

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DENARNA POLITIKA IN
ZUNANJE (NE)RAVNOTEŽJE SLOVENIJE

Ljubljana, september 2002

KLEMEN ERŽEN

IZJAVA

Študent/ka Klemen Eržen izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom mag. Aleksandra Aristovnika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 11.09.2002

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. POJEM PLAČILNE BILANCE IN ZUNANJEGA RAVNOTEŽJA.....	3
2.1. Opredelitev in struktura plačilne bilance	3
2.2. Definicija zunanje ravnotežja	6
3. MUNDELL-FLEMINGOV MODEL MAJHNEGA ODPRTEGA GOSPODARSTVA ...	7
3.1. Mundell-Flemingov model v sistemu (uravnavanega) drsečega tečaja	9
3.1.1. Denarna politika ob zmerni mednarodni mobilnosti kapitala	9
3.1.2. Denarna politika ob popolni mednarodni mobilnosti kapitala.....	10
4. DENARNA POLITIKA IN VLOGA CENTRALNIH BANK.....	11
4.1. Cilji denarne politike	11
4.2. Instrumenti denarne politike.....	12
5. MAKROEKONOMSKI POLOŽAJ SLOVENIJE.....	15
6. DENARNA POLITIKA IN ZUNANJE RAVNOTEŽJE SLOVENIJE PO OSAMOSVOJITVI.....	16
6.1. Denarna politika in zunanje (ne)ravnotežje od osamosvojitve do leta 1994.....	17
6.2. Denarna politika v razmerah izravnane tekočega računa v obdobju 1995 do 1998 ...	22
6.3. Denarna politika v obdobju od 1999 dalje	25
7. ANALIZA SLOVENSkih RAZMER Z MUNDELL-FLEMINGOVIM MODELOM..	28
8. DENARNA POLITIKA IN VKLJUČEVANJE SLOVENIJE V EVROPSKO UNIJO...	33
9. SKLEP.....	37
LITERATURA.....	39
VIRI.....	41
PRILOGA	

SEZNAM KRATIC

BS – Banka Slovenije
BZ – Blagajniški zapisi
CB – Centralna banka
CEFTA – Central European Free Trade Area
DDV – Davek na dodano vrednost
E – Realni devizni tečaj
e – Nominalni devizni tečaj
EMU – Ekonomska in monetarna unija
ERM – Exchange Rate Mechanism
EU – Evropska unija
IMF – International Monetary Fund (Mednarodni denarni sklad)
MF – Mundell–Flemingov model
PB – Plačilna bilanca
 P_d – Domača inflacija
 P_t – Tuja inflacija
SDR – Special Drawing Rights (posebne pravice črpanja)
USD – Ameriški dolar

1. UVOD

Problematika denarne politike in zunanjega (ne)ravnotežja spada v Sloveniji med najaktualnejše v zadnjih letih. Predvsem zaradi dogajanja na tekočem računu leta 1999 in 2000 so priznani ekonomski strokovnjaki postavili to tematiko v ospredje in poskušali vsak na svoj način in s svojimi argumenti bodisi potrditi bodisi kritizirati delo pristojnih oblasti. Tako so pritegnili tudi mojo pozornost in me prepričali, da sem se tudi sam lotil natančnejše obravnave problema. Poskušal sem celovito zajeti plačilnobilančno dogajanje preteklih let ter ga povezati z denarno in tečajno politiko. Vsebina diplomskega dela torej temelji na odnosu plačilna bilanca (PB) – denarna politika in obratno, hkrati pa diplomsko delo zajema tudi druge vsebine, ki so zaradi močnega, sicer posrednega vpliva na prvotni odnos, ravno tako pomembne. Obravnavana tematika je zajeta predvsem skozi delo Banke Slovenije (BS) in vpliv njenega delovanja na zunanje ravnotežje. Spremenljivka, ki bo prišla v ospredje, je PB (oziroma njen ožji del – tekoči račun), ki poleg inflacije, gospodarske rasti in stopnje nezaposlenosti zaokrožuje štiri najpomembnejše makroekonomske kazalce vsake države.

Če si podrobneje pogledamo strukturo diplomskega dela, bo le to zgrajeno iz devetih poglavij. Uvodu sledi poglavje v katerem bom podrobneje opisal PB, vse njene postavke in podpostavke, saj je za nadaljnje razumevanje dela in ukrepov ekonomske politike ključnega pomena vsebinska ločitev in razumevanje posameznih transakcij. V tem poglavju bom definiral tudi zunanje (ne)ravnotežje.

Tretje poglavje predstavlja teoretično jedro, saj je v njem opisan Mundell–Flemingov (MF) model, ki nam bo kasneje služil kot orodje za nadaljnje ugotovitve. S pomočjo transakcijskega mehanizma si bomo podrobneje pogledali, kako model deluje v razmerah delno in popolno gibljivega kapitala, torej v razmerah, ki so, ali pa v kratkem bodo, značilne za Slovenijo.

Vse odločitve v zvezi z denarno politiko sprejema centralna banka (CB). Odgovor na to, kako je prišlo do te institucije, bomo podali v četrtem poglavju. Pogledali si bom postopno uveljavljanje centralnih denarnih institucij in pridobivanje na moči od začetne faze do sedaj. Za lažje razumevanje njihovih odločitev bomo opisali posredne in neposredne cilje in tako zastavil temelje denarnega transmisijskega mehanizma. Na ta način in z opisom različnih instrumentov, ki jih CB uporabljajo, bo prikazano delovanje le-teh.

Zunanje neravnotežje (definirano kot primanjkljaj tekočega računa) je izključno posledica gospodarskih transakcij in obnašanja slovenskega in tujega potrošnika. Poznavanje in vsebinska seznanitev z relevantnimi makroekonomskimi kazalci sta ključnega pomena za lažje razumevanje sprejetih ukrepov BS, ki so opisani v naslednjem, šestem poglavju. Gibanje PB ter delovanje BS, sprejeti ukrepi in reforme, ki zadevajo denarno področje, bodo urejeni kronološko po časovnih intervalih z začetkom v predosamosvojitveni dobi. Urejeni bodo po treh (1991-1994, 1995-1998, 1999-2001) obdobjih, natančnost opisov in poglobljanje v denarne in zunanjeravnotežne probleme pa bosta seveda odvisna od vsebinskih in količinskih okvirov

diplomskega dela. Prva leta po osamosvojitvi bodo v luči presežka na tekočem računu (problemi sterilizacije odvečnih deviz), kasneje pa se bo presežek spreobrnil v primanjkljaj.

Z vidika obravnave denarne politike in zunanjega ravnotežja je za zastavljen okvir diplomskega dela predvsem pomembno nadaljnje ekonomsko poglobljanje Slovenije v evropskem prostoru. Vstop v Evropsko unijo (EU) in kasneje v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU) bo za našo državo imelo daljnosežne posledice. O denarnem delovanju BS v prihodnosti, prenosu denarne oblasti na Evropsko centralno banko (ECB), o fiksni vezavi tolarja na evro in nasploh o prednostih in slabostih prevzemanja skupne evropske valute bom pisal v sedmem poglavju.

Čisto na koncu bo sledil še sklep, v katerem bodo na kratko podani izvlečki prejšnjih poglavij in zaključki v zvezi z obravnavano problematiko zunanjega (ne)ravnotežja.

2. POJEM PLAČILNE BILANCE IN ZUNANJEGA RAVNOTEŽJA

Preden se dejansko posvetimo analizi problema zunanjega ravnotežja, je pomembno, da v celoti razjasnimo in definiramo obravnavane pojme. Natančna opredelitev je nujna, da se v prihodnje izognemo nerazumevanju ali, bolje, napačnemu razumevanju podanih interpretacij in dognanj v zvezi z obravnavano tematiko. Hkrati pa bomo v poplavi definicij, ki so nastajale skozi zgodovinski razvoj ekonomske vede, poskušali izluščiti tiste, ki so najprimernejše za teoretsko osnovo Mundell–Flemingovega (MF) modela.

2.1. Opredelitev in struktura plačilne bilance

Evolucijo sodobnega koncepta plačilne bilance (PB) gre iskati v obdobju merkantilizma, kjer se je zaradi pospešene mednarodne menjave začela pojavljati potreba po beleženju trgovinskih tokov. Takratni, klasični koncept PB je bil strogo omejen na transakcije, ki jih je sočasno spremljalo plačilo. Nadaljnji razvoj gospodarstva v 19. stoletju je postavil mednarodne tokove v povsem drugačno luč. Povečan obseg kreditiranja, vedno nove oblike transferjev, finančnih daril itd. so zahtevali neprestano spreminjanje koncepta zajemanja teh tokov (Mrak, 2002, str. 5–7).

Tako danes Slovenija, kot tudi večina drugih držav, sestavlja svojo PB v skladu s priporočili pete izdaje Priročnika za izdelavo PB, ki ga je izdal International Monetary Fund (IMF) 1993-ega leta. Po tej metodologiji je PB sistematičen zapis ekonomskih transakcij ali tokov imetij domačega gospodarstva z ostalim svetom, med rezidenti in nerezidenti v določenem obdobju, običajno v obdobju enega leta. Transakcija pa je definirana kot ekonomski tok, ki prikazuje ustvarjanje, transformacijo, menjavo, transfer ali izgubo ekonomske vrednosti in vključuje spremembo lastništva dobrine ali/in finančnih sredstev ter nadomestilo za storitve in produkcijske faktorje (Balance of Payment, 1993, str. 6).

PB vsebuje dve vrsti podbilanc, in sicer (1) tekoči račun in (2) finančno-kapitalski del. Tekoči račun PB vključuje vse »realne« transakcije med rezidenti in nerezidenti vseh drugih držav. Štiri osnovne vrste skupin transakcij, ki oblikujejo saldo tekočega računa PB in jih po metodologiji IMF imenujemo tudi avtonomne transakcije so (Zbašnik, 1991, str. 45-48; Pilbeam, 1992, str. 36-40):

- Blagovna menjava, ki vključuje izvoz in uvoz t. i. vidnih dobrin. Gre torej za vidno trgovino, ki se beleži ob prehodu blaga iz ene v drugo državo. Transakcije pri blagovni menjavi so relativno jasne, zato bi omenili le še trgovinski klavzuli FOB¹ in CIF,² po katerih se vrednotita izvoz (FOB) in uvoz (CIF) blaga. Po novem načinu spremljanja

¹ FOB (Free On Board) ali franko na ladijski krov. Po tej klavzuli prodajalec blago dobavi, ko preide ladijsko ograjo v navedenem pristanišču. Kupec nosi vse stroške, nevarnosti izgube ali poškodovanja blaga od te točke naprej. Prodajalec mora blago izvozno ocariniti.

² CIF (Cost, Insurance, Freight). Nevarnost izgube ali poškodovanja blaga ter vsi dodatni stroški preidejo s prodajalca na kupca šele v namembnem pristanišču. Stroške pomorskega zavarovanja nevarnosti izgube ali poškodovanja blaga nosi prodajalec.

uvoza in njegovi vključitvi v tekoči del PB je treba način obračunavanja CIF prilagoditi načinu FOB, saj so stroški, povezani s prevozom blaga od meje izvoznika že zajeti v storitvah pod postavko transport.

- Naslednje vrste transakcij predstavljajo storitve oz. prejemki in plačila za naslednje vrste transakcij: transport, potovanja, finančne storitve vključno z bančništvom in zavarovalništvom, poslovne storitve itd. V primerjavi z blagovnimi transakcijami je zajemanje storitvenih tokov neprimerno težje, čeprav z ekonomskega stališča med njima ni bistvene razlike.
- Tretjo postavko v tekočem računu predstavljajo dohodki. V tem primeru gre za dejansko nadomestilo produkcijskima faktorjema, delu in kapitalu. Pri kapitalu je treba omeniti zlasti prejete (ali pa dane) obresti za dane (prejete) kredite in dividende. Ta postavka je v tekočem računu, ker predstavlja plačilo za kapital, ki je bil aktiven v tujini (doma), medtem ko kredite in investicije najdemo v finančno-kapitalskem delu.
- Tekoči transferji predstavljajo zadnjo skupino transakcij, vključenih v tekoči račun PB. V tem primeru gre za finančne transakcije, katerih posledica ni povratni tok finančnih sredstev. Enostranski transferji so lahko tako javni kot zasebni; primer za javne je nepovratna pomoč, ki jo država ali mednarodna institucija izplača drugi državi. Največji delež zasebnih enostranskih transferjev pa predstavljajo nakazila, ki jih zdomci pošiljajo v svojo domovino. Dejansko gre pri tekočih transferjih za redistribucijo dohodka med rezidenti in nerezidenti.

Po zadnjih priporočilih IMF se tudi transakcije v finančno-kapitalskem računu delijo na posamezne podpostavke po kriteriju značilnosti. Finančno-kapitalski del PB sestavljata dva računa: kapitalski račun, ki zajema kapitalske transferje, licence in patente, ter finančni račun z neposrednimi naložbami, portfolio in drugimi investicijami ter mednarodnimi denarnimi rezervami (Markič, 2000, str. 15). Za razumevanje celotnega koncepta PB in pravilno umestitev posamezne transakcije v pripadajočo skupino je potrebna nadaljnja razlaga nekaterih sestavin finančno-kapitalskega dela (Balance of Payment, 1993):

- Kapitalski račun vsebuje dve vrsti ekonomskih transakcij. Prvo vrsto predstavljajo kapitalski transferji, ki so povezani s prenosom lastništva nepremičnin, transferjem sredstev, povezanih s pridobitvijo ali odtujitvijo nepremičnine, ter transakcije, povezane z odpisi dolgov. Druga vrsta transakcij je povezana s pridobitvijo oz. odtujitvijo neproizvedenega in nefinančnega premoženja (npr. patenti, licence, pogodbe o lizingu, dobro ime itd.).
- Razlago finančnega dela lahko začnemo z neposrednimi investicijami, katerih osnovni namen je, da želi investitor maksimizirati svoj vložek skozi upravljavsko funkcijo. Za ta namen je potrebno imeti znaten delež, s katerim lahko pridobiš upravljanje ali pa možnosti soupravljanja. Le-ta je od primera do primera različen, vendar je IMF kljub temu sprejel kriterij, po katerem je vsak delež večji od 10-ih odstotkov, v kapitalu ekonomskega subjekta neposredna investicija. Z vsebinskega vidika je to lahko včasih tudi sporno.

- Portfeljske investicije so naložbe v različne vrednostne papirje (tako dolžniške kot lastniške), s katerimi hoče vlagatelj maksimizirati svoj profit izključno s finančno naložbo, brez želje po možnosti upravljanja poslovanja ekonomskega subjekta.
- Druge investicije predstavljajo tretjo vejo finančnega računa in so neke vrste rezidualna kategorija. Vanjo spadajo vse tiste transakcije, ki jih ne moremo uvrstiti v zgornji dve, npr. trgovinski in bančni krediti, posojila, razne vloge, ter vse ostale terjatve in obveznosti.
- Pod četrto postavko lahko uvrstimo mednarodne denarne rezerve države, ki jih predstavljajo: devizna sredstva, s katerimi razpolaga centralna banka (CB), denarno zlato, imetja SDR³ in rezervna pozicija države pri IMF⁴. Podatki v zvezi z mednarodnimi denarnimi rezervami so zavajajoči, saj ne prikazujejo dejanskih rezerv, s katerimi razpolaga posamezna država, temveč le spremembo posameznih postavk v določenem časovnem obdobju. Povečanje denarnih rezerv se beleži kot kreditna postavka v PB, ker povečanje rezerv dejansko pomeni plasma teh sredstev v tujino oziroma odliv deviz (Zbašnik, 1991, str. 48).
- Poleg zgoraj opisanega tekočega in finančno-kapitalskega dela PB je pomembna tudi kategorija neto napak in izpustitev. Do napak prihaja zaradi nenatančnega zbiranja in napačne obdelave podatkov, ki v končni fazi izkrivljajo vrednosti posameznih postavk v bilanci. Poleg tega se določeni tokovi tem meritvam tudi izmuznejo. Da bi torej uskladili in izenačili debetne in kreditne postavke v PB in tako izenačili desno in levo stran bilance, uvedemo kategorijo napake in izpustitve (Markič, 2000, str. 15).

PB⁵ je številčen odsev domačih ekonomskih odnosov s tujino. Prikazuje nam izvoz in uvoz blaga, storitev, ostalih »nevidnih« finančnih transakcij in na neki način zaznamuje našo vpetost v mednarodno okolje. PB je zelo pomemben makroekonomski kazalec, zlasti v državah z odprtim gospodarstvom, zato napovedovanja prihodnjega razvoja toka dogodkov v posameznih kategorijah postajajo vse pomembnejša za snovalce ukrepov ekonomske politike. Posredni in neposredni vplivi PB na dosežene gospodarske rezultate posamezne države so preveliki, da bi jih prepustili naključju; o tem priča tudi dejstvo, da se v zadnjih desetletjih številni avtorji posvečajo poglobljenim analizam in tako s svojimi študijami poskušajo razjasniti in pojasniti odvisnost med PB in posameznimi ekonomskimi spremenljivkami.

³ SDR (Special Drawing Rights) ali posebne pravice črpanja. Poseben dolžniški instrument ekvivalent zlatu, ki ga država lahko črpa do določene vrednosti pri IMF v primeru plačilnobilančnih težav (Zbašnik, 1991, str. 62-63).

⁴ Možnost izposoje sredstev pri IMF. Višina posojila se izračunava na podlagi več kriterijev, od katerih prevladujejo gospodarski kazalci (BDP, višina deviznih rezerv, stanje PB itd.) (Mrak, 2002, str. 419-423).

⁵ Za shematičen prikaz PB glej Prilogo 1.

2.2. Definicija zunanjega ravnotežja

Zaradi uporabe koncepta dvojnega knjigovodstva je PB vedno v ravnotežju. Z računovodskega vidika problem neravnotežja torej ne obstaja. Ekonomska veda pa je le izoblikovala določene salde, katerih vsebinska vrednost je primerna za določene analize. Najožja oblika zunanjega (ne)ravnotežja je bilanca trgovinske menjave, ki predstavlja razliko med izvoznimi in uvoznimi tokovi blaga. Analitična vrednost salda je danes v primerjavi s preteklostjo zelo omejena. Naslednja je bilanca tekočega računa, ki prikazuje kreditne (prilive) in debetne (odlive) postavke iz naslova blaga in storitev, dohodka od dela in kapitala ter tekočih transferjev in je eden najbolj uporabnih saldov. Zaradi beleženja izključno »rednih« dejavnosti države je eden najboljših pokazateljev zunanjega (ne)ravnotežja. Po tem kriteriju je država v zunanjeekonomskem ravnotežju, ko prilivi deviz zadostijo vsem potrebam po odlivu iz tega naslova. Kompenzatorne transakcije so torej transakcije iz finančno-kapitalskega računa.

Tabela 1: Bilance v plačilnobilančnih analizah

I. Bilanca trgovinske menjave
+ izvoz blaga
- uvoz blaga
= bilanca trgovinske menjave
II. Bilanca tekočega računa
bilanca trgovinske menjave
+ izvoz storitev
+ prihodki od produkcijskih faktorjev
+ prihodki od enostranskih transferjev
- uvoz storitev
- odlive od produkcijskih faktorjev
- odlive od enostranskih transferjev
= bilanca tekočega računa
III. Bazična bilanca
bilanca tekočega računa
+ saldo dolgoročnih transakcij
= bazična bilanca
IV. Celotna bilanca
bazična bilanca
+ saldo kratkoročnih transakcij
- saldo napak in izpustitev
= celotna bilanca

Vir: Pilbeam, 1992, str. 47.

Zaradi potreb MF-modela bi podrobneje razložili še celotno bilanco, ki v modelu predstavlja kriterij za zunanje (ne)ravnotežje. To je stanje, ko se mednarodne denarne rezerve ne spreminjajo. Stanje tekočega dela PB je torej enako neto toku kapitala (Ribnikar, 1999, str. 166). To pomeni, da koncept salda celotne bilance med avtonomne transakcije šteje vse tokove, razen transakcij denarnih oblasti. Če je torej vsota avtonomnih transakcij negativna, se država nahaja v plačilnobilančnem primanjkljaju – primanjkljaj morajo financirati denarne oblasti, in to z zmanjševanjem mednarodnih denarnih rezerv.

3. MUNDELL-FLEMINGOV MODEL MAJHNEGA ODPRTEGA GOSPODARSTVA

Zgodovina nam je do sedaj postregla z mnogimi modeli in pristopi k plačilnobilančnemu prilagajanju, ki so na svojevrsten način poskušali razlagati dogajanja v PB bodisi v celoti bodisi samo v njenih posameznih postavkah. Razlaga posameznih teorij je vsebinsko vezana na njihovo časovno umeščenost, začenši z mehanizmom »price-specie flow«, ki je vezan na sistem zlatega standarda do 1. svetovne vojne, do najkompleksnejših teorij sodobnega časa, ki so spet prilagojene specifični sedanjosti.

V diplomskem delu bo teoretično podlago tvoril MF-model, ki je za tovrstno poglobljanje v problematiko hkratnega doseganja notranjega in zunanjega ravnotežja kljub svojim pomanjkljivostim najprimernejši. Osnovne slabosti, ki mu jih različni avtorji očitajo, so (Mrak, 2002, str. 248-249):

- MF-model je izrazito kratkoročen, na kratki rok pa je sporna tudi predpostavka o Marshall-Lernerjevemu pogoju. S tem se pojavlja dilema tudi o veljavnosti MF-modela.
- Druga težava se navezuje na mešanje tokov in stanj. Krivulja LM temelji na stanjih, krivulja BP pa uporablja tokove.
- Sledi nerealna predpostavka o kontinuiranem prilivu kapitala. Zvišana obrestna mera čez določen čas, ko bodo tujci že imeli plasiran določen stog kapitala v državi, ne bo privabljala novega kapitala. Torej na ta način ni mogoče v nedogled pokrivati primanjkljaja v PB.
- Zadnja predpostavka, ki razburja avtorje, pa je v zvezi s pričakovanji o gibanjih deviznega tečaja. Model predpostavlja, da v primeru sprememb denarnega agregata ne bo prišlo do sprememb deviznega tečaja (t. i. statično pričakovanje deviznega tečaja), kar pa dejansko ni res. Denarna ekspanzija zniža domače obrestne mere in poveča investicije, sočasno pa na deviznem trgu sproži tendence po depreciaciji domače valute. Če torej ekonomski subjekti pričakujejo razvrednotenje vrednosti domačega denarja, morajo denarne oblasti na to reagirati z manjšo spremembo obrestne mere (znižanje), če seveda želijo te subjekte stimulirati da še naprej obdržijo domač denar. To enostavno pomeni, da so učinki, ki jih s svojimi mehanizmi nakazuje MF-model, v realnosti manjši.

Model združuje tri vrste ravnotežij⁶: (i) Krivulja IS predstavlja kombinacije obrestne mere i in dohodka Y , pri katerih se trg blaga nahaja v ravnotežju. IS ima negativen naklon, saj nižje obrestne mere pospešujejo investicije, povečan obseg le-teh pa večja ravnotežni dohodek. (ii) Krivulja LM predstavlja ravnotežje na denarnem trgu in tako kaže ravnotežne vrednosti med obrestno mero in dohodkom. Krivulja LM ima pozitiven naklon, saj se ob višjem dohodku večja obseg transakcij in s tem transakcijsko povpraševanje po denarju, kar zaradi konstantne ponudbe denarja manjša njegov (preostali) obseg za špekulacijske namene. Obrestna mera je torej višja. Stičišče krivulj IS in LM predstavlja notranje ravnotežje oz. referenčni vrednosti obrestne mere in dohodka, ki to ravnotežje predstavljata. (iii) Tretja krivulja v MF modelu pa je krivulja BP⁷. Definirata jo vrednosti obrestne mere in dohodka, pri katerih je PB v ravnotežju – to pomeni, da ne prihaja do sprememb v deviznih rezervah države.

Snovalci ekonomske politike morajo pri svojem delu upoštevati tako stanje znotraj države, ki ga največkrat zaznamujeta spremenljivki, kot sta nezaposlenost in inflacija, ter na drugi strani zunanje ravnotežje, ki se ga zaobjame s stanjem PB. Vse možne kombinacije teh spremenljivk je lepo prikazal Kreinin (Kreinin, 1991, str. 132-133) in nakazal možne probleme pri uporabi primernih ukrepov za rešitev določenih težav.

Tabela 2: Kombinacija ekonomskih pogojev in zahtev za doseg notranjega in zunanjega ravnotežja

Notranji pogoji	Ekonomska politika za doseg notranjega ravnotežja	Stanje v plačilni bilanci	Ekonomska politika za doseg zunanjega ravnotežja	Skladnost situacije
Nezaposlenost	Ekspanzija	Presežek	Ekspanzija	Konsistentna
Inflacija	Kontrakcija	Primanjkljaj	Kontrakcija	Konsistentna
Nezaposlenost	Ekspanzija	Primanjkljaj	Kontrakcija	Nekonsistentna
Inflacija	Kontrakcija	Presežek	Ekspanzija	Nekonsistentna

Vir: Kreinin, 1991, str. 132.

Kot lahko vidimo, je stvar relativno preprosto rešljiva v prvih dveh primerih. Nezaposlenost kot prvi indikator notranjega neravnotežja je moč odpraviti z ekspanzivno ekonomsko politiko. V denarni sferi bo povečana ponudba denarja znižala obrestne mere in tako pospešila investicijsko dejavnost v gospodarstvu. Ekspanzivni fiskalni ukrepi (večje državno trošenje ali nižje davčne stopnje) bodo na drugi strani okrepili povpraševalno stran, kar bo pomenilo še dodaten impulz v gospodarski dejavnosti. Tovrstni državni ukrepi bodo imeli pozitiven učinek tudi na PB. Vse

⁶ Za izpeljavo krivulj glej Senjur, 1993, str. 60-65, 73-77.

⁷ Naklon krivulje BP je odvisen od mobilnosti kapitala. V primeru popolne nemobilnosti je krivulja BP navpična, v primeru popolne mobilnosti pa vodoravna. Kar zadeva mobilnost kapitala, sta zgoraj opisana primera v današnjih gospodarskih razmerah samo teoretično možna, realnost pa nam nakazuje, da je BP bolj ali manj naraščajoča. Naklon je odvisen od (-) mobilnosti kapitala in od (+) nagnjenosti k uvozu (Senjur, 1993, str. 248-249).

večji domači dohodek bo zaradi zvišanega uvoza slabšal stanje tekočega računa, nižje obrestne mere pa bodo spodbudile izvoznike kapitala, ki bodo v končni fazi izničili presežek PB. Ukrepi ekonomske politike za doseg notranjega in zunanjega cilja torej sovpadajo.

Večje težave se pojavljajo v zadnjih dveh primerih (nezaposlenost – primanjkljaj v PB (ZDA v začetku 60-ih prejšnjega stoletja) in inflacija – presežek (primer Zahodne Nemčije in Japonske v začetku 70-ih prejšnjega stoletja)), ko hkraten doseg obeh ravnotežij ni mogoča. V tem primeru se mora država odločiti v prid zgolj enega problema in reševanje drugega odriniti na stranski tir oz. ga podrediti drugemu (Kreinin, 1991, str. 132-134).

3.1. Mundell-Flemingov model v sistemu (uravnavanega) drsečega tečaja

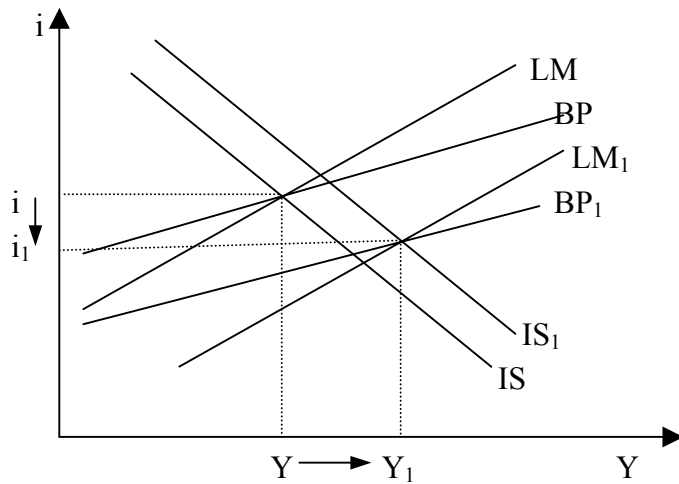
V tem podpoglavju opisan instrumentarij MF-modela je v celoti posvečen operativnim namenom nadaljnjih poglavij diplomskega dela. Ker je namen proučiti trenutni in zgodovinski vidik slovenskega zunanjega in notranjega položaja, bomo podrobneje nakazali le spremembe parcialnih trgov za denarno politiko v razmerah zmerne in popolne mobilnosti kapitala v režimu uravnavanega drsečega tečaja.

3.1.1. Denarna politika ob zmerni mednarodni mobilnosti kapitala

V primeru zmerne mobilnosti kapitala bo ekspanzivna denarna politika v določeni meri dvignila ravnotežni dohodek v državi in znižala obrestno mero. Ekspanzionistične namere CB bodo premaknile krivuljo LM desno navzdol v LM_1 . Primanjkljaj v PB se bo povečal, saj padec obrestnih mer v tokovih kapitalsko-finančnega računa pomeni dodatni odliv kapitala. Učinkovitost denarne politike je popolnoma odvisna od režima deviznega tečaja. V primeru fiksnega tečaja se dodaten obseg denarja izniči s posredovanjem CB na deviznem trgu. Le-ta v primeru primanjkljaja na domačem deviznem trgu ponuja devize in tako v boju za fiksni tečaj izniči prvotno namero večanja dohodka. Ko pa se devizni tečaj prosto oblikuje na trgu, bo večja količina denarja v obtoku in posledično nižje obrestne mere vršila pritisk na razvrednotenje domačega denarja. Depreciacija povzroči v okviru MF-modela dve spremembi: (i) nižja vrednost denarja v sistemu fleksibilnih tečajev povzroči premik krivulje BP^8 v desno in (ii) hkratni premik krivulje IS ravno tako v desno. Ti dve spremembi bosta potekali do te mere, da se bo primanjkljaj na kapitalskem računu zaradi znižanih obrestnih mer izenačil s presežkom tekočega dela (Argy, 1994, str. 59–61).

⁸ Do izboljšanja PB bo prišlo le, če bo izpolnjen Marshall-Lernerjev pogoj. To pomeni, da mora vsota uvoznih in izvoznih elastičnosti preseči 1. Če je pogoj torej izpolnjen, bo količinski učinek (količinsko večji izvoz) razvrednotenja domače valute presegel cenovnega (za enoto izvožene dobrine sedaj država prejme manj deviz) in tako bo vsota obeh učinkov pozitivna za tekoči račun PB (Salvatore, 1998, str. 518).

Slika 1: Denarna politika v razmerah zmerne mednarodne mobilnosti kapitala (MF-model)



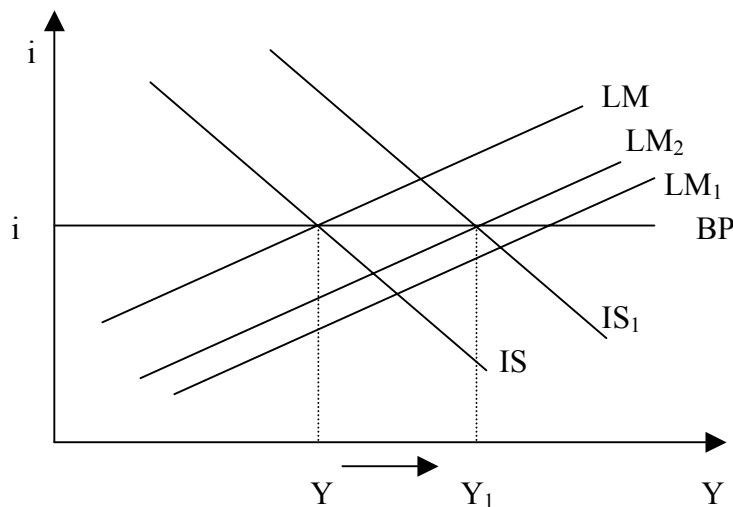
Vir: Argy, 1994, str. 60.

S tem se zgodba pri Argyju konča. Salvatore pa gre pri razlagi MF modela še korak naprej. Predvideva, da bo devalvacija v državi dvignila raven cen. Večje povpraševanje po blagu in storitvah v državi pomeni hkrati tudi večje povpraševanje po denarju. Ob konstantnem obsegu (sicer povečanem) denarja se zaradi zvišane ravni cen zmanjša realna denarna količina. Dvig obrestne mere je neizogiben. To se v sliki 1 kaže na premiku krivulje LM, ki se sedaj nahaja nekje vmes med LM in LM_1 (Salvatore, 1998, str. 589).

3.1.2. Denarna politika ob popolni mednarodni mobilnosti kapitala

Popolna mednarodna mobilnost kapitala in ekspanzivna denarna politika nam bo postregla z naslednjimi ugotovitvami. Ker govorimo o primeru popolne mednarodne pretočnosti kapitala,

Slika 2: Denarna politika v razmerah popolne mednarodne mobilnosti kapitala (MF-model)



Vir: Mrak, 2002, str. 244.

je krivulja BP vodoravna (popolnoma elastična), domače obrestne mere pa ekvivalentne tujim. Ekspanzivna denarna politika poveča količino denarja v obtoku. To pomeni premik LM v LM_1 in padec obrestne mere. Rezultat je odliv kapitala in posledično deprecijacija valute in premik krivulje IS v desno (IS_1), zvišana raven cen pa premakne krivuljo LM_1 rahlo v levo proti izhodiščnemu položaju (Mrak, 2002, str. 243-44).

4. DENARNA POLITIKA IN VLOGA CENTRALNIH BANK

Če hočemo razumeti današnjo vlogo CB in njihovo izvajanje denarne politike, je nujno vsaj delno poznavanje zgodovinske komponente, ki je CB kot institucijo izoblikovala in ji dala današnjo veljavo. Ob nastanku prvih CB v Evropi ni nihče hotel podeliti tem institucijam toliko pristojnosti, kot jih imajo sedaj. Gonilna sila ustanavljanja je bila predvsem v finančni koristi, ki so jih države (vlade) videle v ustanovitvi. Glavni namen v večini primerov je bilo poenotenje sistema izdajanja bankovcev, zaščita državnih zlatih rezerv in v izboljšavi plačilnega sistema. Kot so videli šele kasneje, so te spremembe veliko pripomogle k ekonomski učinkovitosti in stabilnosti posameznih gospodarstev. Države so se razveselile tudi možnosti pobiranja seignoraga, kot monopolnega profita CB, ki je posledično prišel v njihove roke. To pa je seveda v prihodnosti izzvalo velike politične apetite po kontroli nad to institucijo⁹, ki se jih posamezne države v celoti niso otesle še danes (Goodhart, 1988, str. 1-11). Tako je naravni evolucijski proces in splet okoliščin CB priskrbel današnjo vlogo uravnavanja in nadzovanja denarnega okolja in status matere vseh bank.

4.1. Cilji denarne politike¹⁰

CB kot centralna denarna institucija skrbi predvsem za ugodno okolje, znotraj katerega bo mogoč nadaljnji razvoj države. Dejstvo je, da CB sama ne more vplivati na končne rezultate, vendar je njen posreden in neposreden vpliv na posamezne ekonomske kategorije znaten. Da bi torej lažje ocenjevali uspešnost njenega dela, je treba jasno definirati cilje denarne politike. Pri teh definicijah je treba biti pazljiv, saj lahko govorimo o več ciljih. Za nas so najpomembnejši končni, kot so npr.: stabilnost cen, visoka zaposlenost, ekonomska rast in stabilnost deviznega tečaja, nekateri med končnimi cilji navajajo še stabilnost finančnega trga in finančnih institucij ter stabilnosti obrestnih mer.

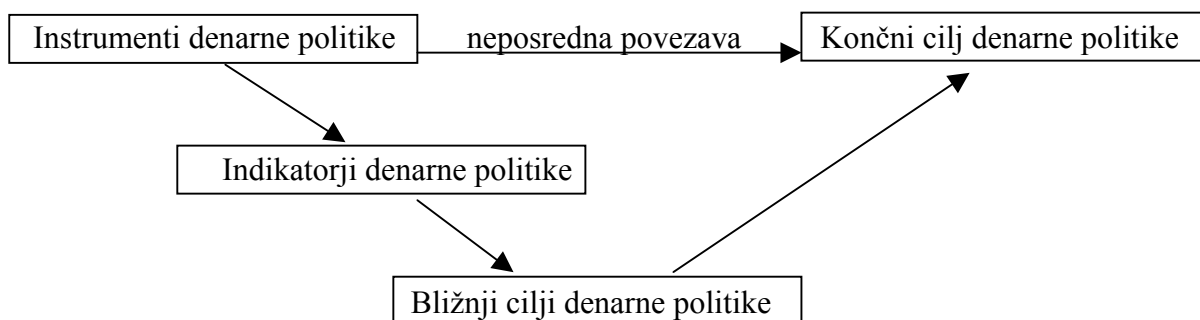
Možnosti doseganja končnih ciljev so različne, zato je logično in koristno za CB, da si postavi vmesne (bližnje) cilje. Namen vmesnih ciljev je kontrola na poti do končnih, predstavljajo neke vrste varnostni mehanizem. Da pa bi CB spremljanje vrednosti v transakcijskem mehanizmu še

⁹ Samostojno in stabilno delovanje CB je eden izmed pogojev dobrega delovanja tržnega gospodarstva. Samostojnost CB pride predvsem do izraza v nestabilnih (npr. tranzicijskih) gospodarstvih, kjer je za bodoči gospodarski razvoj stabilnost denarne sfere zelo pomembna. O tem pričajo številne opravljene študije (Dowd, Timberlake, 1998, str. 341-343; Salvatore, 1998, str. 632-633), ki so nazorno pokazale negativno povezavo med neodvisnostjo CB in stopnjo inflacije. Nizka inflacija oz. stabilno denarno okolje spodbuja ekonomsko aktivnost, hkrati pa disciplinira in poveča moč fiskalnemu sektorju (Borrero, 2001, str. 1-15).

¹⁰ Glej Ribnikar, 1999, str. 267-273.

bolj izpopolnila, je uporabila indikatorje denarne politike¹¹. Zanje je značilno, da se izredno hitro odzivajo na spremembe denarne politike in so v močni povezavi z bližnjimi cilji – le-to pa omogoči CB preverjanje sprememb relevantnih spremenljivk v predvideno smer.

Slika 3: Ponazoritev povezave med instrumenti, indikatorji, bližnjimi in končnimi cilji denarne politike



Vir: Lastna slika.

Problematika bližnjih ciljev je aktualna, izbira o primernosti le-teh pa se močno spreminja po posameznih avtorjih. Nekateri prisegajo na količino denarja in obrestno mero kot bližnja cilja denarne politike, drugi naštevajo kot možne alternative še obseg kreditov, devizni tečaj, indeks cen blaga, potek krivulje donosnosti itd.

Če na kratko povzamemo lahko rečemo, da CB z instrumenti vodi denarno politiko, katere namen je doseganje zastavljenih ciljev, t. i. končnih ciljev. Da bi to lažje dosegla, si pomaga z različnimi spremenljivkami, ki so prek transmisijskega mehanizma v neposredni ali posredni povezavi s končnimi cilji in CB omogočajo spremljanje vmesnega dogajanja na relaciji instrumenti - končni cilj.

4.2. Instrumenti denarne politike

Instrumenti denarne politike so orodja, s katerimi CB vodi denarno politiko oz. z njimi uravnava količino denarja v obtoku (lahko tudi kakšno drugo spremenljivko¹²) in na ta način stremi k želenim končnim ciljem. Pri tem gre dejansko za nakupe in prodajo finančne aktive. Če hočemo torej predstaviti instrumente denarne politike, moramo pravzaprav predstaviti, kaj in kako CB kupuje in prodaja.

Opirajoč se na različne avtorje, lahko naštejemo nekaj različnih klasifikacij instrumentov: tradicionalna delitev instrumentov denarne politike uvršča instrumente na kvantitativne in kvalitativne, nekateri jih delijo na splošne in selektivne, drugi spet na avtoritativne in posredne, itd. Med anglosaksonskimi avtorji lahko najdemo tudi delitev na tiste instrumente, ki določajo

¹¹ Nekateri potencialne spremenljivke, ki lahko služijo kot indikatorji denarne politike, so: količina primarnega denarja, rezerve bank, presežne rezerve bank, različne obrestne mere itd.

¹² Med spremenljivke lahko spada ogromno stvari, saj je dandanes poleg denarja prisotno veliko različnih likvidnih finančnih oblik.

ceno (cenovno naravnani instrumenti denarne politike), in tiste, ki določajo količino (npr. količino denarja v obtoku ali obseg kreditov).

Največkrat se instrumenti delijo na neposredne, kjer CB nastopa kot institucija z izrazito močjo reguliranja, in posredne, s katerimi CB na posamezne ekonomske spremenljivke vpliva prek denarnega trga. Slednji se označujejo kot tržni in v zadnjem času postajajo vedno bolj pomembni. Če sedaj torej predstavimo instrumente denarne politike z vidika nakupov, prodaj in ostalih regulatornih instrumentov, ki se jih poslužuje CB lahko navedemo naslednje (Ribnikar, 1999, str. 247–266):

- *Politika odprtega trga*

Politika odprtega trga je dandanes najpogosteje uporabljan instrument denarne politike. Glavni vzroki za to so njena preprostost, nediskriminatornost in fleksibilnost. Bistvo uporabe tega instrumenta je v tem, da CB kupuje in prodaja vrednostne papirje (navadno kratkoročne državne obveznice¹³, včasih tudi kakšne druge) na finančnem trgu. Na ta način vpliva na likvidnostne rezerve poslovnih bank, prek katerih vrši posreden vpliv na obseg njihovih kreditov in tako denarja v obtoku. Pri tem instrumentu CB nastopa kot vsak drugi kupec ali prodajalec vrednostnih papirjev in ne izkorišča svoje moči. Vse transakcije se opravljajo po tržno določeni ceni.

Eden izmed najpomembnejših instrumentov politike odprtega trga je *začasni nakup vrednostnih papirjev ali deviz (Repurchase agreement ali REPO)*. To je instrument, ki ga CB uporabljajo pogosto, predvsem zaradi njegove preproste uporabe. Pri začasnem nakupu govorimo o nakupu vrednostnih papirjev, pri čemer se (prvotni) lastnik zaveže, da bo čez določen čas te vrednostne papirje odkupil nazaj. Torej gre za prenos lastništva vrednostnih papirjev med dvema strankama. Pri interpretaciji tega instrumenta je treba biti predvsem pazljiv v zvezi s strankama, saj kar je za eno stranko nakup (začasni nakup), je za drugo začasna prodaja. Da se v bodoče izognemo temu problemu, bomo od sedaj naprej na uporabo tega instrumenta gledali izključno z vidika CB. Če gre torej CB v začasni nakup (REPO), to pomeni, da bo CB kupila določeno količino vrednostnih papirjev in tako za ta znesek povečala količino denarja v obtoku. Ob prodaji vrednostnih papirjev bo CB denar iz obtoka umaknila.

- *Diskont ali rediskont*

Diskont kot instrument denarne politike se je razvil v Angliji med CB in trgovci. Ko so trgovci prišli v poslovno banko in hoteli diskontirati svoje menice, se je včasih pripetilo, da poslovne banke tega niso bile sposobne opraviti. Trgovci so se nato odpravili po svoj denar v Bank of England (CB). Ker CB danes ne posluje z nebančnimi akterji, to ni več mogoče. Instrument diskonta ali rediskonta nam dejansko nakazuje možnosti, da poslovne banke pridejo do denarja CB v zameno za diskontirane vrednostne papirje.

¹³ Državne obveznice so najprimernejši vrednostni papir za tovrstne transakcije, saj bi v nasprotnem primeru CB, če bi, recimo, trgovala s papirji institucij, katerih zaupanje je manjše od državnega, lahko kršila načelo nediskriminatornosti.

Poslovne banke se odločijo za rediskont, ko zaidejo v likvidnostne težave in/ali želijo povečati svoje likvidnostne rezerve, tega pa ne morejo storiti s pomočjo finančnega trga. Ta način pridobivanja sredstev je za poslovne banke manj vabljev, saj je diskontna obrestna mera praviloma višja od tržne. Pri tem instrumentu velja omeniti tudi demonstracijski učinek. Če CB spremeni obrestno mero, ji istosmerno sledijo tudi poslovne banke, saj menijo, da je sprememba odraz gibanj v narodnogospodarskem okolju, ki kliče po spremembi cene kreditov in ostalih denarnih sredstev.

- *Obvezne rezerve bank*

Obvezne rezerve so predvsem varnostni mehanizem v celotnem bančnem sistemu, hkrati pa je z njim prek spremenjenega multiplikatorja mogoče tudi vplivati na količino denarja v obtoku. Današnja ureditev bančnega sistema omogoča poslovnim bankam ustvarjanje knjižnega denarja, ki je dejansko proizvod vsake posamezne banke. Da so torej banke sposobne zagotavljati zamenljivost svojega »zasebnega« denarja z denarjem CB, so uvedle rezerve. Vendar je želja po pretiranem zaslužku lahko včasih premočna, zato obvezne rezerve predpisuje CB, njihova velikost pa se določa kot produkt odstotka obveznih rezerv in pripadajoče postavke v pasivi premoženjske bilance banke, npr. bančne vloge. Depozitnim vlogam z različno zapadlostjo pripada različen odstotek obveznih rezerv. Daljša kot je zapadlost, manjša je stopnja. Ta t. i. instrument denarne politike služi predvsem za varovalko v celotnem bančnem sistemu pred potencialnimi likvidnostnimi težavami.

- *Omejevanje kreditov poslovnih bank*

Četrty instrument, ki bi ga lahko uvrstili v kategorijo kvantitativnih instrumentov CB, je omejevanje kreditov poslovnih bank. To je relativno preprost in učinkovit instrument, ki pa prizadene predvsem uspešne poslovne banke in se ga zato uporablja redko.

5. MAKROEKONOMSKI POLOŽAJ SLOVENIJE

Nadvse pomembno je da, preden začnemo obravnavati denarno politiko, prikažemo makroekonomske kazalce Slovenije, ki so ključnega pomena za razumevanje delovanja BS. Slovenska CB je ob ustanovitvi svojo pozornost namenila izključno vzpostavitvi trdne domače valute. Z denarnega vidika sta bila za uspeh ključnega pomena iz leta v leto nižja stopnja rasti cen in večanje zaupanja v slovenski tolar.

Začetni tranzicijski šok na gospodarskem področju je bil tako kot v drugih srednje in vzhodnoevropskih državah tudi v Sloveniji zelo močan. Osamosvojitve in končna pridobitev lastne države sta terjali visok davek za slovensko državo. Močno zmanjšanje gospodarske aktivnosti zaradi izgube bivših trgov je državo pripeljalo na rob socialne vojne. Številni stečaji in naraščajoča brezposelnost so mnoge družine pahnili na rob preživetja.

Tabela 3: Nekateri gospodarski kazalci

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Realne rasti BDP v %	-5,4	1,3	5,0	4,1	3,5	4,6	3,8	5,2	4,8	3,0
BDP v mio. USD	12.365	12.672	14.037	18.744	18.878	18.208	19.585	20.071	18.167	18.767
BDP na prebivalca v USD	6.195	6.366	7.181	7.223	9.431	9.163	9.878	10.078	9.128	9.455
Stopnja brezp. (% brezp. v aktivnem prebivalstvu)	-	-	9,1	7,4	7,3	7,4	7,9	7,6	7,2	6,3
Rast produktivnosti dela (v %)	-	7,2	5,0	3,3	4,4	5,1	3,8	4,2	3,5	3,0
Inflacija (v %)	-	22,9	18,3	8,6	8,8	9,4	6,5	8,1	8,9	7
Saldo TR v mio. USD	926	192	600	-23	31	11	-147	-783	-611	-67
Celotni zunanji dolg v mio. USD	1.741	1.873	2.258	2.970	4.010	4.176	4.935	5.400	6.217	6.717
Javno finančni prim. v % BDP	0,2	0,3	-0,2	0,0	0,3	-1,2	-0,8	-0,6	-1,4	-1,4

Vir: Letna poročila BS, različne številke.

Glavni cilj tranzicije (prehod iz socialističnega centralnoplanskega sistema v kapitalistični, kjer je edini priznani alokacijski mehanizem trg oz. cena) je predvsem dvigniti ekonomsko učinkovitost in rast. Štiri glavna področja, ki naj bi najbolj pripomogla k dosegu zastavljenega tranzicijskega cilja, so: makroekonomska stabilizacija, liberalizacija cen, prestrukturiranje gospodarstva in privatizacija ter uvedba institucionalnih reform.

Po letu 1993 se je, delno tudi zaradi zgoraj omenjenih reform, slika že začela rahlo izboljševati. Prvič v tranzicijskem obdobju je bila gospodarska rast pozitivna in Slovenija je prešla v fazo oživljanja. Sama po sebi 1,3-odstotna rast seveda ni impresivna, vendar je razveseljivo, da se je slovensko gospodarstvo po preusmeritvi na zahodnoevropske trge hitro prestrukturiralo in tako doseglo zadovoljivo raven konkurenčnosti za prodajo na zahtevnih trgih.

Verjetno najhujša težava slovenskega gospodarstva v začetku je bila relativno visoka stopnja inflacije in z njo povezano nezaupanje v domačo valuto. Ne glede na podedovan položaj bivše Jugoslavije, kjer smo imeli tudi več kot 1000-odstotno rast ravni cen, se je položaj v Sloveniji

hitro obrnil na bolje. Zadostno restriktivna denarna politika BS in pametno vodenje tečajne politike v začetnih letih sta rast cen hitro umirila in tako že v letu 1993 znižala rast cen na 22,3 odstotkov na letni ravni. K temu so seveda pripomogle tudi ugodne zunanje razmere, ki so predvsem zaradi nižanja cen primarnih surovin zavirale pretirano rast domače inflacije. Vse te pozitivne spremembe so ustvarile zadovoljiv prostor za oživitev ekonomske aktivnosti in popeljale Slovenijo na uspešno pot tranzicije.

Eden izmed pomembnejših kazalcev makroekonomske stabilnosti je tudi zunanje ravnotežje. Slovenska zgodovinska komponenta v bivši Jugoslaviji je narekovala, da je Slovenija več proizvajala, kot pa porabljala. To pomeni, da je več izvažala, kot uvažala, in tako izkazovala presežek na tekočem računu. Podatki iz priloge 2 kažejo, da je leta 1992 presežek tekočega računa dosegel dobrih 9 odstotkov BDP, nato pa se iz leta v leto manjšal, dokler se ni položaj v letu 1998 in še kasneje v letu 1999 (uvedba davka na dodano vrednost - DDV) močno poslabšal in tako presegel negativno kritično mejo. Po tem obdobju se je začel saldo izboljševati, predvsem na račun večje gospodarske rasti v tujini in tako povečanega uvoznega povpraševanja naših trgovinskih partneric. Kako se je BS odzivala na ta gibanja v PB, pa si bomo podrobneje pogledali v naslednjih poglavjih.

6. DENARNA POLITIKA IN ZUNANJE RAVNOTEŽJE SLOVENIJE PO OSAMOSVOJITVI

Program denarne osamosvojitve je začel prehajati v ospredje po zlomu Markovičevega stabilizacijskega programa¹⁴. Takoj, ko je postalo jasno, da zvezna vlada onemogoča izvedbo programa, je Slovenija podporo programu opustila in v začetku leta 1991 začela s pripravo finančne zakonodaje. Po 25. juniju 1991, ob osamosvojitvi, je reakcija zveznih oblasti izločila Slovenijo iz dinarskega področja. Republika Slovenija je bila torej prisiljena k hitri uvedbi lastnega denarnega sistema (Mencinger, 1991, str. 27-29; Lavrač, Stanovnik, 1995, str. 37-38). BS se je takoj organizirala po zakonu s tem, da je polno denarno oblast začela izvajati po izteku Brionskega moratorija za uresničevanje osamosvojitvenih aktov slovenskega parlamenta. Ta rok je potekel 8. oktobra 1991, s tem dnem pa je bila vpeljana tudi slovenska valuta tolar (Letno poročilo Banke Slovenije, 1994, str. 7). Tako se je že 9. oktobra pričela zamenjava dinarjev v tolarje po menjalnem tečaju 1 : 1.

Temelj, na podlagi katerega je BS podeljeno vodenje denarne politike in nadzor nad denarnim sistemom, predstavlja Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91). V veljavo je stopil z drugimi zakoni, ki so predstavljali t. i. paket finančne zakonodaje z dnem 25. junij 1991. Po tem zakonu je BS neodvisna ustanova, ki je odgovorna Državnemu zboru RS. BS skrbi predvsem za stabilnost valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine.

¹⁴ To je bil eden izmed zadnjih poskusov, da bi se negativni trendi v Jugoslaviji obrnili navzgor. Program naj bi ob fiksnem tečaju med dinarjem in nemško marko ter ob hkratni trdni (restriktivni) denarni, fiskalni in plačni politiki prinesel pozitiven preobrat. Politični pritiski so pripomogli k opustitvi programa, nevzdržnost fiksnega razmerja med dinarjem in marko pa je že takrat nizko kredibilnost vlade in NBJ le še zmanjšal.

Poleg zgoraj navedenih obveznosti ima BS določene naloge in pristojnosti tudi po zakonu o bankah in hranilnicah, zakonu o deviznem poslovanju, zakonu o kreditnih poslih s tujino ter po zakonu o predsanaciji, sanaciji, stečaju in likvidaciji bank in hranilnic (Letno poročilo Banke Slovenije, 1994, str. 7).

6.1. Denarna politika in zunanje (ne)ravnotežje od osamosvojitve do leta 1994

CB Slovenije si je že v začetku svojega delovanja zastavila cilj nižanja inflacije in tako prilagodila denarno politiko izključno temu. Pomembno je poudariti tudi dejstvo, da je svoje delovanje BS začela brez kakršnihkoli deviznih rezerv, torej ji je bila intervencija na deviznem trgu povsem onemogočena.

Prva težava, s katero se je spoprijela CB v letu 1991, je bila odprava presežne likvidnosti bank. Tako je v obvezno rezervo vključila vse dotedanje vrste obveznih naložb bank pri CB, nakar je sledilo znižanje stopenj obvezne rezerve¹⁵ in uravnavanje reeskontnih kvot za vsako banko posebej. Občasne primanjkljaje je BS pokrivala z začasnimi odkupi državnih vrednostnih papirjev (Letno poročilo Banke Slovenije, 1991, str. 23-25).

Težave v zvezi s PB in vodenjem tečajne politike v letu 1991 so bile naslednje: Slovenija se je v tem letu soočala z visokim upadom zunanjetrgovinskih transakcij, posebej v storitvenem sektorju. Za strukturo upada je značilno, da je uvoz padal hitreje kot izvoz, kar je kljub vsemu krepilo saldo tekočega računa PB; tudi kapitalsko-finančni del je utrpel močan upad tokov. Slabemu notranjegospodarskemu položaju so močnejši utrip in upanje dajali pozitivni zunanji dejavniki. Padec cen nafte za 14,7 odstotkov in padec cen primarnih surovin za 13,4 odstotkov sta ob vse nižjih cenah za kratkoročni kapital le omogočala počasno preusmeritev slovenskih podjetij na zahodnoevropska tržišča. Vzrok za presežek na tekočem računu gre, kljub nenehni rasti izvoza, predvsem iskati v močnem upadu uvoza blaga. Vpliv je zaradi vse večje gospodarske in politične stabilnosti pridobil tudi turizem, ki je že v letu 1991 ustvaril velike prilive. Tečaj tolarja je bil ob osamosvojitvi postavljen relativno visoko (1 DEM = 32 SIT)¹⁶. Ob postavitvi te vrednosti je BS vzela v zakup nestabilne ekonomske okoliščine, hkrati pa je s tem zaradi podcenjenosti domače valute omogočila izvoznikom boljši izhodiščni položaj (Letno poročilo Banke Slovenije, 1991, str. 6-12, 26).

Razmere v letih 1990 in 1991 so že izoblikovale določene zakonitosti, po katerih se je slovenska denarna sfera obnašala. BS je ugotovila, da se lahko v zasledovanju svojega cilja nižanja inflacije zanaša na ciljanje primarnega denarja, katerega količina je v močni soodvisnosti z rastjo cen v državi. Vendar, zavedajoč se nestabilnosti v gospodarstvu, so se napovedi za rast tega agregata določale še vedno le za prihodnji mesec. Inflacija se je od začetnih 20 odstotkov na mesečni ravni v drugi polovici leta 1992 spustila na mesečno 2

¹⁵ Stopnje obvezne rezerve so se znižale za vpogledne vloge in za vloge, vezane do treh mesecev, z 20 odstotkov na 7 odstotkov ter na 5 odstotkov za vezane vloge nad 90 dni.

¹⁶ Tečaj dinarja je bil nižji in je znašal 29 dinarjev za eno marko – BS je torej znižala vrednost domači valuti za približno 10 odstotkov.

odstotka. Enega večjih problemov, če ne celo največjega, so tega leta predstavljali presežki deviz na domačem trgu. Presežek tekočega računa je ustvaril veliko ponudbo tujega denarja, ki je ustvarjala močan pritisk na apreciacijo tolarja. Za leto 1992 je značilen tako velik presežek trgovinske bilance (glej prilogo 2) kot tudi storitvene bilance. Posledično so naraščale mednarodne devizne rezerve, samo v tem letu za 632,6 milijonov ameriških dolarjev (USD). Banka Slovenije se je zaradi neprimernega instrumentarija soočila z veliko težavo presežnih deviz. Tako je januarja 1992 predstavila blagajniške zapise (BZ) v tujem denarju, s katerimi je bila monetizacija deviz odložena za 60, 90 in 120 dni. Na ta način je BS sprostila pritisk na deviznem trgu na letni ravni za okoli 603 milijonov DEM. Dodatna težava, ki je povečevala apreciacijske tendence na slovenski tolar, je bila privatizacija stanovanj. Prenos deviz iz žepov posameznikov na devizni trg v nuji pridobitve domače valute za nakup družbenega stanovanja je problem sterilizacije še dodatno zaostрил. Realna rast povpraševanja po tolarjih skozi celotno leto in sterilizacija¹⁷ s strani CB nista bili zadostni, da bi izničili prekomerno rast količine denarja v obtoku. Realni efektivni devizni tečaj je v celotnem obdobju nakazoval tendence k rasti vrednosti domače valute (samo v obdobju december 1991 – avgust 1992 se je vrednost tolarja proti tujim valutam povečala za 29 odstotkov) (Letno poročilo Banke Slovenije, 1992, str. 16-20).

Poudarek ekonomske politike je bil v letu 1993 v precejšnji meri na institucionalnem in realnem prestrukturiranju gospodarstva. Pod okriljem Agencije za privatizacijo in Sklada za razvoj je potekala nadzorovana sanacija najšibkejših delov gospodarstva, sicer s precejšnjo zamudo pa se je pričela intenzivna privatizacija. Tudi sanacija bank je bila v polnem razmahu in je konec leta že dala prve pozitivne rezultate.

V letu 1993 je Slovenija v saldu trgovinske bilance izkazovala primanjkljaj, predvsem zaradi ogromnega padca izvoza na trge bivše Jugoslavije. Postopno razpadanje enotnega jugoslovanskega trga je imelo za Slovenijo dve daljnosežni posledici: (i) ogromen izpad poslovanja s tem območjem, ki je zahteval prestrukturiranje na ravni okrog 26 odstotkov v agregatni ponudbi in okrog 21 odstotkov v porabi, ter (ii) skrčenje denarnega območja in deviznega trga v slovenski okvir. Vse to je imelo za posledico realno apreciacijo tolarja proti dinarju v letu 1992 za 21 odstotkov in nadaljnje tendence po zmanjševanju izvoza na te trge (Letno poročilo Banke Slovenije, 1993, str. 12). Ta izpad so delno nadomestile pospešene trgovinske aktivnosti z Evropo, zlasti se je razmahnila trgovina z državami CEFTA¹⁸. Kljub temu pa je Slovenija prvič po osamosvojitvi izkazovala primanjkljaj trgovinske bilance v višini 154 milijonov USD (glej Prilogo 2). Vzrok gre iskati v poslabšanju konkurenčnosti slovenskega

¹⁷ Banka Slovenije se ni zavezala, da bo avtomatično odkupovala presežke deviz, ker bi to seveda močno povečalo količino denarja v obtoku (kar pa ni v skladu s primarnim ciljem nižanje inflacije). Uravnoveženje ponudbe in povpraševanja je bilo torej do neke meje prepuščeno trgu, BS pa je z določenimi intervencijami le ublažila močnejšo apreciacijo tolarja.

¹⁸ CEFTA (Central European Free Trade Association). Podpisnicam sporazuma iz leta 1992 (Madžarska, Poljska, Češkoslovaška) se je leta 1996 pridružila tudi Slovenija. Kasneje sta k integraciji pristopili še Bolgarija in Romunija.

gospodarstva zlasti na račun apreciacije deviznega tečaja, ki ni bila izničena v zadostni meri s povišanjem produktivnosti v gospodarstvu (glej tabelo 3).

Začetek leta 1993 je postregel z nižjimi inflacijskimi stopnjami glede na predhodno obdobje, zaradi povečanega obsega transakcij pa se je zvišala tudi realna komponenta povpraševanja po denarju. Primarni cilj denarne politike je še vedno ostala nizka inflacija, vse druge cilje, kot so tečaj tolarja in obrestne mere, je BS popolnoma podredila inflaciji in nanje vplivala le, če prvotni cilj ni bil ogrožen. Izbor instrumentov denarne politike je bil odvisen predvsem od potreb po količini denarja, delno pa tudi od drugih dejavnikov, kot so likvidnostne razmere v bankah in gibanje deviznega tečaja. Tako je v prvem polletju leta 1993 BS najpogosteje intervenirala s ponodbami lombardnih¹⁹ posojil, s katerimi je posojilojemalcem na različne načine pogojevala odkup deviz od podjetij in tako posredno vplivala na tečaj, ki naj bi izražal nespremenjeno raven konkurenčnosti naših izvoznikov. Medtem ko je bilo prvo polletje v znamenju instrumentov za povečevanje količine denarja v obtoku, se je BS v drugi polovici leta zavzemala za njegovo zmanjšanje (zaradi dospelih obveznosti BS za izdane vrednostne papirje oz. zaradi odkupa deviz od bank v sanaciji za poplačilo dospelih terjatev) (Letno poročilo Banke Slovenije, 1993, str. 20-27).

Leto 1994 je za slovensko gospodarstvo predstavljalo najuspešnejše leto po osamosvojitvi. Ustvarjena je bila 5-odstotna rast BDP, predvsem zaradi ugodnih ekonomskih trendov v tujini. K okrevanju podjetniškega sektorja je pripomogla tudi dodatna makroekonomska stabilizacija v obliki strukturnih in institucionalnih reform, nižje inflacije in ukrepov BS, ki je izdatneje branila tečaj tolarja. Močnejša izvozna komponenta je ustvarila 3,4-odstotni (v odstotkih BDP) presežek na tekočem računu (glej prilogo 2), vendar je del presežka moč pripisati tudi krepko zmanjšanemu uvozu potrošnih dobrin. V takšnih razmerah pa je seveda apreciacija tolarja neizogibna. Konkurenčnost slovenske ponudbe se je tako v letu 1994 kot tudi kasneje ohranjala v veliki meri predvsem na račun rasti produktivnosti v industriji²⁰ (Letno poročilo Banke Slovenije, 1994, str. 5).

¹⁹ Poleg lombardnih posojil je BS v letu 1993 uporabljala tudi naslednje instrumente:

- (i) Obvezne rezerve (v tem letu so znašale obvezne rezerve za vloge na vpogled in vezane vloge do 30 dni 12,5 odstotkov, za vloge, vezane od 31 dni do enega leta, 3 odstotke in 0,5 odstotka za vezane vloge nad eno leto.
- (ii) Devizni minimum za uravnavanje splošne likvidnosti v plačilih do tujine in izpolnjevanje obveznosti iz deviznih vlog prebivalcev (35 odstotkov povprečnega mesečnega plačilnega prometa s tujino v zadnjih treh mesecih in rezerve za vloge, s katerimi občani prosto razpolagajo).
- (iii) Blagajniški zapisi BS (BZ v tujem denarju, dvodelni BZ, BZ tolarjih).
- (iv) Likvidnostna posojila čez noč in posebna likvidnostna posojila.
- (v) Lombardna posojila.
- (vi) Začasni nakup BZ (REPO).
- (vii) Posredovanje na deviznem trgu, ki je bil v tem letu najpomembnejši instrument za izdajanje primarnega denarja.

²⁰ Devizni tečaj ni edini kazalnik konkurenčnosti; na svetovnih trgih jo na mikroravni lahko ocenjujemo tudi s kvaliteto izdelkov in storitev, spoštovanjem dobavnih rokov, zmožnostjo prilagajanja novim standardom itd. Z narodnogospodarskega stališča pa poleg tečaja na konkurenčnost vplivajo tudi produktivnost dela, davčne stopnje in različni prispevki za plače, učinkoviti devizni tečaj, ki vključuje tudi učinke medvalutnih razmerij, domačo inflacijo in rast povprečnih neto plač (Strojan, 2001, str. 9).

Glede na predhodno leto je predvsem na račun ugodnih gospodarskih gibanj zaslediti znaten porast uvoza v višini 14,9 odstotkov, medtem ko se je izvoz nominalno (v USD) povečal za 15,7 odstotkov. Struktura izvoza je tudi v tem letu kazala tendenco vse večjega trgovinskega povezovanja z Evropsko unijo (EU), saj se je delež izvoza na te trge povzpел že na slabi 2/3. Mednarodna menjava s trgi bivše Jugoslavije je še naprej upadala, delež izvoza na te trge je z 15,8 odstotkov (leto prej) še dodatno padel za 0,8 odstotne točke. Primanjkljaj trgovinskega dela je narasel na 338 milijonov USD, ki pa je bil več kot nadomeščen s presežkom storitev v višini 676 milijonov. Salda dohodkov (170 milijonov USD) in tekočih transferjev (1992 milijonov USD) sta bila ravno tako pozitivna.

Zgoraj omenjena dejstva nam nakazujejo, da je bil glavni problem BS v dosedanjih letih v večji meri definiran s presežki tokov tujega denarja. Ob zgolj nevtralnem opazovanju bi bil porast kupne moči tolarja tako velik, da bi bili resno ogroženi dosežki v gospodarstvu. Tako je bila primarna naloga BS, poleg nadaljnjega zmanjševanja inflacije, zagotovitev ustreznega instrumentarija, namenjenega nevtralizaciji neto pritokov kapitala, ali pa uvedba instrumentarija, ki reševanje neskladja med ponudbo in povpraševanjem po devizah prelaga v prihodnost. Trendi v PB sicer kažejo postopen upad presežka, vendar kljub temu nevtralizacijski instrumenti, s katerimi BS vodi aktivno tečajno politiko, resno ogrožajo uresničevanje glavnega cilja – nižanje inflacije. Zato aktivna tečajna politika na dolgi rok ni možna; apreciacija tolarja je torej nujna. Podrobnejša analiza nam bo dala odgovor, zakaj je in v kakšni meri je lahko BS vplivala na devizni tečaj.

- Količina denarja v obtoku

BS lahko posredno vpliva na višino deviznega tečaja s tem, da spreminja količino denarja v obtoku. Pri tem moramo upoštevati dva učinka: kratkoročnega in dolgoročnega. Kratkoročni vplivi se kažejo v znižani obrestni meri, da pa ostane PB v ravnotežju, se morajo odtoki kapitalsko-finančnega dela zaradi znižane obrestne mere nadomestiti z dodatnimi devizami iz naslova tekočega računa. Povečana količina denarja v obtoku kratkoročno torej pozitivno vpliva na nominalno rast deviznega tečaja. Dolgoročno gledanje pa stvar rahlo spremeni. Zvišana količina denarja poveča rast cen, seveda ob hkratnem zvišanju nominalnih obrestnih mer. Ko se obrestna mera izenači z obrestno mero pred povečanjem količine denarja v obtoku, se devizni tečaj sicer zmanjša, vendar ne do take mere, kakršen je bil na začetku. Dolgoročni učinek trajnega povečanja denarja v obtoku se torej izkazuje v višjem nominalnem tečaju ob višji inflaciji (Ribnikar, 1995, str. 1-6). Končno stanje pa je v nasprotju s primarnim ciljem BS, tako da se tega načina višanja tečaja ni posluževala.

- Devizni minimum

Devizni minimum je instrument denarne politike, ki ima namen zagotavljati splošno likvidnost bank v plačilih do tujine ter likvidnost bank iz naslova deviznih vlog. Devizni minimum je obvezna rezerva bank v devizah. Določen je za vsako banko posebej po kriteriju obsega deviznega varčevanja in deviznega poslovanja s tujino. V tem primeru je zanimiv predvsem zato, ker lahko z instrumentom deviznega minimuma neposredno vplivamo na ponudbo tujih

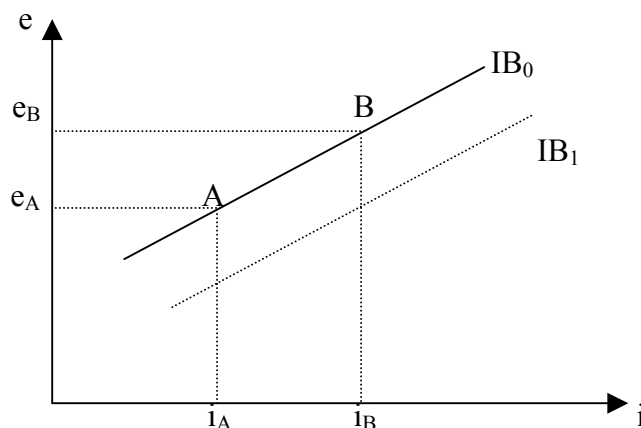
deviznih sredstev. BS se tega instrumenta za aktivno poseganje v višino deviznega tečaja ni posluževala.

- Sterilizacija

Sterilizacija je najpomembnejši instrument BS pri vodenju tečajne politike od leta 1992 naprej. Apreciacijske tendence tolarja zaradi presežka deviz na domačem trgu so bile enostavno prevelike, da bi si BS lahko privoščila večjo mero pasivnosti na tem področju. Zgolj odkup presežnih deviz na trgu bi povzročil pretirano rast primarnega denarja, s čimer bi bila ogrožena protiinflacijska politika. BS je tako začela izdajati BZ v tujem denarju, s katerimi je »odkupovala« presežne devize, ne da bi s tem povečevala količino primarnega denarja v obtoku in dodatno vplivala na rast cen. S tem instrumentom je BS prevzela vlogo posrednika izvoza deviz in tako nevtralizirala presežno ponudbo na domačem trgu (Ribnikar, 1995, str. 12-14). Predvsem se je tega načina vplivanja na devizni tečaj posluževala v letih 1992 in 1994.

Aktivno poseganje BS v devizni tečaj pa ima z narodnogospodarskega vidika tudi negativne posledice. Prva stvar, ki je ne gre prezreti, je višja obrestna mera (glej sliko 4) in celo potencialni zlom sekundarnega trga kapitala. Začetno stanje je v točki A. Če hoče BS dvigniti devizni tečaj (premik iz A v B), lahko to stori s sterilizacijo. Ob dani krivulji IB_0 se bodo posledično dvignile obrestne mere. Če v danem primeru pride do zloma sekundarnega trga kapitala (premik IB_0 v IB_1), postanejo kombinacije nominalnega deviznega tečaja in obrestne mere še bolj neugodne za podjetja. Obrestna mera ostane višja, sprememba deviznega tečaja pa je negativna in je odvisna od naklona krivulje IB.

Slika 4: Kombinacije deviznega tečaja in obrestne mere



Vir: Ribnikar, 1995a, str. 28.

Druga kritika sterilizacije je v tem, da je ob koncu sterilizacije (ob zapadlosti BZ) veliko količino težko »destilirizirati«. To se je nazorno pokazalo konec leta 1994 in v začetku naslednjega leta, ko so po koncu posredovanja devizni tečaji nekoliko padli. Tretja težava posegov v devizni tečaj se nanaša na ekonomsko uspešnost same BS. V primeru večje ponujene količine BZ morajo biti vsake nadaljnje izdaje donosnejše. Zato se lahko zgodi, da BS z izdajanjem svojih zapisov v tujem denarju dela celo izgubo (Ribnikar, 1996, str. 6).

6.2. Denarna politika v razmerah izravnane tekočega računa v obdobju 1995 do 1998

Leto 1995 je bilo tretje zaporedno leto pozitivne gospodarske rasti ob sočasnem padanju inflacije (prvič je inflacija padla na enomestno številko – 8,6 odstotkov na letni ravni). Kljub temu da se je konkurenčnost naših izvoznikov že od leta 1993 naprej slabšala (realna apreciacija tolarja, rast povprečnih plač nad rastjo produktivnosti dela), je bil izvoz še vedno glavno gonilo slovenske gospodarske rasti. Že dodobra uveljavljena podjetja so svojo prisotnost na zahtevnih trgih EU še dodatno okrepila in tako je izvoz samo na trge EU znašal približno 5,5 milijard USD. V letu 1995 je bilo zaslediti močan porast uvoza (glej prilogo 7), kar je pomenilo, da v primerjavi s predhodnimi leti v letu 1995 primanjkljaj trgovinske bilance ni bil v celoti pokrit s presežkom storitvene menjave. Saldo trgovinske bilance je bil negativen v višini 954 milijonov USD. Tekoči račun je ravno tako prvič po osamosvojitvi izkazoval rahel primanjkljaj (glej prilogo 2). Kar zadeva strukturo blagovne menjave, je ostala približno enaka. Malenkostno se je povečal delež izvoza v države EU (na 67 odstotkov) in CEFTA (na 5,1 odstotkov), rahlo pa je padel izvoz na trge bivše Jugoslavije in Sovjetske zveze.

Dogajanje na deviznem trgu so predvsem v prvem polletju spremljali finančni pritoki deviz v obliki neposrednih naložb in posojil, kar je tečaj tolarja do polletja 1995 realno dvignilo še za dodatnih 5,6 odstotkov. BS je imela v tem času zelo omejene možnosti za tečajno intervencijo. Zaradi zapadanja obveznosti iz naslova sterilizacije predhodnega leta in kopičenja negativnih tečajnih razlik se je BS soočala z izgubo, tako da nova injekcija za aktivno tečajno politiko ni bila realna – sploh ob upoštevanju dejstva, da se pri višjih ravneh učinkovitost steriliziranja denarnih učinkov deviznih intervencij zmanjšuje. Drugo polovico leta je zaznamovala uravnoteženost med ponudbo in povpraševanjem po devizah; menjalnice so celo neto prodajale devize. Navedeni dejavniki so sprožili realno depreciacijo tolarja in naglo naraščanje tečajev tujih valut (Letno poročilo Banke Slovenije, 1995, str. 31-33).

Med instrumenti denarne politike sta se v tem letu uveljavila predvsem začasen nakup BZ v tujem denarju in kratkoročno posojilo, ki sta postala stabilen vir bančne likvidnosti. Banka Slovenije je v letu 1995 primarni denar izdajala predvsem s posojili, reodkupom BZ v tujem denarju ter z nakupom deviz od bank in države. Denarni agregat M1²¹ (glej prilogo 5) pa je porasel zaradi povečanja kreditov gospodarstvu in prebivalstvu²² (Letno poročilo Banke Slovenije, 1995, str. 5-33; Arhar, 1995, str. 5–16).

²¹ Glavni denarni agregati so (statistične definicije):

- (i) primarni denar, ki je opredeljen kot seštevek gotovine v obtoku, rezerv bank in vpoglednih tolarskih vlog republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS;
- (ii) denarna masa M1, ki vključuje gotovino v obtoku, vpogledne tolarske vloge republiškega proračuna, podjetij in drugih finančnih organizacij pri BS in vpogledne tolarske vloge pri bankah;
- (iii) denarna masa M2, sestavljena iz M1, vezanih tolarskih vlog republiškega proračuna pri BS, hranilnih in vezanih tolarskih vlog pri bankah ter vlog bank v stečaju in bank v likvidacijah pri bankah;
- (iv) denarna masa M3, ki obsega M2 ter vloge prebivalstva in podjetij v tuji valuti pri bankah (Bilten BS, maj 2000, str. 84).

²² V tem letu sta se zgodila dva dogodka, ki sta za denarno politiko ravno tako pomembna:

Leto 1996 ni postreglo s pretiranimi spremembami v denarni politiki BS. Temeljna usmeritev še vedno ostaja postopno zmanjševanje inflacije (prek denarnega agregata M1, ki je v sorazmerni in odloženi povezavi z rastjo cen) in zagotavljanje stabilnosti domače valute²³, posredni cilj ostaja količina denarja. Slovensko gospodarstvo postaja zaradi svoje odprtosti²⁴ vse bolj odvisno od svoje izvozne komponente, zato je relativno visoka rast cen v letu 1996 (8,8 odstotkov) v primerjavi z inflacijo v EU še vedno pereč problem. Izvoz se je dodatno začel obremenjevati še z izdatno rastjo plač javnega sektorja, ki v končni fazi finančna sredstva jemlje menjalnemu (izvoznemu) sektorju, vendar je kljub temu (predvsem zaradi dodatnega odpuščanja delavcev v industriji in posledično hitrejši rasti produktivnosti) še ohranil raven konkurenčnosti iz prejšnjih let (Letno poročilo Banke Slovenije, 1996, str. 8-11).

V tem letu se je prvič zmanjšal izvoz našega blaga na trge EU in v države OECD. Kot protiutež temu so se začeli krepiti trgovinski odnosi z državami bivše Jugoslavije, kar gre pripisati umiritvi razmer na tem področju. Izvoz se je tako povečal za 17,8 odstotkov na 1,2 milijarde USD. Okrepilo se je tudi sodelovanje z državami bivše Sovjetske zveze. Za blagovno menjavo je tudi v tem letu značilno, da imamo blagovni primanjkljaj z razvitejšimi državami, predvsem z državami EU (994 milijonov USD), tradicionalno pa izkazujemo blagovni presežek z državami bivše Jugoslavije (676 milijonov USD). Tekoči račun je praktično izravnal (33 milijonov USD presežka), negativni saldo trgovinske bilance je bil pokrit z visokim presežkom storitvene bilance (633 milijonov USD - predvsem na račun postavke potovanja), delno tudi zaradi pozitivnega salda dohodkov in tekočih transferjev.

V letu 1997 je bila bilanca tekočih transakcij uravnovešena. Tega leta so slovenska podjetja izvozila za 8369 milijonov USD, kar je za 0,7 odstotkov več kot leto prej, uvozila pa za 9366 milijonov. Hitrejšo rast izvoza gre pripisati ugodnim zunanjim dejavnikom povpraševanja, saj se je le-to povečalo za 8,5 odstotkov na letni ravni. Uvoz je bil manjši od predhodnega leta, tako da se je negativna bilanca blagovne menjave zmanjšala za 126 milijonov USD. Delno lahko te rezultate pojasnimo tudi s povečano konkurenčnostjo zaradi deprecijacije tolarja ter povečano produktivnostjo dela. Negativni trgovinski saldo ni bil v celoti pokrit s presežkom salda storitev. Tekoči račun sta uravnovesila šele bilanca dohodkov (presežek v višini 39 milijonov USD) in presežek v bilanci tekočih transferjev (118 milijonov USD), ki je glede na prejšnje leto porasel za skoraj 30 odstotkov. Regionalna struktura blagovne menjave se ni bistveno spremenila. Naša najpomembnejša trgovinska partnerica je ostala Nemčija (v Nemčijo

-
- a.) v New Yorku je bil dosežen sporazum med Republiko Slovenijo in zasebnimi bankami, po katerem naj bi Slovenija prevzela 18 odstotkov celotnega jugoslovanskega dolga po Novem finančnem sporazumu iz leta 1988 in
 - b.) 1. septembra je RS formalno razglasila konvertibilnost slovenskega tolarja v skladu z določili 8. člena Statuta IMF.

²³ Stabilnost slovenskega tolarja se kaže v večjem zaupanju državljanov do domače valute in posledično naraščanje varčevanja v tolarjih. V letu 1996 se je struktura varčevanja že približala razdelitvi med varčevanjem v tuji valuti in v domači valuti na delež 50 : 50. V začetku leta 1991 je bila struktura 80 : 20 v korist tuje valute (Letno Poročilo Banke Slovenije, 1996, str. 5).

²⁴ Slovenija je svojo odprtost povečevala z vključitvijo v razne trgovinske organizacije: 1994 – GATT, 1995 – WTO, 1995 – EFTA, 1995 – CEFTA ob hkratnem podpisovanju bilateralnih pogodb na osnovi FTA (Bolgarija, Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva, Makedonija itd.).

smo izvozili 46 odstotkov celotnega blaga v primerjavi z izvozom v EU in 29,3 odstotkov celotnega izvoza), na drugem mestu ji je sledila Italija, ki je predstavljala približno polovični delež Nemčije. Kapitalsko-finančni del PB so v tem letu zaznamovali obsežnejši pritoki kapitala v obliki neposrednih naložb. Tujci so k nam pripeljali za 321 milijonov USD kapitala, medtem ko so bili obratni tokovi manjši in so dosegli le 26 milijonov. Močni so bili tudi pritoki kapitala iz naslova portfolio naložb, večji del sredstev je sicer odpadel na izdajo evroobveznic v mesecu juniju.

Leto 1997 nam je prvič postreglo z večjim javnofinančnim primanjkljajem v višini enega odstotka BDP, predvsem na račun manjših carinskih prihodkov zaradi podpisanih trgovinskih sporazumov in prehitre rasti stroškov dela, pokojnin in socialnih transferjev. Gospodarska rast ni dosegla načrtovane; inflacija se zaradi visoke rasti nadzorovanih cen tudi ni gibala v zeleno smer. BS je v letu 1997 kot svojo prioriteto nalogo še vedno ohranila postopno zmanjševanje inflacije in/ali zagotavljanje stabilnosti domače valute, vendar je prvič za bližnji cilj denarne politike določila širši denarni agregat – M3²⁵. M3 (glej prilogo 4) naj bi dal denarni politiki glede na svoje delovanje srednjeročno usmeritev.

Leto 1998 nam je postreglo z nekaterimi nepredvidljivimi dogodki, ki jih naše makroekonomske področje do tedaj ni bilo vajeno. Slovenska ekonomija je s svojo majhnostjo in izvozno usmerjenostjo pod močnim zunanjim vplivom. Strah, ki so ga povzročile azijske krize (zlom tajskega bahta in ruska finančna kriza), je močno vplival tudi na slovenske razmere. Umik zahodnjaškega kapitala iz tranzicijskega območja Slovenijo ni prizadel tako močno kot krčenje mednarodne menjave z Rusijo. Za Slovenijo je izrednega pomena, da so relativno neprizadeta ostala evropska gospodarstva, ki so še vedno generirala 6,8-odstotno rast našega izvoza na te trge. Kljub rasti izvoza pa je zaslediti velik padec cenovne in stroškovne konkurenčnosti, ki je poslabšala predvsem položaj slovenske predelovalne industrije, ki ima v strukturi tako izvoza kot uvoza velik delež.

Te tendence v zmanjševanju izvoza oz. izvozne konkurenčnosti lahko v letu 1998 podkrepimo še z realno apreciacijo tolarja v višini 3 odstotkov proti nemški marki in 10 odstotkov proti USD. Sicer je tekoči račun PB prešel v negativne številke (147 milijonov USD primanjkljaja), vendar apreciacija tolarja in manjša razlika med realno rastjo plač na zaposlenega in produktivnostjo dela nakazujeta na možne dodatne negativne premike v prihodnosti (Letno poročilo Banke Slovenije, 1999, str. 29-30).

Če na kratko povzamemo obravnavano obdobje od 1995 do 1998, lahko ugotovimo, da je diferenca med tujimi in domačimi obrestnimi merami še vedno ohranjala tendence po kapitalskih pritokih, kar je sililo delovanje BS v smeri nevtralizacije presežnih sredstev. Glede na predhodno obdobje (1991–1994) za katero je bil značilen velik presežek na tekočem delu

²⁵ Na seje BS je bila sprejeta 18-odstotna rast denarnega agregata M3 z odstopanjem štirih odstotnih točk. Dejanska rast v letu 1997 na letni ravni je bila 22,9-odstotna, kar je za slabo odstotno točko več, kot predvideva zgornja meja.

PB, se v časovnem obdobju 1995–1998 to ni več dogajalo. Problem, s katerim se je morala soočiti BS, so bile relativno višje obrestne mere v primerjavi s svetovnimi in posledično zaradi vse bolj liberaliziranih kapitalskih tokov pritoki le-tega. Sterilizacija tujega kapitala je bila predvsem v letih 1994 in 1995 zaradi omejenih možnosti CB zelo okrnjena. Apreciacijo domače valute je izvozni sektor poskušal izničiti predvsem z višanjem produktivnosti dela, in to sicer na račun dodatnega odpuščanja.

6.3. Denarna politika v obdobju od 1999 dalje

Leto 1999 je bilo zaznamovano predvsem z uveljavitvijo nove zakonodaje: 1. februarja je stopil v veljavo asociacijski sporazum med Slovenijo in EU²⁶, ki predstavlja dodatno liberalizacijo na kapitalskem področju, isti mesec je bil sprejet nov bančni zakon, ki je tujim bankam na našem področju omogočil odpiranje podružnic, sprejet je bil nov devizni zakon, ki je predvsem izenačil pravice razpolaganja z devizami pravnih in fizičnih oseb, 1. julija je stopil v veljavo zakon o davku na dodano vrednost, ki je povzročil velika tržna nihanja in deviacijo v obnašanju slovenskega potrošnika, omeniti velja še pokojninsko reformo, ki je bila sprejeta pred iztekom leta (Letno poročilo Banke Slovenije, 1999, str. 7).

Gospodarske razmere na svetovni ravni so bile spodbudne za slovensko ekonomsko aktivnost, saj je tuja gospodarska rast močno vplivala na povečevanje našega izvoza. Vendar so na drugi strani močno porasle tudi dolarske cene nafte in naftnih derivatov, kar je dvignilo naše uvozne izdatke. Delež nafte v skupnem uvozu je bil leta 1998 5,5-odstoten, leta 1999 6,4-odstoten, leta 2000 pa celo 8,9-odstoten. Posledično je bil skupaj z uvedbo DDV²⁷ učinek na tekoči račun zelo negativen. Tako je popolnoma nepotreben skok uvoza, posebno avtomobilov, sredi leta 1999 zlomil že prej krhko plačilnobilančno ravnovesje (Mencinger, 2002, str. 20). Slovenija je tako prvič občutila večji primanjkljaj²⁸ na tekočem računu v višini 783 milijonov USD oz. 2,9 odstotka BDP.

Na relativno nižji izvoz od potencialnega so vplivali predvsem dejavniki v bivši Jugoslaviji. Trgovinsko menjavo s sedanjimi državami tega območja sta zmanjšala tako vojna na Kosovu kot tudi slab gospodarski položaj na Hrvaškem, ki je v preteklih letih postala pomembna trgovinska partnerica (tretja najpomembnejša s skoraj 10 odstotnim deležem v celotnem izvozu). Izvoz (glej prilogo 3) je realno najbolj naraščal na za Slovenijo že tradicionalno dobre evropske trge. Omenjena gibanja v blagovni menjavi so povzročila znatni primanjkljaj v višini

²⁶ S tem sporazumom je Slovenija postala uradno pridružena članica EU. Slovenija se je zavezala, da bo omogočala prost pretok kapitala na področju neposrednih naložb in na področju komercialnih in finančnih kreditov. V nadaljnjem obdobju štirih let pa mora sprostiti tudi tokove kapitala iz naslova portfeljskih naložb. Sporazum torej narekuje prost pretok kapitala, vendar v izrednih okoliščinah (težave pri delovanju tečajne ali denarne politike zaradi prostega pretoka tokov) tudi omogoča, da Slovenija za obdobje šestih mesecev sprejme določene ukrepe na področju prostega pretoka.

²⁷ Uvedba DDV je imela velik pozitiven vpliv na povečan uvoz. V juniju, mesecu pred uvedbo, je uvoz (predvsem investicijskega in potrošnega blaga) močno narasel, zaradi česa je nastal velik primanjkljaj v blagovni menjavi. Uvoz je v naslednjih mesecih upadal, proti koncu leta pa se je trend spreobrnil (na račun povečane ekonomske aktivnosti domačega gospodarstva).

²⁸ Nanj sta močno vplivala tudi zmanjšan presežek menjave storitev ter nižji neto dohodki od dela.

1245 milijonov USD v trgovinski bilanci. Ta rezultat sta le blažje omilila saldo storitvenega dela (pozitiven v višini 364 milijonov) in saldo tekočih transferjev (123 milijonov USD).

V letu 2000 lahko govorimo o poglobljanju javnofinančnega primanjkljaja, ki je znašal 56 milijard oz. 1,4 odstotka BDP. Med pomembnejšimi vzroki za višji primanjkljaj kot v predhodnem letu sta zagotovo višja inflacija od načrtovane (predčasno usklajevanje rasti plač in pokojnin z rastjo cen) ter manjša domača potrošnja (manjši prihodki v proračun z naslova DDV) ob višjem izvozu (večja izplačila oz. vračila DDV). Inflacija je bila pod močnim vplivom zunanjih dejavnikov, predvsem rasti cen nafte in naftnih derivatov tako, da je rast cen življenjskih potrebščin znašala v letu 2000 8,9 odstotkov.

Razmere na tekočem računu PB so se glede na predhodno leto rahlo izboljšale, vendar kljub temu beležimo relativno velik primanjkljaj na tekočem računu v višini 3,4 odstotka BDP. To izboljšanje izhaja predvsem iz manjšega primanjkljaja blagovne menjave²⁹ in rahlo povečanega presežka storitvene menjave. Po podatkih BS so realne rasti tako izvoza kot uvoza večje od tistih, ki jih lahko izračunamo na podlagi dolarskih cen. Tako znaša realna rast izvoza v letu 2000 11,2 odstotkov, realna rast uvoza blaga pa le 3,6. Tako nizko rast uvoza lahko upravičimo z visoko osnovo prejšnjega leta, ki je bila dvignjena z uvedbo DDV. Regionalna struktura se je le rahlo spremenila. Deleži naših podjetij na evropskih trgih so se začeli zniževati (predvsem je zaslediti padec v Nemčiji in Italiji), vendar ti trgi še vedno predstavljajo osnovo naše menjave. Med državami je imela še vedno največji delež Nemčija (izvoz 27,2 odstotkov, uvoz 19 odstotkov), ki so ji sledile Italija (13,6 odstotkov, 17,4 odstotkov), Avstrija (7,5 odstotkov, 8,2 odstotkov), Francija itd. V letu 2000 se je močno okrepila blagovna menjava z državami bivše Jugoslavije (predvsem Hrvaška, Bosna in Hercegovina ter ZR Jugoslavija) ter državami bivše Sovjetske zveze (Letno poročilo BS, 2000, str. 18-21).

Primanjkljaj tekočega računa je bil v celotni meri krit s prilivi kapitala iz tujine, ki so poleg pokrivanja primanjkljaja omogočili še akumulacijo mednarodnih denarnih rezerv. Najpomembnejši vir pritokov je predstavljalo zadolževanje v tujini z dolžniškimi instrumenti, ostali pritoki so ostali na približno isti ravni prejšnjih let. Neposredne naložbe so v večini zastopali reinvestirani dobički tujih lastnikov, po zatišju v zadnjih dveh letih so se ponovno rahlo povečale portfeljske naložbe (Letno poročilo Banke Slovenije, 2000, str. 22-23).

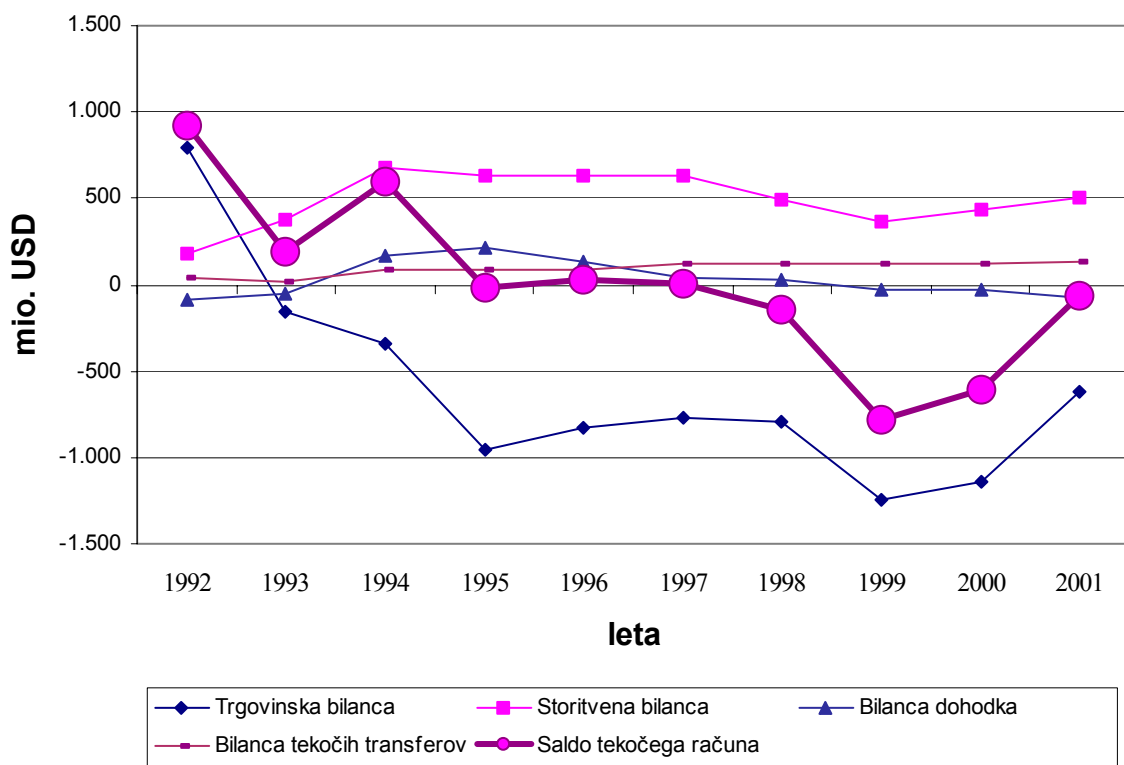
Trg tujega denarja je bil v letu 2000 pod močnim vplivom plačilnobilančnih gibanj. V prvem četrtletju je prevladovalo presežno povpraševanje po tujem denarju, ki se je v drugem četrtletju prevesilo v ravnotežno stanje, za drugo polovico leta pa je značilna presežna ponudba deviz. Tako so v prvi polovici leta banke ob BS devize odkupovale (BS je s tem vplivala na počasnejšo rast tečaja), proti koncu leta pa je bila stvar ravno obratna. Tolar je v letu 2000

²⁹ Tu lahko izpostavimo dva vzroka, ki sta saldo blagovne menjave vlekla vsak na svojo stran: (i) poslabšanje pogojev menjave (TOT-terms of trade) – če bi pogoji menjave ostali isti kot v letu 1999, bi bil blagovni primanjkljaj nižji za 2,5 odstotka BDP in (ii) hitra realna rast izvoza na evropske trge v tem letu – gospodarska rast je po ocenah IMF v letu 2000 znašala 4,7 odstotkov, kar pomeni najvišjo stopnjo v zadnjem desetletju. Za nas so pomembne evropske trgovinske partnerice, predvsem Nemčija, Italija, Francija in Hrvaška.

realno depreciral za 4,6 odstotkov merjeno z razmerjem med spremembo tečaja in razmerjem med tujimi in domačimi cenami proizvajalcev. Če vzamemo drug deflator (npr. cena življenjskih stroškov), je bilo razvrednotenje nekoliko nižje, in sicer v višini 3,3 odstotka.

Ekonomska aktivnost na svetovni ravni je bila v letu 2001 upadajoča, stanje pa so še dodatno zaostrovali dogodki v ZDA po 11. septembru. Padec gospodarske rasti v ZDA je na nas vplival le posredno – zaradi zmanjšanja rasti na evropskih trgih. Mednarodna trgovina je glede na predhodno leto imela občutno manjši prirast, le 0,3-odstoten. Manjše uvozno povpraševanje po slovenskih dobrinah na evropskih trgih so izvozniki uspešno nadomeščali z izdatnejšo aktivnostjo na trgih bivše Jugoslavije (14-odstotna rast izvoza) in Sovjetske zveze (45-odstotna rast), naraščala je tudi menjava s storitvami. Ob hkratnem izboljševanju pogojev menjave se je predvsem znižal primanjkljaj blagovne menjave, ki se je na predhodno leto razpolovil. Ob naraščajočem presežku storitev se je tekoči račun skoraj izravnal, saj je konec leta izkazoval primanjkljaj le v višini 67 milijonov USD (glej prilogo 2).

Slika 5: Prikaz postavk tekočega računa v letih od 1992 do 2001 (v milijonih USD)



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, različne številke, in lastni izračuni.

Zaslediti je močan porast neto finančnih tokov v višini 1647 milijonov USD (8,7 odstotkov ocenjenega BDP), 42 odstotkov od teh pritokov je posledica selitve tuje gotovine občanov v banke ob uvedbi evra v začetku leta 2002. Država se je na tujih trgih v letu 2001 zadolževala manj kot v letu poprej. Močno so se povečali tudi tokovi neposrednih naložb. Tujci so se

predvsem osredotočili na naložbe v telekomunikacije in bančništvo, hkrati so se povečale tudi ostale, manjše naložbe tujcev. Tokovi portfolio naložb so bili v tem letu negativni. Aktivno so na tujih trgih s slovenskim kapitalom nastopala tudi naša podjetja, ki so večinoma investirala na trgih bivše Jugoslavije (Letno poročilo Banke Slovenije, 2001, str. 17-18).

Neto finančni pritoki so posledično sprožili tendence po apreciaciji tolarja. Banka Slovenije je v okviru postavljenih ciljev podpirala rast deviznih tečajev do te mere, da ni bila v nasprotju s svojim osnovnim ciljem – postopnim zmanjševanjem inflacije. Hkrati pa je poskušala tudi zmanjševati domače obrestne mere in tako zapirati obrestni razmik med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Kljub naporom BS³⁰ je tolar med letom, intenzivneje predvsem v drugi polovici, appreciiral.

Od začetka 90-ih do leta 1996 smo v Sloveniji imeli opraviti z vplivom strukturnih reform na raven realnega deviznega tečaja. Od takrat dalje pa je apreciacija zaradi izrazitejših vplivov produktivnosti kot posledica prestrukturiranja podjetij nastajala na zdravi osnovi. Dogajanje na tekočem računu lahko torej dolgoročno pojasnimo predvsem z gibanjem realnega deviznega tečaja, ki se je z leti približeval ravnovesni vrednosti. Znano je namreč, da je bila začetna deprecijacija večja, kot bi bilo potrebno za prehod na ravnotežno raven (Jazbec, 2002, str. 265-266).

Napovedi BS v letu 2001 glede PB so optimistične. Ocenjujejo nadaljnji porast tako blagovne kot storitvene menjave z državami bivše Jugoslavije, saj tokovi še niso dosegli dolgoročnega ravnotežja, na večjo rast pa utegne negativno vplivati predvsem slaba plačilna sposobnost tamkajšnjih partnerjev. Trend padanja povpraševanja po naših proizvodih v državah EU se bo tekom druge polovice letošnjega leta obrnil navzgor in v naslednjem letu dosegel rast iz sredine 90-ih prejšnjega stoletja (Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije, 2002, str. 20-21).

7. ANALIZA SLOVENSkih RAZMER Z MUNDELL-FLEMINGOVIM MODELOM

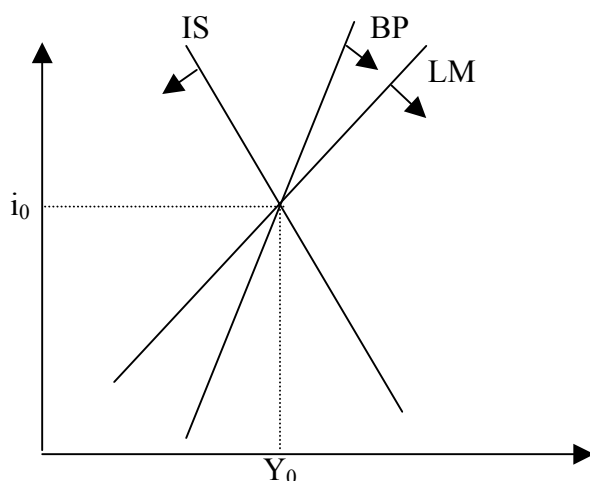
Slovenija se je v začetku svojega obstoja soočila predvsem z dvema težavama na makroekonomski ravni: z visoko inflacijo in gospodarsko recesijo. Začetni recesijski pritiski zaradi izgube bivših trgov so se izkazovali v negativni gospodarski rasti in visokem porastu brezposelnosti in so bili sproščeni šele v sredini 90-ih ob ustreznem prestrukturiranju in preusmeritvi podjetij na evropske trge. Inflacija kot drugi problem se je drastično zniževala v prvih poosamosvojitvenih letih (glej tabelo 3), kasneje ob koncu 90-ih pa je bila rast cen na letni ravni sicer v okvirih enomestnih števil, vendar nikakor ni hotela slediti načrtovanemu

³⁰ Instrumentarij denarne politike je bil v letu 2001 prilagojen finančnim pritokom iz tujine oz. potrebam monetizacije deviz in kasneje sterilizacije. Tako je bil začasni nakup deviz za sedem dni čez vse leto najpomembnejši vir likvidnosti, posojila in začasni odkup BZ v tujem denarju pa niso imeli pomembnejše vloge (Letno poročilo Banke Slovenije, 2001, str. 32-33).

cilju nadaljnega upadanja. PB oz. njen tekoči del se je v letih 1992, 1993 in 1994 gibal v presežku, kasneje je prišlo do uravnoteženja, leta 1998, 1999 in 2000 pa je zaznati znatnejše primanjkljaje. Razlogov je več: od apreciacije tolarja, pretirane rasti plač, uvedbe DDV, rasti cen nafte in naftnih derivatov itd.

Najpomembnejši dejavnik spremembe nagiba krivulje LM v Sloveniji (glej sliko 6) je bila razlika v inflacijskih stopnjah doma in v tujini. Večja rast cen kot deviznega tečaja je povzročala realno apreciacijo tolarja (manjši izvoz) in povečanje kupne moči prebivalstva (večji uvoz). Za zapolnitev vrzeli je nujno sledilo povečanje tujih finančnih virov, ki v razmerah drsečega deviznega tečaja povečujejo elastičnost transakcijskega povpraševanja po denarju. LM zato postane bolj položna (Rolih, 1998, str. 249-250).

Slika 6: Model IS–LM–BP za Slovenijo po osamosvojitvi



Vir: Rolih, 1998, str. 249.

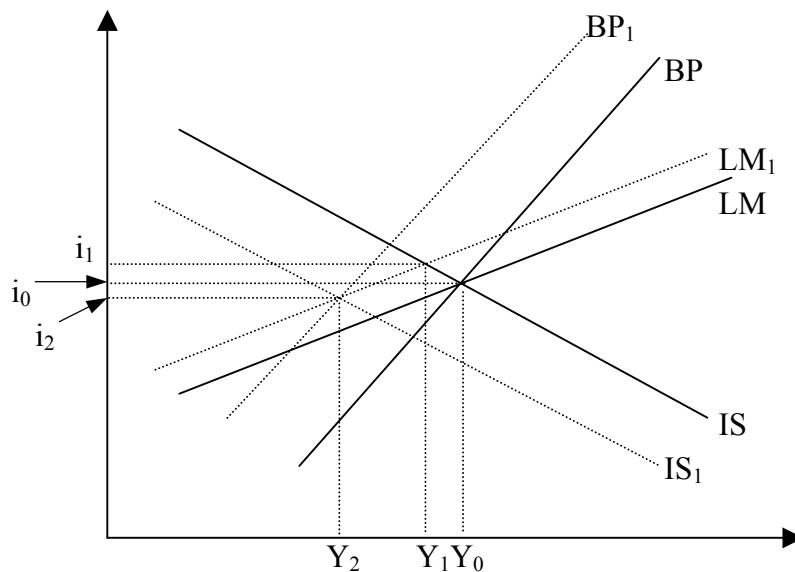
Spremembo elastičnosti krivulje BP lahko pojasnimo s povečanjem mednarodne mobilnosti kapitala. Slovenija je bila sprva zaradi premajhnega varčevanja prisiljena uvažati kapital, kasneje pa so se spremenili tudi ostali kazalniki, ki so tuje k nam vabili (npr. manjše deželno tveganje) in tako povečali tokove.

V naslednji sliki bom z MF-modelom poskušal prikazati, kako je slovenska CB oblast vplivala na določene makroekonomske kazalce z vodenjem svoje politike. V sistemu uravnane drsečega tečaja restriktivna denarna politika³¹ povzroči kratkoročen dvig obrestne mere (z i_0 na i_1), dohodek se zmanjša (Y_0 na Y_1), PB pa se pomakne v stanje presežka. Presežek ob neaktivnosti CB zahteva apreciacijo domače valute. BS je, kot je bilo že razloženo v prejšnjih poglavjih, vedno vodila sorazmerno aktivno tečajno politiko (monetizacija deviz in kasnejša sterilizacija domačega denarja) ter tako preprečevala pretirano zvišanje vrednosti domače

³¹ Primer nakazuje na odzivanje določenih spremenljivk ob predpostavki, da BS vodi restriktivno denarno politiko ob popolni pasivnosti preostalih ekonomskih politik. Predpostavlja se tudi, da je bila Slovenija v začetku (ob osamosvojitvi) v ravnotežju na vseh treh trgih.

valute. Kljub temu pa je tolar neprestano apreciral ter tako poslabševal razmerje med pritoki in odtoki na tekočem računu – premik krivulje BP v levo (BP v BP₁).

Slika 7: Delovanje izključno denarne politike v slovenskih razmerah



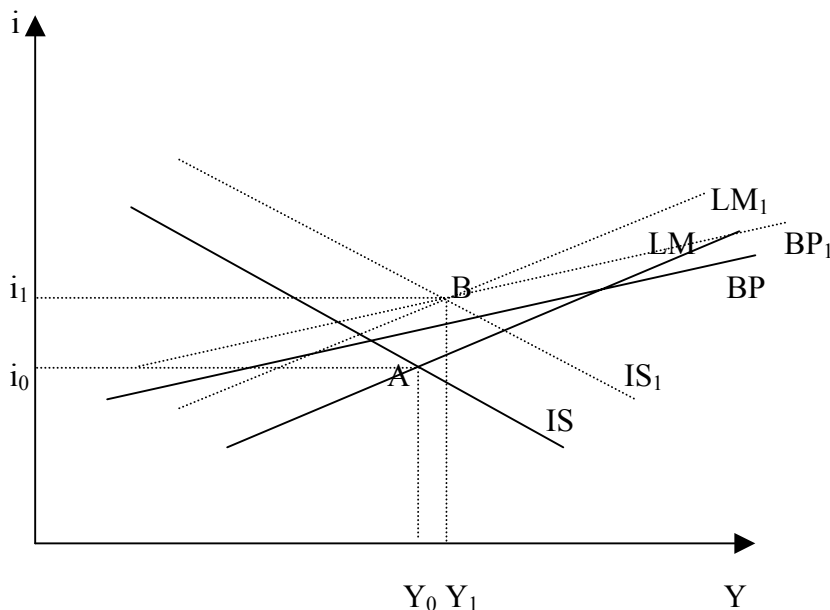
Vir: Lastna slika.

Vidimo, da je padec tečaja oz. premik krivulje BP v levo navzgor še dodatno okrepi padec dohodka, vendar povzročil malenkosten padec obrestne mere. Ko se vzpostavi končno ravnotežno stanje, smo v točki, ki jo determinirata vrednosti Y_2 in i_2 . Vendar je tako ozko gledanje na oblikovanje ekonomske politike z grafičnim manipuliranjem spremenljivk modela zelo neprimerno. Gradnja ekonomske politike zahteva dosti bolj kompleksne in zahtevnejše nastavke, ki pa nam nikoli ne dajo celovitih rešitev. Naš primer obsega zgolj učinke denarne politike ob upoštevanju predpostavke »ceteris paribus«. Za celovito obravnavo bi morali upoštevati najmanj še učinke fiskalne,³² tečajne in dohodkovne politike.

Cilj tega poglavja je v okviru MF-modela postaviti nadaljnje usmeritve ekonomske politike z upoštevanjem trenutnih razmer. Slovenija se glede na zadnje razpoložljive podatke konec leta 2001 sooča z relativno visoko inflacijo (v primerjavi z državami EU), katere zniževanje še vedno ostaja primarni cilj denarne politike, z relativno visoko gospodarsko rastjo, hkrati se ubada s problemom nezaposlenosti in z rahlim primanjkljajem na tekočem delu PB. To bo za nas izhodiščno stanje, ki je v sliki 8 označeno s črko A.

³² Fiskalna politika vključuje spremembo javnih izdatkov in/ali javnih prihodkov (davkov). Ima močan vpliv na premik krivulje IS, ki bi v našem primeru (če bi šlo za ekspanzivno fiskalno politiko) močno omilila padec ravnotežnega dohodka.

Slika 8: Učinek restriktivne denarne, ekspanzivne fiskalne in aktivne tečajne politike na notranje in zunanje ravnotežje Slovenije



Vir: Lastna slika.

Če želi Slovenija doseči notranje in zunanje ravnotežje, bo potrebna ustrezna kombinacija instrumentov ekonomskih politik. Kljub temu da je reševanje določenih makroekonomskih težav lahko prepuščeno času in delovanju t. i. avtomatskih stabilizatorjev, so stroški z narodnogospodarskega stališča v tem primeru enostavno preveliki, tako da je treba uporabiti elegantnejše rešitve – MF-model nam ponuja naslednjo. Problem visoke inflacije nakazuje nadaljnjo uporabo restriktivne denarne politike. Ta se v modelu kaže kot premik krivulje LM levo navzgor v LM_1 . Sledi dvig obrestne mere in padec dohodka. Padec dohodka se mora nadomestiti s sočasno uporabo ekspanzivne fiskalne politike, drugače bi bili stroški dezinflacije previsoki (premik krivulje IS desno navzgor v IS_1). Transakcijski mehanizem MF-modela učinek restriktivne denarne politike prenese tudi na plačilnobilančno ravnotežje trg. Višje obrestne mere stimulirajo pritek tujega kapitala, le-ta pa ustvarja močne pritiske na apreciacijo tolarja. Krivulja BP se pomakne rahlo v levo navzgor v BP_1 .

Premiki krivulj zaradi posameznih usmeritev tako denarne kot fiskalne politike so prikazani črtkano in se stikajo v točki B. To je končno stanje, ki je sedaj ravnotežno (ob višjem dohodku in višji obrestni meri). Previsoka obrestna mera je lahko zelo problematična, zavedajoč se učinkov, ki jih ima tako na notranje kot na zunanje ravnotežje. Z vidika problematike notranjega ravnotežja lahko pretirano visoke obrestne mere zavirajo ekonomsko aktivnost (kar znižuje tako gospodarsko rast kot zaposlenost oz. upočasnijo rast zaposlenosti), visoke obrestne mere (večja razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami) pa dodatno stimulirajo pritoke tujega kapitala v gospodarstvo, kar ima za posledico nadaljnje tendence po apreciaciji tolarja in dodatnih stroških zaradi sterilizacijskih ukrepov BS.

Rezultat, s katerim nam postreže MF-model, je v končni fazi le teoretični produkt, ki nam ga model na podlagi vseh predpostavk da. Dejansko stanje nikoli ni popolnoma skladno s predpostavkami in tudi spremenljivk, ki vplivajo na končni rezultat, je v realnosti več in so v tem primeru iz modela izključene. Kljub vsem omejitvam pa vsekakor ne gre zanemarjati ugotovitev, do katerih smo prišli na podlagi modela in postavljenih predpostavk.

Slovenija mora torej tudi v prihodnosti voditi (zmerno) restriktivno denarno politiko, pri tem poskušati ne preveč dvigniti obrestnih mer. Primarni cilj mora še vedno ostati nižanje inflacije, da še pred vstopom v EU le-to znižamo na evropsko raven. Glede na trenutni položaj se problem inflacije ne zmanjšuje predvsem zaradi neprimerne plačne (sindikati so dejansko sposobni udejanjiti skoraj vsako zahtevo po povišanih plač) politike in nagrajevanja ter neprestanega dvigovanja s strani vlade kontroliranih cen. Pretirana realna rast plač v določenih sektorjih (predvsem v javnem sektorju), ki je v nekaterih letih presegala rast produktivnosti dela, se je kljub naporom BS manifestirala v stagnaciji in ne zniževanju rasti cen. Kar zadeva fiskalne izdatke, se mora prerazporeditev sredstev nagniti v korist investicij. Zmanjšati se morajo sredstva, namenjena plačam, nadaljevanje procesa privatizacije državne lastnine se mora usmeriti v refinanciranje javnega dolga, ki se je približal vrednosti tretjine BDP (glej prilogo 6), nadalje pa bi lahko ob ugodnejših gospodarskih gibanjih privarčevali tudi pri socialnih transferjih.

Naš nadaljnji gospodarski razvoj je izvozno naravnani. Politika deviznega tečaja je bila v dosedanjih letih zagotovo močan instrument našega razvoja. Realni tečaj³³ je BS iz leta v leto vzdrževala na približno isti ravni predvsem z depreciacijo domače valute. Inflacija, ki ravno tako določa njegovo raven, je postala v tem modelu določanje izvozne konkurenčnosti postranskega pomena. Dvom o pravilnosti take politike pa se vsekakor poraja s prihajajočim članstvom v EU oz. vstopom v ERM-mehanizem. Takrat bo obstoječi instrument sedanjega prilagajanja realnega tečaja onemogočen, kar lahko pomeni veliko težavo za konkurenčnosti našega izvoznega sektorja. Rešitev se torej skriva v striktni protiinflacijski politiki; strah, da se s tako politiko zaduši gospodarska rast, je seveda upravičen, vendar zato odlašanje za vodenje take politike vsekakor ni na mestu. Trenutna protiinflacijska in aktivna tečajna politika v končni fazi peljeta v ohranjanje realnega deviznega tečaja, ki se dosega z nominalno depreciacijo, leta se potem na domačem trgu z zviševanjem cen tako uvoznih kot končnih produktov manifestira v višji inflaciji (Polanec, Damijan, 2002, str. 22).

³³ $E = (e \cdot P_t) / P_d$, pri čemer E predstavlja realni devizni tečaj, e nominalni devizni tečaj, P_t inflacijo v tujini in P_d inflacijo doma.

8. DENARNA POLITIKA IN VKLJUČEVANJE SLOVENIJE V EVROPSKO UNIJO

Proces širitve EU je dosegel fazo, ko države kandidatke že trkajo na vrata. Njihov končni cilj ni samo doseg članstva v tej integraciji, ki je dodobra prevetrila Evropo po 2. svetovni vojni, temveč si želijo nadaljnega poglobljanja tudi v ekonomsko in monetarno unijo in v končni fazi tudi prevzeti valuto evro. Izdelane študije, ki nakazujejo na privarčevane ogromne vsote denarja, ki izhajajo iz koristi skupnega trga³⁴ in skupne valute, so očitno zadostna vaba za izpeljavo zahtevnega projekta.

To postavlja tako Slovenijo kot vse preostale kandidatke za članstvo pred zahtevno in kompleksno nalogo: da si v relativno kratkem času (do vstopa v EU) zagotovijo približno enake pogoje za sodelovanje na enotnem evropskem trgu, kot jih imajo obstoječe članice. V nasprotnem primeru se njihov vstop lahko izkaže predvsem z negativnimi posledicami, kot sta povečana stopnja brezposelnosti in nizka (lahko celo negativna) gospodarska rast. Pri doseganju ekonomske osnove za zagotovitev uspešnega razvoja slovenskega gospodarstva v evropski družini bo ogromno vlogo prevzela CB s svojo denarno politiko. Pri tem sta pomembni predvsem dve spremenljivki, ki ju bo posredno uravnavala: raven cen in razmerje med tolarjem in evrom (torej devizni tečaj). Delo BS se mora kazati v znižanju inflacije na evropsko raven, hkrati pa mora BS izoblikovati devizni tečaj, ki bo vzdržan na daljše obdobje. Hitrejša realna konvergenca, ki je posledica višje rasti produktivnosti v Sloveniji v primerjavi z državami EU, vsekakor povzroča pritiske na apreciacijo tolarja. Dokler imajo ti pritiski podlago v realnem gospodarstvu in so posledica novega investiranja in prestrukturiranja podjetij, je apreciacija upravičena, kar pa ne drži, če pa so pritiski povzročeni s pritoki tujega kapitala zaradi pretiranega zadolževanja.

Ob vstopu v območje evra se bo BS odpovedala svoji monetarni suverenosti in jo prenesla v roke evropskih nadsocijalnih oblasti. Tu govorimo o izgubi vodenja lastne denarne politike in lastne tečajne politike, katere instrumente je BS pogosto uporabljala za uravnavanje mednarodne konkurenčnosti. Slovenska denarna oblast je čez celotno obdobje (sistem uravnavano drsečega tečaja ji je to tudi dopuščal) izkoriščala politiko deviznega tečaja kot mehanizem plačilnobilančnega prilagajanja, tako da bo izguba te možnosti nedvomno največji strošek članstva Slovenije v Ekonomski in monetarni uniji (EMU). Seveda pa na drugi strani obstajajo tudi alternativni mehanizmi prilagajanja, ki te stroške izgube vodenja denarne in tečajne politike nadomestijo (Lavrač, Stanovnik, 2000, str. 8-10).

Celoten proces vstopa v EU je zahteven in kompleksen ter terjaja ogromne napore pri prilagajanju tako s strani vlade kot s strani CB. Delovanje BS je osredotočeno na denarno sfero in je trenutno usmerjeno v pripravo pogojev, ki omogočajo Sloveniji čim prejšnji vstop v EMU.

³⁴ Za podrobnejši opis pričakovanih koristi glej Strategija Republike Slovenije za vključitev v Evropsko unijo: ekonomski in socialni del, 1998, str. 245-267.

Usmeritve delovanja lahko razčlenimo na tri dele: (i) čim prejšen vstop v EU³⁵, (ii) čim prejšen vstop v ERM2³⁶ - torej ob vstopu v EU in (iii) čim krajše sodelovanje v ERM2 in prehod v EMU – torej prevzem evra.

Ko bo Slovenija enkrat vstopila v ERM2, bo morala voditi tečajno politiko kot stvar skupnega interesa. Evropska komisija razlaga stvar skupnega interesa na eni strani kot prepoved uporabe politike deviznega tečaja za doseganje konkurenčnih prednosti v trgovinski menjavi. Druga plat se nanaša na zagotavljanje stabilnosti med tečajem evra in drugimi valutami znotraj EU, kar naj ne bi motilo trgovinskih tokov med članicami. Z drugimi besedami to pomeni, da mora biti devizna politika vodena na način, ki omogoča nadaljevanje in poglobljanje skupnega gospodarskega sodelovanja tako med državami evro območja kot med vsemi članicami EU. Pogajanja za vstop v ERM2 se na formalni ravni lahko pričnejo šele z vstopom v EU. Dejansko pa se na podlagi predpristopnega ekonomskega programa v katerem država izrazi željo po vstopu v mehanizem ERM2 ta t. i. »neformalni« monitoring, lahko prične že prej. Pravno pa bodo zaključki le-tega začeli učinkovati šele po vstopu (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, Banka Slovenije, 2001).

Vstop v ERM2 za nas pomeni, da bo BS sprejela fiksen tečajni režim, vezan na evro. ERM2 je bilateralni dogovor o pariteti SIT/EUR in tudi o vzdrževanju tečaja znotraj dovoljenih meja nihanja okoli centralne paritete ± 15 odstotkov (če gre za standardni koridor), lahko seveda tudi manj. Postopek določanja centralne paritete in morebitnega ožjega koridorja je načeloma predmet pogajanja med ECB, ministri in guvernerji držav članic, Evropsko komisijo, Ekonomskim in finančnim odborom ter Slovenijo. Stroške vzdrževanja znotraj dogovorjenih meja si razdelijo BS, druge članice ERM2 in ECB.

Kriteriji za vstop v EMU so bili določeni z Maastrichtskim sporazumom iz decembra 1991 in so namenjeni preverjanju stopnje trajne konvergence držav bodočih članic. Kriteriji, po katerih se države ocenjujejo, so formalno štirje, vsebinsko gledano, pa lahko govorimo o petih,³⁷ saj je

³⁵ V tem obdobju imajo vse države kandidatke proste roke pri izbiri tečajnega režima in torej samostojno vodijo denarno politiko. Vendar morajo v skladu s pravnim redom EU zagotoviti samostojnost CB, prepoved financiranja države s strani CB in liberalizacijo kapitalskih tokov.

³⁶ Sistemski okviri delovanja ERM2 so bili med državami evro območja in ostalimi članicami EU določeni z dvema pravnima aktoma: Resolucija o ustanovitvi mehanizma deviznega tečaja v tretji fazi EMU (16. junij 1997) in Sporazum med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic izven evro področja, ki določa operativne postopke za delovanje mehanizma deviznih tečajev v tretji fazi EMU (18. september 1998).

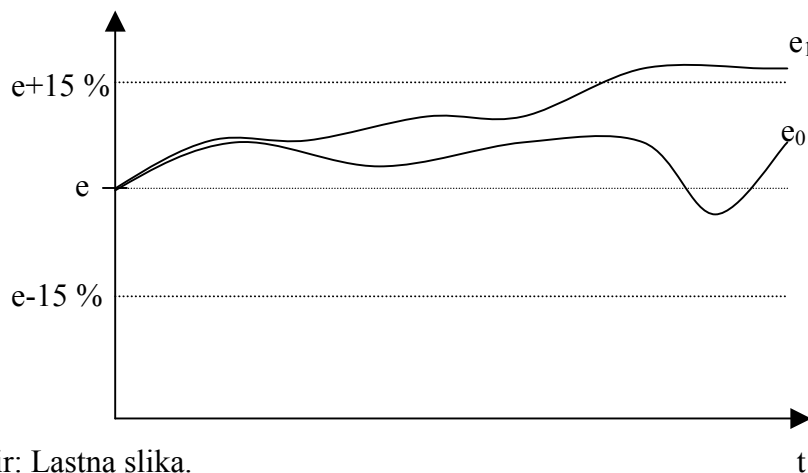
³⁷ Pet konvergenčnih kriterijev (Lavrač V, Lavrač I., 1997, str. 5):

- (i) stabilnost cen, kar se odraža na stopnji inflacije, ki ne sme presegati povprečne stopnje inflacije treh najuspešnejših članic z najnižjo inflacijo za več kot 1,5 odstotne točke,
- (ii) dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki,
- (iii) udeležba v mehanizmu deviznih tečajev evropskega monetarnega sistema z upoštevanjem normalnih mej nihanj deviznih tečajev in brez devalvacije valute do katerekoli druge članice na lastno pobudo vsaj dve leti,
- (iv) javnofinančni primanjkljaj ne sme presegati treh odstotkov BDP oziroma je v neprestanem upadanju in se približuje referenčni vrednosti,
- (v) javni dolg ne sme presegati 60 odstotkov BDP, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.

kriterij javnega dolga razdeljen na (i) proračunski deficit in (ii) javni dolg (Lavrač V., Lavrač I., 1997, str. 4-5, 12-18). Za državo je predpogoj, da izpolnjuje vseh pet kriterijev, preden lahko dejansko vstopi v EMU.

Slovenija trenutno izpolnjuje oba javnofinančna kriterija, močno pa zaostaja pri izpolnjevanju denarnih kazalcev. Glavni vzrok za to gre iskati v neresnem pristopu vlade k problematiki inflacije, saj rast cen na letni ravni ne pada, kot je bilo predvideno, za kar je s svojo politiko kriva predvsem vlada. Kriterij obrestne mere je na neki način povezan z inflacijo, ki se prek temeljne obrestne mere prenese tudi na obrestni kazalec. Kriterij deviznega tečaja Slovenija še ne izpolnjuje in ga formalno tudi še ne more, saj je predpogoj za vstop v ERM2 članstvo v EU. Izpolnjevanje slednjega je za Slovenijo mogoče najpomembnejše. Ob vstopu v ERM2 bi kakršnokoli večje odstopanje slovenske ravni cen od območja evra lahko pomenilo resnejše težave. Zaradi fiksiranja tečaja se namreč denarni politiki močno zoža manevrski prostor – omogočena je sicer revalvacija, vendar le s pristankom ECB in članic ERM2. V nasprotnem primeru bi Slovenija imela težave pri zagotavljanju tečaja znotraj predvidenega intervala (koridorja) okoli vnaprej določene centralne paritete. Izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev, predvsem inflacije, je zaradi dolgoročne makroekonomske stabilnosti ena od prioriteta BS že do vstopa v ERM2 (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, Banka Slovenije, 2001).

Slika 9: Centralna pariteta in koridor³⁸



Vir: Lastna slika.

Optimistični potek dogodkov nakazuje, da bi Slovenija lahko postala članica EU že leta 2004 in takrat tudi postala del ERM2. Evropsko valuto evro bi torej lahko uvedla v letu 2006. Po tem

V zadnjem obdobju se omenja tudi t. i. realna konvergenca, ki se nanaša predvsem na približevanje srednje in vzhodno evropskih držav državam evro področja pri BDP p. c., ravni cen in strukturnih reformah. Sklicevanje na ta kriterij bo omogočalo državam evro področja zadrževanje kandidatke izven EMU, če bo to seveda potrebno (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, Banka Slovenije, 2001).

³⁸ e_1 prikazuje možni pesimistični scenarij vstopa Slovenije v ERM2 ob previsoki razliki domače in evropske inflacije.

scenariju bi se torej morala inflacija do leta 2004 spustiti do ciljne ravni 3 do 4 odstotkov na letni ravni. Iz tega izhaja, da je glede na trenutne vladne usmeritve (prioritetna cilja na področju zunanje politike sta vstop v EU in NATO) dolgoročni cilj BS že definiran – nizka inflacija. Postavlja se le vprašanje poteka procesa dezinflacije, ali postopno ali s hitrimi prelomi. Do vstopa Slovenije v ERM2 ima CB povsem proste roke pri vodenju svoje politike, pri izbiri bližnjih in operativnih ciljev – vendar se je treba zavedati, da čas vsekakor ni naš zaveznik.

Kakšne posledice bi imel vstop Slovenije v Evropsko monetarno unijo? Prenos nacionalne denarne suverenosti v roke nadnacionalne evropske centralne banke bi Sloveniji onemogočil vodenje lastne denarne politike in lastne tečajne politike. Če pogledamo podrobneje, vidimo, da je to le ena izmed mnogih dilem, ki se porajajo v obdobju slovenskega vključevanja v evropsko denarno področje. Nekaj stvari se bo zagotovo spremenilo, nekatere na bolje, druge na slabše, določeni problemi pa v celoti odpravili. Nekaj najodmevnejših je (Lavrač, 2000, str. 4-6):

- Slovenija bo z vstopom v območje evra postala del velikega denarnega področja. Problem ne bo več obramba lastnega prostora pred tujimi vplivi, temveč sovpadanje lastnih, specifičnih težav slovenskega prostora z usmeritvami skupne evropske denarne politike.
- Problematiko kapitalnih prilivov postavi v popolnoma drugo luč. Skupna valuta popolnoma odpravi devizne tečaje, tako da odpadejo špekulativni tokovi zaradi anticipiranih sprememb tečaja.
- Omejen prostor za delovanje denarne politike zaradi tesne povezave z drugimi makroekonomskimi politikami skupnega evropskega prostora.
- Ob vstopu v EMU se bo Slovenija v celoti podredila znanim usmeritvam ECB, ki so popolnoma jasne: primarni cilj je stabilnost cen, ki se dosega z denarnim ciljanjem, devizni tečaj pa je v načelu prepuščen prostemu drsenju na deviznem trgu. V primerjavi z evropsko denarno politiko je slovenska v svojem delovanju vedno aktivno posegala tudi v prostor deviznega tečaja in hkrati skrbela za zunanjetrgovinsko konkurenčnost.
- Denarni instrumenti v uporabi ECB so jasno opredeljeni in omejeni, so pregledni in notranje konsistentni s konkretnimi cilji denarne politike. Primarni cilj denarne politike je stabilnost cen, delovanje ECB pa mora podpirati tudi druge ekonomske politike EU, vendar le v primeru neogrožanja primarnega cilja.
- Denarna politika znotraj EU se izoblikuje glede na povprečne razmere v EU. Kako se bo to kazalo na konkretnem primeru posamezne države, je seveda odvisno od dejanskih problemov države in od uveljavljenih transmisijskih mehanizmov, ki v tej državi delujejo.

Ko bo Slovenija enkrat postala članica ERM2 in kasneje EMU, bo izgubila kontrolo nad vodenjem denarne in tečajne politike. Najbolj jo bo prizadela slednja, saj ne bo več mogla manipulirati z višino nominalnega deviznega tečaja in tako anulirati razne zunanje šoke, ki se bodo pojavljali. To pomeni, da bo popolnoma novo dimenzijo dobila fiskalna politika, ki bo prevzela večje breme makroekonomske stabilizacije in tako postala aktivnejša. Le-ta bo tudi po vključitvi ostala popolnoma v rokah držav članic, vendar kljub temu obstajajo določeni kriteriji,

ki bodo omejili manevrski prostor držav članic, predvsem zaradi povezanosti z denarno politiko, saj se evropske denarne oblasti bojijo, da bi države s preveč ekspanzivno politiko ogrozile skupno denarno politiko in stabilnost cen kot njen končni cilj.

Kljub relativno dobremu poznavanju problematike, s katero se bo slovenska denarna veja soočila v prihodnosti, se še vedno pojavljajo določena vprašanja, bodisi za vnaprej v zvezi s čim mehkejšim preходом ob zamenjavi valute bodisi vprašanja in analize o že sprejetih odločitvah.

9. SKLEP

Ravnotežen položaj, tako notranji kot zunanji, je želja vsake države, doseže pa se ga lahko na več načinov. Kombinacije ustreznih ekonomskih politik naj bodo take, da v največji meri zadostijo našim interesom in potrebam ob minimalnih stroških, ki jih s tem ustvarimo. V diplomskem delu smo za potrebe kombiniranja različnih politik uporabili MF-model majhnega odprtega gospodarstva. Zaključki modela so seveda točni do mere, ki jo pogojujejo postavljene predpostavke.

Denarna politika v Sloveniji ni imela neposrednega vplivanja na doseganje zunanjega ravnotežja. Čez celotno proučevano obdobje je bil primarni cilj Banke Slovenije nizka raven cen na letni ravni, poseganje v devizni tečaj je bilo torej omejeno z inflacijo in možnostjo steriliziranja lastne valute v danem okviru denarnega ciljanja. Seveda je Banka Slovenije v določenem obdobju, predvsem v 1993-em letu, s svojim delovanjem zelo aktivno posegala na deviznem trgu, vendar nas to ne sme zavesti. Tendence po apreciaciji domače valute so bile ogromne in bi resno lahko ogrozile zunanjo konkurenčnost našega odprtega gospodarstva, s tem pa doseženo raven makroekonomske stabilnosti. Pritiski na razvrednotenje domače valute so resno začeli ogrozati položaj slovenskih izvoznikov. Prevelika depreciacija slovenskega tolarja v 1991 letu se je v prvih osamosvojitvenih letih kazala kot presežek plačilne bilance na tekočem računu. Manjšanje razlike med dejanskim in ravnotežnim deviznim tečajem, je v drugi polovici 90-ih let prejšnjega stoletja, pospešilo tudi intenzivnejše prestrukturiranje slovenskih podjetij. Razlika med domačo in tujo obrestno mero je bila skozi vsa leta relativno velika tako, da je bilo v določenih letih zaslediti močne kapitalske tokove. V prvih poosamosvojitvenih letih je kapital v Slovenijo pritekal zaradi prenizke ravni varčevanja, kasneje pa je Slovenija zaradi vse večjega zaupanja in posledično ugodnejšega deželnega tveganja začela privabljati tudi tuje investitorje. Hkrati so tudi predpristopne aktivnosti v navezavi z Evropsko unijo spreminjale zakonodajo in počasi odpirale vrata tujemu kapitalu. Te, kot tudi domače aktivnosti je podrobneje spremljala tudi Banka Slovenije kot nosilec centralno denarne oblasti. Za uravnavanje denarne politike v Sloveniji je pri svojem delovanju uporabljala predvsem naslednje instrumente: različna kratkoročna posojila bankam, končni in začasni nakupi deviz ter njenih BZ v domačem in tujem denarju.

Na uporabljenem Mundell-Flemingovem modelu sem ob različnih spremembah ekonomskih politik (denarne in delno fiskalne) opazoval premike spremenljivk na obeh oseh v različnih okoliščinah. Ugotovitev, da je učinkovitost denarne politike na realni dohodek v sistemu drsečega deviznega tečaja neprimerno večja kot v sistemu fiksnega tečaja, ni bila presenetljiva. Odvisnost učinkovitosti denarne politike od mednarodne mobilnosti kapitala je sledeča: ko je kapital mobilen, se plačilnobilančno ravnotežje, ki nastane kot posledica zunanjih motenj, hitro izravna prek transakcij kapitalsko-finančnega računa. Ob tem ne pride do spremembe obrestne mere, saj se kakršnokoli odstopanje od svetovne ravni takoj izniči s pretoki kapitala. Pri zmerni mobilnosti kapitala lahko prihaja do tovrstnih odstopanj. Odvisnost med ekspanzivno denarno politiko in obrestno mero je negativna. Primer nepopolne mednarodne mobilnosti kapitala se ravno tako kaže v relativno velikem učinku denarne politike na dohodek, premik obrestne mere pa je odvisen od elastičnosti krivulj IS in LM.

Analiziranje denarne politike brez upoštevanja fiskalnih vplivov bi nam zaradi močnega vpliva le-teh dalo izkrivljene rezultate, včasih bi določene stvari celo težko pojasnili. V navezi z našo tematiko je fiskalni sektor za nas zanimiv predvsem z vidika nadomeščanja izgube dohodka, ki ga povzroča vodenje restriktivne denarne politike. Posebno funkcijo bo dobil ob prehodu Slovenije v Evropsko unijo, kjer so zaradi »skupnih interesov« možnosti za uporabo denarne politike omejene. Pomembna je seveda tudi naraščajoča komponenta javnega dolga (delno izhajajoč tudi iz pretirane ekspanzivnosti fiskalne politike). Ob tem prihaja do nepotrebnih pritiskov na povečevanje vrednosti tolarja. Negativen saldo kapitalsko-finančnega računa bi bil sprejemljiv kvečjemu zaradi pritoka neposrednih in portfolio tujih investicij – govorimo o razvojno naravnem primanjkljaju (Aristovnik, 2002, str. 104). Ekspanzivna fiskalna politika torej terja svoj davek: če se država zadolžuje v tujini prek deviznega tečaja manjša konkurenčnost lastnega gospodarstva, če pa se napaja z domačimi prihranki, gospodarstvu ravno tako odžira prepotrebna razvojna sredstva in dviga obrestno mero (t. i. učinek izrinjanja).

Za tako majhno in navzven odprto gospodarstvo, kot je slovensko, je nujno, da v čim večji meri odpravimo nihanja zunanjetrgovinskih tokov. Za odpravo bo potrebna kombinacija denarne, tečajne in fiskalne politike, hkrati pa je obvezno tudi vodenje restriktivne dohodkovne politike. Z uporabo restriktivne denarne politike (zmanjševanje inflacije), zmerno ekspanzivne fiskalne politike (omilitev delovanja denarnih učinkov) in aktivne tečajne politike (do mere, ki jo dopušča še vedno primarni cilj – inflacija) naj bi Slovenija postopoma dosegla zelene cilje. Notranjemu ravnotežju naj bi se ob nekaterih strukturnih in gospodarskih spremembah kasneje pridružilo še zunanje.

LITERATURA

1. Aristovnik Aleksander: Teoretični in praktični vidik uravnovešenja plačilne bilance majhnega odprtega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana: EF, 2002. 110 str.
2. Aristovnik Aleksander, Kešeljević Aleksandar: Doseganje plačilnobilančnega ravnovesja v okviru makroekonomske stabilizacije v državah na prehodu (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 11, str. 2-7.
3. Aristovnik Aleksander, Kešeljević Aleksandar: Doseganje plačilnobilančnega ravnovesja v okviru makroekonomske stabilizacije v državah na prehodu (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 12, str. 8-13.
4. Analitsko raziskovalni center: Denarna politika in inflacija v letu 1997. Banka Slovenije: Prikazi in analize (V/2 1997), Ljubljana V/2 1997.
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/arc/Pr_1998_03/denarna_pol_bs_v_1997.pdf]
16.4.2002.
5. Argy Victor: International Macroeconomics: Theory and Policy. London: Routledge, 1994. 654 str.
6. Arhar France: O denarni politiki letos in v 1996. letu. Banka Slovenije: Prikazi in analize (III/4 1995), Ljubljana.
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/arc/Pr_1995_12/O_den_pol_letos_in_1996.pdf], 16.4.2002.
7. Arhar France: Denarna politika majhnega odprtega gospodarstva. Banka Slovenije: Prikazi in analize (V/3 1997), Ljubljana.
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/arc/Pr_1997_09/Den_pol_majhnega_odp_gosp.pdf], 16.4.2002.
8. Balance of Payments Manual, peta izdaja. Washington: IMF, 1993. 188 str.
9. Busalem Borrero Alberto: On the Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination and Economic Performance. Washington: IMF Working Papers (WP 01/19), 2001. 24 str.
10. Dowd Kevin & Timberlake Richard H, Jr: Money and the Nation State. New Brunswick: Transaction Publishers, 1998. 453 str.
11. Goodhart Charles: Evolution of Central Banks. Cambridge: The MIT Press, 1988. 205 str.
12. Jazbec v Ovin Rastko et al.: Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Inštitut za novejšo zgodovino, 2002. 426 str.
13. Kreinin E. Mordechai: International economics: A Policy Approach. 6. izdaja. B.k.: Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1991. 504 str.
14. Lavrač Vladimir, Stanovnik Peter: Monetary policy under a flexible exchange rate in Slovenia. Banking Newsletter, A journal for Money and Banking, Special Issue, Ljubljana, 1995, december, str. 37-46.
15. Lavrač Vladimir: Slovenija in skupna evropska monetarna politika po vstopu Slovenije v EU in EMU. Ljubljana: IER, 2000. 30 str.

16. Lavrač Vladimir, Lavrač Ivo: Slovenija in Maastrichtski kriteriji konvergence, Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 1997. 32 str.
17. Markič Jože: Plačilna bilanca in napovedovanje njenega razvoja, Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 2000. 66 str.
18. Mencinger Jože: Makroekonomske dileme republike Slovenije. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1991, 5, str. 25-34.
19. Mencinger v Ovin Rastko et al.: Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Inštitut za novejšo zgodovino, 2002. 426 str.
20. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. 1. izdaja. Ljubljana: GV Založba d.o.o., 2002. 682 str.
21. Pilbeam Keith: International Finance. London: MacMillan, 1992. 423 str.
22. Polanec Sašo, Jože P. Damijan: Dilema Banke Slovenije: ciljanje inflacije ali tečaja. Finance, Ljubljana, 29.6.2002, str. 22.
23. Ribnikar Ivan: Denarna politika, devizni tečaj, obrestna mera in sterilizacija. Obrestne mere in devizni tečaj. Ljubljana: CISEF, 1995. 15 str.
24. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna politika. Študijsko gradivo. Ljubljana: CISEF, 1995a. 29 str.
25. Ribnikar Ivan: Centralna banka, denarna politika in politika deviznega tečaja. Denarna politika in banke v letu 1996. Ljubljana: CISEF, 1996. 31 str.
26. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. 1. izdaja. Ljubljana: EF, 1999. 380 str.
27. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III, Denarna teorija. 1.natis. Ljubljana: EF, 2000. 205 str.
28. Rolih Karlo: Plačilnobilančno in denarno ravnovesje v majhnem odprtem gospodarstvu. Doktorska disertacija. Ljubljana: EF, 1998. 271 str.
29. Rupar Boštjan: Monetarna in fiskalna politika Slovenije od leta 1991 do leta 1998. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 52 str.
30. Salvatore Dominick: International Economics. 6 izdaja. B.k.: Prentice Hall International Inc., 1998. 766 str.
31. Senjur Marjan: Makroekonomija malega odprtega gospodarstva. 1. izdaja. Ljubljana: EF, 1993. 349 str.
32. Strategija Republike Slovenije za vključitev v Evropsko unijo: ekonomski in socialni del. Ljubljana: UMAR, 1998. 270 str.
33. Strojhan Kastelec Andreja: Ocena konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, Banka Slovenije: Prikazi in analize (IX / 1), 2001, Ljubljana.
[URL: http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/Pr_2001_01/konkurencnost.pdf], 15.4.2002.
34. Zbašnik Dušan: Mednarodne poslovne finance. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1991. 152 str.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije: Banka Slovenije, maj 2000.
2. Letna poročila Banke Slovenije za leta 1991–2001. Ljubljana: Banka Slovenije, različne številke.
3. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije, Banka Slovenije, 2002.
[URL:http://www.bsdasfdhalskfdaslkdjfaslkjdjsafkjdfi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf], 16.5.2002.
4. Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, Banka Slovenije, 2001.
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf], 16.5.2002.
5. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91).

PRILOGA

Priloga 1: Shematičen prikaz plačilne bilance

A. TEKOČI RAČUN

- 1. Blago (FOB)**
- 2. Storitve**
 - 2.1. Transport
 - 2.2. Potovanja
 - 2.3. Ostalo
- 3. Dohodki**
 - 3.1. Dohodki od dela
 - 3.2. Dohodki od kapitala
- 4. Tekoči transferji**

B. KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN

B.1. KAPITALSKI RAČUN (kapitalski transferji, patenti in licence)

B.2. FINANČNI RAČUN

- 1. Neposredne naložbe**
- 2. Naložbe v vrednostne papirje**
- 3. Ostale naložbe**
 - 3.1. TERJATVE
 - a) Komercialni krediti
 - b) Posojila
 - c) Gotovina in vloge
 - d) Druge terjatve
 - 3.2. OBVEZNOSTI
 - a) Komercialni krediti
 - b) Posojila
 - c) Vloge in druge obveznosti
- 4. Mednarodne denarne rezerve**
- 5. Statistična napaka**

Vir: Banka Slovenije

Priloga 2: Plačilna bilanca Slovenije v letih od 1992 do 2001 (v milijonih USD)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A. TEKOČI RAČUN	926	192	600	-23	31	11	-147	-783	-611	-67
v % BDP	7,5%	1,6%	4,3%	-0,1%	0,2%	0,1%	-0,8%	-3,9%	-3,4%	-0,4%
1. Blago	791	-154	-338	-954	-825	-776	-789	-1245	-1139	-622
2. Storitve	180	375	676	631	633	630	492	364	436	501
2.1. Transport	-164	57	68	70	73	97	131	142	139	181
2.2. Potovanja	389	429	537	558	638	669	530	415	440	477
2.3. Ostalo	-45	-111	71	3	-78	-136	-169	-193	-143	-157
3. Dohodki	-91	-51	170	210	132	39	28	-24	-25	-75
3.1. Dohodki od dela	-2	-8	201	210	210	179	179	174	160	157
3.2. Dohodki od kapitala	-90	-44	-31	0	-78	-140	-151	-199	-184	-231
4. Tekoči transferji	46	22	92	91	91	118	122	123	116	128
B. KAPITALSKI RAČUN	...	4	-4	-18	-5	-4	-2	-1	4	-4
C. FINANČNI RAČUN	-645	-206	-519	186	-42	-99	86	756	565	23
1. Neposredne naložbe	113	111	131	170	178	295	250	144	110	338
2. Naložbe v vred. papirje	-9	3	-33	-14	637	236	90	354	189	90
3. Ostale naložbe	-117	-209	27	264	-270	658	-95	178	445	881
3.1. Terjatve	-158	-314	-306	-351	-426	288	-459	-575	-502	151
a.) Komercialni krediti	7	93	0	0	-162	-264	-469	-313	-160	-208
b.) Posojila	-31	12	-11	-14	-7	-67	-55	-42	-61	-31
c.) Gotovina in vloge										
bank	-149	-451	-335	-195	-339	599	-30	29	-241	-276
prebivalstva	9	87	153	6	-103	74	89	-223	1	691
drugih sektorjev	...	-20	-3	7	28	6	87	-216	-9	695
d.) druge terjatve	6	-35	-110	-155	158	-59	7	-33	-30	-29
3.2. Obveznosti	41	104	334	615	156	369	364	753	950	730
a.) Komercialni krediti	-13	-13	-11	-4	17	14	40	-23	-19	-2
b.) Posojila										
Banka Slovenije	...	-14	-5	-3	-3	-1	0	0	0	0
Poslovne banke	-9	2	92	208	-178	3	41	257	277	126
Uradni sektor	-17	79	82	130	-74	-5	-22	17	129	-9
Drugi sektorji	59	95	157	237	243	337	253	497	542	480
c.) Vloge in druge obveznosti	21	-44	19	47	150	21	53	-4	17	-2
4. Mednarodne denarne rezerve	-633	-111	-645	-235	-587	-1.287	-112	126	-196	-1.282
Statistična napaka	-281	10	-77	-145	8	66	62	27	43	47

*Podatki za leto 2001 so začasni

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke.

Priloga 3: Izvoz blaga in saldo blagovne menjave v letih 1992 do 2001 (v milijonih USD)

IZVOZ	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AVSTRIJA				535	551	565	621	622	656	693
FRANCIJA	616	528	586	681	598	463	748	491	619	628
ITALIJA	880	756	922	1.212	1.103	1.248	1.255	1.176	1.188	1.158
NEMČIJA	1.805	1.798	2.065	2.508	2.545	2.459	2.572	2.627	2.376	2.428
EU (12) od 95 dalje EU (15)	3.669	3.489	4.039	5.575	5.367	5.320	5.927	5.650	5.580	5.758
CEFTA				424	473	517	608	622	692	741
EFTA	461	423	511	87	83	87	98	112	125	120
NEEVROPSKE ČLANICE OECD				363	340	340	376	379	391	347
DRŽAVE NEKDANJE JUGOSLAVIJE	1.508	964	1.026	1.209	1.385	1.387	1.397	1.296	1.364	1.564
DRŽAVE NEKDANJE SZ	226	298	316	375	390	432	330	213	281	410
DRUGE DRŽAVE	264	255	237	283	272	287	312	274	300	313
SKUPAJ	6.681	6.083	6.806	8.316	8.310	8.369	9.051	8.546	8.732	9.252

SALDO	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AVSTRIJA				-384	-284	-223	-180	-183	-177	-155
FRANCIJA	124	6	-13	-117	-326	-516	-511	-609	-423	-451
ITALIJA	41	-295	-330	-399	-490	-307	-442	-511	-573	-635
NEMČIJA	411	172	338	302	501	526	482	555	457	480
EU (12) od 95 dalje EU (15)	591	-133	-98	-957	-994	-987	-1.089	-1.295	-1.276	-1.106
CEFTA				-243	-168	-201	-170	-229	-228	-226
EFTA	-228	-356	-588	-151	-166	-108	-110	-127	-88	-54
NEEVROPSKE ČLANICE OECD				-178	-245	-202	-356	-330	-276	-244
DRŽAVE NEKDANJE JUGOSLAVIJE	290	268	449	538	676	795	805	724	769	1.024
DRŽAVE NEKDANJE SZ	-25	81	152	100	154	149	114	12	18	88
DRUGE DRŽAVE	-7	-193	-163	-286	-369	-433	-254	-290	-303	-376
SKUPAJ	540	-418	-440	-1.176	-1.112	-986	-1.060	-1.537	-1.384	-893

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke.

Priloga 4: Različni denarni agregati v Sloveniji v obdobju od 1991 do 2001 (v milijardah SIT)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
M0	16	35	49	87	103	120	145	173	210	215	261
M1	39	76	107	160	191	224	266	327	400	424	502
M2	74	185	302	489	640	763	1.012	1.275	1.415	1.542	1.954
M3	137	286	470	708	937	1.119	1.386	1.675	1.913	2.206	2.877
M1/M0	2,44	2,17	2,18	1,84	1,85	1,87	1,83	1,89	1,90	1,97	1,92

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke.

Priloga 5: Stanje primarnega denarja v obdobju od 1991 do 2001 na dan 31. december (v milijardah SIT)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Primarni denar	16	35,3	49	87	103,5	119,9	145,6	173,9	210,5	215,6	261
Rezerve bank	6,7	7,7	12,6	31,1	38	48,1	63,1	74,4	79,4	87,4	103,2
Gotovina v obtoku	9,2	24,2	32,6	47	59,6	66,8	78,1	93,7	125	119,8	142,1
Drugo vpogledne vloge	0,1	3,5	3,9	8,9	5,9	4,9	4,4	5,9	6,2	8,4	15,6

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke

Priloga 6: Zunanji dolg RS ob koncu leta v obdobju od 1992 do 2001 (v milijonih USD)

ZUNANJI DOLG RS	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Dolgoročni dolg skupaj	1.659	1.744	2.172	2.915	3.960	4.041	4.824	5.283	6.118	6.591
1.1. Javni in javno garantirani skupaj	1.203	1.206	1.331	1.437	2.025	2.067	2.370	2.451	2.665	2.710
1.2. Zasebni negarantirani	456	538	841	1.479	1.935	1.974	1.454	2.832	3.453	3.881
2. Uporabljena sredstva IMF	-	12	7	4	1	-	-	-	-	-
3. Kratkoročni dolg	82	117	79	50	49	135	111	117	99	126
Celotni zunanji dolg	1.741	1.873	2.258	2.970	4.010	4.176	4.935	5.400	6.217	6.717

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke.

Priloga 7: Pokritost uvoza z izvozom blaga in storitev v letih od 1992 do 2001
(v milijonih USD)

Leto	Uvoz (v mio. USD)	Izvoz (v mio. USD)	Saldo (v mio. USD)	Pokritje uvoza z izvozom
1992	6.141	6.681	540	108,8 %
1993	6.501	6.083	-418	93,6 %
1994	7.246	6.806	-440	93,9 %
1995	9.492	8.316	-1.176	87,6 %
1996	9.422	8.310	-1.112	88,2 %
1997	9.355	8.369	-986	89,5 %
1998	10.111	9.051	-1.060	89,5 %
1999	10.083	8.546	-1.537	84,8 %
2000	10.116	8.732	-1.384	86,3 %
2001	10.145	9.252	-893	91,2 %

Vir: Letna poročila Banke Slovenije, različne številke.