergenca.

Izpolnjevanje nominalnih in realnih kriterijev je med sabo tesno povezano. Strukturne reforme, ki odpravljajo ovire na ponudbeni strani gospodarstva in so del realne konvergenca, izboljšujejo razmere za gospodarsko rast. Običajno so spodbuda k oblikovanju nizke inflacije in obrestnih mer. Na drugi strani nominalna konvergenca z zaježitvijo inflacijskih pričakovanj in zagotavljanjem stabilnejšega makroekonomskega okolja na daljši rok pozitivno vpliva na odločitve ekonomskih subjektov in tako podpira realno konvergenca. Poleg samega izpolnjevanja omenjenih kriterijev moramo upoštevati tudi pomen vzdržnega in zdravega doseganja postavljenih kriterijev (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 24).

## **REALNA KONVERGENCA**

Ko govorimo o konvergenci med državami, mislimo s tem na približevanje v stopnji razvitosti med državo, ki želi uvesti evro in državami, ki so evro že uvedle. Najpogostejši kazalnik, ki se uporablja pri izkazovanju dohodkovne konvergenca, je raven BDP na prebivalca, merjena po kupni moči glede na povprečje v državah EU. BDP na prebivalca je tudi pokazatelj razvitosti države. Pri tem ni pomembno zgolj to, kakšno raven tega kazalnika določena država trenutno dosega. Pomembna je tudi ocena, koliko let naj bi določena država potrebovala, da bi dosegla omenjeno povprečje ali določeno raven tega povprečja. Strukturna konvergenca zajema reformo institucionalnega okvira, v katerem posluje gospodarstvo. Strukturne reforme se običajno nanašajo na višanje stopnje zaposlenosti prebivalstva, večjo produktivnost, privatizacijo, pokojninske in zdravstvene reforme, ter podobno (Roter, 2004, str. 31).

Realna dohodkovna in strukturna konvergenca sta močno povezani. Strukturno konvergenco in institucionalne reforme lahko obravnavamo kot podlago bolj ugodnega poslovnega okolja in učinkovitejše alokacije finančnih sredstev v prihodnosti. V nadaljevanju so predstavljeni podatki dohodkovne konvergenca za vseh 25 članic EU (glej tabelo 2).

Tabela 2: BDP na prebivalca po kupni moči v EU za obdobje 2003-2004 (povprečje EU-25 =100)

	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Luksemburg	219	227
Irska	135	125
Nizozemska	125	125
Avstrija	121	123
Danska	121	122
Belgija	119	119
Švedska	116	118
Velika Britanija	117	117
Finska	112	113
Francija	112	110
Nemčija	109	109
Italija	106	103
Španija	98	98
Ciper	81	84
Grčija	81	82
<b>Slovenija</b>	<b>76</b>	<b>79</b>
Portugalska	73	72
Češka	68	71
Malta	72	69
Madžarska	60	60
Slovaška	52	52
Estonija	48	51
Poljska	47	49
Litva	45	48
Latvija	41	43

Vir: Kenda, 2005, str. 1-2.

V letu 2004 so imeli najvišji BDP na prebivalca po kupni moči v Luksemburgu, najnižjega v Latviji. Slovenija se je leta 2004 znašla 20 odstotnih točk pod povprečjem EU-25. Na lestvici se je uvrstila na 16. mesto med vsemi petindvajsetimi članicami EU. BDP na prebivalca, merjen s pariteto kupne moči, je v Sloveniji mnogo večji kot v večini držav članic EU, ki še evra niso uvedle. To pomeni, da je Slovenija med razvitejšimi članicami, ki želijo vstopiti v evro območje.

V skladu s Strategijo razvoja Slovenije (SRS) naj bi Slovenija presegla povprečno raven razvitosti v EU do leta 2013. K izpolnitvi zadanega cilja bo največ pripomoglo ohranjanje makroekonomskega ravnotežja vključno z vzdržno fiskalno politiko, stabilnostjo cen in preudarno dohodkovno politiko. Ukrepi ekonomskih politik bodo tako omogočili nemoten proces prevzema evra v začetku leta 2007 in zagotovili gospodarsko stabilnost po vstopu v evro območje. Hkrati se bo potencialna rast povečala kot posledica izvrševanja specifičnih ukrepov s področja konkurenčnosti, rasti in zaposlovanja, ki so opredeljeni v nacionalnem reformnem programu (Ministrstvo za finance 2005b, 3-4).

## **NOMINALNA KONVERGENCA**

Konvergenčni kriteriji se nanašajo na doseganje (Banka Slovenije, 2006c, 1):

- nizke stopnje inflacije;
- zdravih javnih financ;
- nizke stopnje obrestne mere;
- stabilnih tečajev valut.

Maastrichtske kriterije delimo na ekonomske in pravne. Ekonomski so štirje:

- Doseganje visoke stabilnosti cen  
Stopnja inflacije ne sme za več kot 1,5 odstotnih točk presegati povprečje stopnje inflacije treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen.
- Vzdržnost položaja javnih financ:
  - Javnofinančni primanjkljaj ne sme presegati 3% BDP, razen če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti ali, v drugem primeru, je prekoračitev referenčne vrednosti samo izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti.
  - Javni dolg ne sme presegati 60% BDP, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.

- Trajnost konvergence  
Dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki.
- Spoštovanje normalnih mej nihanja predvidenih z mehanizmom deviznih tečajev EMS/ERM; vsaj dve leti, brez devalvacije valute nasproti valuti katerekoli druge države članice.

V nadaljevanju si bomo ogledali, če in v kolikšni meri Slovenija izpolnjuje nominalne kriterije v opazovanem obdobju (glej tabelo 3), ter kakšna so predvidevanja glede izpolnjevanja kriterijev v prihodnjih letih (glej tabelo 4).

Tabela 3: Primerjava nominalnih konvergenčnih kriterijev in izpolnjevanje le-teh med državami evro območja (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija) in Slovenijo za obdobje od septembra 2004 do septembra 2005 (inflacija in obrestna mera v %; deficit in javni dolg v % BDP)

	Inflacija zadnjih 12 mesecev (%)	Dolg. obrestna mera zadnjih 12 mesecev (%)	Deficit v letu 2004 (v % BDP)	Javni dolg v letu 2004 (v % BDP)
Evro območje	2,2	3,53	-2,7	70,8
<b>Konvergenčni kriterij</b>	<b>2,4</b>	<b>5,52</b>	<b>-3,0</b>	<b>60,0</b>
Slovenija	2,7	3,97	-2,1	29,8

Opomba: zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno septembra 2005  
Vir: Banka Slovenije, 2006c, str.1-2.

Slovenija v opazovanem obdobju izpolnjuje tri nominalne kriterije; in sicer glede: dolgoročne obrestne mere, deficita in javnega dolga. V opazovanem obdobju stopnja inflacije v Sloveniji presega konvergenčni kriterij. Slovenija torej kriterije glede inflacije v opazovanem obdobju ne izpolnjuje. V nadaljevanju podajam predviden časovni vidik izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev.

Tabela 4: Predvideno izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev v obdobju 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Inflacija</b>	X	X	✓	✓	✓
<b>Obrestne mere</b>	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Proračunski saldo</b>	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Javni dolg</b>	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Stabilnost tečaja</b>	X	✓	✓	✓	✓

Vir: Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 29.

Ključni srednjeročni cilj vlade predstavlja izpolnitev maastrichtskih kriterijev in prevzem evra v 2007. Slovenija že izpolnjuje oba javnofinančna kriterija kot tudi kriterij stabilnosti obrestnih mer, medtem ko se stopnje inflacije vzdržno znižujejo. Kriterij stabilnosti bo tako izpolnjen najkasneje v začetku leta 2006 kljub pritiskom rasti mednarodnih cen nafte. Od vstopa v mehanizem menjalnih tečajev ERM II je devizni tečaj nihal okoli centralnega tečaja zgolj minimalno. Pod pogojem, da bo Slovenija nadaljevala s trenutnim usklajenim delovanjem ekonomskih politik, bi morali ohraniti stabilnost deviznega tečaja, s čimer bi bili v letu 2006 izpolnjeni vsi maastrichtski kriteriji in omogočen prevzem evra v januarju 2007 (Ministrstvo za finance 2005b, 4).

V osrednjem delu magistrskega dela se bomo natančneje seznanili s tem v kolikšni meri Slovenija dejansko izpolnjuje Maastrichtske kriterije. Vsakemu izmed kriterijev se bomo podrobneje posvetili.

Poleg navedenih kriterijev je potrebno izpolniti tudi pravni konvergenčni kriterij. To pomeni zagotovitev skladnosti nacionalne zakonodaje z določbami Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti (zagotoviti popolno neodvisnost centralne banke).

Izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev ocenjujeta Evropska komisija in Evropska centralna banka. Njuna ocena je predložena v posvet Evropskemu parlamentu in voditeljem držav ali vlad držav članic EU. Nato se finančni ministri držav članic EU, na priporočilo Evropske komisije, odločijo, ali se določena država lahko pridruži Evrosistemu.

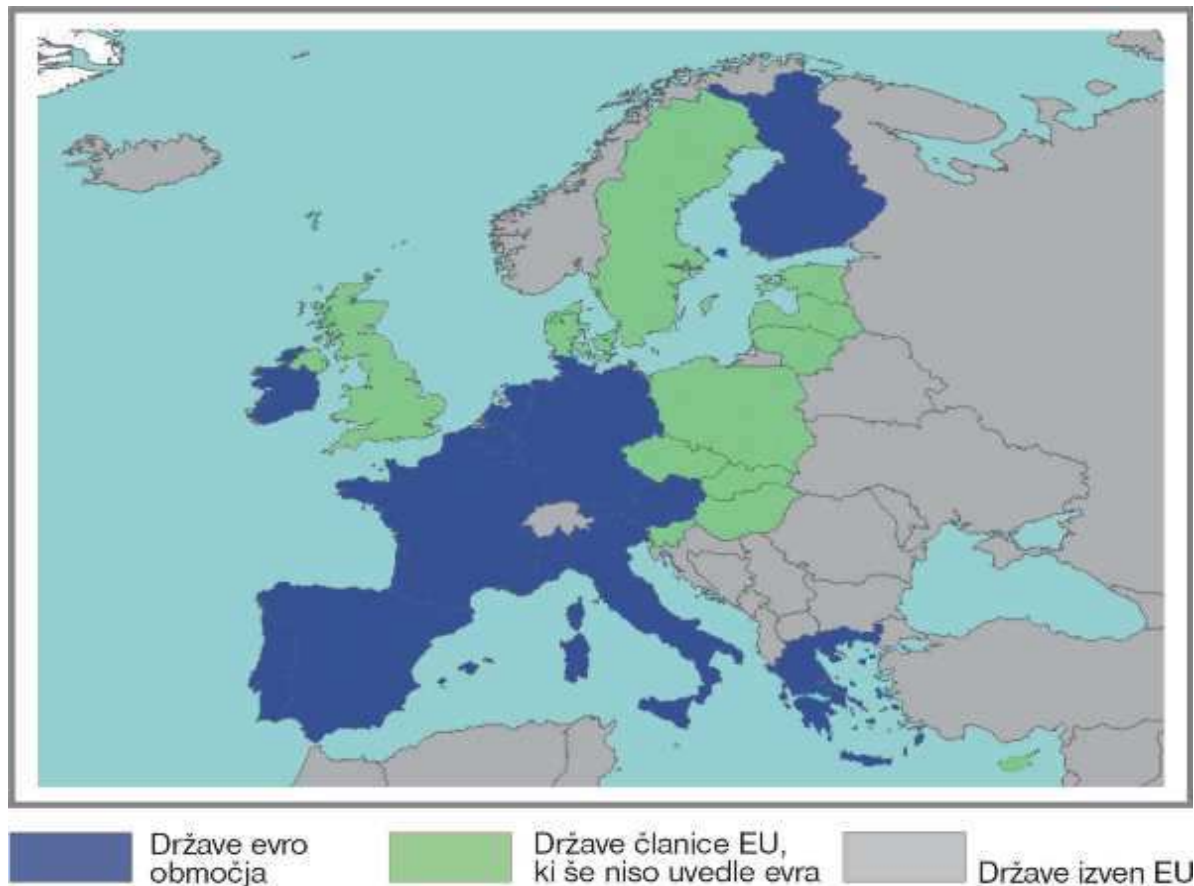
### 3 VKLJUČEVANJE SLOVENIJE V EVRO OBMOČJE

Za razliko od nekaterih “starih” držav članic (Velika Britanija, Danska, Švedska) Slovenija po vstopu v EU nima proste izbire, ali prevzeti evro ali ne. Skladno z Aktom o pristopu mora prevzeti evro kot svojo valuto takoj, ko za to izpolnjuje pogoje. Na podlagi širše ekonomske analize je bilo ocenjeno, da je smotrno evro v Sloveniji prevzeti čimprej. Pogoj za prevzem evra je izpolnitev konvergenčnih kriterijev.

Do sedaj je konvergenčne kriterije izpolnilo 12 držav članic EU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija). Evra niso uvedle Velika Britanija, Danska, Švedska, Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija, ki so sicer članice EU (glej sliko 2). Razloga za to sta dva:

- Velika Britanija in Danska imata poseben položaj. V postopku pogajanj sta dosegli, da se sami odločita, ali želita uvesti evro po izpolnitvi konvergenčnih kriterijev. Imata t.i. “opt-out” pravico. To pomeni, da jima ni potrebno uvesti evra, tudi če izpolnjujeta zahtevane konvergenčne kriterije. Tako je dansko prebivalstvo septembra 2000 na referendumu glasovalo proti uvedbi evra na Danskem. Za vse ostale države članice EU velja, da morajo uvesti evro, če izpolnjujejo konvergenčne kriterije.
- Švedska, Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija v skladu s konvergenčnim poročilom z dne 20. oktobra 2004 ne izpolnjujejo vseh konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra.

Slika 2: Evro območje leta 2005



Vir: Banka Slovenije, 2006a.

Slovenija je članica Ekonomske in monetarne unije, ni pa še članica evro območja. Članica evro območja bo postala z uvedbo evra.

### 3.1 Razlogi za vključitev v evro območje

Možnosti in tudi obveznosti vključevanja v procese evropske monetarne integracije izhajajo iz polnopravnega članstva v EU. Države članice EU se praviloma vključujejo v oblike ekonomske monetarne integracije; kot je to ERM, ter evro območje. Članstvo v teh oblikah je odprto le članicam EU.

Dokler Slovenija ni dosegla polnopravnega članstva v EU se v te mehanizme ni mogla vključiti. V prehodnem obdobju, ko je čakala na vstop v EU, ji ni bilo prepovedano posnemati članic evro območja. Slovenija bi tako lahko prešla na sistem fiksne, toda prilagodljivega deviznega tečaja in poskušala doseči, da tega fiksne deviznega tečaja ne bi bilo potrebno spreminjati, kot to določajo pravila EMS (Lavrač, 1998, str. 26-26).

Članstvo v evro območju je za večino držav EU torej obvezno. Kriteriji za vstop držav kandidat v članstvo v EU, ki so bili določeni leta 1993, namreč med drugim zahtevajo tudi sposobnost prevzeti vse obveznosti iz članstva v EU, vključno s pripadnostjo ciljev politične, ekonomske in monetarne unije. V praktični interpretaciji to pomeni, da se bodo morale države kandidatke vključiti v evro območje, ko bodo za to pripravljene. Torej, ko bodo izpolnjevale maastrihtske konvergenčne kriterije na trajni osnovi. Obveznost vstopa v evro območje izhaja iz članstva v EU.

### **3.2 Prednosti in slabosti vključevanja v evro območje**

Pričakovane prednosti in slabosti enotne valute so za Slovenijo podobne kot za druge članice EU. Glavne prednosti so (Lavrač, 2000, str. 8):

- zmanjšanje izpostavljenosti valutnim tveganjem zaradi trajno fiksne deviznega tečaja in kasneje uporabe enotne valute;
- zmanjšanje transakcijskih stroškov;
- nižja inflacija;
- nižje obrestne mere;
- monetarna stabilnost,
- večje naložbe in gospodarska rast.

V celoti gledano je za Slovenijo glavna prednost vstopa v evro območje možnost lažjega vključevanja v evropski enotni trg.

Glavne slabosti so (Lavrač, 2000, str. 9):

- izguba nacionalne valute;
- izguba monetarne avtonomije;
- izguba deviznega tečaja kot instrumenta za uravnavanje mednarodne konkurenčnosti gospodarstva.



Glede na to, da je Slovenija doslej uporabljala politiko deviznega tečaja kot mehanizem plačilno-bilančnega prilagajanja (v režimu uravnane drsenja deviznega tečaja je tolar skozi celotno obdobje nominalno depreciral in s tem pomagal vzdrževati mednarodno konkurenčnost slovenskega gospodarstva), je izguba devizno-tečajne politike glavni strošek slovenskega vključevanja v evro območje. V kolikšni meri je to dejansko strošek je odvisno od dveh trenutkov:

- koliko bo Slovenija izpostavljena asimetričnim šokom; Začetna empirična raziskovanja kažejo, da Slovenija naj ne bi bila specifično izpostavljena asimetričnim šokov. Vzrok za to je podobna struktura slovenskega izvoza kot jo imajo države EU in ker je slovensko gospodarstvo precej ciklično usklajeno z gospodarstvi držav EU.
- kako bodo lahko delovali drugi mehanizmi prilagajanja, ki lahko v monetarni uniji nadomestijo devizni tečaj.

### **3.3 Teorija optimalnega valutnega območja**

Vstop v denarno unijo vsaki državi prinaša koristi in stroške, ki so odvisni od različnih dejavnikov in se med državami razlikujejo. Mnogokrat se pojavljajo kot argument za ali proti prevzemu enotne valute. Teorija optimalnega valutnega območja (OCA) je ena izmed teorij, ki bi naj pomagale pri sprejemanju odločitve, ali naj posamezna država vstopi v monetarno unijo ali ne.

Teorija OCA je bila razvita v šestdesetih, v sistemu Bretton Woods, ko je večina zahodnih držav prešla na sistem fiksnega deviznega tečaja. Njene temelje so postavili: Mundell, Mc Kinnon in Kenen. V sedemdesetih letih, po zlomu sistema Bretton Woods, je teorija OCA v strokovnih krogih zamrla in postala zopet zanimiva v devetdesetih z monetarizacijo EU (Willet, 2004, 2-3).

Teorija OCA ugotavlja, da je prevlada koristi in stroškov vključitve posamezne države v monetarno unijo odvisna predvsem od strukturnih značilnosti gospodarstva. Monetarna integracija oziroma vključitev v monetarno unijo in prevzem enotne valute je primerna predvsem za majhna, odprta in diverzificirana (po proizvodnji in izvozu) gospodarstva, ki so močno trgovsko in finančna vpeta v širše območje denarne unije (Mrak, 2002, str. 393).

Teorija OCA običajno označuje prostorsko veljavnost ene valute oziroma področje, znotraj katerega je obstoj ene same valute optimalen. S povečanjem števila pridruženih članic neke monetarne integracije se povečujejo tako stroški kot koristi. Optimum teorije OCA je dosežen,

ko so neto koristi največje. To je takrat, ko države, ki se združijo v neko monetarno integracijo dosegaajo visoko mobilnost produkcijskih dejavnikov, imajo odprta gospodarstva ter je med njimi manjša proizvodna raznolikost. Svetovno gospodarstvo ne bi bilo optimalno valutno območje, saj bi zajemalo preveč raznolika gospodarstva.

Slovenija je po kriterijih teorije OCA model države, ki je s teoretičnega vidika primerna za vključitev v monetarno integracijo. Je majhna in zelo odprta država, z diverzificirano proizvodno in izvozno strukturo, ki je trgovinsko močno povezana z EU. Iz tega sledi, da so prednosti trgovinske in širše ekonomske integracije pomembnejše od monetarne avtonomnosti in fleksibilnosti denarne in tečajne politike. Zaradi podobnosti strukture slovenskega izvoza s strukturo izvoza držav članic EU in zaradi ciklične usklajenosti gospodarstva z EU ni pričakovati, da bi bila Slovenija izpostavljena asimetričnim šokom (Lavrač, 2000, str. 9).

Optimalno valutno območje temelji na kriterijih, ki bi morali zagotavljati učinkovitost delovanja ekonomskih politik, kljub odpovedi lastne denarne politike. Pomembno je, da z vključitvijo v evro območje Slovenija ne postane bolj heterogena, saj sta obe ekonomiji dovolj podobni po razvitosti in strukturi. Obstajati mora zadostna lastna sposobnost absorpcije asimetričnih in drugih šokov, v primeru, da se le-ti pojavijo. V nadaljevanju bomo natančneje spoznali kako je s Slovenijo (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 8-19):

1. Majhnost Sloveniji omogoča lažjo integracijo. Na splošno velja, da je za manjše države vključevanje v enotno valutno območje koristnejše, saj je denarna politika v večjih valutnih območjih praviloma bolj učinkovita. Običajno je večja tudi kredibilnost velikih centralnih bank. Merjeno s tem dejavnikom bi Sloveniji vključitev nedvomno prinašala koristi.

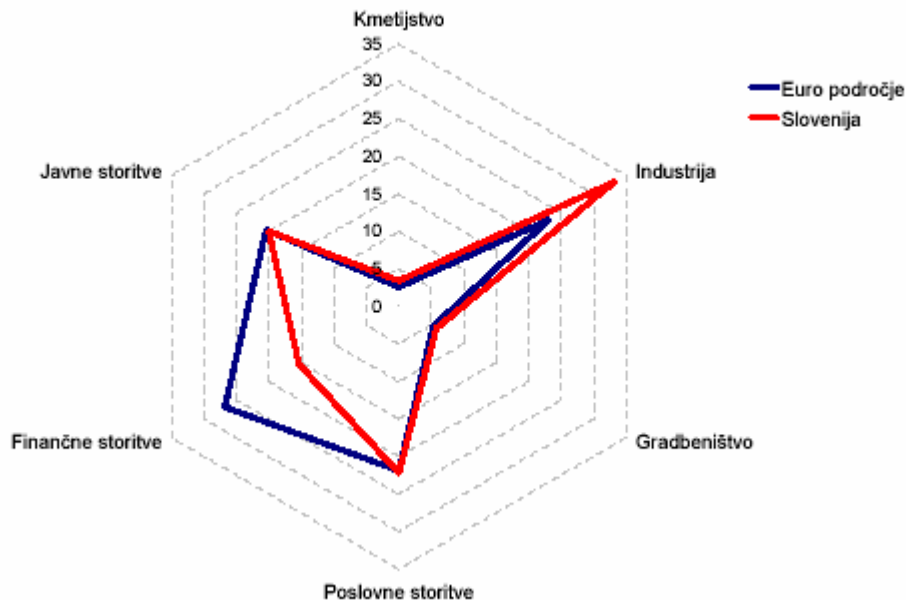
2. Razvitost slovenskega gospodarstva, merjena s kupno močjo, je zadostna, da je na podlagi tega kriterija Slovenija primerna za vstop v evro območje. Razvitost slovenskega gospodarstva zagotavlja, da se homogenost evro območja ob priključitvi Slovenije ne bo bistveno spremenila. Enotna denarna politika, ki jo vodi ECB, zato ne bo manj učinkovita.

3. Verjetnost asimetričnega šoka, to je šoka specifičnega za Slovenijo, je eden ključnih elementov za ugotavljanje ustreznosti pridružitve evro območju. Če so šoki, ki so jim izpostavljena gospodarstva primerljivi, jih imenujemo simetrični. V primeru, ko se šok pojavlja le v eni državi jih imenujemo asimetrični. Posledice simetričnih je mogoče odpravljati z enotno denarno politiko, asimetrični šoki pa predstavljajo problem v enotnem valutnem območju. Možnosti lokalnega/regionalnega delovanja denarne politike ni, fiskalna politika pa ni vedno primeren instrument za tovrstno ukrepanja.

Verjetnost asimetričnih šokov je v Sloveniji glede na evro območje relativno majhna, saj je:

- prisotna velika stopnja heterogenosti ekonomske strukture;  
Visoka raznolikost proizvodov, namenjenih mednarodni menjavi, pomeni, da je gospodarstvo manj izpostavljeno šokom, ki se nanašajo na posamezne sektorje.
- struktura slovenske ekonomije podobna strukturi v državah evro območja;  
Podobna struktura zagotavlja večjo simetričnost šokov, ki so jim države izpostavljene. Iz spodnje slike je razvidno, da ob primerjavi strukture dodane vrednosti v Sloveniji in evro območju ugotovimo, da sta si gospodarstvi podobni in da najbolj odstopata dejavnost finančnega sektorja in industrije.

Slika 3: Primerjava strukture BDP po dejavnostih (v %BDP) v Sloveniji in evro območju v letu 2002



Vir: Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 15.

- Slovenija je močno vpeta v trgovino z državami evro območja;  
Večja odprtost gospodarstva, predvsem pa velik obseg in podobna struktura menjave z državami, ki tvorijo enotno valutno območje, pomembno prispeva h koristim, ki jih ima država od vključevanja v takšno ekonomsko integracijo. Slovenija je precej bolj odprto gospodarstvo od povprečja evro območja. Za pričakovati je, da se bo z vstopom Slovenije v evro območje obseg menjave in s tem odprtost še povečala. Delež blagovne menjave Slovenije z državami evro območja znaša približno 60% menjave s tujino.

- poslovni cikli so harmonizirani;  
Sočasnost in istosmernost poslovnih ciklov je eden pomembnejših elementov za vodenje enotne denarne politike ECB.
- proces tranzicije in strukturnih reform se zaključuje.

4. Lastna sposobnost absorpcije šokov je pomemben pokazatelj države, da sodeluje v enotnem valutnem področju. Če se kljub majhni verjetnosti asimetričnih šokov le-ti pojavijo, lahko njihove negativne posledice ekonomska politika preprečuje oziroma odpravlja z instrumenti kot sta denarna in tečajna politika. V primeru enotnega valutnega območja ta možnost ne obstaja, zato morajo obstajati alternativni kanali prilagajanja. Kot alternativa denarne in tečajne politike se največkrat omenja mobilnost proizvodnih faktorjev. Ravno tako je pomembna tudi prilagodljivost ostalih ekonomskih politik (npr. fiskalne, dohodkovne), da se odzovejo na šoke. Teorija OCA poudarja pomen mobilnosti proizvodnih faktorjev, dela in kapitala, ki zagotavlja, da se ekonomija lahko prilagodi predvsem trajnejšim spremembam v svojem okolju. Prilagodljivost ekonomskih politik ter trga delovne sile in kapitala je v Sloveniji tolikšna, da omogoča zadostno stopnjo fleksibilnosti za sodelovanje z evro območjem.

Ugotovimo lahko, da stroški izgube denarne politike kot stabilizacijskega dejavnika ob vstopu v enotno valutno območje v primeru Slovenije ne bodo veliki.

### **3.4 Kako in kdaj bi se naj Slovenija vključila v evro območje**

Konec februarja 2002 se je iztekla zadnja prehodna faza uvajanja evra v članicah evro območja. Njihove nacionalne valute so izginile iz obtoka. Euro je postal edino zakonito plačilno sredstvo na evro območju. Euro bankovce in kovance smo lahko videli in otipali. Tudi v Sloveniji smo se začeli spraševati kdaj bo evro tudi naša valuta. Vsekakor je najprej koristno pogledati, kakšni so ali naj bi bili interesi Slovenije glede vključevanja v evro območje, ter kakšne so možnosti za uveljavljanje takih interesov glede na dana razmerja v procesu vključevanja držav v evro območju.

Po mnenju Evropske komisije kandidatke ob vstopu v EU še ne bodo pripravljene na vključitev v evro območje. Vsebinski razlog naj bi bil predvsem v tem, da do tedaj še ne bodo mogle opraviti potrebnih strukturnih reform, ki bi zagotavljale makroekonomsko stabilnost na trajnih in zdravih osnovah. Poleg vsebinskega obstaja tudi formalni razlog. Ta pravi, da se bo za države kandidatke lahko začelo ugotavljanje njihovega izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev šele po vstopu v EU. Konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja zahteva,

da mora država vsaj dve leti sodelovati v ERM II. Članstvo v ERM II pa je odprto le članicam EU. Države kandidatke tako formalno ne morejo izpolniti tega kriterija in se vključiti v evro območje prej kot v dveh letih (Lavrač, 2000, str. 22-23).

Maastrichtski kriteriji so za zdaj namenjeni le članicam EU z namenom, da bi med njimi naredili selekcijo glede dosežene makroekonomske stabilnosti. Le-ta naj bi bila zagotovilo za stabilnost evra. Omenjene kriterije je moč doseči tudi umetno, z agresivno monetarno in fiskalno politiko. Tako doseženi kriteriji bi kmalu začeli pokati po šivih.

Slovenija v mehanizmu ERM II sodeluje od 28. junija 2004. Sprejem v ERM II vsekakor predstavlja priznanje Sloveniji za doseženo raven makroekonomske stabilnosti in dosežene stopnje razvoja ter rezultat učinkovite priprave na vstop v proces prevzemanja evra. Omenjen proces sta vodila Vlada RS in Banka Slovenije. Postopkovno se pričakuje, da bosta po dveletnem sodelovanju v ERM II v juliju 2006 Evropska komisija in ECB pripravili t.i. Konvergenčno poročilo o izpolnjevanju vseh maastrichtskih kriterijev, ki bo pripravljeno jeseni 2006. Poročilo bo predstavljalo temelj predsednikom držav in vlad, ki bodo jeseni 2006 na zasedanju Evropskega sveta dokončno odločali o t.i. odpravi derogacije na področju tečajne ureditve ter določili končno menjalno razmerje med evrom in nacionalnimi valutami. Omenjen sklep bo omogočil, da bo Slovenija tudi formalno prevzela evro in s tem vstopila v evro območje v začetku leta 2007 (Ministrstvo za finance, 2005a, str. 1-2).

V zadnjem času vse bolj poudarjajo realno konvergenco, ki bi jo države kandidatke morale dosežati pred ali vzporedno z nominalno konvergenco. Realna konvergenca je pojmovana kot razvojno dohitevanje, konec procesa tranzicije in izpeljava strukturnih reform. Obstaja pa možnost, da se bodo le-ti v takšni ali drugačni obliki prej kot slej tudi pojavili kot pogoj za vstop v evro področje.

#### **4 INFLACIJA**

Temeljni cilj Evropskega sistema centralnih bank je vzdrževanje stabilnih cen. To velja tako za članice evro območja kot tudi za države s statusom derogacije, statusom odstopanja. Za Slovenijo velja, da bo morala vstopiti v evro območje.

V skladu z novim zakonom Banke Slovenije je končni cilj denarne politike prav tako doseganje stabilnosti cen. Doseganje stabilnosti cen na srednji rok je v skladu z namenom denarne politike,

da skupaj z ostalimi ekonomskimi politikami ustvarja pogoje stabilne gospodarske rasti in splošne blaginje.

Po Maastrichtskih kriterijih se za doseganje dovolj visoke stabilnosti cen, ki jo odraža stopnja inflacije šteje, tista inflacija, ki ne presega povprečne stopnje inflacije v treh državah z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke.

#### **4.1. Teoretično ozadje vzrokov inflacije v Sloveniji**

Slovenija si je morala prizadevati za takšno makroekonomsko politiko, s katero je bila inflacijska stopnja sprejemljiva za ERM II in EMU. Ob tem je potrebno omeniti, da je fiksiranje tečaja smiselno le, če je domača država sposobna živeti z nizko inflacijsko stopnjo in če valuta, na katero je domača valuta vezana, lahko zagotovi stabilno tečajno sidro. Obratno je nesmisel vezati valuto na tujo, če je inflacija visoka in če ima razvoj inflacije svojo pot (Festič, 2002, str. 7).

Vzroki za večje spremembe inflacije v Sloveniji so bili od leta 1996 dalje praviloma specifični. Gibanje inflacije je bilo povezano z variabilnostjo in (a)simetričnostjo porazdelitve relativnih cen. Vzroki za večje spremembe v inflaciji niso bili v domeni denarne politike oziroma centralne banke (Čufer, 2001, str. 25).

Za boljše razumevanje razvoja inflacije v Sloveniji oziroma razumevanje vpliva menjalnega sektorja na nemenjalnega in obratno, vpliva administrativno določenih cen, vpliva plač in produktivnosti je pomembno razumevanje prilagajanja relativnih cen in Balassa-Samuelsonovega učinka. Pristope k razlagi teoretičnega ozadja problema sprememb relativnih cen in višine inflacije lahko v grobem razdelimo na:

- razloge povezav med variabilnostjo relativnih cen in inflacijo;
- analizo povezave asimetričnosti porazdelitve relativnih cen in inflacijo.

Boljše poznavanje teh mehanizmov omogoča (Čufer, 2001, str. 25):

- boljše razumevanje gibanja cen;
- dobiti dodatne informacije o gibanju cen v bližnji prihodnosti;
- lažje prepoznavanje šokov, ki vplivajo na oblikovanje cen.

To predstavlja prispevek h kvalitetnejšemu vodenju denarne politike, saj je skrb za stabilnost cen temeljna naloga Banke Slovenije. V nadaljevanju bom na kratko predstavila tudi ali te povezave v Sloveniji sploh obstajajo in v katero smer delujejo.

#### 4.1.1 Variabilnost relativnih cen

Fischer ugotavlja, da je s povečano variabilnostjo relativnih cen povezana tudi višja stopnja inflacije. V obdobjih, ko se cene posameznih izdelkov in storitev gibljejo še posebno raznoliko, je tudi inflacija višja (Fischer, 1981, str. 395-397).

$$p = \alpha \cdot p_1 + (1 - \alpha) \cdot p_2$$

$$0 < \alpha < 1$$

p...indeks cen

p<sub>1</sub>...cena izdelka 1

p<sub>2</sub>...cena izdelka 2

Empirične raziskave za ZDA so pokazale, da bolj kot so relativne cene (p<sub>1</sub>/p, p<sub>2</sub>/p) med seboj različne (variabilnost relativnih cen večja), višja je tudi stopnja inflacije ( $\Delta p/p$ ).

Čufer ugotavlja, da je na primeru Slovenije na podlagi preprostih statističnih metod mogoče potegniti dva zaključka (Čufer, 2001, str. 30):

- potrjena je močna povezava med inflacijo in volativnostjo relativnih cen;
- na podlagi volativnosti je mogoče sklepati tudi o gibanju inflacije v zelo bližnji prihodnosti – eden do dva meseca vnaprej.

Ball in Mankiw razlagata povezavo med variabilnostjo cen in inflacijo z omejitvami pri oblikovanju cen, ki povzročajo asimetričnost pri oblikovanju cen. Cene se lažje, hitreje in v večji meri prilagajajo spremembam navzgor kot spremembam navzdol. To povzroča asimetričnost prilagajanja. Razlaga za to empirično raziskavo temelji na predpostavkah, da sprememba posamezne cene za podjetje predstavlja strošek in da je v ekonomiji prisotna trendna inflacija, ki je lahko majhna toda pozitivna (Ball in Mankiw, 1994, str. 253).

V primeru spremembe v relativnih cenah se posamezno podjetje prilagodi s spremembo svoje cene z namenom, da bi ohranilo želeno razmerje relativnih cen. Podjetje je nagnjeno k temu, da se prilagaja hitreje predvsem takrat, kadar je potrebno relativne cene prilagoditi navzgor.

Podjetje bo, če bo hotelo prilagoditi svojo ceno navzdol raje počakalo, da se zaradi inflacije prilagoditev opravi samodejno. Tako se bo izognilo strošku spreminjanja cene. V nasprotnem primeru, ko podjetje želi popraviti ceno navzgor, se strošku spremembe cene ne more izogniti. Zato je tudi sprememb relativnih cen navzgor več in so tudi večje. To razloži z asimetrijo prilagajanja cen. Posledica te ugotovitve je, da lahko spremembe v relativnih cenah, torej povečane disperzije v gibanju posameznih cen, obravnavamo tudi kot inflacijski šok s ponudbene strani (Čufer, 2001, str. 26).

#### **4.1.2 Asimetričnost porazdelitve relativnih cen**

Ugotovitev, da je sprememba relativnih cen indikator za inflacijski šok s ponudbene strani, Ball in Mankiw potrjujeta še s proučevanjem povezave med simetričnostjo porazdelitve relativnih cen in inflacije. Predpostavljata, da podjetja prilagajajo svoje cene samo, če so šoki na relativne cene večji od stroškov sprememb cen. Zato je simetričnost porazdelitve šokov na cene bistvena pri ugotavljanju vpliva relativnih cen na inflacijo. Povečana variabilnost relativnih cen učinke asimetričnosti še dodatno okrepi (Ball in Mankiw, 1995, str. 176).

Vsako posamezno podjetje doleti šok – pritisk na individualno inflacijo, preko njihovih stroškov. Podjetje se prilagodi in spremeni svojo ceno, če je strošek spremembe cene manjši od inflacijskega pritiska. Za vsako podjetje obstaja območje neodzivanja na šok, znotraj katerega svojih cen ne prilagaja. Nato obstajajo tri možnosti (glej sliko 4):

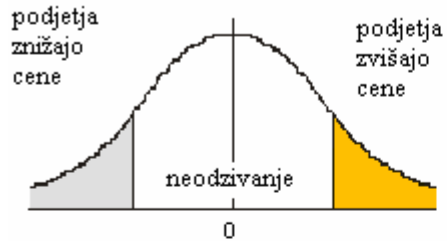
- Če je porazdelitev šokov na inflacijo med podjetji simetrična, je skupni učinek na inflacijo nič. Posamezni šoki se med seboj izničijo. Neto učinek prilagajanj relativnih cen navzgor, pri podjetjih, ki so bila soočena z višjimi relativnimi cenami, in navzdol, pri podjetjih, ki so se znašla v stanju, ko imajo previsoke relativne cene, je enak nič.
- Če je porazdelitev šokov na inflacijo asimetrična in zamaknjena v desno, se skupni učinek odraža kot povečanje inflacije (neto učinek je večji od nič).
- Če je porazdelitev šokov na inflacijo asimetrična in zamaknjena v levo, se skupni učinek kaže kot zmanjšanje inflacije (neto učinek je manjši od nič).

Ta teorija temelji na predpostavki, da se šoki na inflacijo s ponudbene strani – se pravi šoki na stroške podjetij - odražajo tudi na strukturi relativnih cen.

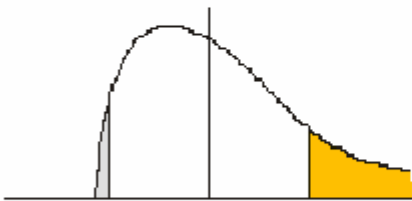


## Slika 4: Vpliv porazdelitve šokov na inflacijo

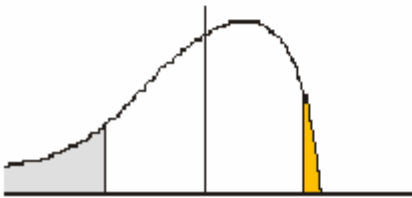
A. Simetrična porazdelitev šokov  
neto učinek je 0



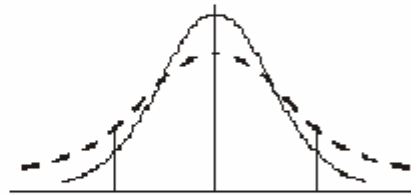
B. Nesimetrična porazdelitev v desno  
neto učinek je večji od 0



C. Nesimetrična porazdelitev v levo  
neto učinek je manjši od 0



D. Simetrična porazdelitev  
neto učinek je 0 za poljubno  
varianco



E. Nesimetrična porazdelitev  
večja varianca poudari učinek  
asimetrije



Vir: Ball, Mankiw, 1995, str. 177.

Simetričnost porazdelitve relativnih cen pove, kakšne vrste spremembe so gibalno inflacije. Ali je inflacija rezultat majhnega povečanja velikega števila oziroma skoraj vseh cen, ali je posledica velike spremembe majhnega števila posameznih cen. Vse te ugotovitve o povezanosti variabilnosti relativnih cen in asimetričnosti porazdelitve le teh prispevajo k izboljšanju informacij o gibanju inflacije v bližnji prihodnosti. So dokaj zanesljiv indikator šokov s ponudbene strani.

Čufer opaža, da je v Sloveniji od leta 1996 prisotna asimetrija porazdelitve relativnih cen rahlo v desno. To pomeni, da je gibalno inflacije manjše število cen, ki se nadpovprečno povečujejo. Analize so nadalje pokazale očitno in močno povezanost inflacije z asimetrijjo relativnih cen v primeru Slovenije. Vzroki za asimetrijo v desno so po letu 1997 v politiki nadzorovanih cen, ki je v tem obdobju pospešeno izvajala izenačevanje oziroma prilagajanje cen tistim v EU in tako prispevala k višji domači inflaciji. V obdobju od sredine 1998 do 1999 se je na simetriji relativnih cen v levo in posledično nižji domači inflaciji odražala deflacija cen proizvajalcev v glavnih razvitih državah. Takšne nižje cene so preko menjalnega sektorja vstopile v domači ekonomski prostor. Po tem obdobju je bil glavni dejavnik asimetrije relativnih cen v desno hitra rast cen nafte na svetovnih trgih (Čufer, 2001, str. 31-32).

Zaključimo lahko, da so obdobjem višje (povečane) inflacije botrovali odkloni posameznih cen od splošne ravni cen. V teh obdobjih so razlogi za večje spremembe v inflaciji praviloma specifični in niso bili v domeni centralne banke oziroma denarne politike.

#### **4.1.3 Konvergenca relativnih cen**

Vsa prilagajanja relativnih cen v nekem gospodarstvu ne vodijo samo k ponovnem vzpostavljanju porušenih relativnih cen. Tudi same relativne cene so pod vplivom dinamičnega procesa prilagajanja nekim ustaljenim razmerjem, ki veljajo v različnih gospodarstvih. Pod predpostavko lepljivih cen (navzdol nefleksibilnih) je mogoče prilagajanje opraviti le ob ničelni inflaciji.

Pravzaprav tranzicijske države v procesu konvergence prilagajajo tako svoje nominalne kot tudi relativne cene. Za menjalni sektor predpostavljamo veljavo zakona enotne cene. V nemenjalnem sektorju pa sta za oblikovanje cen odločilni domača ponudba in povpraševanje. Slednja sta tesno povezana z realnimi plačami, ker le-te vplivajo na proizvodne stroške in kupno moč. Realne plače so na dolgi rok določene s produktivnostjo v menjalnem sektorju, zato imajo manj razvite države (z manjšo produktivnostjo) nižje rasti cen kot bolj razvite države. To je tudi osnova za Balassa-Samuelsonevo razlago visoke pozitivne korelacije med ravnijo cen in BDP na prebivalca (Bernot, 2004, str. 23).

Čihák in Holub, ki sta za merjenje razlik v relativnih cenah uporabila koeficient relativnih cenovnih razlik, za Slovenijo ugotovita, da je relativno blizu evropskim državam (nekje v rangu Portugalske). Še bolj zanimiva je ugotovitev, da obstaja močna negativna povezava med ravnijo cen in koeficientom relativnih cenovnih razlik. To pomeni, da manjša kot je razlika v strukturi

ceni, večji učinek ima prilagoditev realnih cen na samo raven cen. Na poti v EU in s tem v ERM II ter kasneje v evro območje, je Slovenija skušala doseči določene letne stopnje inflacije. To pomeni, da obstajajo omejitve glede tempa prilagajanja relativnih cen oziroma "trade-off" med stopnjo inflacije in hitrostjo prilagajanja relativnih cen. Ob tem je potrebno opozoriti, da je prilagajanje relativnih cen sprejemljivo samo na podlagi konvergence v produktivnosti oziroma na podlagi dogajanj v realni ekonomiji, saj bi v nasprotnem primeru tvegali porušitev zunanjega ravnovesja (Čihák in Holub, 2001, str. 26).

#### **4.2 Obnašanje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju**

Majhno gospodarstvo, kot je slovensko, ne more določati cen svojih izdelkov. Prevzeti mora cene mednarodnega trga. Samo v panogah, ki niso vključene v mednarodno menjavo, ali v panogah kjer ni izvozne konkurence, obstaja možnost oblikovanja višjih cen kot na mednarodnem trgu. Gospodarstvo lahko razdelimo na dva sektorja:

- menjalni, ki je pretežno izvozno naravnani;
- nemenjalni, ki pretežno prodaja na domačem trgu (npr. storitve).

Menjalni sektor skrbi za tehnični napredek. Produktivnost tega sektorja je prav zaradi tega večja. Sledi rast plač. Zaradi socialnih razlogov se povečajo plače nemenjalnega sektorja. To pa nima pokritja v rasti produktivnosti. Posledično se povečajo tudi cene nemenjalnega sektorja, da le ta ob povečanju plač še ostane profitabilen. To povzroči spremembe relativnih cen. Večji del nemenjalnega sektorja namreč vgrajuje celotne stroške v cene, kar je deloma posledica višjih dohodkov, monopolnega položaja in popustljivosti države pri financiranju javnega sektorja. Tako se dvigne splošni indeks cen.

Na strani povpraševanja povečanje produktivnosti generira povečanje v dohodku in s tem povečano potrošnjo. Če je povečano povpraševanje po proizvodih obeh sektorjev, menjalnega in nemenjalnega enako prevlada ponudbeni učinek, ki v tem primeru ne nagiba inflacije k nemenjalnim proizvodom in storitvam. Le v primeru, če bi bilo povpraševanje nagnjeno k menjalnemu sektorju bi bil ponudbeni učinek kompenziran. Toda v realnosti, prav tako tudi v Sloveniji, je povpraševanje nagnjeno k storitvam, ki predstavljajo večino nemenjalnega sektorja. Tako stran povpraševanja še okrepi učinek ponudbene strani (Bernot, 2004, str. 24).

V Sloveniji je bil menjalni sektor po osamosvojitvi prisiljen v restrukturiranje, povečanje produktivnosti oziroma izboljšanje konkurenčnosti. Vemo, da je slovenski menjalni trg t.i. "price taker". Slovenija je majhna in odprta, ter posledično izpostavljena mednarodnemu prepihu. Iz tega sledi, da potem visoka inflacija ne more služiti kot sredstvo zaščite ali pomoči v zahtevanem procesu prestrukturiranja. Sporno postaja že nekajletno uporno vztrajanje inflacije doma v podjetjih in ustanovah, ki imajo takšno ali drugačno zaščito, zaradi katere jim je omogočeno probleme reševati z dvigovanjem cen. Za oblikovanje ustrezne denarne politike tako postaja ključno vprašanje načina oblikovanja cen.

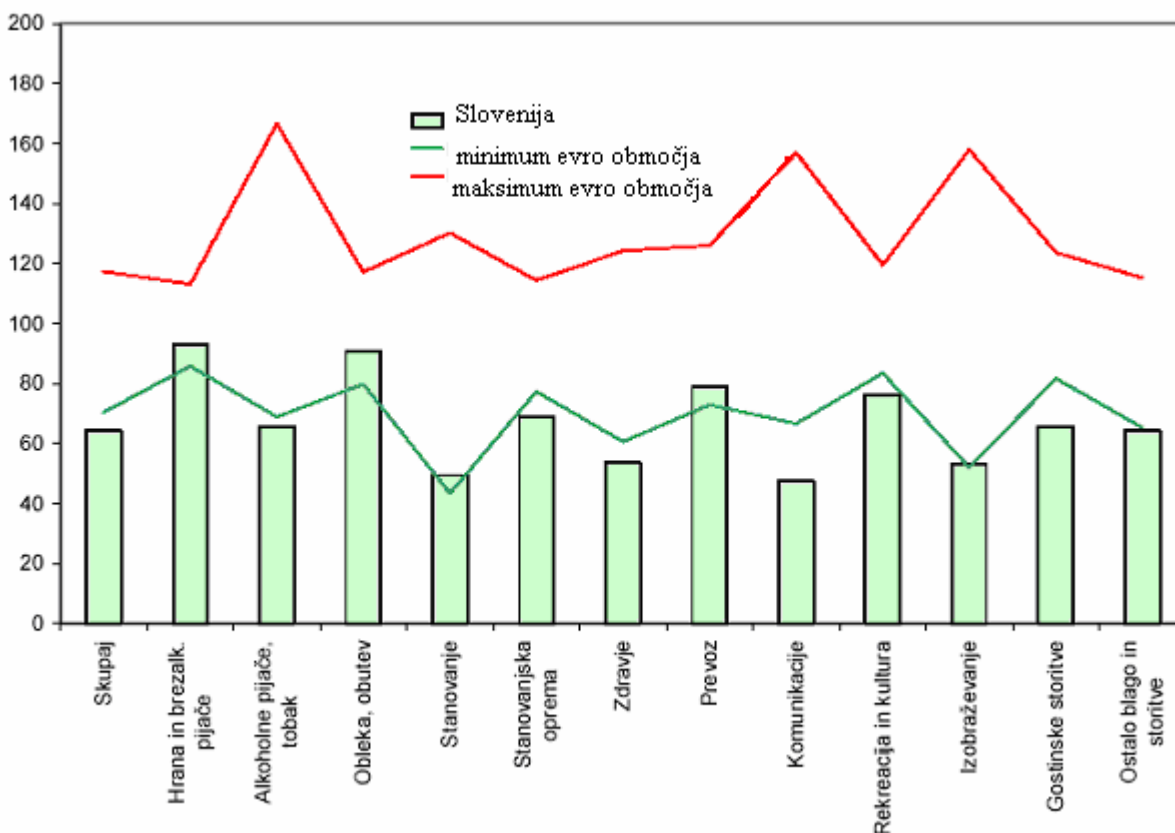
Menjalni sektor v Sloveniji je bil tako kot v ostalih vzhodnoevropskih državah v začetnih fazah tranzicije prisiljen odpraviti prezaposlenost. Proces prestrukturiranja se lahko začne šele, ko se industrija znebi svoje neučinkovito zaposlene delovne sile podedovane iz netržnega sistema. Zviševanje produktivnosti je v fazi transformacije pogajanja s sektorsko realokacijo delovne sile iz industrije v storitveno dejavnost (Bernot, 2004, str. 25).

Bole v prvem delu tranzicijskega obdobja v Sloveniji opaža, da so povprečne plače v nemenjalnem sektorju prehitevale tiste v menjalnem sektorju. To je tudi eden izmed možnih razlogov, da je Balassa-Samuleson učinek v Sloveniji začel prevladovati šele v drugem obdobju tranzicije. Iz tega sledi tudi argument v prid uravnavanega drsečega deviznega tečaja v Sloveniji. Vsaka odstotna točka nominalne deprecijacije tolarja se v celotnem obdobju prenese na inflacijo. To pomeni, da menjalni sektor skozi deprecijacijo tolarja ne izboljšuje svojega konkurenčnega položaja. Po drugi strani deprecijacija tolarja omogoča menjalnemu sektorju, da vsaj delno lovi nemenjalni sektor oziroma ne dopušča tolikšne spremembe relativnih cen (Bole, 2002, str. 3).

Analiza ravni cen pokaže, da predstavlja skupna raven cen v Sloveniji okrog 63% ravni cen v EU oziroma približno 66% v evro območju (glej sliko 5). V Sloveniji zaostaja predvsem raven cen v nemenjalnih dejavnostih, medtem ko so cene v menjalnih dejavnostih primerljive s cenami v EU in evro območju. Primerjava ravni cen posameznih skupin blaga in storitev pokaže, da je raven cen v Sloveniji zelo podobna povprečju cen blaga v evro območju, medtem ko so odstopanja pri storitvah precej večja. Zato so tudi razlike v relativni strukturi cen – odstopanja ravni posameznih cen blaga in storitev od povprečne ravni cen – v Sloveniji večja od povprečja evro območja. To pomeni, da je v prihodnje pričakovati ob realni konvergenci gospodarstva k povprečju enotnega valutnega območja hitrejšo rast cen nemenjalnega dela gospodarstva. Ker se bodo cene menjalnega dela gospodarstva, ki že dosegajo skoraj enako raven kot cene v evro območju, v enotnem ekonomskem območju rasle s podobnimi stopnjami kot cene v evro območju, bo skupna rast cen zaradi hitrejša rasti cen nemenjalnega sektorja v Sloveniji hitrejša

od povprečja evro območju. Pričakujemo lahko, da bodo povečana tržna integracija, izboljšana transparentnost cen in realna konvergenca tudi v prihodnje zmanjševale razlike v ravneh cen (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003 str. 27-28).

Slika 5: Primerjava ravni posameznih skupin cen med Slovenijo in evro območjem za leto 2002 (v %)



Vir: Vlada RS in Banka Slovenije, 2003 str. 27.

Očitno se torej oblikovanje cen pri menjalnem in nemenjalnem sektorju razlikuje.

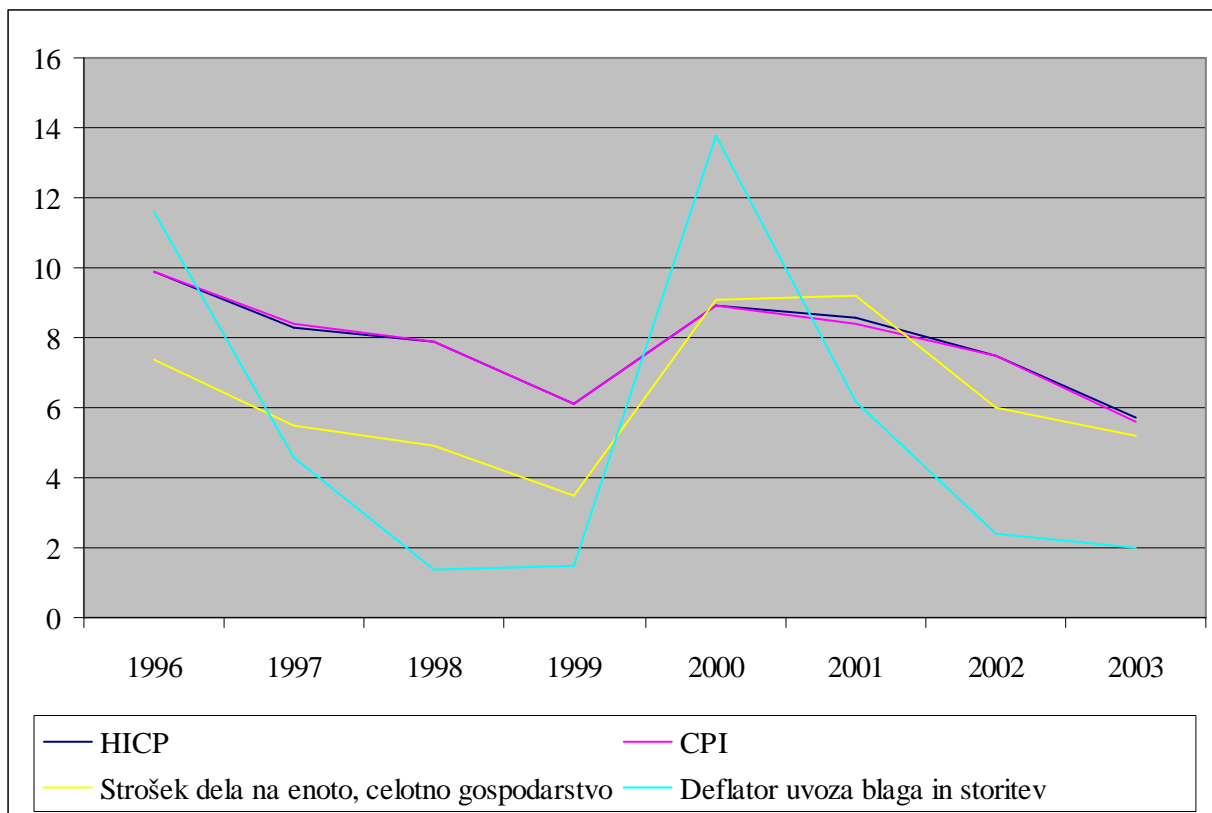
### 4.3 Inflacijska gibanja v Sloveniji po osamosvojitvi

Zaradi natančnejšega in predvsem pravilnejšega razumevanja podatkov najprej podajam metodološka pojasnila, ki se nanašajo predvsem na to in na naslednje podpoglavje.

Indeks cen življenjskih potrebščin meri spremembe drobnoprodajnih cen izdelkov in storitev glede na sestavo izdatkov, ki jih domače prebivalstvo namenja za nakupe predmetov končne porabe doma in v tujini (nacionalno načelo porabe). Drobnoprodajna cena je končna prodajna cena, ki jo plačajo potrošniki za nakup izdelkov ali storitev široke porabe. Vsebuje tudi predpisan davek in preostale dajatve. Uteži, ki se uporabljajo za izračun indeksa v določenem letu, temeljijo na podatkih o izdatkih iz anket o porabi v gospodinjstvih kot glavnemu viru podatkov. Uteži predstavljajo relativne deleže izdelkov in storitev v skupni vrednosti vseh opazovanih izdelkov in storitev. Tako določajo relativno pomembnost (težo) spremembe cene posameznega izdelka ali storitve izmed njih glede na skupno spremembo cen. Te podatke dopolnjujemo in preverjamo še z drugimi statističnimi in ostalimi dosegljivimi viri. Harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin meri spremembe v ravni drobnoprodajnih cen izdelkov in storitev glede na sestavo izdatkov, ki jih potrošniki (domači in tuji) namenjajo za nakupe predmetov končne porabe na ozemlju Slovenije (domače načelo porabe). Harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin je primerljiv indeks cen življenjskih potrebščin, ki ga računajo tudi v drugih državah članicah Evropske unije in se uporablja za primerjanje inflacijskih stopenj med temi državami. Indeks cen življenjskih potrebščin in harmoniziran indeks se razlikujeta le po uteževalni (ponderacijski) shemi in po formuli za izračun elementarnega agregata (SURSTAT, 2005, str. 1).

Cenovna gibanja v Sloveniji kažejo, da je inflacija cen življenjskih potrebščin od leta 1996 naprej postopno upadala (glej sliko 6). Leta 1999 se je upadanje ustavilo in se po letu 2000 znova nadaljevalo.

Slika 6: Cenovna gibanja v Sloveniji v obdobju 1996-2003 (v %)



Vir: ECB, 2004, str. 56.

Inflacija po HICP (harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin) se je postopoma znižala od leta 1996 do leta 1999 za 3,8 odstotne točke. V letu 2000 je ponovno narasla na 8,9%. Razlog za to je predvsem uvedba davka na dodano vrednost, povečanje domačega povpraševanja, velika rast plač in visoke uvozne cene. Proces dezinflacije se je ponovno stopnjeval po letu 2000. V letu 2003 je inflacija znašala 5,7%. Ta vzorec inflacije odseva pomembne politične odločitve. Leta 2001 je bil sprejet nov okvir monetarne politike, katerega temeljni cilj je stabilnost cen, kot je določeno v novem zakonu o Banki Slovenije. Prizadevanje za vmesni cilj denarne rasti je bilo opuščeno. Uveden je bil dvostebni okvir monetarne politike, ki zajema monetarna in realna gibanja. Monetarno politiko je dopolnila politika menjalnega tečaja na podlagi nepokrite obrestne paritete. Monetarna politika je bila od 28. junija 2004, ko je Slovenija vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II, usmerjena k ohranjanju stabilnosti menjalnega tečaja glede na evro. K procesu dezinflacije so precej pripomogli fiskalna politika, strukturne reforme, skupaj z dezindeksacijo finančnih pogodb in plač, ter postopna liberalizacija finančnih trgov.

Tabela 5: Meritve inflacije in sorodni kazalci v Sloveniji v obdobju 1996-2003 (v %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Meritve inflacije</b>								
CPI brez sprememb v neposrednih davkih	-	-	-	-	7,3	6,4	5,7	5,0
Deflator zasebne potrošnje	10,5	9,0	7,5	6,0	8,3	8,1	7,8	5,0
Deflator BDP	10,9	8,8	7,6	5,9	5,6	9,1	8,0	5,5
Cene pri proizvajalcih <sup>1</sup>	6,1	6,0	2,1	7,6	7,7	8,9	5,1	2,5
<b>Sorodni kazalci</b>								
Rast realnega BDP	3,6	4,8	3,6	5,6	3,9	2,7	3,3	2,5
Stopnja brezposelnosti (%) <sup>2</sup>	6,9	6,9	7,4	7,2	6,6	5,8	6,1	6,5
Nadomestilo na zaposlenega, celotno gospodarstvo	13,6	12,8	8,6	7,7	12,4	11,6	10,1	8,4
Produktivnost dela, celotno gospodarstvo	5,8	7,0	3,6	4,1	3,1	2,2	3,7	2,6
Menjalni tečaj <sup>3</sup>	-9,8	-5,5	-1,2	-6,4	-9,3	-5,1	-2,8	0,5
Ponudba denarja (M3) <sup>4</sup>	19,7	20,2	19,1	10,2	17,2	29,4	10,6	6,5

Opomba:

letne spremembe v odstotkih, razen če je drugače navedeno

plus označuje apreciacijo, minus depreciacijo

CPI - indeks cen življenjskih potrebščin

HICP - harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin

1 – celotna industrija brez gradbeništva, podatki temeljijo na domači prodaji

2 – opredelitev je skladna s smernicami ILO

3 – nominalni efektivni devizni tečaj

4 – letna sprememba v odstotkih za podatke ob koncu obdobja

Vir: ECB, 2004, str. 56.

Za večino obravnavanega obdobja je treba pri gibanju inflacije upoštevati tudi precej močno rast realnega BDP (glej tabelo 5). Realna rast BDP je od leta 2001 zmernejša. To je vplivalo na upad inflacije. Razmere na trgu dela so bile vmes ves čas precej stabilne. Stopnja brezposelnosti se je gibala med 6% in 7%. Rast plač, merjena z nominalnim nadomestilom na zaposlenega, je do leta 1999 upadala. Leta 2000 je ponovno narasla na dvomestne številke, potem pa v letu 2003 znova upadla na 8,4%. Skupaj z začasno upočasnitvijo rasti produktivnosti dela je to povzročilo občutno rast stroškov dela na enoto v letu 2000 in 2001. Sledilo je postopno upadanje na bolj zmerne stopnje. Uvozne cene so bile v obravnavanem obdobju precej nestanovitne in so predvsem odražale gibanje menjalnega tečaja in cen nafte. Splošni vzorec inflacije od leta 2004



naprej je razviden tudi iz drugih ustreznih indeksov, ki so prikazani v spodnji tabeli (glej tabela 6).

Tabela 6: Meritve in predvidevanja inflacije ter sorodni kazalci v Sloveniji v obdobju 2004-2008 (v %)

Sprememba v odstotkih	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Inflacija</b>					
HICP	3,6	2,5	2,5	2,4	2,4
CPI (povprečje leta)	3,6	2,5	2,5	2,4	2,4
CPI (dec/dec)	3,2	2,7	2,3	2,3	2,5
Deflator zasebne potrošnje	3,5	2,5	2,5	2,4	2,4
Deflator BDP	3,2	2,4	2,3	2,2	2,5
<b>Sorodni kazalci</b>					
Realni BDP	4,2	3,9	4,0	4,0	3,8
Stopnja registrirane brezposelnosti v %	10,3	10,0	9,6	9,2	8,9
Deflator uvoza izdelkov in storitev	4,2	4,5	2,8	2,4	1,5

Vir: Ministrstvo za finance, 2005b, str. 12.

Postopno umirjanje inflacije se je nadaljevalo tudi v letu 2005. Počasnejša rast cen življenjskih potrebščin je posledica sprejetih ukrepov vlade in Banke Slovenije. Monetarna politika je pomembno prispevala k znižanju inflacije s konsistentno politiko obrestnih mer in deviznega tečaja. K znižanju je prispevalo tudi izvajanje restriktivnega Načrta uravnavanja reguliranih cen v letih 2004 in 2005, aciklično prilagajanje trošarin ter uresničevanje usmeritev socialnega sporazuma. Še hitrejše zniževanje inflacije je preprečilo naraščanje cene nafte. Ob koncu leta 2005 smo lahko pričakovali, da bo medletna inflacija znašala 2,7%, povprečna pa 2,5%. Zaradi vstopa Slovenije v EU in mehanizem deviznih tečajev ERM II se je rast cen v drugem polletju leta 2004 močno umirila in znaša le 0,4%, medtem ko so se še v prvem polletju cene življenjskih potrebščin povišale za 2,8%. Ob nadaljnjem izvajanju makroekonomskih ukrepov in še vedno prisotnih učinkih vstopa v EU se je inflacija v prvem polletju leta 2005 v primerjavi z istim obdobjem predlani prepolovila in znašala 1,5%. Medletna inflacija se je zato relativno hitro znižala in junija dosegla 1,9%. Rast cen se je nato v tretjem četrtletju leta 2005, zaradi višjih cen tekočih goriv, relativno povišala in znašala 1,1%, zato se je medletna inflacija povišala na 3,2%. Pričakovalo se je, da bo rast cen v zadnjem četrtletju leta 2005 ponovno nižja od primerljive leta 2004, da se bo medletna inflacija do konca leta 2005 znižala in predvidoma znašala 2,7% (Ministrstvo za finance, 2005b, 12-13).

Nadaljnje zniževanje inflacije je predvideno tudi do konca leta 2006 (glej tabela 6). V letu 2007 bi se naj rast cen ustalila na doseženem nivoju. Ob predpostavki, da bo Banka Slovenije ohranjala stabilen tečaj ERM II, vlada pa bo s svojimi politikami (aciklično prilagajanje trošarin, uresničevanje usmeritev iz socialnega sporazuma) podpirala ta prizadevanja, se predvideva, da bo osnovna inflacija tudi v letu 2006 ostala na nivoju okoli 1%. Vlada bo sočasno ohranila ključne usmeritve na področju politike reguliranih cen. Njihovo rast naj ne bi tako tudi v naslednjih letih značilno odstopala od rasti cen, ki se oblikujejo prosto. To bo ob pričakovanem manjšem inflacijskem vplivu zunanjih dejavnikov oziroma umirjanju cen nafte privedlo do nadaljnjega znižanja inflacije v letu 2006. V letu 2007 bo vlada, po predvideni vključitvi v evro območje, ohranila protiinflacijsko naravnost ključnih usmeritev gospodarskih politik. Relativno višja rast cen kot v naših ključnih trgovinskih partnericah bi vodila v poslabšanje konkurenčnosti menjalnega sektorja.

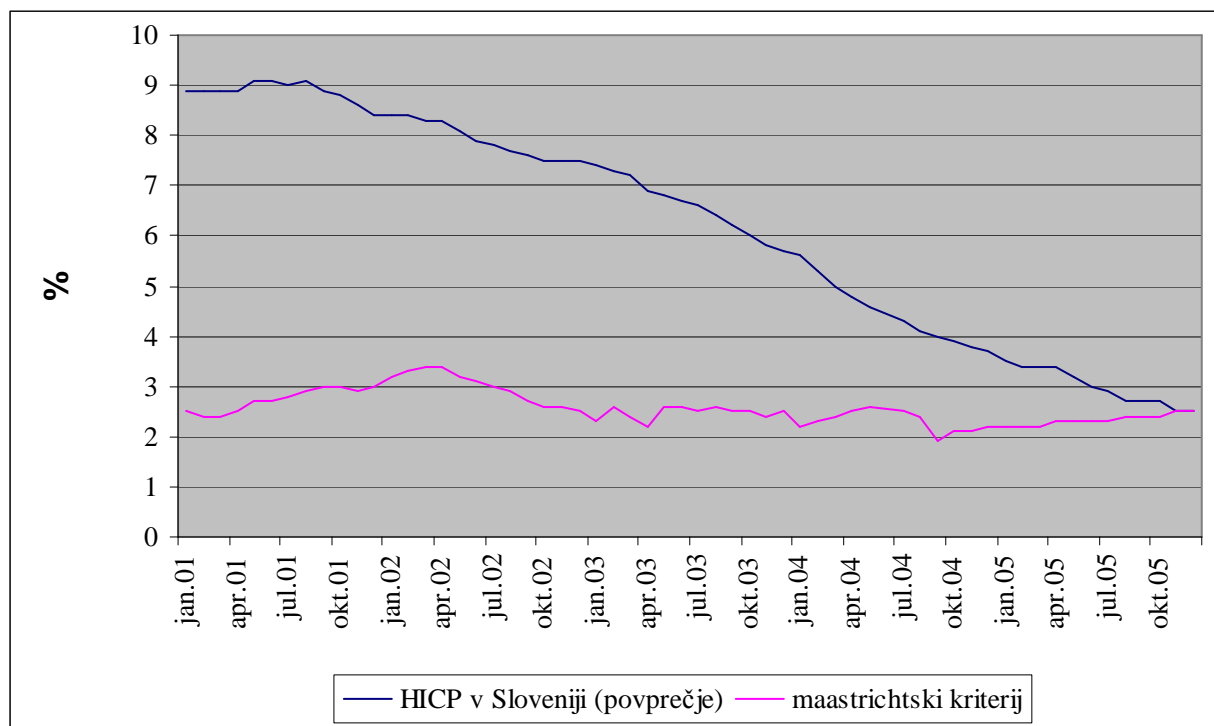
V regionalni strukturi izvoza se krepi delež držav EU25. To kaže na učinek ustvarjanja trgovine po vstopu Slovenije v EU. Napoved realne rasti BDP za leto 2006 je 4%. Ob pričakovanem izboljšanju gospodarskih razmer v mednarodnem okolju se bo rast izvoza v večino trgovinskih partneric okrepila. Vendar zaradi učinka izredno visoke rasti izvoza v Francijo v letu 2005 bo skupna rast izvoza v letu 2006 nekoliko nižja kot leta 2005. Rast uvoza bo ob pričakovanih gibanjih skupne domače potrošnje in izvoza nekoliko višja. Posledično se bo prispevek salda menjave s tujino zmanjšal. Realna rast BDP v letih 2007 in 2008 bo 4,0% oziroma 3,8%. Skladno s predvideno ugodno gospodarsko rastjo se bodo v obdobju 2006-2008 postopno izboljšale tudi razmere na trgu dela (Ministrstvo za finance, 2005b, 8-11).

Dolgoročno bo v Sloveniji oblikovanje ugodnega okolja za cenovno stabilnost odvisno med drugim od vodenja ustrezne monetarne in fiskalne politike, pri čemer bo imela slednja osrednjo vlogo pri nadziranju inflacijskih pritiskov, ki jih povzroča povpraševanje. Razen tega bo potrebno pospešiti dodatne strukturne reforme, kot je nadaljnja deindeksacija (zlasti plač in nekaterih socialnih transferjev). Pomembno je povečati prožnost trga dela in zagotoviti, da bo zviševanje plač usklajeno z rastjo produktivnosti dela ter da bodo ob tem upoštevana gibanja v konkurenčnih državah. Enako pomembno bo nadaljevanje liberalizacije gospodarstva, da bi dodatno okrepili konkurenco na trgu izdelkov. Po ocenah Banke Slovenije znaša delež nadzorovanih cen v košarici CPI okoli 18%. To je lahko kazalec, da so pri prožnosti trga izdelkov še možnosti za nadaljnje izboljšanje. Poleg tega bo proces dohitevanja verjetno vplival na inflacijo v prihodnjih letih, čeprav je težko oceniti natančen obseg tega vpliva (ECB, 2004, str. 51-52).

#### 4.4 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede inflacije

Pri proučevanju gibanja inflacije smo ugotovili, da se je le-ta po osamosvojitvi močno zmanjšala. Na spodnji sliki je prikaz gibanja povprečne inflacije v Sloveniji in maastrichtskega kriterija od januarja 2001 do oktobra 2005.

Slika 7: Povprečna inflacija (HICP) v Sloveniji in vrednost maastrichtskega kriterija od januarja 2001 do oktobra 2005 (v %)



Vir: Ministrstvo za finance, 2005b, str.12.

SURS, 2006a, str. 1.

ECB, 2006a, str.1.

Razkorak med inflacijo v Sloveniji in vrednostjo maastrichtskega kriterija od januarja 2001 in do oktobra 2005 se zmanjšuje (glej slika 7). Inflacija v Sloveniji v zadnjih dveh mesecih leta 2005 doseže maastrichtski kriterij. Ohranjanje sedanjih usmeritev ključnih ekonomskih politik, ki so prispevale k znižanju inflacije na raven, ki je zadnje mesece primerljiva s povprečjem držav evro območja, bo v naslednjih letih omogočilo, da bo rast cen ostala na doseženem nivoju. Predvidevamo lahko, da drugačno rast cen od predvidene lahko povzročijo predvsem šoki iz mednarodnega okolja, kjer kot najverjetnejšega lahko ocenjujemo nadaljnje spremembe nafte.

Poudariti je treba, da je kratkoročno in kratkotrajno doseganje nizke inflacije razmeroma preprosto. Bistveno težje je doseči trajno nizko inflacijo.

V nadaljevanju si bomo ogledali tudi ali države izven evro območja izpolnjujejo konvergenčni kriterij inflacije.

Tabela 7: Pregled izpolnjevanja kriterija inflacije po državah izven evro območja v obdobju od novembra 2004 do novembra 2005 (v %)

	<b>HICP (povprečje) % Nov 2005</b>
Češka	1,6
Estonija	4,2
Ciper	2,2
Latvija	6,9
Litva	2,7
Madžarska	3,7
Malta	2,4
Poljska	2,5
Slovenija	2,5
Slovaška	2,9
Velika Britanija	2,0
Danska	1,6
Švedska	0,8
EU-12	2,2
EU-25	2,2
<b>Referenčna vrednost</b>	<b>2,5</b>

Opomba:

Izračun je narejen na podlagi povprečja zadnjih 12 mesecev

Vir: Banka Slovenije, 2005a, str.1.

S sivim ozadjem je označeno izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede inflacije. V 12-mesečnem referenčnem obdobju, ki se je končalo novembra 2005, je referenčna vrednost znašala 2,5%. Osem držav od trinajstih je imelo v opazovanem referenčnem obdobju povprečne stopnje inflacije po HICP nižje ali enake referenčni vrednosti. V Litvi in na Slovaškem je bila inflacija malo nad referenčno vrednostjo, medtem ko je bila v Estoniji, Latviji in na Madžarskem precej višja od referenčne vrednosti.

ECB je opozorila, da ne bo dovoljevala izjem ob sprejemanju novih članic v evro območje, če bo njihova inflacija odstopala od postavljene v Maastrichtski pogodbi. Ta namreč že vključuje možnost višje inflacije v državah kandidatkah zaradi hitrejše gospodarske rasti in rasti produktivnosti. Stroške višje inflacije bo moralo nositi gospodarstvo oziroma predvsem njegov menjalni del. To velja tudi za Slovenijo. Še posebno, ker je prispevek slovenske inflacije k celotni inflaciji evro območja zanemarljiv. Vzrok za to je majhen delež BDP in prebivalstva v skupnem BDP oziroma prebivalstva v evro območju (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003 str. 25-26).

## **5 DEVIZNI TEČAJ**

### **5.1 Realni devizni tečaj**

Realni devizni tečaj je enak ulomku med produktom nominalnega deviznega tečaja npr. nemške marke in indeksa cen v Nemčiji in indeksom cen pri nas.

Gibanje realnega tečaja je še posebej močno pod vplivom strukturnih reform na začetku tranzicijskega procesa. Vpliv se skozi čas zmanjšuje in se stabilizira po petem oziroma šestem letu. Dinamika gibanja tečaja za nekaj centralno evropskih držav (tudi Slovenijo) je primerljiva z državami, ki so vstopile v EU v prejšnjih krogih (Španija, Portugalska, Grčija). V Sloveniji je v obdobju od leta 1993 do leta 2002 enoodstotna razlika v produktivnosti v industriji in storitvah povzročila apreciacijo realnega deviznega tečaja za skoraj 1,5% (Coricelli in Jazbec, 2001, str. 17).

Relativna zaostalost ekonomij tranzicijskih držav jamči, da bo ravnotežni devizni tečaj apreciiral, če bo realna apreciacija absorbirana skozi nominalno apreciacijo tečaja. Drugače bodo v primeru stabiliziranih gospodarstev, udobno postavljene meje (predvsem zgornja) nihanja tečaja okrog evra, postale zelo ozke. Če bo realna apreciacija absorbirana skozi inflacijo (Balassa-Samuelsonov učinek), bo v nevarnosti (če že ne onemogočeno) doseganje konvergenčnega kriterija s strani novih članic EU.

### 5.1.1 Balassa – Samuelsonov učinek v Sloveniji

Različne ravni razvitosti v času vstopa v ERM II pomenijo, da bodo države, ki so relativno manj razvite glede na povprečje EU, nujno rasle hitreje od povprečja. Proces dohitevanja (realna konvergenca) je najbolj izrazit na področju produktivnosti in izenačevanja cen. Hitrejša gospodarska rast je povezana z večjimi inflacijskimi pritiski. Te pa lahko razložimo s pomočjo Balassa-Samuelsonovega učinka (B-S učinek) (Jazbec, 2004, str.128).

B-S učinek predstavlja dolgoročni trend realne apreciacije domače valute, ki je posledica že prej omenjenega razvojnega dohitevanja v procesu realne konvergence novih, ekonomsko manj razvitih članic EU (Lavrač, 2004, str. 22).

Gospodarstvo se načeloma deli na dva sektorja:

- menjalni sektor, ki vstopa v mednarodno menjavo, ter je s tem izpostavljen tuji konkurenci. To pomeni, da se cene med državam ne razlikujejo mnogo.
- nemenjalni sektor, ki je pogosto zaščiten in zato zakon ene cene ne velja.

Produktivnost praviloma hitreje raste v menjalnem sektorju, saj se le-ta preko mednarodne menjave sooča s tujo konkurenco in tako pridobiva nova znanja ter naprednejšo tehnologijo. Zaradi izenačevanja realnih plač z mejnim produktom dela, se hitrejša rast produktivnosti v menjalnem sektorju prenese v rast realnih plač v omenjenem sektorju. Glavna predpostavka na kateri temelji B-S teorija pravi, da obstajajo težnje po izenačitvi rasti plač v obeh sektorjih. To opravičujeta naslednji predpostavki in sicer:

- obstajajo težnje po premiku ponudbe delovne sile na trgu dela v smeri boljše plačanih del;
- sindikalna združenja s pritiski na delodajalce vplivajo na zmanjšanja razlik med plačami.

Zaradi nižje produktivnosti v nemenjalnem sektorju, morajo proizvajalci povečati relativne cene nemenjalnih dobrin, da lahko izplačujejo enako raven plač kot v menjalnem sektorju. Hitrejša rast produktivnosti v menjalnem sektorju torej pritiska na višje plače tako v menjalnem kot nemenjalnem sektorju. Ker je povišanje plač v nemenjalnem možno le ob povečanju relativnih cen nemenjalnih dobrin, bodo cene nemenjalnih dobrin naraščale hitreje od cen menjalnih dobrin. Večja kot je razlika v produktivnosti med obema sektorjema, tem večje so notranje relativne cene (Begg, 2002, str. 43).

Glede na to, da je rast produktivnosti v državah kandidatkah za vstop v evro območje višja kot v državah članicah, bo B-S učinek ob nespremenjenih drugih dejavnikih prispeval, da bo stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin v državah kandidatkah presegala rast cen v državah članicah evro območja (Szapary, 2000, str. 2-3). Lahko sklepamo, da B-S učinek povzroča višjo inflacijo v državah kandidatkah, ki se ocenjuje na 1-2 odstotni točki in je posledica nižje stopnje ekonomske razvitosti ter razvojnega dohitevanja (Lavrač, 2004, str. 22).

Ekonomsko politika je ob Balassa-Samuelsonovem učinku nemočna. Agresivna monetarna politika ga sicer lahko nevtralizira, vendar to lahko privede do posledic na ekonomsko rast in zaposlenost. Realna apreciacija odseva naravno pot ekonomije, ki mora biti spremljana in prevedena v spremembe relativnih cen. Po drugi strani pomeni hkrati tudi premik življenjskega standarda (npr. plače) v smer bolj razvitih ekonomij.

Realna apreciacija domače valute, ki je posledica B-S učinka se lahko odrazi kot višja stopnja inflacije, v primeru fiksiranega deviznega tečaja, ali kot apreciacija domače valute, v primeru, če je tečaj fleksibilen. V ERM II, kjer so tečaji bolj ali manj fiksni, se bo B-S učinek pokazal predvsem v nekaj višji inflaciji. Značilnost ERM II je, da dovoljuje določeno fleksibilnost deviznega tečaja. B-S učinek se lahko pokaže kot trendna nominalna apreciacija domače valute. Inflacija bo lahko zaradi tega ustrezno nekaj nižja. Glede na to, da bodo inflacijski pritiski nekaj manjši, se bodo problemi lahko pokazali drugje. In sicer: najprej pri stabilnosti deviznega tečaja, nato posledično v mednarodni konkurenčnosti, plačilni bilanci, gospodarski rasti in zaposlenosti. Vidimo, da zaradi B-S učinka v času sodelovanja v ERM II prihaja do "trade-off" med inflacijo in nominalno apreciacijo deviznega tečaja domače valute, ki si morata med sabo razdeliti absorbiranje B-S učinka (Lavrač, 2004, str.22). Več o združljivosti doseganja inflacijskega cilja in cilja deviznega tečaja si bomo ogledali v naslednjem podpoglavju.

Pritoki tujega kapitala v države kandidatke so pomemben vzrok za hitro naraščanje produktivnosti in s tem za apreciacijo realnega deviznega tečaja zaradi B-S učinka. Produktivnost lahko narašča bodisi s povečanjem kapitala (z investicijami), bodisi s tehnološkimi izboljšavami. Kapitalski pritoki v države kandidatke so vir obojega. Vendar je treba pri tem ločevati med različnimi vrstami kapitalskih tokov. Za B-S učinek so najpomembnejše tuje investicije, ki so najbolj prevodne za prenos tehnologij in know-how-a, zato je njihov vpliv na gospodarsko rast v državah kandidatkah široko priznan (Begg, 2002, str. 48).

## SLOVENIJA<sup>1</sup>

Kot v večini tranzicijskih držav je tudi v Sloveniji prisotna realna apreciacija domače valute. Na gibanje realnega tečaja na kratek in srednji rok vplivajo različni dejavniki. Še posebej to velja za države, kjer se izvajajo strukturne spremembe. V tem poglavju skušam oceniti enega izmed teh dejavnikov v Sloveniji, t.i. Balassa-Samuelsonov učinek, ki razlaga apreciacijo tečaja skozi inflacijo.

Na podlagi preprostega modela za oceno Balassa-Samuelsonovega učinka, ki je uporabljen tudi v podobnih študijih za druge države, ugotovimo, da je omenjen učinek postal v Sloveniji izrazitejši šele v drugem delu tranzicije (po letu 1997).

Realni devizni tečaj med dvema državama je sestavljen iz dveh glavnih komponent: iz relativnih cen menjalnih dobrin med državama in iz razmerja relativnih cen menjalnih in nemenjalnih dobrin med državama. Poenostavljeno lahko prvega poimenujemo zunanji in drugega notranji realni tečaj. Običajno je zunanji realni tečaj pod vplivom gibanja nominalnega tečaja in je relativno stabilen na dolgi rok. Balassa-Samuelsonov učinek je tesno povezan z notranjim realnim tečajem. Manjša rast produktivnosti v nemenjalnem delu gospodarstva se prevede v trend naraščanja v nemenjalno-menjalnih relativnih cenah.

Žumer na preprostem modelu gospodarstva za obdobje od leta 1993 do leta 2001 za Slovenijo ugotavlja, da je povprečna stopnja rasti eksterne komponente realnega tečaja znašala 0,4% na letni ravni. To pomeni hitrejšo rast cen menjalnih dobrin v Sloveniji kot v Nemčiji. Čeprav se je s tem položaj slovenskih izvoznikov poslabšal, je relativno skromno realno apreciacijo eksterne tečaja mogoče pojasniti le z monetarno intervencijo na tečajnem trgu. Sodeč po tem se zunanji položaj Slovenije ni poslabšal, še posebej ne v zadnjih treh letih, ko se je eksterni realni tečaj rahlo znižal.

Interni realni tečaj se je v opazovanem obdobju zvišal za 0,9% letno. Čeprav je bila realna apreciacija interne komponente realnega tečaja v zadnjem obdobju manj izražena, še vedno pojasnjuje več variance realnega deviznega tečaja kot eksterna komponenta. Stopnja rasti interne komponente realnega tečaja, ki kaže na hitrejšo rast relativnih cen (nemenjalnih glede na menjalne) v Sloveniji kot v Nemčiji, je bila v obdobju od 1993 do 1996 povprečno 1,2% na letni ravni, v drugem obdobju od 1997 do 2001 pa 0,6% letno.

Realni interni tečaj je tesno povezan z Balassa-Samuelsonovim učinkom, vendar pa njegova vrednost ne more biti preprosto vzeta za Ballasa-Samuelsonov učinek. Predstavlja namreč

---

<sup>1</sup> Žumer, 2002, str. 1-9.



maksimalno vrednost tega učinka, saj na razlike v relativnih cenah med dvema država poleg različne relativne produktivnosti vplivajo tudi razlike v relativnih plačah in drugi dejavniki.

Za majhno ekonomijo je cenovna inflacija menjalnega sektorja dana z naraščanjem svetovnih cen in nominalnih deviznim tečajem. Pod predpostavko, da je devizni tečaj konstanta, lahko zaključimo, da je domača inflacija menjalnih proizvodov enaka svetovni. Cenovna inflacija nemenjalnega sektorja je enaka tisti menjalnega, povečani za del, ki ga lahko pripišemo asimetričnemu povečanju produktivnosti. Za države v tranziciji pričakujemo višjo inflacijo nemenjalnega sektorja, kar pomeni, da je skupni CPI (tehtano povprečje menjalnega in nemenjalnega sektorja) višji. Posledica je realna apreciacija domače valute. V Sloveniji so se v celotnem obdobju 1993-2001 relativne cene (cene nemenjalnega sektorja v primerjavi z menjalnimi) povečale bolj kot relativna produktivnost (menjalni sektor proti nemenjalnemu).

Verjetna nadaljnja prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka tako predstavlja problem na poti integracije tranzicijskih držav v ERM II in evro območje. V tem pogledu je prihajajoči širitveni krog bolj zahteven kot so bili doslej. Balassa-Samuelsonov učinek bo nedvomno vplival na gospodarstva sedanjih bodočih članic še globoko v obdobje vstopa v evro območje, kar bo pomenilo trendno nominalno apreciacijo njihovih valut ali inflacijo nad povprečjem držav evro območja oziroma konvegenčnim kriterijem. Ker ne prvo ne drugo ni dovoljeno, se bodo prilagajanja vršila v realnem delu gospodarstva. To lahko upočasni realno konvergenco.

### **5.1.2 Združljivost doseganja inflacijskega cilja in stabilnosti deviznega tečaja**

V času obveznega dvoletnega sodelovanja v ERM II je Slovenija izpostavljena tveganju, da bo zaradi B-S učinka težje izpolnila konvegenčne kriterije ter prevzela evra. Ob takšnem lovljenju nominalnih kriterijev se lahko zabrišejo smernice zdrave in trenutnemu stanju gospodarstva primerne ekonomske politike. Szapary opisuje takšno situacijo kot "weighing-in" sindrom, ko se boksar pred tehtanjem pred dvobojem posti, da lahko že trenutek po tehtanju zopet zaužije obilen obrok. S strani maastrichtskih kriterijev zahtevana inflacija je za države v tranziciji dosegljiva bodisi z zelo restriktivno monetarno in fiskalno politiko. To pomeni velike žrtve v gospodarski rasti in zaposlenosti. Druga možnost je nominalna apreciacija domače valute. Slednje se država skuša izogniti, saj pomeni izgubo zunanje konkurenčnosti. To pomeni, da bo država kandidatka vzdrževala restriktivno monetarno politiko in se zatekala k raznim nekonvencionalnim rešitvam (zamrznitev nadzorovanih cen, zniževanje davkov na potrošnjo, itd.), da bi zmanjšala inflacijo pred vstopom v evro območje. Vse te zavore bodo popustile po včlanitvi v evro območje. Še več, izenačitev kratkoročnih obrestnih mer s tistimi v evro

območju, ki bo sledila po vstopu v evro območje, bo pomenila avtomatično sprostitvev monetarne politike. Učinek bo še okrepljen v ekonomijah, ki so prej dopustile apreciacijo tečaja nasproti evru. Rezultata takšnega razvoja je zmanjšala učinkovitost vodenja ekonomske politike (Szapary, 2000, str. 12-13).

Realna apreciacija domače valute bo lahko okrepljena še s pritoki tujega kapitala. Pritok kapitala vpliva na realni tečaj tako preko nominalnega deviznega tečaja, kot tudi preko B-S učinka. Ugotovljeno je bilo, da tuje investicije občutno zvišujejo rast produktivnosti v industriji in ne v storitvenem sektorju (Halpern in Wyplosz, 2001, str. 20). Nadaljevanje z dosedanjo tečajno politiko torej pomeni, da zniževanje inflacije ne bo potekalo na račun nominalne apreciacije tečaja.

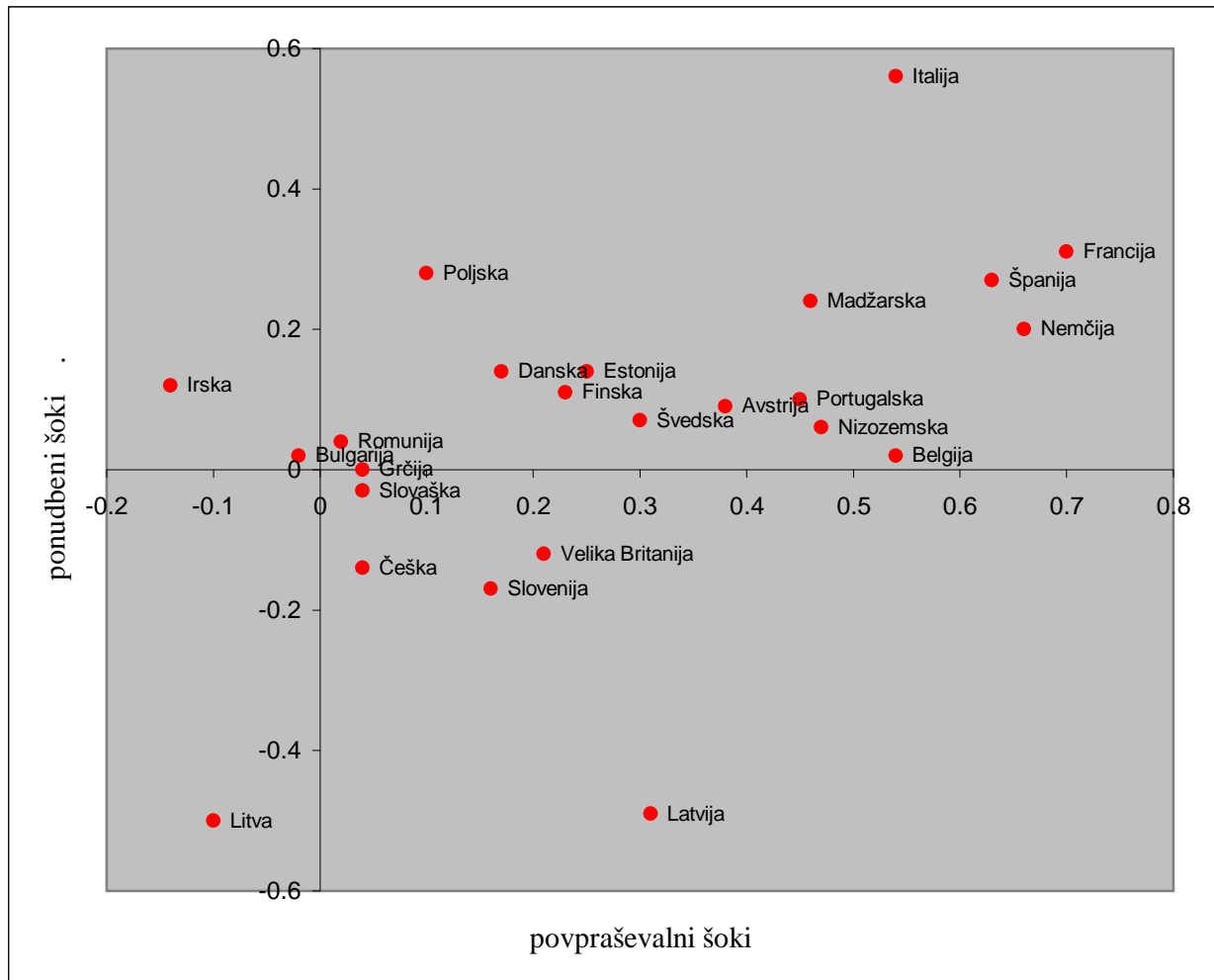
### **5.1.3 Simetričnost gibanja slovenskega gospodarstva in gospodarstva EU**

Različni poslovni cikli in asimetrični šoki povečujejo potrebo po specifičnih ekonomskih politikah, ki bi olajšale odzivanje na šoke. Visoka sinhronizacija poslovnih ciklov in simetričnost šokov tako prispevata k izpolnjevanju kriterijev za članstvo v enotnem valutnem območju. Ugotovimo lahko, da so poslovni cikli v Sloveniji močno povezani s poslovnimi cikli v evro območju. Šoki na strani ponudbe so deloma še asimetrični. To je lahko predvsem posledica tranzicije in še nedokončanega prilagajanja proizvodne strukture (Delakorda, 2003, str. 45).

Z vidika sinhronizacije poslovnih ciklov z državami evro območja Slovenija izpolnjuje pogoje članstva v evro območju. Sinhronizacija poslovnih ciklov se s časom še povečuje. Gre za povečano integriranost slovenskih podjetij v menjavi z državami evro območja.

Če so učinki šokov, ki so jih izpostavljena gospodarstva primerljivi, jih imenujemo simetrični. V primeru različnih šokov ali ko se šok pojavi le v eni državi so šoki asimetrični. Simetrične šoke je mogoče odpravljati s enotno ekonomsko politiko, asimetrični šoki pa predstavljajo problem v enotnem valutnem prostoru, kjer je možnost delovanja denarne politike odpravljena, fiskalna politika pa precej omejena. (A)simetričnost šokov se s časom spreminja, smer in odzivanje na šoke se s povečano integracijo v enotnem valutnem področju izenačujeta (Delakorda, 2003, str. 45).

Slika 8: Koreliranost ponudbenih in povpraševalnih šokov



Vir: Korhonen in Fidrmuc, 2001, str. 12.

Primerjava šokov povpraševanja kaže, da so povpraševalni šoki v Sloveniji povezani s šoki, ki jim je v povprečju izpostavljeno evro območje, enako kot grški ali španski šoki (glej sliko 8). Na drugi strani so ponudbeni šoki z evro območjem kot celoto korelirani negativno. Negativno koreliranost lahko razlagamo tudi z drugačno proizvodno strukturo oziroma s prilagajanjem proizvodne strukture v času tranzicije. Šoki na ponudbeni strani v Sloveniji so sicer pozitivno povezani s ponudbenimi šoki v večini pridruženih članic. Analiza kaže, da se povezanost šokov in odzivanje nanje v tranzicijskih gospodarstvih s časom povečuje oziroma sinhronizira (Korhonen in Fidrmuc, 2001, str.11-12).

Sinhronizacija poslovnih ciklov in povezanost šokov med državami sta pomembno določena z gospodarsko strukturo. Struktura slovenskega gospodarstva je skoraj enaka kot struktura povprečnega gospodarstva v evro območju. Visoka raznolikost proizvodov, namenjenih

mednarodni menjavi, pomeni, da je gospodarstvo manj izpostavljeno šokom, ki se nanašajo na posamezne sektorje, saj ostane v tem primeru večina gospodarstva neprizadetega. Za države z bolj raznoliko strukturo ekonomije oziroma mednarodne menjave je manj verjetno, da bodo potrebovale devizni tečaj kot instrument prilagajanja ob pojavu šokov. Takšne države so bolj primerne za sodelovanje v enotnem valutnem območju (Delakorda, 2003, str. 46-48).

Večja odprtost gospodarstva, predvsem velik obseg in podobna struktura menjave z državami, ki tvorijo enotno valutno območje, pomembno prispeva h koristim, ki jih ima gospodarstvo z vključevanjem v takšno ekonomsko integracijo. Slovenija je precej bolj odprto gospodarstvo od povprečja evro območja.

Podobna struktura ekonomije zagotavlja večjo simetričnost šokov, ki so jim države izpostavljene. Simetričnost odzivanja na šoke je pomembna zaradi odzivanja ekonomskih politik, ki so v enotnem valutnem območju skupne na področju denarne in tečajne politike. Ob primerjavi strukture dodane vrednosti v Sloveniji in evro območju lahko ugotovimo, da sta si gospodarstvi podobni.

## **5.2 Strategija vstopa v ERM II**

Evropski svet je na zasedanju v Amsterdamu 16. junija 1997 sklenil, da se vzpostavi nov mehanizem deviznega tečaja ERM II, ki je nadomestil tedaj obstoječi ERM iz leta 1979. ERM so ustanovili kot sredstvo za minimiranje nihanja tečajev in tako ustvariti območje monetarne stabilnosti. Vsaka valuta članice je imela svoj centralni tečaj napram ECU in je lahko nihala do druge valute v določeni meji okrog bilateralnega centralnega tečaja. V primeru, da se je ta meja prekoračila, je intervenirala nacionalna centralna banka na deviznem trgu in pripeljala obe valuti nazaj v varno območje (Bainbridge, 1998, str. 224-225).

Stabilnost deviznih tečajev je ključnega pomena za nemoteno delovanje notranjega trga, ki ga sestavljajo vse članice EU. Znotraj ERM II je mogoče izvajati skoraj vse tečajne režime razen: režima čistega drsečega deviznega tečaja, uravnavanega drsečega (kjer ni bil sporazumno določen centralni tečaj valute te države z evrom), plazeče vezave in vezave nacionalne valute na katero koli drugo ne-evro valuto. Namen mehanizma ERM II je povezati valute držav članic EU zunaj evro območja z evrom, ki je postavljen v središče mehanizma. ERM II je začel delovati z začetkom tretje faze in naj bi po uvedbi evra zagotovil stabilnost deviznih tečajev ter povezanost med evrom in valutami tistih držav članic, ki evra niso uvedle. Države članice EU, ki evra niso

uvedle, morajo obravnavati svojo politiko deviznega tečaja kot zadevo skupnega interesa. Od njih se pričakuje, da bodo svojo valuto vezale na evro v okviru ERM II (Majcen, 2002, str. 18).

Argumente na podlagi katerih ECB zagovarja pozitivne lastnosti ERM II lahko strnemo v naslednjih štirih kategorijah (Backé et al., 2004, str. 9):

- **Disciplina:** ERM II lahko zaradi zahteve po konsistentni ekonomski politiki, pripomore k doseganju bolj stabilnega makroekonomskega okolja;
- **Kredibilnost:** z določitvijo centralnega tečaja ERM II predstavlja vodilo za udeležence na tujih deviznih trgih ter tako pripomore k večji stabilnosti deviznega tečaja. Prav tako ERM II z obvladovanjem inflacijskih pričakovanj ter zmanjšanjem volativnosti deviznega tečaja prispeva k skupnim zmanjšanju stopnje inflacije;
- **Prilagodljivost:** standardni razpon nihanja pušča dovolj prostora za prilagajanje asimetričnim šokom ter strukturnim spremembam v gospodarstvu;
- **Multilateralnost:** povečuje kredibilnost s sodelovanjem vsem sodelujočih pri nadzoru gospodarskega razvoja in razvoja politik ter ocenjevanju tržnih reakcij, po potrebi s skupnim koordiniranim delovanjem.

Ugotovimo lahko, da dajejo lastnosti ERM II dovolj prožnosti, da lahko omogoča potrebno fleksibilnost deviznega tečaja državam kandidatkam v prehodnem obdobju med njihovim vstopom v EU in vključitvijo v evro območje. Hkrati zahtevajo od držav potrebno stabilnost deviznega tečaja in jih s tem pripravljajo na poznejšo vključitev v evro območje. Vključitev valute v ERM II in vzdrževanje deviznega tečaja najmanj dve leti znotraj dovoljenih meja nihanja hkrati pomeni izpolnjevanje konvergenčnega kriterija stabilnosti deviznega tečaja, ki ga je potrebno izpolniti pred uvedbo evra. ERM II deluje tako, da ne vpliva na osnovni cilj ECB in nacionalnih bank; to je ohranjanje stabilnosti cen. Njegova glavna naloga je zagotovitev stabilnosti deviznih tečajev ter povezanost med evrom in valutami tistih držav članic EU, ki niso uvedle evra.

### **5.2.1 Hiter ali počasen vstop v ERM II**

Sodelovanje v ERM II je formalno gledano sicer prostovoljno, vendar se od držav kandidatk pričakuje, da se bodo v ERM II vključile ob vstopu v EU ali nekoliko kasneje, ko bodo na to pripravljene. Po eni strani je za države kandidatke sodelovanje v evro območju obvezno in po drugi strani je sodelovanje v ERM II obvezna maastrichtska zahteva pred vstopom v evro območje. Torej pridemo do spoznanja, da je za države kandidatke sodelovanje v ERM II

pravzaprav obvezno. Obravnava se kot maastrichtski kriterij stabilnosti tečaja. ERM II je torej obvezna čakalnica pred prevzemom evra. V nadaljevanju se bomo seznanili s tem kdaj vstopiti v ERM II.

Največje tveganje z prezgodnjim vstopom v ERM II je povezano z možnostjo nenadzorovane rasti agregatnega povpraševanja, kot posledico znižanja nominalnih in realnih obrestnih mer ter učinka "feel good" po vstopu v EU. Takšen razmah povpraševanja bi lahko pregrelo gospodarstvo in povzročilo inflacijske pritiske preko maastrichtskih kriterijev. V primeru asimetrije šoka ne bi mogli računati na podporo ECB, temveč le na primerno delovanje makroekonomskih politik. Drugi razlog za čakanje bi lahko bil še nedokončan proces zniževanja inflacije do vstopa v ERM II. To bi se lahko odrazilo v pretirani realni apreciaciji tečaja in v izgubi mednarodne konkurenčnosti z vsemi škodljivimi učinki na gospodarstvo. Zadnji razlog bi lahko bil tudi ta, da je bolje počakati in se učiti od izkušenj ostalih držav - še posebno če bi lahko bila mogoča tudi ex post ponovna interpretacija maastrichtskih kriterijev prirejena razmeram tranzicijskih držav. Dobro je poznano, da bi lahko zaradi procesa realne konvergence in posledične realne apreciacije tečaja prišlo do neskladnosti med kriterijem inflacije in stabilnosti deviznega tečaja. To se lahko zgodi, kljub pravilni izvedbi makroekonomskih politik. Tako bi morebiti v državi lahko nastala situacija, ko bi ujemanje z maastrichtskimi kriteriji zahtevalo umetno potlačitev gospodarske rasti, z namenom, da se inflacija spusti in ohrani na ravni kriterija. Čakanje na primernejši trenutek vstopa v tem primeru ni odveč (Kozamernik, 2004, str. 7-9).

V primeru Slovenije se verjame, da so tveganja povezana z zgodnjim vstopom v ERM II prilagodljiva in obstajajo močni argumenti v prid temu, zato sta se Banka Slovenije in Vlada RS odločili za čimprejšnji vstop v ERM II. Ti argumenti so povezani z (Kozamernik, 2004, str. 11):

- samim institucionalnim okvirjem ERM II;  
Argument v prid hitrejšemu vstopu je, da se ERM II smatra kot trening soba za razpoložljive makroekonomske politike. Vstop v ERM II sili fiskalno politiko k bolj optimalnemu obnašanju, ker ni več prostora za korigiranje s strani denarne ali tečajne politike. Mogoče celo bolj pomembno je to, da bi kasnejši vstop v ERM II lahko dajal negativne signale glede pripravljenosti fiskalne politike na prilagoditev. To bi lahko povečalo inflacijska pričakovanja. Sodelovanje Slovenije v ERM II zagotavlja večjo makroekonomsko stabilnost.
- trenutnimi makroekonomskimi okoliščinami v Sloveniji.  
Upošteva se trenutna in predvidena makroekonomska rast. Na podlagi danih napovedi se pričakuje, da bodo maastrichtski kriteriji doseženi brez pomembnejših stroškov v realni aktivnosti. Dodatno, tekoči račun in relativno naklonjena fiskalna pozicija sta ocenjena,

da bosta imela zadostne sposobnosti absorpcije šokov, kljub temu, če bodo asimetrični, brez oviranja na ostale članice EU. Končno, zelo nizka tečajna in inflacijska spremenljivost okoli njunih trendov, opazovana v zadnjih letih zagotavljata visoko zaupanje, da bo centralni tečaj ostal nespremenjen tudi skozi obdobje bivanja v ERM II.

Relativno zgoden vstop v ERM II so omogočile ugodne projekcije inflacijskih gibanj ter ustrezna in kredibilna koordinacija med denarno politiko Banke Slovenije in fiskalno politiko Vlade RS. Ob vstopu v ERM II se je Republika Slovenija v izjavi ERM II odbora zavezala k nadaljevanju uveljavljanja ukrepov za vzdržno znižanje inflacije, k vzdrževanju konkurenčnosti z nadzorom nad domačimi stroški, za odločilno vlogo fiskalne politike pri obvladovanju povpraševanja in za pravočasno uveljavljanje strukturnih reform, ki krepijo prilagodljivost gospodarstva (Banka Slovenije, 2004b, str. 39).

Obdobje sodelovanja v ERM II ni časovno omejeno. Določeno je le najkrajše obdobje sodelovanja v ERM II in sicer dve leti. V tem obdobju mora biti tečaj stabilen. Za oceno stabilnosti je pomembno, da so nihanja tečaja v širokem pasu izjema in da centralna banka ne intervenira prepogosto v obrambo centralnega tečaja. Glede na relativno zgodnji vstop po pridobitvi članstva v EU, lahko pričakujemo prevzem evra v začetku leta 2007. Članstvo v ERM II se lahko podaljšuje, če kriteriji niso izpolnjeni. Pomembna omejitev pri izpolnjevanju maastrihtskega kriterija je prepoved devalvacije centralnega tečaja valute države na njeno lastno pobudo. (Banka Slovenije, 2005b, str. 1).

Osnovna dejavnika, ki ju država članica določi v pogajanjih z Evropsko komisijo, ECB ter ostalimi predstavniki evro sistema, sta centralni tečaj in razpon nihanja okoli njega. Oba sta podrobneje predstavljena v nadaljevanju.

### **5.2.2 Dogovor in določitev centralnega tečaja**

Centralni tečaj je v sistemu ERM II določena vrednost domače valute z evrom. Dogovor o centralnem tečaju je multilateralen in ga sprejme država kandidatka za vstop v ERM II v soglasju z ECB, z nacionalnimi bankami Evrosistema in ECOFIN-om (Svet gospodarskih in finančnih ministrov EU). Načeloma raven centralnega tečaja ne bi smela bistveno odstopati od ravnovesnega tečaja, ki omogoča doseganje notranjega in zunanjega ravnovesja. To je pogoj za zagotavljanje dolgoročne stabilnosti. V primeru, da je centralni tečaj določen preveč podcenjeno, bi to lahko sprožilo inflacijske pritiske skozi cene uvoza ali pregrevanje gospodarske aktivnosti. Po drugi strani bi precenjeni tečaj poslabšal konkurenčnost države, omejeval gospodarsko aktivnost in vplival na plačilno bilanco. Ravnovesni tečaj se lahko v času

tudi spreminja. To je odvisno predvsem od dolgoročnih dejavnikov (npr. produktivnosti). Centralni tečaj za posamezne članice v trenutku vstopa in v času trajanja članstva v ERM II zaradi nominalne in realne konvergence ne bo nujno enak ravnovesnemu tečaju (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 47-49).

Mehanizem ERM II omogoča dve vrsti fleksibilnosti (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 48):

- v primeru začasnih pritiskov na devizni tečaj se le-ti absorbirajo z nihanjem deviznega tečaja v relativno širokem razponu nihanja ter z avtomatično in količinsko neomejeno tečajno intervenco ECB, ko doseže devizni tečaj skrajno vrednost;
- v primeru stalnih in nevzdržnih pritiskov na devizni tečaj, ERM II omogoča spremembe centralnega tečaja. ERM II temelji na načelu, da se devizni tečaj oblikuje kar se da prosto na trgu. Pogostost in obseg tečajnih intervencij je indikator vzdržnosti ERM II ob nespremenjenem centralnem tečaju.

Centralni tečaj se lahko spremeni v obdobju sodelovanja v ERM II, vendar se sprememba obravnava različno glede na smer spreminjanja (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 48):

- reevalvacija centralnega tečaja nima posledic na izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev;
- v primeru devalvacije (zmanjšanje vrednosti centralnega tečaja članice), se sprememba obravnava kot neizpolnjevanje konvergenčnega kriterija. Zato se avtomatično podaljša čas sodelovanja v ERM II in prevzem evra kot lastne valute odloži za vsaj dodatni dve naslednji leti.

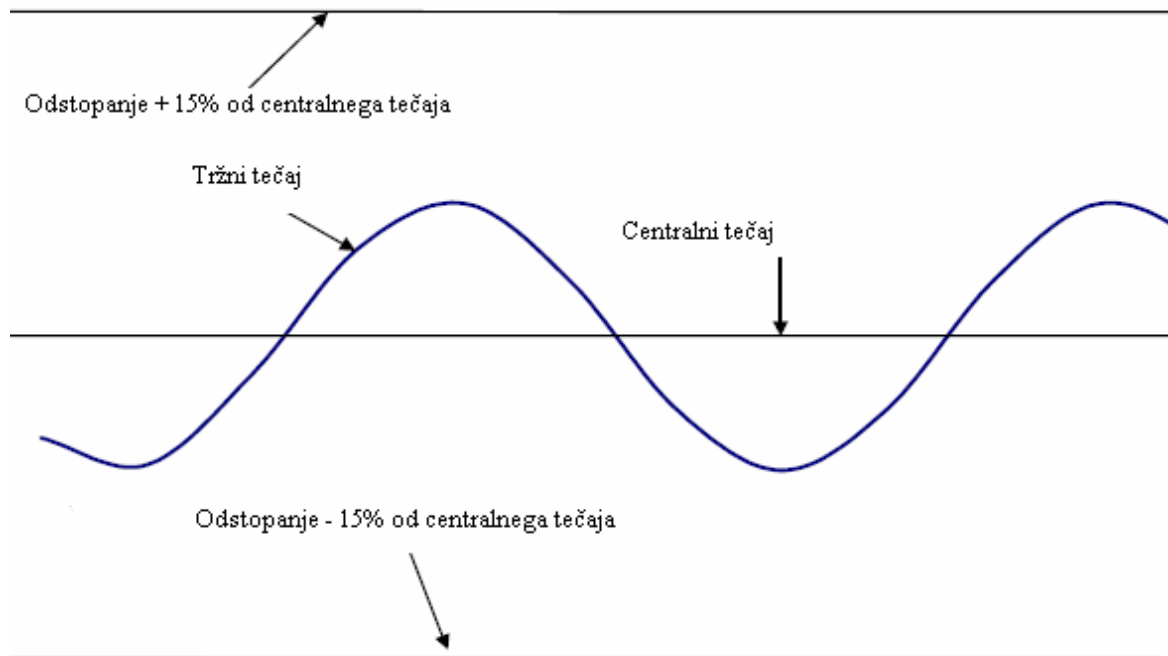
Neenako obravnavanje reevalvacije in devalvacije centralnega tečaja temelji na predpostavki, da države z devalvacijo centralnega tečaja želijo ustvarjati konkurenčne prednosti do ostalih držav, ki sodelujejo v evro območju in ERM II.

Razpon nihanja, v katerem se lahko giblje tržni tečaj, se določi na podlagi izbranega centralnega tečaja v višini +/-15%. Država članica ERM II lahko unilateralno določi tudi ožji pas gibanja tečaja od predvidenih +/-15%. Razpon nihanja je pomemben predvsem zaradi interveniranja v podporo valuti države članice (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 49).

Intervencije na robovih tečajnega koridorja so avtomatične in neomejene. Pri tem lahko ECB ali države pristopnice intervencijo opustijo, če ocenijo, da bi to ogrožalo primarni cilj evro območja; to je stabilnost cen. ECB in centralna banka članice ERM II morata monetarnim oblastem, ki jih opustitev intervencije zadeva, čimprej in strogo zaupno posredovati to namero (European Commission, 1999, str. 142).



Slika 9: Prikaz pojmov povezanih z delovanjem ERM II



Vir: Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 49.

Ker ERM II ni režim deviznega tečaja, bosta dinamika in trend gibanja tržnega tečaja valute države članice ERM II odvisna od izbranega režima deviznega tečaja ter od ravni tržnega tečaja v trenutku vstopa glede na centralni tečaj. S pasom +/-15% odstopanja od centralnega tečaja je zagotovljena relativno visoka fleksibilnost določanja tržnega tečaja, s tem tudi veliko možnosti izbire režima deviznega tečaja (Vlada RS in Banka Slovenije, 2003, str. 49).

### 5.2.3 Razpon nihanja okoli centralnega tečaja

Ko je centralni tečaj enkrat že določen bi moral biti razumljen kot nepreklicno, dokončno jedro za gospodarstvo. Javni sektor bi moral skozi celotno obdobje bivanja v ERM II pričakovati, da bo centralni tečaj sčasoma postal menjalno razmerje pri prevzemu evra. Neskladna pričakovanja glede razmerja konverzacije in centralnega tečaja lahko vodijo v špekulativne napade, destabiliziranje gospodarstva in podaljšanje sodelovanja v ERM II.

Mnoge države zagovarjajo uporabo širokega tečajnega razpona med bivanjem v ERM II. Prednosti širokega tečajnega razpona so (Kovačič in Novak, 2004, str. 47):

- omogoča več časa za ugotovitev, kakšen je ravnotežni devizni tečaj;
- bolj neodvisna monetarna politika omogoča zmanjšanje inflacije s pomočjo nominalne apreciacije;
- večja volatilitnost deviznega tečaja, ki je posledica bolj fleksibilnega deviznega tečaja, zmanjšuje možnosti špekulativnih prilivov kapitala;
- omogoča tudi več prostora za realno apreciacijo ravnovesnega deviznega tečaja, ki je posledica procesa dohajanja razvitih zahodnih držav EU.

Slabosti ozkega tečajnega koridorja so (Kovačič in Novak, 2004, str. 47):

- upravljanje špekulativnih kapitalskih tokov in napadov je dosti težje;
- velik strukturni primanjkljaj in večja rigidnost trga delovne sile v primeru asimetričnega šoka pomenijo manjšo odzivno moč fiskalne in dohodkovne politike ob odsotnosti denarne politike in instrumentov deviznega tečaja in večjo nevarnost za takšno državo;
- pomanjkanje monetarne samostojnosti lahko zmanjša fleksibilnost centralne banke, da v primeru finančne krize ravna v skrajni sili kot posojilodajalec.

V primeru širših tečajnih okvirjev lahko denarne oblasti prosto odločajo kdaj intervenirati, da preusmerijo nominalni tečaj proti centralnemu tečaju. Kadar dinamika deviznega tečaja prebije zgornjo ali spodnjo mejo širokega koridorja so mogoče intervencije, ki so praviloma podprte s strani Evropske centralne banke. Te tečajne intervencije so avtomatične in neomejene z možnostjo dostopa do zelo kratkoročnih finančnih virov (do treh mesecev). Vendar lahko tečajna intervencija vključuje le spot prodaje oziroma nakupe valut. V primeru ogrožanja stabilnosti cen kot primarnega cilja, Evropski centralni banki in centralnim bankam vključenih v ERM II ni potrebno sodelovati pri intervenciji. V primeru tveganja na spodnjo mejo koridorja se breme tveganja vpliva na stabilnost cen prenese na državo pristopnico, ker mora zaradi intervencije na spodnji meji povečati devizne rezerve in povečati količino denarja v obtoku. V primeru pritiska na zgornjo mejo obstaja tveganje ekspanzije ponudbe evrov, ki lahko ogrozi stabilnost cen v evro območju. Država članica ERM II in Evropska centralna banka se morata obveščati o vseh tečajnih intervencijah tako do valut znotraj kot izven področja EU (Banka Slovenije, 2001, str.1). Drugače se zgodi v primeru ožjega razpona tečaja +/- 2,5%, kjer so intervencije enostranske, razen če ni bil z ECB določen dvostranski sporazum. Evropska centralna banka trenutno jasno nasprotuje sklepanju takšnim dvostranskim sporazumom z na novo pridruženimi članicami EU.

Slovenija se je odločila za prevzem širokega koridorja. Za Slovenijo je centralni tečaj določen po razmerju 239,64 tolarja za evro. Čeprav si je Banka Slovenije že do vstopa v ERM II v izvajanju režima močno uravnano drsečega tečaja pridobila številne izkušnje in oblikovala svoje instrumente za stabiliziranje tečaja okoli želenega trenda (v tem smislu, je Banka Slovenije že dosegla primerno stabilnost tečaja), se bo Banka Slovenije zavzemala za ohranjanje previdnosti glede enostranskih intervencij, ki so nujne za ohranjanje nominalnega tečaja na želeni poti (Kozamernik, 2004, str. 16).

### **5.3 Politika deviznega tečaja v Sloveniji po osamosvojitvi**

#### **5.3.1 Začetno obdobje**

Leta 1991 po osamosvojitvi se je Slovenija znašla v povsem novi situaciji. V pogojih zelo visoke inflacije, obstoječih minimalnih deviznih rezerv države in brez dostopa do tujih kreditov je morala uvesti svojo lastno denarno valuto. Kot najbolj primerno za takšno situacijo je bilo izvajanje režima čistega drsečega deviznega tečaja. Kasneje je zaradi povečanja deviznih rezerv in padca premije za tečajno in državno tveganje prišlo do večjih prilivov kapitala v Slovenijo. Za lažje izvajanje avtonomne denarne politike se je uvedel režim močno uravnanega drsečega tečaja tolarja proti nemški marki in izvajanje nadzora nad tokovi kapitala. Vezava tolarja v tem času ni bila mogoča zaradi mikroekonomskih izkrivljenosti gospodarstva.

#### **5.3.2 Obdobje uravnano drsečega deviznega tečaja**

Izvajanje režima uravnanega drsečega deviznega tečaja v Sloveniji lahko v grobem razdelimo na štiri faze, ki se med seboj razlikujejo glede na pojav zavirajočih sprememb v gospodarstvu.

Prva faza izvajanja (1993-1995) je bila obdobje, ko so bile devizne rezerve manjše od primarnega denarja. Banka Slovenije je zato lahko zelo učinkovito vplivala na količino denarja v obtoku zgolj s spreminjanjem svoje ponudbe instrumentov posojanja. Vsi možni izravnalni "offset" učinki tokov kapitala bi bili učinkovito nevtralizirani z dodatnim krčenjem obsega instrumentov posojanja centralne banke. Njen manevrski prostor za posredovanje se je celo povečal, čeprav sta bili premiji za tečajno in državno tveganje še kar visoki.

Drugo faza izvajanja režima uravnano drsečega deviznega tečaja ali obdobje izvajanja neposrednih kontrol kapitala traja od druge polovice leta 1995 do leta 1999. V tej drugi fazi so bile devizne rezerve precej večje kot je bila primerna količina denarja v obtoku. Posledično je postalo nadziranje primarnega denarja precej bolj težko in dražje. Banka Slovenije je morala zaradi presežka deviznih rezerv škodljive učinke kapitalskih tokov nevtralizirati predvsem s sterilizacijo. Dodatno je nadziranje denarja otežilo še padec premij za tečajno in državno tveganje ter povečano investicijsko zanimanje za Slovenijo. Ovire za prosto pot kapitala (uvedene v tej fazi) so omogočale Banki Slovenije, da je vsaj kratkoročno dopuščala neodvisnost dinamike deviznega tečaja in smer obrestne mere. Pričakovane stopnje donosa so se še vedno razlikovale, vendar so imele tendenco zmanjševanja te razlike. Drugače je bila povprečna stopnja donosa še visoka, predvsem zaradi precej večje nevarnosti obrestno elastičnih pritokov kapitala (Bole, 2003, str. 9).

Z odstranitvijo ovir za prosto gibanje kapitala sredi leta 1999 se je pričelo tretje obdobje v izvajanju tečajnega režima. Nadziranje kapitala s pomočjo kratkoročnega ciljanja primarnega denarja je bilo skoraj nemogoče. Ker so bile odstranjene ovire za prosti pretok kapitala iz tujine, bi lahko vsaka večja, pa čeprav kratkoročna sprememba v pričakovani stopnji donosa sprožila "offset" pritok kapitala, torej inducirani pritok kapitala iz tujine, ki bi nevtraliziral poseg centralne banke in še posebej povečanje kreditov s strani domačih bank. Neto devizne rezerve so bile v tej fazi precej večje kot primarni denar, zato Banka Slovenije ni mogla primerno povečati intenzivnosti sterilizacijske intervencije (s tem bi nevtralizirala škodljive učinke finančnih tokov) in se pri tem prilagoditi denarnemu cilju tudi na krajši rok. Zaradi znatnega povečanja v dolgoročnih pritokih kapitala (obrestna mera je bila manj elastična) kot posledica odstranitve ovir kapitala in zmanjšanja dvoma v uspešen konec procesa priključitve EU je bilo ujemanje s kratkoročnim denarnim ciljem še posebno težko. Banka Slovenije je zato uvedla dve pomembni spremembi v svoji intervenciji. Na kratki rok je začela učinkovito ciljati realno obrestno mero, medtem pa se je denarnega ciljanja (primarni denar) držala le še na dolgi rok. Da bi bilo uspešno ciljanje realne obrestne mere sploh mogoče je Banka Slovenije začela močno intervenirati v gibanje deviznega tečaja z namenom, da bi s tem preprečila nihanja v pričakovani razliki stopnje donosa. Devizni tečaj je tako postal odločilen dejavnik v boju proti nezaželenim prilivom kapitala, s pomočjo zmanjševanja nestabilnosti in velikosti pričakovane razlike stopnje donosa (Bole, 2003, str. 12). Leta 2000 je Banka Slovenije s komercialnimi bankami sklenila dogovor o poslovanju na trgih tujega denarja ter začela na njegovi osnovi izvajati mehanizem tečajnega interveniranja. Od tedaj komercialne banke na podlagi tega dogovora sklepajo posle na trgih tujega denarja po tečaju, ki ga določa Banka Slovenije, v zameno pa centralna banka omogoča komercialnim bankam začasno 7-dnevno prodajo in nakup deviz (Banka Slovenije, 2004a, str. 25).

Za zadnjo, torej četrto, fazo izvajanja uravnano drsečega deviznega tečaja lahko rečemo, da se je začela z letom 2003, ko je Banka Slovenije ukinila še zadnjo pomembnejšo omejitev kapitalskih tokov. In sicer od januarja 2003 lahko tudi fizične osebe odpirajo račune pri bankah v tujini. Kasneje, oktobra istega leta, pa je Banka Slovenije odpravila tudi vse omejitve pri deviznem kreditiranju bank. Na osnovi dokumenta "Program vstopa v ERM II in prevzem evra" je Banka Slovenije svoje aktivnosti v tej fazi namenjala predvsem pripravam na kasnejši vstop v mehanizem deviznih tečajev (in s tem tudi vstopu v evro območje). Vodenje denarne politike, katere temeljni cilj je stabilnost cen v pogojih uravnano drsečega tečaja, je bilo usmerjeno v znižanje inflacije in čimprejšnji vstop v ERM II. Pri vodenju denarne politike je Banka Slovenije še naprej uporabljala dva instrumenta: obrestne mere svojih instrumentov in dinamiko deviznega tečaja. Zaradi nižjih inflacijskih pričakovanj, zmerne domačega trošenja, ugodnih gibanj v plačilni bilanci in usklajenosti domačih ekonomskih politik je Banka Slovenije lahko pogosteje zniževala nominalne obrestne mere svojih finančnih instrumentov in s tem hkrati zniževala tudi dinamiko rasti tečaja tolarja. Z ohranjanjem realnih obrestnih mer na enaki ravni ni sprožala povečanega domačega povpraševanja in inflacijskih pritiskov (Banka Slovenije 2003, 25).

Obrestno mero je Banka Slovenije prilagajala v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti t.j. z želeno stopnjo rasti denarnih agregatov, ter v odvisnosti od inflacijskih gibanj in inflacijskih pričakovanj. Z uravnavanjem dinamike deviznega tečaja je zagotavljala zapiranje nepokrite obrestne paritete ob upoštevanju premije za deželno in tečajno tveganje. Tako je stopnja rasti tečaja tolarja do evra zapirala razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, razen za razliko, ki je bila enaka pribitku deželnega tveganja. Le tako je bilo mogoče preprečevati obrestno elastične (špekulativne) pritoke oziroma odtokove tujega denarja in hkrati zagotoviti neodvisnost domače denarne politike. Posledično so bili pritoki tujega denarja relativno manjši. Razmere na deviznem trgu so se stabilizirale in ni bilo potrebe po pogostejših intervencijah. Banka Slovenije je na trgu deviz intervenirala le občasno in s tem le signalizirala želeno (nižjo) dinamiko rasti tečaja.

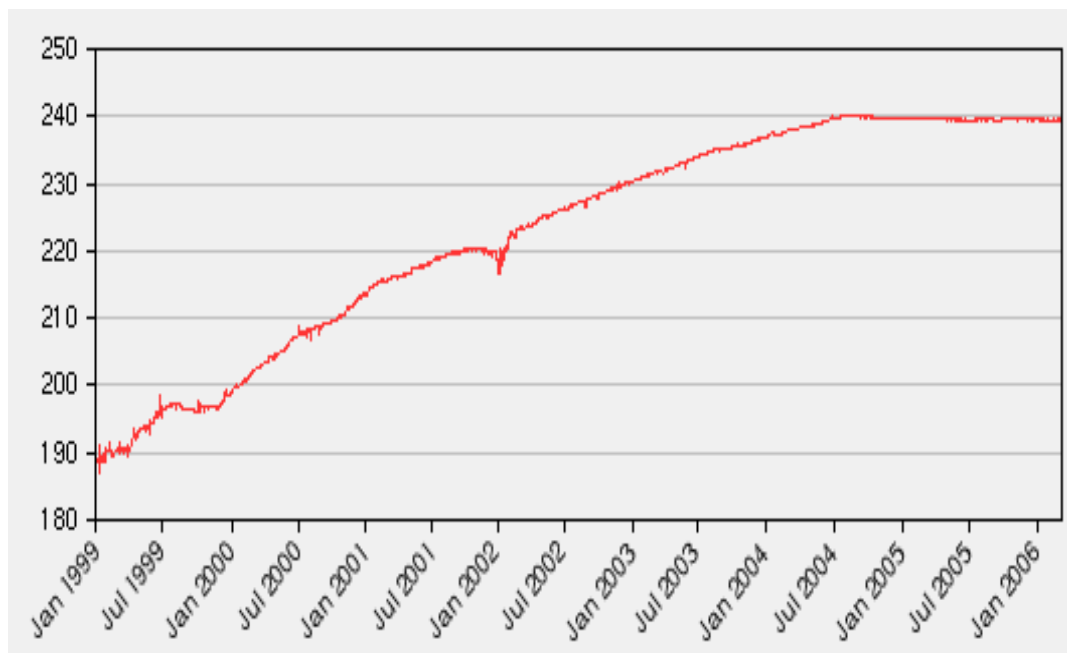
Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v ERM II in s tem dejanjem fiksirala tolar na evro. S tem se je formalno sistem uravnano drsečega sistema nadomestil s sistemom ciljne cone s širino pasu skupaj 30%. Dejansko gre za sistem trde različice trdnega deviznega tečaja.

Z vstopom v ERM II Slovenija ne bo imela možnosti vodenja samostojne monetarne politike. To pomeni, da se je odpovedala svoji monetarni suverenosti in jo prenesla v roke Evropskega sistema centralnih bank. Monetarna suverenost se kaže z vodenjem samostojne denarne politike, lastno valuto in lastno centralno banko.

## 5.4 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede deviznega tečaja

Seznani se bomo z gibanjem deviznega tečaja v Sloveniji in s tem kdaj so države izven evro območja vstopile v ERM II.

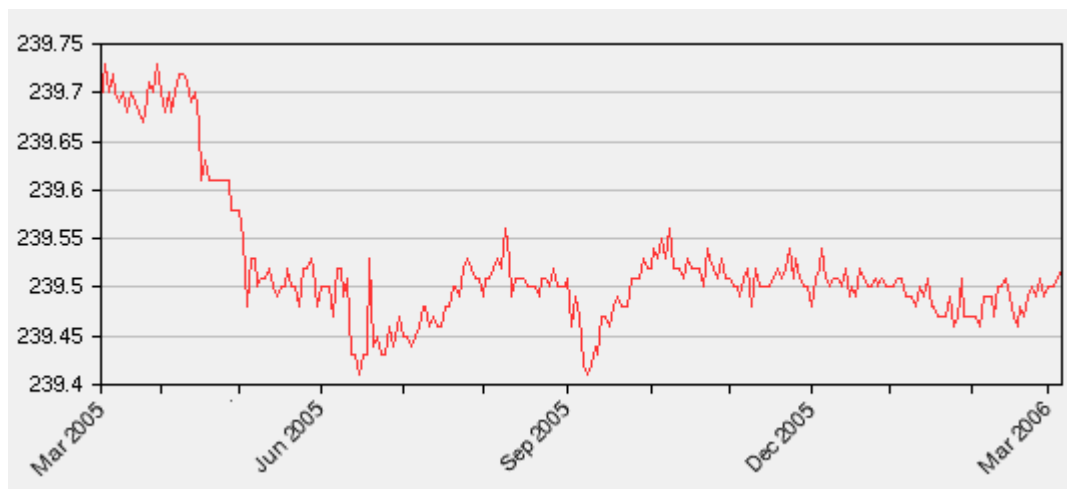
Slika 10: Gibanje deviznega tečaja v Sloveniji v obdobju od januarja 1999 do januarja 2006 (v sit/evro)



Vir: ECB, 2006b, str.1.

Vrednost deviznega tečaja je od januarja 1999 do danes najbolj odstopala navzdol od centralnega tečaja na dan 15.1.1999 (glej sliko 10). Največjo vrednost je tečaj dosegel 19.8.2004. Odstopanja navzgor so v opazovanem obdobju minimalna.

Slika 11: Gibanje deviznega tečaja v Sloveniji v obdobju od marca 2005 do marca 2006 (v sit/evro)



Vir: ECB, 2006b, str.1.

V zadnjem letu opazimo, da je devizni tečaj maksimalno presegal centralni tečaj na dan 31.3.2005. Znašal je 239,73 sit/evro (glej sliko 11). Najmanjšo vrednost (239,41 sit/evro) je dosegel tečaj na dan 8.9.2005. Na podlagi podatkov ECB lahko sklepamo, da je v zadnjem letu devizni tečaj relativno stabilen.

Monetarna politika v Sloveniji je bila po vstopu v ERM II usmerjena k relativno stabilnemu menjalnemu tečaju evra po vstopu v ERM II. S tem se je odpravila postopna deprecijacija tolarja v primerjavi z evrom. Zaradi tega je tolar po vstopu v mehanizem deviznih tečajev ostal blizu svojega centralnega tečaja. Nestanovitnost menjalnega tečaja tolarja v primerjavi z evrom je bila na splošno majhna in je proti koncu leta 2003 in leta 2004 padla na zelo nizko raven. Vstop Slovenije v ERM II je temeljil na trdni zavezanosti slovenskih pristojnih organov, da bodo še naprej izvajali potrebne ukrepe za trajnostno zniževanje inflacije, da bodo še naprej liberalizirali nadzorovane cene in pospeševali deindeksacijo. Potreben bo trajen nadzor, da bodo gibanja domačih stroškov, predvsem plač, usklajena z rastjo produktivnosti dela. Fiskalna politika bo morala imeti osrednjo vlogo pri nadziranju inflacijskih pritiskov, ki jih povzroča povpraševanje (ECB, 2004, str. 14-19).

Tabela 8: Pregled izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev po državah izven evro območja

	<b>Devizni tečaj</b>
Referenčna vrednost	ERM II sodelovanje dve leti
Češka	ne
Estonija	od 28.6.2004
Ciper	od 2.5.2005
Latvija	od 2.5.2005
Litva	od 28.6.2004
Madžarska	ne
Malta	od 2.5.2005
Poljska	ne
Slovenija	od 28.6.2004
Slovaška	od 28.11.2005
Velika Britanija	ne
Danska	od 1.1.1999
Švedska	ne

Vir: Banka Slovenije, 2005a, str. 1.

Slovenija je v ERM II vstopila 28.6.2004 skupaj z Estonijo in Litvo. Od držav članic EU v ERM II trenutno ne sodeluje pet članic; in sicer: Češka, Madžarska, Poljska, Velika Britanija in Švedska. Estonska krona, litvanski litvas in slovenski tolar so se vse od vstopa v mehanizem stalno gibali po svojem centralnem tečaju ali okoli njega. Devizni tečaj se v Sloveniji od vstopa v ERM II giblje v dovoljenih mejah. To pomeni, da bo Slovenija, konec junija 2006 izpolnila tudi kriterij glede deviznega tečaja.

## **6 OBRESTNA MERA**

### **6.1 Gibanje obrestnih mer v Sloveniji po osamosvojitvi**

#### **6.1.1 Obdobje od leta 1991 do 1999**

Raven obrestnih mer na finančnem trgu odraža ponudbo in povpraševanje na finančnem trgu. Finančni trg je skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. V



obdobju od leta 1991 do 1999 je povpraševanje na finančnem trgu presegalo ponudbo. To se je odražalo v visoki ravni obrestne mere.

Slovenija je začetek samostojnosti pričakala z realnimi aktivnimi obrestnimi merami nad 20% in obrestno maržo več kot 10%. Položaj se je začel izboljševati z naraščanjem zaupanja v nov denarni sistem, uspehom pri izvajanju sanacije največjih bank in kartelnim dogovorom bank o maksimalni obrestni meri. Najprej so se znižale pasivne obrestne mere. Temu je sledilo z določenimi zaostanki tudi znižanje aktivnih obrestnih mer.

Postopnemu zniževanju obrestnih mer na medbančnem denarnem trgu se je v letih 1993 oziroma 1994 pridružilo še zniževanje obrestnih mer na kreditnem trgu. V drugi polovici leta 1995 so skupne obrestne mere na medbančnem denarnem trgu ter na depozitnem in kreditnem trgu začele naraščati. Razlog je bil način indeksiranja obrestne mere (višje mesečne stopnje rasti cen na drobno povečujejo revalorizacijski del obrestne mere, s tem tudi skupno obrestno mero) ter omejevalna denarna politika (Štiblar, 1997, str. 7).

V letu 1995 je Banka Slovenije podprla iniciativo in dogovor bank o najvišjih pasivnih obrestnih merah. Na podlagi prve dopolnitve medbančnega dogovora so bile realne pasivne obrestne mere bank zmanjšane že januarja 1996. Med letom so se zmanjšale tudi povprečne realne obrestne mere za kratkoročna posojila. Tudi v letu 1997 so se realne obrestne mere znižale. Na gibanje sta v tem letu ob inflaciji in bančnih stroških vplivala še sprememba metodologije temeljne obrestne mere (TOM) in dogovor o obrestni meri. V skladu z medbančnim dogovorom in priporočilom Agencije za sanacijo bank so se poleg realnih pasivnih obrestnih mer znižale tudi aktivne. Podobno kot kratkoročne so se znižale tudi dolgoročne obrestne mere.

V letu 1998 se je zniževanje obrestnih mer nadaljevalo. Na to sta vplivali dve spremembi medbančnega sporazuma o zgornji meji pasivnih obrestnih mer. K zniževanju aktivnih je močno prispevala živahnejša kreditna aktivnost bank. Pri obeh spremembah so bila izrazitejša znižanja kratkoročnih obrestnih mer (Banka Slovenije, 1999, str. 26). Za dogajanje na denarnem trgu je bila leta 1999 značilna visoka variabilnost zaradi likvidnostnih težav bančnega sektorja, ki pa se ni prenesla na podjetja.

Banka Slovenije je leta 1995 začela z ukrepi proti indeksaciji. Ukinila je indeksiranje obrestnih mer na svojih instrumentih pod 30 dnevi, na drugih je kot revalorizacijski faktor začela uporabljati trimesečno povprečje pretekle inflacije. Temu ukrepu so se sledile tudi banke. Februarja 1996 je bila osnova za izračun revalorizacije razširjena na inflacijo preteklih štirih mesecev, decembra na šest mesecev. S tem so se močno zmanjšala nihanja nominalnih obrestnih

mer. Njihovo gibanje je postalo tesneje povezano z realnim delom obrestne mere namesto s tekočim gibanjem indeksa oziroma inflacije (Banka Slovenije, 1997, str. 16).

Od začetka leta 1992 do sredine 1995 je bil korelacijski koeficient med gibanjem inflacijske stopnje in indeksacijskim faktorjem relativno visok. S podaljšanjem obdobja rasti cen na drobno in od leta 1998 cen življenjskih potrebščin, na podlagi katerega se je izračunaval TOM kot indeksacijski faktor, je korelacijski koeficient hitro upadal. To pomeni, da variabilnost inflacijske stopnje vedno manj odseva v variabilnosti indeksacijskega faktorja. To je bil tudi namen podaljševanja obdobja. Način izračunavanja TOM-a je prispeval k stabiliziranju nominalnih obrestnih mer. Ni pa prispeval k večji stabilnosti inflacijske stopnje. Posledično je to pomenilo povečanje variabilnosti ex post realne obrestne mere (Bohncet et al., 2002, str. 25).

Zaradi naraščanja TOM-a med letom 1997 se zniževanje realnih obrestnih mer večinoma ni pokazalo v skupnih nominalnih obrestnih merah. Od sredine leta 1997 je referenčno obdobje za izračun povprečja inflacije spremenjeno na 12 mesecev. S tem so bila iz nominalnih obrestnih mer dokončno izločena nihanja povezana z visoko variabilnostjo tekočih mesečnih stopenj inflacije. Nominalna obrestna mera je s tem postala še manj občutljiva na nihanje inflacije in bolj odvisna od realnega dela obrestne mere. Za leto 1998 je značilno, da je nominalne obrestne mere znižala predvsem padajoča inflacija. K umirjanju nominalnih obrestnih mer je prispevala zelo stabilna mesečna temeljna obrestna mera.

V proučevanem obdobju so visoke obrestne mere dušile investicijsko dejavnost in s tem zavirale morebitno oživljanje gospodarstva. Visoko vrednotenje tečaja domače valute je zmanjševalo konkurenčnost domačega gospodarstva na tujih trgih. Poleg tega je obstajal nevarnost ponovnega izbruha inflacije.

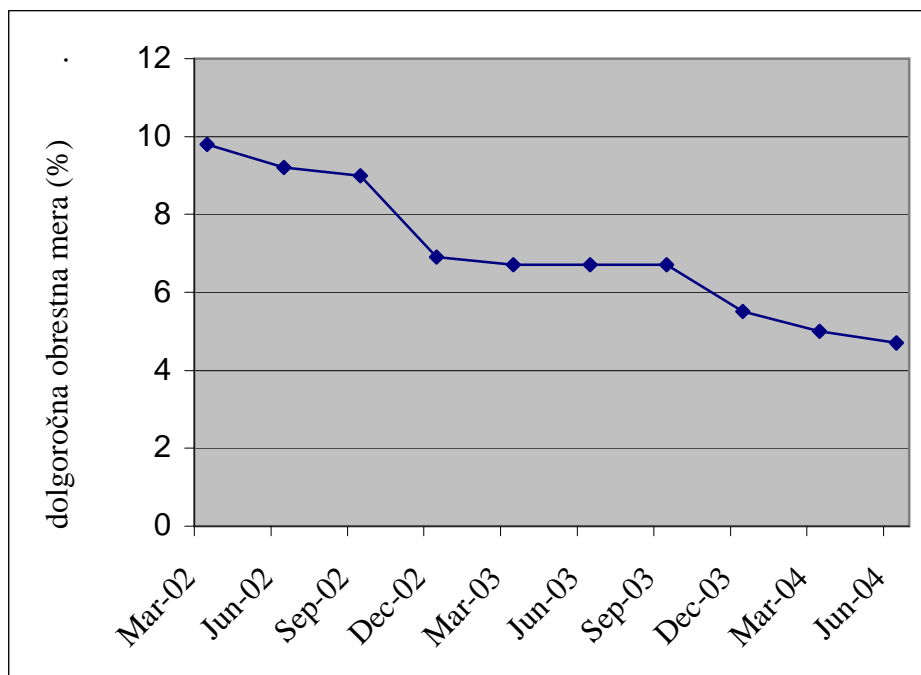
### **6.1.2 Obdobje od leta 2000 do 2005**

Gibanje obrestnih mer v obdobju od leta 2000 do leta 2005 je bilo pogojeno s samim vstopom Slovenije v EU in pripravo na vstop v evro območje.

Dolgoročne obrestne mere so se od marca 2002 v skladu z gibanji inflacije nižale (glej sliko 12). Proti koncu leta 2002 so se kot odraz pozitivnih makroekonomskih in fiskalnih gibanj znižale za več kot 2 odstotni točki. Poleg tega je Banke Slovenija med marcem 2002 in avgustom 2004 znižala obrestno mero za glavne posle refinanciranja za skupno 4,8 odstotne točke. Tudi razlika med dolgoročno obrestno mero v Sloveniji v primerjavi z evro območjem se je od marca 2002

izrazito zmanjšala. Glavni dejavniki, ki so vplivali na ta trend, so bili zmanjšanje gospodarske in finančne negotovosti zaradi trdne fiskalne in monetarne politike ter zmanjšanja razlik v inflaciji med Slovenijo in evro območjem. K omejevanju razlik v dolgoročnih obrestnih merah so dodatno prispevala tržna pričakovanja glede zgodnjega sodelovanja Slovenije v ERM II.

Slika 12: Dolgoročna obrestna mera v Sloveniji v obdobju od marca 2002 do junija 2004 (v %)



Vir: ECB, 2004, str. 63.

Ugodno zniževanje inflacije je omogočilo Banki Slovenije, da je v prvem polletju 2004 nadaljevala postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer. Banka Slovenije po vstopu v ERM II ni bistveno spreminjala svojih aktivnih in pasivnih obrestnih mer.

Sodelovanje v ERM II bo načeloma uspešno izpeljano le v primeru splošne konsistentnosti sistema s sistemom v Evropi oziroma evro območju. Tudi obrestna konvergenca mora biti cilj in pogoj hkrati. Obrestne mere (sit/evro) se bodo morale v zelo zgodnji fazi ERM II praktično izenačiti. Sicer bo nevarnost prihoda tujega kapitala neobvladljiva in bo celoten uspeh ERM II postal vprašljiv. Glede na to, da je glavnina depozitov tolarskih in glede na razliko v obrestnih merah (vključno z rastjo tečaja), je očitno, da tolarsko zadolževanje za komitente ne bo zanimivo. Povečano povpraševanje po deviznih posojilih bo vplivalo na ukinjanje domače valute. Na ta proces lahko vplivamo le z aktivnim prilagajanjem obrestnih mer. V tem pogledu ERM II ni samo sistem, ki omogoča hitro polno uvedbo evra in priključitev evro območju,

temveč je predvsem sistem v katerem naj bi dokazali, da znamo v tržnih razmerah uravnavati tečaj lokalne valute tako, da smo sposobni sprejeti tudi evro kot valuto (Cvikl, 2004, str. 25).

Če želimo ohraniti tolarsko kreditiranje, moramo komitentom ponuditi tolarsko obrestno mero, ki bo konkurenčna obrestnim meram za kredite v evrih. To pomeni, da moramo najti izhodišče, ki je obrestnim meram za evro bližje kot temeljna obrestna mera (TOM). TOM vgrajuje v obrestno mero povprečno inflacijo preteklih dvanajstih mesecev. Le-ta je v razmerah padajoče inflacije višja od pričakovane inflacije v prihodnje. Ukinitvev TOM-a je lahko toliko težja, ker v Sloveniji ni splošno sprejete referenčne obrestne mer, ki bi jo lahko nadomestila (Stebelnak, 2003, str. 32). Več o oblikovanju referenčnih obrestnih mer si bomo ogledali v naslednjem podpoglavju.

Po prevzemu evra, ko država postane polnopravna članica evro območja, se tudi v obrestni politiki bank v celoti izrazijo pogoji, ki jih ECB postavlja za poslovanje z evri. Že vključitev v EU ključno oblikuje pogoje za vodenje obrestne politike, saj je od dneva vključitve Slovenije v EU tečaj tolarja stvar skupnega interesa vseh držav članic. Doslej je Banka Slovenije s pomočjo tečajne politike na tolarskem območju avtonomno določala obrestne mere. Z vključitvijo v EU se avtonomnost oblikovanja obrestnih mer za tolarje skrči na prostor, ki ga oblikujeta deželno in tečajno tveganje. Banka Slovenije bo morala od tega trenutka dalje tesno slediti višini obrestnih mer ECB in ne bo imela več možnosti samostojnega oblikovanja ravni obrestnih mer. Tečaj tolarja, s pomočjo katerega je do sedaj ohranjala zadovoljivo raven tolarskih obrestnih mer za obvladovanje tolarske inflacije, zanjo ne bo več dosegljivo orodje denarne politike. Banke bodo pri oblikovanju svojih posojilnih in depozitnih obrestnih mer v celoti izpostavljene vplivom evropskih finančnih trgov (Rant, 2004, str. 28).

## **6.2 Oblikovanje referenčnih obrestnih mer**

Pri izboru referenčne obrestne mere se srečujemo s številnimi pomanjkljivostmi domačega denarnega trga, ki otežujejo obstoj referenčne obrestne mere. Največja pomanjkljivost je premajhen denarni trg. To pomeni tudi manjšo konkurenčnost na denarnem trgu. Zaradi tega je omajana tudi značilnost referenčne obrestne mere kot objektivne obrestne mere. To pomeni, da je neposredni vpliv posameznih institucij na določanje njene višine večji kot v bolj razvitih finančnih trgih. V slovenskem finančnem prostoru se zato soočamo z dilemo ali bo izbrana referenčna obrestna mera bolj pod vplivom denarne politike Banke Slovenije ali posameznih poslovnih bank. V Sloveniji so se pojavljale različne obrestne mere, ki so jih posamezne banke poskušale uveljaviti kot referenčne. Le-te si bomo v nadaljevanju tudi ogledali.

Banke se odločajo za različne modele oblikovanja dolgoročnih nominalnih obrestnih mer, na podlagi katerih sta nastala SIOM SKB banke in SMOM (medbančna obrestna mera). Z odpravo TOM-a bodo verjetno sčasoma sledile tudi druge banke, ker bo to zahteval trg, ne glede na to ali bo prepoved uporabe TOM-a predpisana z zakonom.

TOM je nastal kot varovalo pred inflacijo, vendar je v pogojih razmeroma stabilne inflacije tudi ovira za njegovo dokončno odpravo oziroma znižanje na želeno raven. Temelji na informacijah o preteklem gibanju cen in je zato praviloma drugačen od inflacijskih pričakovanj, razen če slednji niso večinoma posledica zgodovine. V obdobju umirjanja inflacije so tako inflacijska pričakovanja nižja kot je izračunan TOM na podlagi uporabe dvanajstmesečnih drsečih sredin rasti cen življenjskih potrebščin. V posameznih obdobjih se TOM in inflacija razlikujeta tudi po dve odstotni točki v korist višjega TOM-a. To ima za posledico večjo pričakovano obrestno mero, ker je nominalna obrestna mera določena s  $TOM + r$  in je dejanska inflacija manjša od TOM-a (Bernot, 2004, str. 41).

Vedno večje povpraševanje strank po cenejšem financiranju, kar omogočajo krediti, ki obrestnih mer nimajo vezanih na TOM, sili bančnike v iskanje novih rešitev. Te bi morale na eni strani zadostiti željam strank po cenejšem financiranju in na drugi strani omogočiti bankam normalno poslovanje z vsaj minimalno še spremenljivo obrestno maržo ter uporabo sodobnih metod za upravljanje z bilanco. V Sloveniji še nimamo splošno sprejemljive referenčne obrestne mere, ki bo nadomestila TOM v celoti. Pri kratkoročnih poslih so rešitev predpisali z zakonom - s prepovedjo uporabe TOM-a. Pri dolgoročnih poslih so rešitve od banke do banke različne (Stebernak, 2003, str.1).

Uvedba nove reference SIOM je omogočila, da so iz ponudbe SKB umaknili vse bančne storitve in produkte, katerih obrestne mere so bile vezane na TOM (torej so vključevale indeksiranje s preteklo inflacijo). Osnova za določitev nove obrestne mere SIOM je trimesečni EURIBOR in cena tolarskega posojila Banke Slovenije poslovnim bankam na podlagi začasno prodanih deviz. Prehod na novo referenčno obrestno mero za stranke SKB pomeni prehod od vgrajevanja učinka pretekle inflacije (TOM) k izhodišču, ki je bliže standardom na finančnih trgih in najpomembnejši obrestni meri Banke Slovenije. Za SIOM se bodo odločili tisti, ki bolj kot TOM-u zaupajo finančnim trgom in monetarni politiki dveh centralnih bank: Banke Slovenije in ECB. SIOM se dnevno prilagaja spremembam na trgih in niha manj kot TOM. V prihodnosti se bo približeval EURIBOR-u, ter razmeram v EU in evro območju. To zmanjšuje obrestno negotovost bančnih strank (Stebernak, 2003, str. 1-2).

Slovenske medbančne obrestne mere (SMOM) so obrestne mere za najeta likvidnostna posojila in najete vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu. Subjekti domačega medbančnega denarnega trga so vse poslovne banke, ki imajo sedež na ozemlju RS in dnevno sklepajo medsebojne posle v domači valuti (Združenje bank Slovenije, 2001, str. 1).

SITIBOR so obrestne mere za dane vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu. Subjekti domačega medbančnega denarnega trga so vse banke s sedežem v Republiki Sloveniji in podružnice tujih bank, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev na območju RS (Združenje bank Slovenije, 2003, str. 1-2).

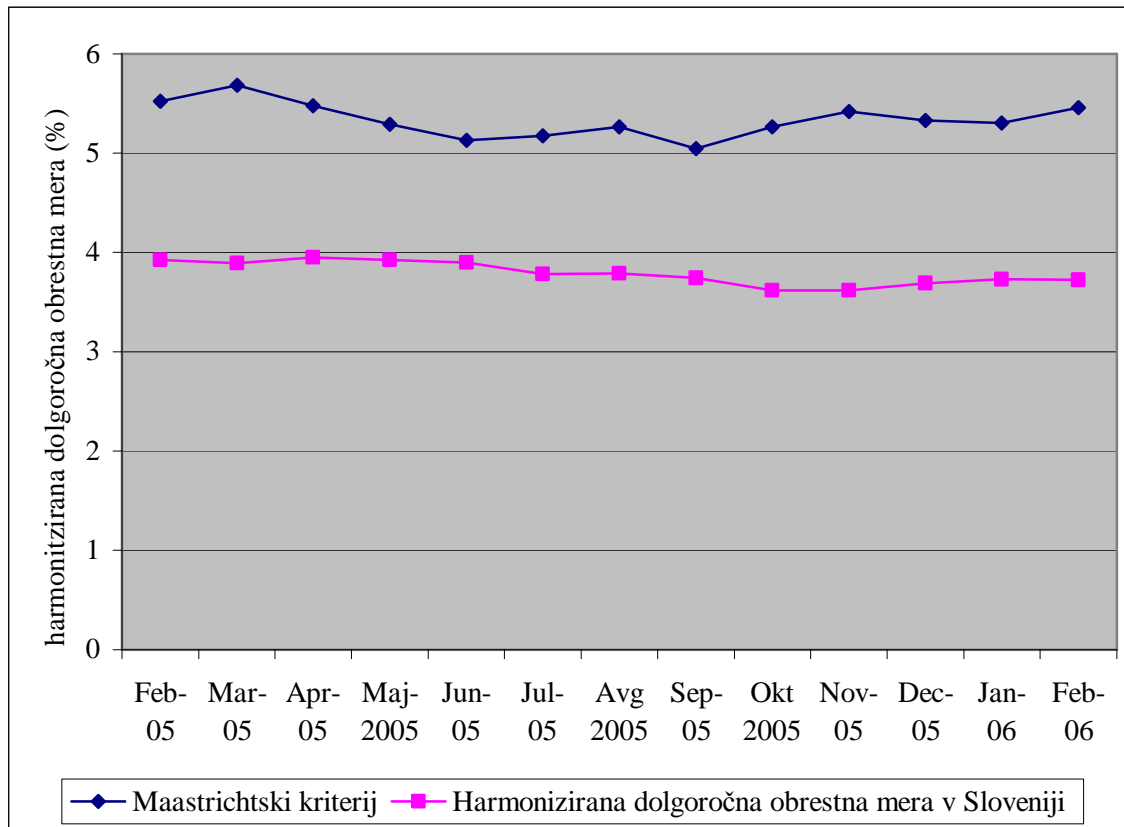
Metodološko je SITIBOR podoben referenčnim obrestnim meram, ki se oblikujejo na razvitih tujih finančnih trgih, vendar se razmere in pogoji na domačem denarnem trgu bolj razlikujejo od razvitih denarnih trgov. Zaradi neučinkovitega in majhnega slovenskega trga lahko banke tako bolj neodvisno določajo vrednost SITIBOR-a, kar zmanjšuje kredibilnost te obrestne mere. Izbor SITIBOR-a kot referenčne obrestne mere bi omogočil relativno enostaven prehod v evro. To izhaja iz dejstva, da bi se moral s fiksiranjem tečaja evro/sit SITIBOR izenačiti z EURIBOR-jem.

EURIBOR je kratica za euro interbank offered rate, t.j. evro medbančna ponujena mera, ki je bila uvedena z uvedbo evra 1. januarja 1999. To je obrestna mera, po kateri je banka pripravljena posoditi sredstva v evrih drugi banki. EURIBOR je nadomestil različne nacionalne referenčne obrestne mere denarnega trga v državah, ki so uvedle evro (Urad Vlade RS za informiranje, 2006, str. 1).

### **6.3 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede obrestnih mer**

Statistični podatki o dolgoročnih obrestnih merah se nanašajo na povprečne obrestne mere za dolgoročne državne obveznice, ki jih je izdala država. Podane so v odstotkih na leto. Statistični okvir za opredeljevanje dolgoročnih obrestnih mer upošteva načela, ki so bila določena in se izvajajo v okviru Ekonomske komisije kot del priprav za tretjo fazo EMU za obstoječe države članice (Banka Slovenije, 2006d, str.1).

Slika 13: Harmonizirana dolgoročna obrestna mera v Sloveniji in v evro območju od marca 2005 do marca 2006 (v %)



Vir: ECB in lastni izračun, 2006, str. 1-3.

Slovenija v opazovanem obdobju izpolnjuje konvergenčni kriterij (glej sliko 13), saj je povprečna obrestna mera za dolgoročne državne obveznice precej nižja od konvergenčnega kriterija.

Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede obrestne mere bo v prihodnje v največji meri odvisno od dolgoročnih inflacijskih pričakovanj in pričakovanj o vzdržnosti proračunskega primanjkljaja. Dolgoročna obrestna mera je kriterij prav zato, ker vsebuje tržna pričakovanja o inflaciji in fiskalni stabilnosti, ki so vanjo vgrajena preko impliciranih rizičnih premij. Če so tržna pričakovanja ugodna, torej to pomeni njihovo dolgoročno skladnost z inflacijskim in fiskalnima kriterijema, so rizične premije majhne in dolgoročne obrestne mere nizke. Izpolnjevanje tega kriterija potrjuje kredibilnost makroekonomskih politik v Sloveniji pri doseganju nizke inflacije in visoke fiskalne fleksibilnosti (Banka Slovenije, 2004b, str. 45-46).

Na podlagi analize gospodarskih gibanj Svet Banke Slovenije ocenjuje, da je denarna politika ustrezna. Raven obrestnih mer je skladna z doseganjem stabilnega nominalnega tečaja tolarja do evra, hkrati so tekoča gibanja inflacije in inflacijska pričakovanja skladna s ciljem srednjeročnosti stabilnosti cen. S ponovnim zvišanjem ključne obrestne mere ECB se nadaljuje konvergenca nominalnih obrestnih mer. Z januarskim dvigom referenčne vrednosti konvergenčnega merila stabilnosti cen na 2,6% in februarskim znižanjem 12 mesečne povprečne medletne stopnje rasti harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin na raven 2,4%, Slovenija še naprej izpolnjuje kriterij stabilnosti cen za uvedbo evra (Banka Slovenije, 2006b, str. 1).

Tabela 9: Pregled izpolnjevanja kriterija obrestnih mer izven evro območja za obdobje od novembra 2004 do novembra 2005 (v %)

	<b>Dolgoročna obrestna mera % Nov 2005</b>
Češka	3,71
Estonija	4,05
Ciper	5,43
Latvija	4,01
Litva	3,75
Madžarska	6,70
Malta	4,59
Poljska	5,38
Slovenija	3,88
Slovaška	3,70
Velika Britanija	4,50
Danska	3,50
Švedska	3,48
EU-12	3,47
Eu-25	3,93
<b>Referenčna vrednost</b>	<b>5,4</b>

Opomba: S sivim ozadjem so označene vrednosti, ki izpolnjujejo konvergenčni kriterij.

Izračun je narejen na podlagi povprečja zadnjih 12 mesecev

Vir: Banka Slovenije, 2005a, str.1.

V letih 2001 in 2002 so dolgoročne obrestne mere na Češkem, Cipru, v Latviji, Litvi, na Madžarskem, Malti, v Poljski, Sloveniji in na Slovaškem v splošnem upadale. Močno so se približale ravni v evro območju. To gibanje je odražalo predvsem majhne inflacijske pritiske,



tržne ocene glede sodelovanja v EU in v evro območju in pri nekaterih novih članicah tudi vedno večjo kredibilnost monetarne politike. V letu 2003 se je trend obrnil in dolgoročne obrestne mere so v številnih državah začele odstopati od stopenj, ki prevladujejo v evro območju. To se je nadaljevalo do avgusta 2004. Slovenija in Litva sta bili edini državi, kjer so se dolgoročne obrestne mere še naprej očitno približevale podobnih obrestnim meram v evro območju. Glavna dejavnika, ki sta na to gibanje vplivala, sta bila zdrava fiskalna politika in tržna pričakovanja zgodnjega sodelovanja v ERM II. V opazovanem obdobju konvergenčnega kriterija glede obrestnih mer ne izpolnujeta samo Ciper in Madžarska.

## **7 JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJ**

Vsaka država članica EU je odgovorna za vodenje lastne fiskalne politike, v nasprotju s tečajno politiko, ki po vstopu v EU postane stvar skupnega interesa, in v nasprotju z enotno denarno politiko, ki jo po vstopu v evro območje izvaja ECB.

V okviru ERM II in kasneje evro območja ima fiskalna politika pomembno vlogo pri stabilizaciji gospodarstva. To še posebej pride do izraza v primeru asimetričnih šokov. Fiskalna politika namreč ostaja v rokah posameznih držav in je poleg fleksibilnosti trga dela na razpolago za pridobitev v primeru asimetričnih šokov.

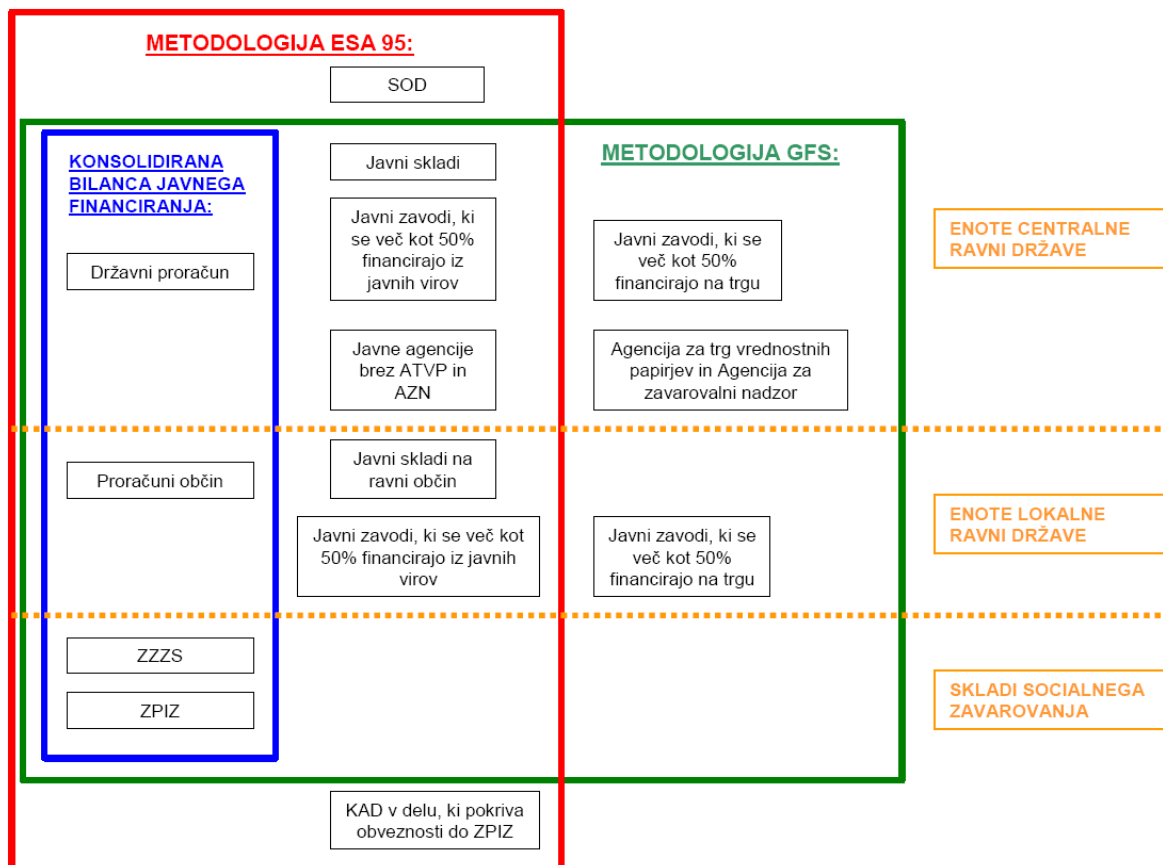
Kljub pomembni vlogi fiskalne politike je delovanje nacionalnih fiskalnih politik v EU vseeno omejeno. Gre za dva fiskalna kriterija, ter Pakt stabilnosti in rasti. Omenjena kriterija se nanašata na širšo državo, ki jo v Sloveniji poleg ožje države (državni proračun) sestavljajo še lokalne skupnosti, Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (ZPIZ) in Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije (ZZZS).

Zaradi primerljivosti podatkov med državami, ki imajo vsaka svoje sheme za izkazovanje javnofinančnih tokov in zaradi primerljivosti podatkov za vse sektorje države, je za poročanje Evropski komisiji in Eurostat, predpisana metodologija Evropskega sistema računov (ESA 95). To je statična metodologija, ki se uporablja za pripravo nacionalnih računov. Sektor države je eden izmed petih institucionalnih sektorjev gospodarstva. Vsaka institucionalna enota mora biti razvrščena v enega izmed petih sektorjev. Razvrstitev poteka na podlagi narave dejavnosti. Sektor države v skladu z metodologijo ESA 95 sestavljajo institucionalne enote, ki so pravne osebe javnega prava in netržni proizvajalci. Metodologija ESA 95 temelji na obračunskem principu. Vse prihodke in izdatke se zajame v obdobju, ko so na njihovi osnovi nastale terjatve in obveznosti države oziroma so prihodki in odhodki nastajali, ne glede na to, kdaj so bili

plačani. Metodologija ESA 95 uporablja kategorije nacionalnih računov, ki niso neposredno primerljive z ekonomsko klasifikacijo javnofinančnih tokov. Pri pripravi poročila se tako uporabljajo prevedbene tabele, ki prevajajo vire podatkov po ekonomski klasifikaciji v kategorije nacionalnih računov. Torej bistvene razlike med prikazi v skladu z metodologijo ESA 95 in prikazi javnofinančnih gibanj, kot jih sicer izkazujemo v Sloveniji, so: institucionalno zajetje, vrednotenje in kategorije (Ministrstvo za finance, 2004b, str. 2-6).

Glavno merilo za vključevanje institucij v sektor države po ESA 95 (glej sliko 14) je vir pretežnega dela prihodka (proračun ali trg). Uporablja se za poročanje EU o izpolnjevanju konvergenčnih fiskalnih kriterijev in se vključuje v statistiko EU. Po nacionalni metodologiji je glavno merilo pravno-institucionalne narave (lastništvo oziroma ustanoviteljstvo). Uporablja se za upravljanje z javnimi financami, za nacionalno poročanje in poročanje Mednarodnemu denarnemu skladu.

Slika 14: Razlika med zajemom enot v sektor države po metodologiji ESA 95 in GFS (nacionalna metodologija)



Vir: Ministrstvo za finance, 2004c, str. 3

Bistvena razlika med prikazom primanjkljaja po nacionalni metodologiji in metodologiji ESA 95 predstavljajo indeksacija glavnice in prevzemi dolga. Povečanje glavnice zaradi indeksacije po nacionalni metodologiji, se po ESA 95 obravnava kot izdatke za obresti. Prevzemi dolga, ki po nacionalni metodologiji vplivajo na povečanje dolga, se po ESA 95 obravnavajo kot investicijski transferji javnim podjetjem in zato povečujejo tudi primanjkljaj državnega proračuna. Zaradi navedenih razlik je primanjkljaj sektorja širše države prikazan po nacionalni metodologiji v vseh letih, razen v letu 2002 (vpliv krajšega proračunskega leta na strani prihodkov), manjši kot po ESA 95 (Ministrstvo za finance, 2004a, str.2-4).

Tabela 10: Primerjava konsolidirane bilance javnega financiranja po nacionalni metodologiji z bilancami države v skladu z ESA 95

Konsolidirana bilanca javnega financiranja po nacionalni metodologiji	Bilance države po metodologiji ESA 95
Za vodenje javnofinančne politike	Za primerjavo temeljnih agregatov v okviru statistike nacionalnih računov
Podlaga za javno računovodstvo	Statistična metodologija
Zajema štiri blagajne javnega financiranja	Zajema enote sektorja države in druge enote, ki pretežno opravljajo netržne funkcije države
Meri javnofinančni presežek/primanjkljaj	Meri neto posojanje/izposojanje sektorja države kot enega izmed institucionalnih sektorjev gospodarstva v okviru nacionalnih računov
Zajemanje transakcij po načelu denarnega toka	Zajemanje transakcij po obračunskem načelu, vključuje tudi amortizacijo, obračunske obresti namesto dejansko plačanih in ostale obračunske kategorije

Vir: Ministrstvo za finance, 2004b, str. 5.

Slovenija kot članica EU, dvakrat letno pripravlja Poročilo o primanjkljaju in dolgu sektorja širše države. To poročilo vsebuje podatke o primanjkljaju in dolgu za obdobje zadnjih štirih let skupaj z napovedjo za tekoče leto. Pri tem uporabljena metodologija upošteva ESA 95. Ti podatki so potem osnova za preverjanje izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev primanjkljaja in dolga.

Skupen gospodarski prostor zahteva skladnost in koordinacijo med različnimi ekonomskimi politikami znotraj posamezne države in v okviru unije kot celote. Cilj tega in naslednjega poglavja je ugotoviti, v kolikšni meri je slovenska fiskalna politika skladna z zahtevami

sodelovanja Slovenije v ERM II in kasneje tudi v evro območju. Podajam oceno o tem kakšna je trenutna slika javnih financ v Sloveniji.

## 7.1 Pakt stabilnosti in rasti

Pakt stabilnosti in rasti (v nadaljevanju Pakt), ki specifično določa fiskalna obnašanja članic, je sprejel Evropski svet junija 1997 v Amsterdamu. Po prevzemu evra bi Pakt naj zagotavljal zdravo fiskalno politiko potrebno za nemoteno delovanje evro območja.

Kot zgornjo mejo ohranja javnofinančni primanjkljaj v višini 3% BDP, vendar zahteva, da država članica določi srednjeročno strategijo proračuna blizu uravnovešenosti oziroma v presežku. Na ta način lahko v času depresije ohrani svoj primanjkljaj pod zgornjo mejo dopustnosti. Če je šok prevelik je možno uporabiti tudi klavzulo, ki dopušča izjeme v izrednih primerih; in sicer kadar pade BDP letno za več kot 2%. V primeru padca BDP v meji od 0,75 do 2% je ocena glede upravičenosti preseganja fiskalnega primanjkljaja stvar pogajanj. Vsako preseganje zgornje meje deficita mora biti že v naslednjem letu postavljeno pod to mejo (European Commission, 1999, str. 113-115).

S Paktom je bil predstavljen tudi mehanizem predčasnega opozarjanja, po katerem morajo države članice evro območja izpolnjevati programe stabilizacije, kandidatke za članstvo v evro območju pa programe konvergence. Osnova obeh skupin programov so srednjeročni proračunski cilji. Evropski svet lahko opozori posamezno članico, če se pojavijo odstopanja od teh ciljev, vendar Evropska komisija ne more sankcionirati držav, ki niso članice evro območja. Članice evro območja se morajo potruditi, da spustijo državni primanjkljaj pod zgornjo mejo v obdobju dveh let po identifikaciji težav in eno leto po preseganju zgornje meje, razen če je s strani Evropskega sveta drugače določeno. Te izjeme niso natančno določene, vendar se praviloma uporabljajo samo ob resnih težavah posameznih članicah. Vrsta sankcij, ki zahteva od kršiteljice plog brezobrestnega depozita, je lahko v prvem letu sestavljen iz fiksne komponente v višini petine odstotka BDP-ja posamezne članice in fleksibilne komponente, ki se določi kot desetina razlike med deficitom članice in zgornjo mejo dopustnosti (3%). Zgornja meja depozita je postavljena pri polovici odstotka BDP. Fleksibilna komponenta omejuje prehajanje čez zgornjo mejo, medtem ko fiksna komponenta vzpodbuja k manjši možnosti nastajanja prevelikega deficita posamezne članice. V vsakem naslednjem letu nastajanja presežnega deficita, se implementira le variabilna komponenta te vrste sankcije, po dveh letih se po pravilu depozit spremeni v plačilo kazni (Bergeijk, Berndsen, Jansen, 2000, str. 201-202).

Problem Pakta je v pretiranem poudarjanju strogih fiskalnih pravil. To zmanjšuje fleksibilnost fiskalne politike v evro območju. Glede na to, da fleksibilna politika predstavlja enega izmed blažilcev asimetričnih šokov, obstaja zaradi Pakta nevarnost, da bo ob odsotnosti dovolj obsežnega evropskega proračuna in instrumenta deviznega tečaja vloga nacionalnih proračunov kot avtomatičnih stabilizatorjev močno ovirana, recesije pa bodo zaradi tega globlje (De Grauwe, 2003, str. 21). Kljub temu osnovna želja po zmanjšanju javnega dolga (prek izravnane proračuna) ni slaba, saj visoke ravni javnega dolga prav tako zmanjšujejo manevrski prostor fiskalne politike.

## 7.2 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede javnofinančnega primanjkljaja

Najprej bom predstavila proračunske prihodke in odhodke države v obdobju od leta 1999 do leta 2003 (glej tabelo 11). Sledilo bo gibanje presežka oziroma primanjkljaja v Sloveniji od leta 1999 do leta 2005 (glej sliko 15), ter napoved gibanja le-tega naprej. Ugotovila bom ali Slovenija izpolnjuje konvergenčni kriterij glede primanjkljaj ali ne.

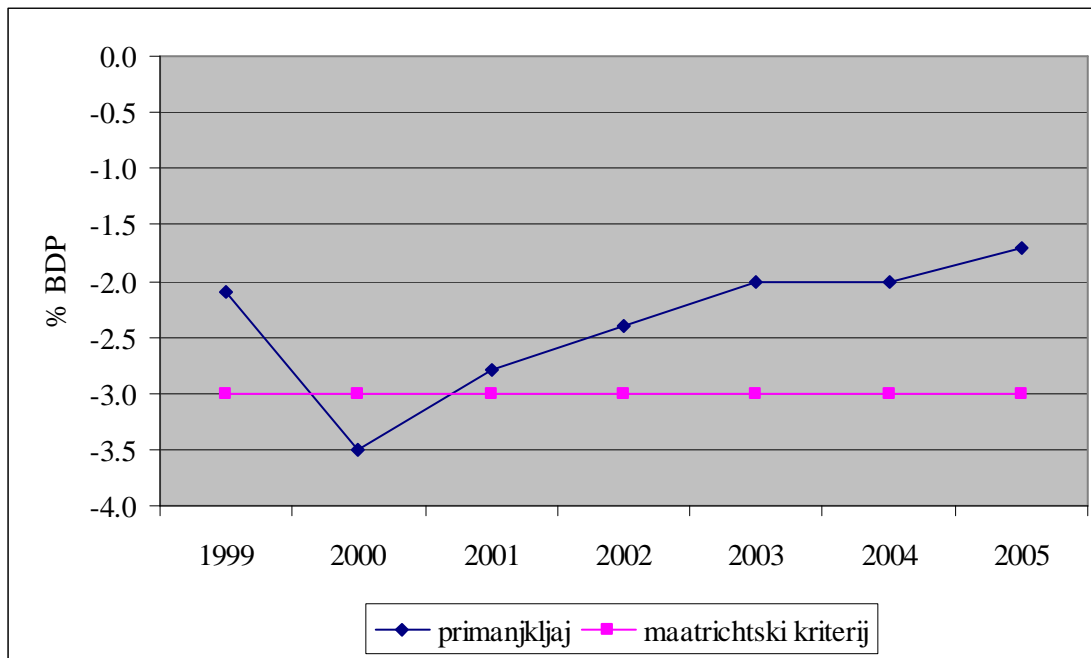
Tabela 11: Proračunski prihodki in odhodki države v obdobju od leta 1999 do leta 2003 (v %BDP)

(% BDP)	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Skupni prihodki</b>	42,6	44,7	45,1	45,7	46,2
<b>Skupni odhodki</b>	44,7	48,2	47,9	48,1	48,2

Vir: ECB, 2004, str. 60.

Stopnja skupnih odhodkov države je v letih od 2000 do 2003 ostala razmeroma stabilna. Zvišanje nadomestil za zaposlene v letu 2001 so kompenzirali nižji odhodki na drugih področjih. Najbolj opazno so to bili investicijski odhodki. Stopnja odhodkov je bila v letu 2003 enaka kot v letu 2000. V obdobju med letoma 2000 in 2003 se je stopnja proračunskih prihodkov Slovenije zvišala za 1,5 odstotne. Najbolj je to odraz višjih donosov iz neposrednih davkov. Stopnje prihodkov in odhodkov so v primerjavi z državami, s podobno ravni dohodka na prebivalca, visoke.

Slika 15: Presežek (+) / primanjkljaj (-) države od leta 1999 do leta 2005 (v %BDP)



Vir: ECB, 2004, str. 59.

Ministrstvo za finance, 2005b, str. 21.

V opazovanem obdobju je Slovenija presegla konvergenčni kriterij samo enkrat. To je bilo leta 2000, ko je javnofinančni primanjkljaj znašal 3,5%. Po letu 2000 se je primanjkljaj vztrajno zniževal. Do leta 2005 se je znižal skoraj za 2 odstotni točki.

Obseg primanjkljaja širšega sektorja države bi naj predvidoma v letu 2008 znašal 1%. Postopno zniževanje primanjkljaja je posledica davčne reforme, predvsem postopnega ukinjanja davka na izplačane plače. Zaradi tega se bo delež davčnih prihodkov v BDP znižal za približno 1 odstotno točko. Prišlo bo do pomembnega znižanja odhodkov širšega sektorja države, ki se bodo v obdobju 2005-2008 znižali za 2,5% BDP. Struktura odhodkov se bo spremenila v smeri večje razvojne naravnosti in večje absorpcije sredstev EU. V odsotnosti znižanja davčnih prihodkov bi bil primanjkljaj širšega sektorja države v letu 2008 v celoti odpravljen. Odhodkovna politika se bo osredotočila na prestrukturiranje odhodkov v smeri razvojnih prioritet (Ministrstvo za finance, 2005b, str. 17-18).

Na spremembo letne stopnje primanjkljaja v državi običajno vlivajo številni povezani dejavniki. Ti vplivi so pogosto razdeljeni na ciklične učinke na eni strani, ki odražajo reakcijo primanjkljajev na spremembe v proizvodni vrzeli, in neciklične učinke na drugi strani, ki pogosto odražajo strukturne ali stalne prilagoditve fiskalnih politik. Vendar neciklični učinki niso nujno samo odraz strukturne spremembe fiskalnih stanj, saj zajemajo tudi vpliv ukrepov

politike in posebnih dejavnikov, ki imajo samo začasen učinek na proračunsko bilanco. Za države članice, ki so vstopile v EU 1. maja 2004, niso na voljo nobene homogene ocene ciklično prilagojenih bilanc (ECB, 2004, str. 1).

V nadaljevanju bom podala še pregled izpolnjevanja kriterija javnofinančnega primanjkljaja po državah izven evro območja za leto 2004 (glej tabelo 12), ter prikazala kako je z saldom javnih financ v ostalih državah članicah EU v obdobju od leta 2002 do leta 2004 (glej sliko 16).

Tabela 12: Pregled izpolnjevanja kriterija javnofinančnega primanjkljaja po državah izven evro območja za leto 2004 (v %BDP)

	<b>Saldo javnih financ (v % BDP) 2004</b>
Češka	-3,0
Estonija	1,7
Ciper	-4,1
Latvija	-0,9
Litva	-1,4
Madžarska	-5,4
Malta	-5,1
Poljska	-3,9
Slovenija	-2,1
Slovaška	-3,1
Velika Britanija	-3,2
Danska	2,9
Švedska	1,6
EU-12	2,9
EU-25	1,6
<b>Referenčna vrednost</b>	<b>-3,0</b>

Opomba: S sivim ozadjem so označene vrednosti, ki izpolnjujejo konvergenčni kriterij.

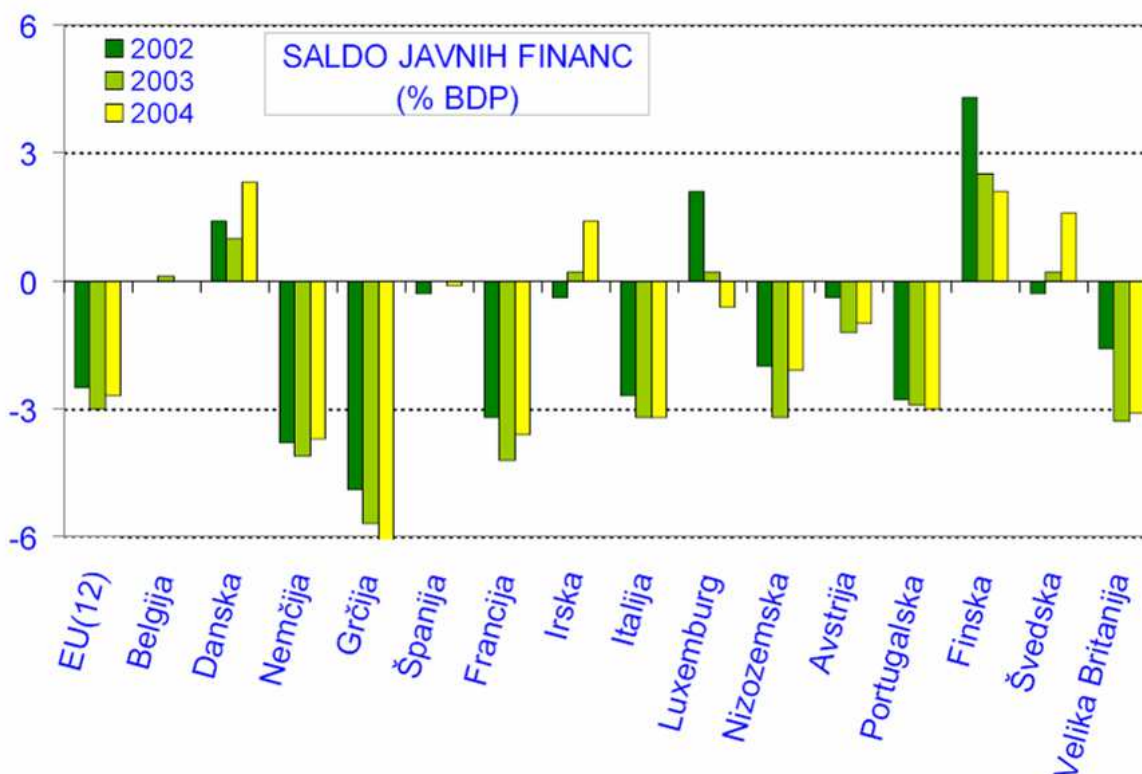
Vir: Banka Slovenije, 2005a, str.1.

V skoraj vseh državah članicah, ki imajo trenutno primanjkljaj, je potrebna nadaljnja precejšnja konsolidacija, da se doseže trajna skladnost s fiskalnimi kriteriji in srednjeročni cilj Pakta. Šest držav s primanjkljaji nad 3% BDP bi morale te primanjkljaje spraviti pod referenčno vrednost. Konsolidacija je potrebna tudi v treh državah s primanjkljaji pod referenčno vrednostjo, ki pa vseeno niso blizu ravnotežnega stanja. Vse države s primanjkljaji bi potrebovale konsolidacijo, ki bi presegla stopnje primanjkljaja, napovedane v njihovih konvergenčnih programih, da bi

dosegle srednjeročni cilj Pakta. Na splošno je v državah s primanjkljaji močno potrebna konsolidacija, kar zadeva trajnost fiskalnih gibanj (ECB, 2004, str. 18).

Kar zadeva strukturne izzive v javnih financah, so razmerja prihodkov in izdatkov do BDP v večini držav, ki želijo vstopiti v evro območje, visoka v primerjavi z državami s podobno ravnijsko dohodka na prebivalca. To kaže, da bi se morala potrebna prizadevanja za fiskalno konsolidacijo osredotočiti na obveznosti zmanjšanja odhodkov. Če bi postali sistemi davkov/ugodnosti bolj učinkoviti in naklonjeni zaposlovanju z okrepitevijo delovnih spodbud, bi lahko znatno prispevali k fiskalni konsolidaciji. Hkrati bi tudi spodbujali gospodarsko rast. Podatki Evropske komisije v številnih državah kažejo na precejšnje potencialne fiskalne obveznosti v obliki jamstev. Demografski premik zaradi staranja prebivalstva bo v večini teh držav še bolj oster kot jih obravnava povprečje v EU. V številnih državah so že začeli z reformami pokojninskega sistema. Tako bodo pokojninski in zdravstveni sistemi po vsej verjetnosti povzročili velik pritisk, ki ga bo moralo vzdržati proračunsko stanje v nekaterih državah (ECB, 2004, str. 15).

Slika 16: Saldo javnih financ držav članic EU v obdobju od leta 2002 do leta 2004 (v %BDP)



Vir: Banka Slovenije, 2005a, str. 9.



V opazovanem obdobju konvergenčni kriterij glede javnofinančnega primanjkljaja izpolnjuje devet držav; in sicer: Belgija, Danska, Španija, Irska, Luxemburg, Avstrija, Portugalska, Finska in Švedska. Od leta 2002 do leta 2004 sta imeli presežek samo dve državi. To sta Danska in Finska. V primerjavi z drugimi članicami EU ima Slovenija nizko stopnjo proračunskega primanjkljaja v BDP. Visoki primanjkljaji ustvarjajo pritiske na tečaj in na makroekonomsko ravnotežje.

## **8 JAVNI DOLG**

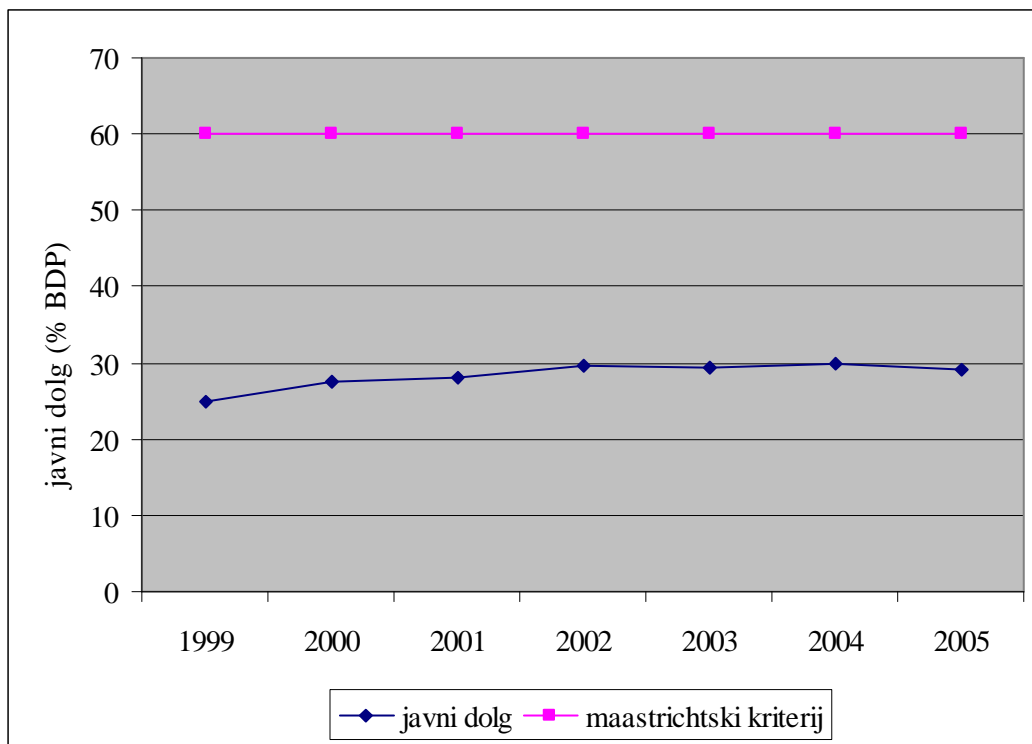
Javni dolg predstavlja celotno obveznost države v določenem trenutku in je posledica preteklih proračunskih primanjkljajev. Javni dolg se povečuje, ko se pojavlja proračunski deficit, in se zmanjšuje, ko je proračunski presežek.

Velikost javnega dolga je bistvena pri ocenjevanju vzdržnosti javnih financ. Ne glede na velikost javnega dolga v primerjavi z BDP lahko ta povzroči makroekonomsko neravnovesje. Predvsem je pomembna ročnost dolga ter njegova razpršenost odplačil v času. Uskladiti je treba cilje dolgoročno čim nižjega stroška zadolževanja z rokovno strukturo, ki zagotavlja primerno raven tveganja refinanciranja dolga, ter valutno in obrestno strukturo, ki zagotavlja čim manjšo izpostavljenost tečajnim, obrestnim in drugim tveganjem.

### **8.1 Izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede javnega dolga**

Najprej bom prikazala gibanje javnega dolga v Sloveniji v zadnjih nekaj letih (glej sliko 17). Ugotovila sem, da v opazovanem obdobju Slovenija izpolnjuje konvergenčni kriterij glede dolga.

Slika 17: Javni dolg v Sloveniji v obdobju od leta 1999 do leta 2005 (v %BDP)



Vir: ECB, 2004, str.58.

SURS, 2006b, str.1.

V obdobju od leta 1999 do leta 2003 se je stopnja javnega dolga zvišala za 4,5 odstotne točke. Do leta 2002 so bile poglavitni dejavnik zvišanja stopnje javnega dolga prilagoditve primanjkljaja. Leta 2000 so razlike v razmerju rast/obrestna mera povečale stopnjo dolga. Ista razlika je v letih 2001 in 2002 vplivala na znižanje stopnje javnega dolga. Javni dolg se je od leta 2004 do leta 2005 znižal. V nadaljevanju predstavljam sestavo bruto dolga države po valuti in dospelosti (glej tabelo 13).

Tabela 13: Bruto dolg države – strukturne značilnosti od leta 1999 do leta 2003

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Skupni dolg</b> (kot % BDP)	24,9	27,4	28,1	29,5	29,4
<b>Sestava po valuti</b> (% skupne vrednosti)					
Domača valuta	50,7	46,1	42,1	45,4	46,9
Evro	6,1	41,1	53,8	52,5	51,6
Druge tuje valute	43,2	12,8	4,1	2,1	1,5
<b>Sestava po dospelosti</b> (% skupne)					
Kratkoročna (do vključno enega leta)	1,9	4,8	5,9	7,5	7,1
Srednje- in dolgoročna (več kakor eno leto)	98,1	95,2	94,1	92,5	92,9

Vir: ECB, 2004, str. 58.

Delež javnega dolga s kratkoročno dospelostjo se je do leta 2002 zviševal. Do leta 2002 so bile poglavitni dejavnik zvišanja stopnje javnega dolga prilagoditve primanjkljaja/dolga, zlasti leta 2002. V letih 2000 in 2001 so primarni primanjkljaji zvišali javni dolg. Ugoden vpliva primarnega presežka je leta 2003 bil majhen. Leta 2000 so razlike v razmerju rast/obrestna mera povečale stopnjo dolga, medtem ko je v razmerju rast/obrestna mera v letih 2001 in 2002 vplivala na znižanje stopnje javnega dolga. Leta 2003 je bil delež javnega dolga z dospelostjo do vključno enega leta nizek. Fiskalne bilance so ob upoštevanju ravni stopnje javnega dolga sorazmerno neobčutljive na spremembe obrestnih mer. Delež javnega dolga denominiranega v evru je visok in se je v opazovanem obdobju povišal za 45,5 odstotne točke. Fiskalne bilance so zato neobčutljive na spremembe menjalnih tečajev, razen med evrom in slovenskim tolarjem.

Na podlagi podatkov sem ugotovila, da v bruto javnem dolgu do leta 2001 prevladuje domača valuta, od tega leta dalje pa evro. Glede dospelosti je dolg srednje- in dolgoročen v celotnem opazovanem obdobju.

Zaradi nerazvitega in majhnega finančnega trga ter visoke inflacije se je država do leta 2000 zadolževala na domačem trgu predvsem z indeksiranimi dolžniškimi instrumenti. V glavnem so bili vezani na inflacijo, v manjši meri na devizni tečaj. Leta 2000 je država postopno prešla na uporabo nominalnih dolgoročnih instrumentov financiranja. Začela je izdajati dolgoročne dolžniške instrumente in najemati posojila. V obeh primerih je šlo za spremenljivo obrestno mero. Spremenljiva komponenta obrestne mere je bila še vedno vezana na inflacijo. S procesom postopnega prehoda od uporabe inflacijsko indeksiranih instrumentov k uporabi nominalnih

instrumentov financiranja je država pričela manjšati občutljivost svojega dolga na gibanje inflacije. Leta 2002 je država prvič na domačem trgu izdala dolgoročno tolarsko obveznico z nominalno, nespremenljivo obrestno mero. V letu 2004 in 2005 se je država še nadalje zadolževala na domačem trgu z izdajo tolarskih instrumentov z nominalno, fiksno obrestno mero. V času do prevzema evra se bo zadolževanje nadaljevalo na domačem trgu pod podobnimi pogoji kot v letu 2005 (ECB, 2004, str. 24-25).

Čeprav ima Slovenija nizko stopnjo javnega dolga, se glede na staranje prebivalstva pričakuje, da bo to povzročilo občutne pritiske na pokojninski sistem, ki še naprej temelji predvsem na načelu sprotne prispevnega kritja. V kolikor bo v javnih financah, še pred obdobjem, ko se bo demografsko stanje po napovedih poslabšalo, ustvarjen primeren maneverski prostor, potem bo celotno breme staranja prebivalstva lažje obvladovati (ECB, 2004, str. 44). V nadaljevanju bom prikazala ali države izven evro območja izpolnjujejo konvergenčni kriterij javnega dolga (glej tabelo 14) in kako je z javnim dolgom v nekaterih državah EU (glej sliko 18).

Tabela 14: Pregled izpolnjevanja kriterija javnega dolga po državah izven evro območja leta 2004 (v %BDP)

	<b>Javni dolg (v % BDP) 2004</b>
Češka	36,8
Estonija	5,5
Ciper	72,0
Latvija	14,7
Litva	19,6
Madžarska	57,4
Malta	75,9
Poljska	43,6
Slovenija	29,8
Slovaška	42,5
Velika Britanija	41,5
Danska	43,2
Švedska	51,1
EU-12	70,8
EU-25	63,4
<b>Referenčna vrednost</b>	<b>60,0</b>

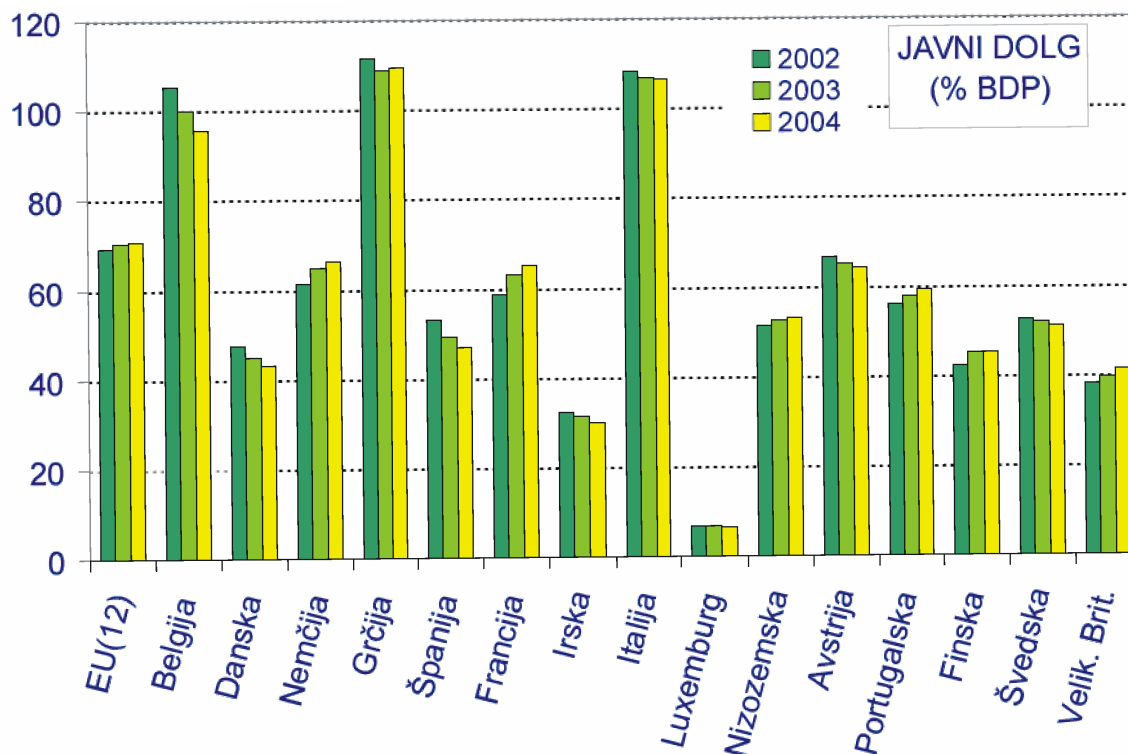
Opomba: S sivim ozadjem so označene vrednosti, ki izpolnjujejo konvergenčni kriterij.

Vir: Banka Slovenije, 2005a, str.1.

V opazovanem obdobju vse države, razen Cipra in Malte, izpolnjujejo konvergenčni kriterij. V več državah, ki želijo vstopiti v evro območje, predvsem pa v tistih, katerih stopnje presegajo 60% referenčno vrednost BDP, je treba zmanjšati visoke stopnje zadolženosti in obrniti trend hitro rastočih stopenj zadolženosti. Strogo nadziranje stopnje zadolženosti je bistvenega pomena, zato, da se (ECB, 2004, str. 15):

- vzpostavi fiskalna kredibilnost in zmanjša občutljivost na spremembe obrestnih mer, ki se še poveča v primeru kratkoročnih dospelosti večjega dela dolga;
- je lažje spopasti s prihodnjimi proračunskimi izzivi, kot je naraščajoče fiskalno breme, ki izhaja iz staranja prebivalstva, ter s kratkoročnimi izzivi, ki izhajajo iz potrebe po reformi nedonosnih javnih podjetij;
- zmanjšajo proračunska neravnovesja in da se ponovno vzpostavi stopnja prožnosti za fiskalno politiko, ter tako omogoči državam, da se odzovejo na neciklična gibanja (v običajnih razmerah so potrebni nizki fiskalni primanjkljaji ali presežki, da lahko v obdobjih šibke gospodarske aktivnosti delujejo avtomatski stabilizatorji in da se hkrati ohrani primanjkljaj pod referenčno vrednostjo 3% BDP.

Slika 18: Saldo javnega dolga držav članic EU v obdobju od leta 2002 do leta 2004 (v % BDP)



Vir: Banka Slovenije, 2005a, str.1.

Od proučevanih držav konvergenčnega kriterija v opazovanem obdobju ne dosega: Belgija, Nemčija, Grčija, Francija, Italija in Avstrija. Slovenija je v primerjavi z ostalimi državami članicami Unije in pristopnicami med najmanj zadolženimi državami. Na tem področju Slovenija izpolnjuje maastrichtski kriterij glede dovoljene višine dolga.

## **9 ZAKLJUČEK**

7. decembra 1992 je bila v Maastrichtu podpisana Pogodba o Evropski uniji, ki je določila potek uvajanja Ekonomske in monetarne unije v treh fazah. Zadnja faza uvajanja EMU se je začela 1. januarja 1999 z uvedbo nove skupne valute evro.

Pred vstopom v evro območje mora država izpolniti kriterije opredeljene v Maastrichtski pogodbi – t.i. maastrichtske kriterije. Konvergenčni kriteriji se nanašajo na doseganje: nizke stopnje inflacije, zdravih javnih financ, nizke stopnje obrestne mere in stabilnih tečajev valut. Izpolnjevanje teh kriterijev bi naj omogočilo učinkovito izvajanje enotne denarne politike za celotno evro območje. Preprečilo bi naj prekomerno izkoriščanje fiskalne politike kot instrumenta v okviru enotnega gospodarskega in denarnega področja.

Ena izmed teorij, ki bi naj pomagale pri sprejemanju odločitve, ali naj posamezna država vstopi v monetarno unijo ali ne, je teorija optimalnega valutnega območja (teorija OCA). Slovenija je po kriterijih teorije OCA primerna za vključitev v monetarno integracijo. Je majhna in zelo odprta država, z diverzificirano proizvodno in izvozno strukturo, ki je trgovinsko močno povezana z EU. Iz tega sledi, da so prednosti večje od slabosti. Zaradi podobnosti strukture slovenskega izvoza s strukturo izvoza držav članic EU in zaradi ciklične usklajenosti gospodarstva z EU ni pričakovati, da bi bila Slovenija izpostavljena asimetričnim šokom.

Inflacija po HICP (harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin) se je od leta 1996 do leta 1999 postopoma zniževala. V letu 2000 je ponovno narasla. Razlog za to je predvsem uvedba davka na dodano vrednost, povečanje domačega povpraševanja, velika rast plač in visoke uvozne cene. Proces dezinflacije se je ponovno nadaljeval po letu 2000. Ta vzorec inflacije odseva pomembne politične odločitve. Leta 2001 je bil sprejet nov okvir monetarne politike, katerega temeljni cilj je stabilnost cen. K procesu dezinflacije so precej pripomogli fiskalna politika, strukturne reforme skupaj z dezindeksacijo finančnih pogodb in plač, ter postopna liberalizacija finančnih trgov.

Razkorak med inflacijo v Sloveniji in maastrichtskim kriterijem se je skozi vsa ta leta zmanjševal. Vendar je kljub temu Slovenija šele v zadnjih dveh mesecih leta 2005 izpolnila konvergenčni kriterij glede inflacije. Ohranjanje sedanjih usmeritev ključnih ekonomskih politik bo v naslednjih letih omogočilo, da bo rast cen ostala na doseženem nivoju. Predvidevamo lahko, da drugačno rast cen od predvidene lahko povzročijo predvsem šoki iz mednarodnega okolja, kjer kot najverjetnejšega lahko ocenjujemo nadaljnje spremembe cen nafte.

Evropski svet je na zasedanju v Amsterdamu 16. junija 1997 sklenil, da se vzpostavi nov mehanizem deviznega tečaja ERM II. Ugotovila sem, da dajejo lastnosti ERM II dovolj prožnosti, da lahko omogoča potrebno fleksibilnost deviznega tečaja državam kandidatkam v prehodnem obdobju med njihovim vstopom v EU in vključitvijo v evro območje. Hkrati zahtevajo od držav potrebno stabilnost deviznega tečaja in jih s tem pripravljajo na poznejšo vključitev v evro območje. Vključitev valute v ERM II in vzdrževanje deviznega tečaja najmanj dve leti znotraj dovoljenih meja nihanja hkrati pomeni izpolnjevanje konvergenčnega kriterija stabilnosti deviznega tečaja. Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II in s tem dejanjem fiksirala tolar na evro. Za Slovenijo je centralni tečaj določen po razmerju 239,64 tolarja za evro.

Gibanje obrestnih mer v zadnjih letih je bilo pogojeno s samim vstopom Slovenije v EU in pripravo na vstop v evro območje. Glavni dejavniki, ki so vplivali na trend zniževanja obrestnih mer do leta 2004, so bili zmanjšanje gospodarske in finančne negotovosti zaradi trdne fiskalne in monetarne politike, ter zmanjšanje razlik v inflaciji med Slovenijo in evro območjem. K omejevanju razlik v dolgoročnih obrestnih merah so dodatno prispevala tržna pričakovanja glede zgodnjega sodelovanja Slovenije v ERM II.

Slovenija izpolnjuje konvergenčni kriterij, saj je povprečna obrestna mera za dolgoročne državne obveznice precej nižja od konvergenčnega kriterija. Izpolnjevanje kriterija glede obrestne mere bo v prihodnje v največji meri odvisno od dolgoročnih inflacijskih pričakovanj in pričakovanj o vzdržnosti proračunskega primanjkljaja.

Vsaka država članica EU je odgovorna za vodenje lastne fiskalne politike, v nasprotju s tečajno politiko, ki po vstopu v EU postane stvar skupnega interesa, in v nasprotju z enotno denarno politiko, ki jo po vstopu v evro območje izvaja ECB. Fiskalna politika ima pomembno vlogo pri stabilizaciji gospodarstva. Ostaja v rokah posameznih držav in je poleg fleksibilnosti trga dela na razpolago za pridobitev v primeru asimetričnih šokov.

Kljub pomembni vlogi fiskalne politike je delovanje nacionalnih fiskalnih politik v EU vseeno omejeno. Gre za dva fiskalna kriterija, ter Pakt stabilnosti in rasti. Pakt kot zgornjo mejo ohranja

javnofinančni primanjkljaj v višini 3% BDP, vendar zahteva, da država članica določi srednjeročno strategijo proračuna blizu uravnoteženosti oziroma v presežku. Slovenija je od leta 1999 presegla konvegenčni kriterij glede javnofinančnega primanjkljaja samo enkrat; in sicer leta 2000.

Pri ocenjevanju vzdržnosti javnih financ je bistvenega pomena tudi velikost javnega dolga. Vendar ne glede na velikost javnega dolga v primerjavi z BDP lahko ta povzroči makroekonomsko neravnovesje. Predvsem je pomembna ročnost dolga ter njegova razpršenost odplačil v času. Ugotovila sem, da Slovenija izpolnjuje konvegenčni kriterij glede dolga. Na podlagi podatkov sem spoznala, da v bruto javnem dolgu do leta 2001 prevladuje domača valuta, od tega leta dalje pa evro. Glede dospelosti je dolg srednje- in dolgoročen. Čeprav ima Slovenija nizko stopnjo javnega dolga, se glede na staranje prebivalstva pričakuje, da bo to povzročilo občutne pritiske na pokojninski sistem.

Ključni srednjeročni cilj vlade predstavlja izpolnitev maastrichtskih kriterijev in prevzem evra v letu 2007. Slovenija že izpolnjuje oba javnofinančna kriterija kot tudi kriterij stabilnosti obrestnih mer. Kriterij inflacije izpolnjuje zadnjih nekaj mesecev. Od vstopa v mehanizem menjalnih tečajev ERM II je devizni tečaj nihal okoli centralnega tečaja zgolj minimalno. Pod pogojem, da bo Slovenija nadaljevala s trenutnim usklajenim delovanjem ekonomskih politik, bi morali ohraniti stabilnost deviznega tečaja, s čimer bi bili v letu 2006 izpolnjeni vsi maastrichtski kriteriji in omogočen prevzem evra v januarju 2007.



## 10 LITERATURA

1. Bainbridge Timothy: The Penguin companion to European Union, 2nd ed. London: Penguin books, 1998. 543 str.
2. Backé Peter et al.: The Acceding Countries Strategies Towards ERM II and Adoption of the Euro: an analytical review. Frankfurt: ECB.  
[URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp10.pdf>], februar 2004.
3. Ball Lawrence, Mankiw Gregory: Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations. Cambridge: The Economic journal, 14 (1994), 104, str. 247-262.
4. Ball Lawrence, Mankiw Gregory: Relative Price Changes as Asymmetric Supply Shocks. Quarterly Journal of Economics, (1995), 110, str. 161-193.
5. Begg David: Sustainable regimes of capital movements in accession countries. London: Centre of Economic Policy Research, 2002. 79 str.
6. Bergeijk A.G. van Peter, Berndsen J. Ron, Jansen W. Josh: The economics of the euro area: macroeconomic policy and institutions. Cheltenham (UK), Northampton (MA, USA): E. Elgar, 2000. 268 str.
7. Bernot Marjeta: Približevanje Slovenije monetarnim konvergenčnim kriterijem. Maribor: EPF, 2004. 49 str.
8. Bohnec Darko et al.: Obrestna politika bank v luči nominalizma: okrogla miza Bančnega vestnika. Ljubljana: Bančni vestnik, 51 (2002), 3, str. 13-33.
9. Bole Velimir: Disinflation and Labor Market Distortions: Lessons From Slovenia. Ljubljana: Economic Institute at School of Law.  
[URL: <http://www2.arnes.si/%7Eljeipf/wp02.pdf>], 2002.
10. Bole Velimir: Managed Floating as a Second Best Option; Lessons From Slovenia. Ljubljana: Economic Institute at School of Law.  
[URL: <http://www2.arnes.si/%7Eljeipf/wp06.pdf> ], 2003.
11. Brataševac Miranda: Evro in slovenska podjetja. Ljubljana: Open Society Institute Slovenia, 2000. 176 str.
12. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan: Real exchange rate dynamics in transition economies. London: Centre for Economic Policy Research, 2001. 37 str.
13. Cvikl Milan M.: Prilagajanje obrestnih mer je pogoj za uspešnost v ERM II. Bančni vestnik: Ljubljana, 53 (2004), 1-2, str. 24-26.
14. Čihák Martin, Holub Tomáš: Convergence of Relative Prices and Inflation in Central and Eastern Europe. IMF Working Paper, (2001), 1/124, str. 1-35.
15. Čufer Uroš. Gibanje relativnih cen in njihov vpliv na inflacijo. Prikazi in analize, Ljubljana, 9 (2001), 1, str. 1-28.
16. De Grauwe Paul: Economics of monetary union, 5th edition. Oxford, New York: Oxford University Press, 2003. 258 str.
17. Delakorda Aleš: Izpolnjevanje ekonomskih kriterijev članstva Slovenije v EU in EMU. Ljubljana: Banka Slovenije, 11 (2003), 1, str. 25.
18. Dorrucchi Ettore, Firpo Stefano, Fratzscher Marcel, Mongelli Francesco Paolo: European integration: What lessons for other regions?. Frankfurt: ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp185.pdf>], oktober 2002.

19. Eijffinger Sylvester C.W., de Hann Jakob: European monetary and fiscal policy. Oxford: Oxford University Press, 2000. 199 str.
20. Festič Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 4 (2002), str. 2-8.
21. Fischer Stanley. Relative Shocks, Relative Price Variability and Inflation. Washington: Brookings papers on economic activity, Washington, 11 (1981) 2, str. 381-431.
22. Fujs Karmen: Primer Grčije kot operativni kriterij za vstop v EMU. Naše gospodarstvo, Maribor, 47 (2001), 5-6, str. 615-628.
23. Gretschmann Klaus: Evro: skupna evropska valuta. Ljubljana: Kalandrovo društvo, 1999. 124 str.
24. Gros Daniel, Taygesen Niels: European monetary integration, 2nd edition. London: Longman, Harlow; New York: Addison Wesley Longman, 1998. 574 str.
25. Halpern Laszlo, Wyplosz Charles: Economic transformation and real exchange rates in the 2000s – The Balassa – Samuelson connection. Economic Survey of Europe. Genova: United Nations Economic Commission for Europe, 2001, 33 str.
26. Harrop Jeffrey: The political economy of integration in the EU, 3rd edition. Cheltenham (UK), Northampton (USA): E. Elgar, 2000. 339 str.
27. Jazbec Boštjan: Nominalna in realna konvergenca. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 127-131.
28. Kenda Albina: Najnižji BDP na prebivalca v EU je imela lani Latvija. Ljubljana. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=140500>], 20.12.2005.
29. Korhonen Iikka, Fidmuc Jarko: Similarity of Supply and Demand Shocks Between the Euro Area and the Accession Countries. Österreichische Nationalbank. [URL: [http://www.oenb.at/en/img/korhonen\\_fidmuc\\_ftr\\_201\\_tcm16-10408.pdf](http://www.oenb.at/en/img/korhonen_fidmuc_ftr_201_tcm16-10408.pdf)], nov. 2001.
30. Kovačič Davorin, Novak Marko: Vpliv spremembe režima deviznega tečaja na strukturo deviznega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 1-2, str. 24-27.
31. Kozamernik Damjan: The ERM II issues – an interpretation of the Slovenian approach. Ljubljana: Banka Slovenije. [URL: [http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/pr\\_2004\\_01/kozamernik.pdf](http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/pr_2004_01/kozamernik.pdf)], julij 2004.
32. Kramberger Peter: Slovenija in EMU. Maribor: EPF, 2005, 41 str.
33. Lavrač Vladimir: Denarna ureditev v Sloveniji s stališča priprav na Evropsko monetarno unijo. Naše gospodarstvo, 44 (1998), 1-2, str. 26-38.
34. Lavrač Vladimir: Slovenija in skupna evropska monetarna politika po vstopu Slovenije v EU in v EMU. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2000. 30 str.
35. Lavrač Vladimir: Makroekonomska tveganja ob vstopu v ERM II in EMU ter implikacije za ekonomsko politiko. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2004. 58 str.
36. Majcen Špela: ERM II. Bančni vestnik, Ljubljana 51 (2002), 5, str.18-22.

37. McDonald Frank, Dearden Stephen: European economic integration, 4th edition. Harlow (Essex): Pearson Education, London FT Financial Times, New York: Prentice Hall, 2005. 412 str.
38. Mongelli Francesco Paolo: New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?. Frankfurt: ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>], april 2002.
39. Mrak Mojmir. Mednarodne finance. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
40. Rant Andrej: Čas samostojnega oblikovanja obrestnih mer se izteka. Bančni vestnik, 53 (2004), str. 28-30.
41. Rehman Scheherazade S.: The path to european economic and monetary union. Washington: Kluwer Academic Publishers, 1997, 470 str.
42. Roter Mojca: Maastrichtski inflacijski in drugi kriteriji. Bančni vestnik, Ljubljana 53 (2004), 3, str. 30-34.
43. Stebernak Igor: SIOM – nova referenčna obrestna mera. Ljubljana.  
[URL: <http://www.skb.si/info/ban/info-ban2003-01.html> ], marec 2003.
44. Szapáry György: Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU. Budapest: National Bank of Hungary Working Paper, 2000. 18 str.
45. Štiblar Franjo: Maksimiranje bančnih pasivnih obrestnih mer koristi Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 46 (1997), 12, str. 7-11.
46. Urad Vlade RS za informiranje: Kaj je EURIBOR? Ljubljana.  
[URL: <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/912-193/>], 17.1.2006.
47. Willett D. Thomas: Optimum Currency Area and Political Economy Approaches to Exchange Rate Regimes – Towards an Analytical Synthesis. Claremont: The Claremont Colleges.  
[URL: [http://www.cgu.edu/include/spe\\_Willett6.pdf](http://www.cgu.edu/include/spe_Willett6.pdf)], september 2004.
48. Združenje bank Slovenije: Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Ljubljana. [URL:[http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni\\_dogovori/dog.smom.htm](http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni_dogovori/dog.smom.htm)], 18.12.2001.
49. Združenje bank Slovenije: Dogovor o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer. Ljubljana.  
[URL: [http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni\\_dogovori/dog.SITIbor.htm](http://www.zbs-giz.si/slo/akti/medbancni_dogovori/dog.SITIbor.htm)], 14.7.2003.
50. Žumer Tina: Estimation of the Balassa-Samuels effect in Slovenia. Prikazi in analize, Ljubljana, 10 (2002), 1, str. 1-10.

## 11 VIRI

1. Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno\\_okolje/rd\\_december05.pdf](http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/rd_december05.pdf)], december 2005a.
2. European Commission. Economic and Monetary Union: compilation of community legislation. Luxembourg: European Communities. 1999. 258 str.
3. EMU konvergenčni indeks cen. Ljubljana: SURS.  
[URL: <http://www.stat.si/indikatorji.asp?id=26&zacobd=1-2004>], 3.2.2006a.
4. Evro območje. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/evro\\_obmocje.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/evro_obmocje.html)], 10.2.2006a.
5. Evropske zadeve. Ljubljana: Ministrstvo za finance.  
[URL: [http://www.gov.si/mf/slov/medn\\_fin/erm\\_evro.htm](http://www.gov.si/mf/slov/medn_fin/erm_evro.htm)], 20.7.2005a.
6. Februar 2006. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/bil\\_200602.html](http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/bil_200602.html)], februar 2006b.
7. Harmonizirana dolgoročna obrestna mera za namene ocenjevanja konvergence – metodološke opombe. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/finančni\\_podatki/dolg\\_obr\\_konv\\_metod.html](http://www.bsi.si/html/finančni_podatki/dolg_obr_konv_metod.html)], 13.3.2006d.
8. Konvergenčno poročilo za leto 2004. Frankfurt: Evropska centralna banka.  
[URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr2004sl.pdf>], 28.9.2004.
9. Konvergenčni program dopolnitev 2005. Ljubljana: Ministrstvo za finance.  
[URL:[http://www.sigov.si/mf/slov/tekgeb/konvergenčni\\_program\\_2005.pdf](http://www.sigov.si/mf/slov/tekgeb/konvergenčni_program_2005.pdf)], december 2005b.
10. Kriteriji za uvedbo evra. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/kriteriji.html>], 5.1.2006c.
11. Letno poročilo za leto 1996. Denarna politika. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/publikacije/letna\\_porocila/1996/denarna\\_politika\\_1996.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/letna_porocila/1996/denarna_politika_1996.pdf)], maj 1997.
12. Letno poročilo za leto 1998. Denarna politika. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/publikacije/letna\\_porocila/1998/denarna\\_politika\\_1998.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/letna_porocila/1998/denarna_politika_1998.pdf)], 1999.
13. Letno poročilo za leto 2003. Denarna politika. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/publikacije/letna\\_porocila/2003/denarna\\_politika\\_2003.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/letna_porocila/2003/denarna_politika_2003.pdf)], 2004a.
14. Long-term interest rate statistics for EU Member States. Frankfurt: ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>], marec, 2006a.
15. Metodološka pojasnila. Ljubljana: SURS.  
[URL: [http://www.stat.si/letopis/2005/15\\_05/15-si-05.htm](http://www.stat.si/letopis/2005/15_05/15-si-05.htm)], maj 2005.

16. Poročanje Evropski komisiji o primanjkljaju in dolgu države. Ljubljana: Ministrstvo za finance.  
[URL: [http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/por\\_ek.pdf](http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/por_ek.pdf)], september 2004b.
17. Poročilo o denarni politiki. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/usm\\_d\\_p/usm\\_2004q4.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2004q4.pdf)], oktober 2004b.
18. Poročilo o primanjkljaju in dolgu države za leto 2004. Ljubljana: Ministrstvo za finance.  
[URL: [http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/por\\_prim\\_dolg\\_apr04\\_1del.pdf](http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/por_prim_dolg_apr04_1del.pdf)], marec 2004a.
19. Poročilo o stanju dolga. Ljubljana: Ministrstvo za finance.  
[URL: [http://www.gov.si/mf/slov/por\\_stanje\\_dolga.pdf](http://www.gov.si/mf/slov/por_stanje_dolga.pdf)], 30.9.2004c.
20. Primanjkljaj in dolg države. Ljubljana: SURS.  
[URL: <http://www.stat.si/indikatorji.asp?ID=28>], 2006b.
21. Program vstopa v ERM II in prevzema evra. Ljubljana: Vlada RS in Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.gov.si/mf/slov/mediji/2003/vstop\\_erm.pdf](http://www.gov.si/mf/slov/mediji/2003/vstop_erm.pdf)], november 2003.
22. Public finances in EMU – 2000. Bruselj: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2000. 279 str.
23. Slovenian tolar (SIT). Frankfurt: ECB.  
[URL: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-sit.en.html#firstupdate>], 7.3.2006b.
24. Slovenija in evropska unija: o pogajanjih in njihovih posledicah. Ljubljana: Urad Vlade RS za informiranje, 2003. 151 str.
25. Slovenija vključena v ERM II; določen centralni tečaj. Ljubljana: Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/projekti/evro/centralni\\_tecaj.html](http://www.bsi.si/html/projekti/evro/centralni_tecaj.html)], 16.12.2005b.
26. Usmeritve denarne politike Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenija.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/usm\\_d\\_p/usm\\_den\\_pol.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf)], 2001.

## PRILOGA

### Seznam uporabljenih kratic v magistrskem delu

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
AZN	Agencija za zavarovalni nadzor
BDP	bruto domači proizvod
CPI	indeks cen življenjskih potrebščin
ECB	evropska centralna banka
ECOFIN	Svet gospodarskih in finančnih ministrov EU
ECU	evropska denarna enota
EMS	evropski monetarni sistem
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ERM	evropski mehanizem deviznih tečajev
ES	Evropska skupnost
ESA	evropski sistem računov
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESPJ	Evropska skupnost za premog in jeklo
EU	Evropska unija
EURIBOR	evro medbančna ponujena obrestna mera
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
KAD	Kapitalska družba
OCA	optimalno valutno območje
OEEC	Organizacija za evropsko ekonomsko sodelovanje
SMOM	slovenska medbančna obrestna mera
SOD	Slovenska odškodninska družba
SRS	Strategija razvoja Slovenije
TOM	temeljna obrestna mera
ZPIS	Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje
ZZZS	Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije