

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DENARNA IN TEČAJNA POLITIKA
BANKE SLOVENIJA V ČASU TRANZICIJE

Ljubljana, november, 2004

DRAGUTIN ŠPIRANEC

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga

napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. Uvod.....	1
2. Obdobje pred tranzicijo.....	2
2.1. Samozadostnost planskega sistema.....	2
2.2. Razlika v lastnini v planskem sistemu.....	3
2.3. Skupne lastnosti planskih držav.....	4
3. Začetek tranzicije.....	5
3.1. Mikroekonomski pogoji.....	6
3.1.1. Strukturni premiki.....	6
3.1.2. Privatizacija.....	8
3.2. Makroekonomski pogoji in zunanje ravnovesje.....	10
3.2.1. Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance.....	10
3.2.2. Neravnovesje med investicijami in varčevanjem.....	12
4. Nominalni sidri.....	17
4.1. Trden devizni tečaj.....	18
4.1.1. Rast BDP inducirana s povpraševanjem.....	18
4.1.2. Rast zaradi menjave s tujino.....	19
4.2. Količina primarnega denarja.....	20
5. Finančni sistem.....	21
5.1. Bančni sektor.....	21
5.2. Nedenarni finančni sektor.....	22
6. Denarna in tečajna politika BS od 1991 do 1999.....	23
6.1. Količina primarnega denarja.....	24
6.1.1. Kreditiranje države.....	25
6.1.2. Kreditiranje tujine.....	25
6.1.3. Kreditiranje poslovnih bank.....	26
6.2. Stabilizacija.....	26
7. Denarna in tečajna politika BS od 1999 do danes.....	29
7.1. Nepokrita obrestna pariteta.....	29
7.2. Tečajna politika Banke Slovenije in REPO posli.....	31
7.2.1. Repo posli.....	32
8. Sedanjost in prihodnost bančnega sistema in vključevanje v ERMII.....	33
8.1. Ekonomska in monetarna unija.....	33
8.2. Kriteriji za uvedbo evra in članstvo v evrosistemu.....	34
8.3. ERMII.....	35
8.4. Nevarnosti.....	36
8.4.1. Pozne sledi tranzicije.....	36
8.4.2. Blagajniški zapisi.....	37
8.4.3. Prihodnost.....	38
9. Sklep.....	39
Literatura.....	40
Viri.....	42

1. Uvod

Po drugi svetovni vojni sta si Evropo razdelili takratna Sovjetska zveza in zahodna Evropa, ki so ji pomagale Združene države Amerike. Vzhodnoevropske države so sprejele centralno-planski sistem gospodarjenja, z izjemo Jugoslavije, ki je imela plansko-tržni sistem. Centralno-planski sistem je bil organiziran centralizirano, z državno lastnino. V političnem vrhu so se oblikovali dolgoročni plani, ki so narekovali kaj, v kolikšni meri in kdo bo proizvajal. Opisane odločitve se niso prepustile trgu, kot je bila to navada v kapitalističnem sistemu. V teh državah je bila proizvodnja usmerjena v industrijo (trgovance)¹, brezposelnosti niso poznali, podjetja so se kreditno financirala z odobritvijo politikov preko monobank. Poleg umetno zaposlenih, kjer ni bilo prostora za produktivnost, je tudi struktura relativnih cen naredila gospodarstvo nekonkurenčno v primerjavi s tujino. To je povzročilo konstanten zunanje trgovinski primanjkljaj, ki se je financiral z zunanjim zadolževanjem². Država je pritegnila in zadržala delavce v industrijskem sektorju z višjo plačo, ki so jo podjetja izplačala s pomočjo višje postavljenih cen in subvencij.

Zaradi omenjenih lastnosti so se začeli pojavljati problemi v začetku osemdesetih let. Centralno-planske države so se držale načela samozadostnosti in tako prišle do roba svojih kapacitet. Investicije so začele upadati in s tem obseg proizvodnje. Potrebe ljudi je zadovoljeval uvoz dobrin za široko potrošnjo³, ki se je konec osemdesetih skrčil, saj tujina ni želela več financirati vzhoda. Članice CMEA⁴ so si bile tudi med seboj dolžne. Obseg državne porabe se ni spremenil in pojavila se je visoka inflacija, ki je ob vpeljavi indeksacije le še poslabšala razmere. Indeksacija namreč ni bila rešitev problema, ampak je le pomagala živeti z inflacijo.

Diplomsko delo opisuje posledice prilagajanja Slovenije pri prehodu iz tržno-planskega v sodobno tržno gospodarstvo in jo primerja z drugimi tranzicijskimi državami. Tranzicija je prehodno obdobje, ko je treba spremeniti strukturo gospodarstva, način odločanja in postaviti zakonske temelje za nov način gospodarjenja. Države so sprejele denarno in tečajno politiko glede na razmere v gospodarstvu. V drugem poglavju bom opisal okoliščine, s katerimi se je država soočala v času tranzicije, kot sta stanje in pogoji poslovanja podjetij v času planskega sistema. V tretjem poglavju bom predstavil mikroekonomske razmere v državi, obliko lastnine in način financiranja podjetij. Pomembne makroekonomske razmere bom opisal s pomočjo zunanjega ravnovesja, ki prikaže sliko o stanju gospodarstva kot celote. Po opisanih razmerah se bom v četrtem poglavju posvetil stabilizacijski politiki, ki so jo države prilagodile glede na prejšnje stanje. V naslednjem poglavju bom zaključil tematski sklop in opisal nalogo finančnega sektorja, kako je in kako bi lahko vplival na razmere v tranziciji. Od

¹ Dobre, katere se več kot 10% proizvodnje izvozi.

² Zato, ker ni zadostnega domačega varčevanja.

³ Slovenija, Poljska in Madžarska so sprostile trgovinsko bilanco v osemdesetih letih prejšnjega stoletja.

⁴ Svet za medsebojno ekonomsko pomoč.

šestega poglavja naprej se bom posvetil denarni in tečajni politiki Banke Slovenije, od osamosvojitve, preko stabilizacijskega programa, pokrivanja nepokrite obrestne paritete do vključevanja v ERMII.

2. Obdobje pred tranzicijo

Slovenija je 1. maja 2004 vstopila v Evropsko unijo (EU) skupaj z drugimi devetimi državami. Sedem držav je bilo pred štirinajstimi leti v podobnem gospodarskem položaju. Danes je Slovenija med njimi najbogatejša. Postavlja se vprašanje, ali je Slovenija začela z boljšimi pogoji, ali je med potjo v tržni sistem prehitela ostale države. Zato se bom najprej usmeril na ideologijo planskega sistema. Spomnil bom na dejavnike, ki so vplivali na izhodišče, s katerega so države začele pot tranzicije in kasneje prehod v tržni sistem. Menim, da so imeli dejavniki kot so usmerjenost v proizvodnjo, oblika lastnine in z njo način financiranja gospodarskih subjektov, prevladujoč vpliv. Prav tako ne smemo pozabiti, kako so se oblikovale potrošnikove preference. Poglavje bom zaključil s primerjavo med državami in možnimi vzroki o neenakih začetnih pogojih prehoda v tržni sistem.

2.1. Samozadostnost planskega sistema

Usmerjenost tranzicijskih držav v industrijo in prekomerna uporaba dela kot proizvodnega faktorja v tem sektorju, je bila za gospodarstvo pogubna. Začetno kopičenje kapitala v proizvodnji je ponujalo gospodarstvu visoko rast⁵. Kasneje je produkcijska funkcija s padajočim donosom začela upadati. Podjetja v industrijskem sektorju so morala zaradi neproduktivnosti v svoji panogi zviševati cene svojih proizvodov. Z višjimi cenami so podjetja odplačevala posojila in izplačevala plače. Cene industrijskih proizvodov bi bile še višje, če jih država ne bi subvencionirala. Razliko v produktivnosti med tujim in domačim industrijskim sektorjem se kaže v višji domači (že subvencionirani) splošni ravni cen trgovancev od tuje. Splošna raven cen netrgovancev pa je bila nižja v tranzicijskih državah.

Posledica miselnosti planskega sistema o samozadostnosti ni silila podjetij k inovativnosti in boju za preživetje na mednarodnem trgu. Države, zaradi stroškovne in inovativne nekonkurenčnosti, niso veliko prodajale na tujih, zahodnih trgih. Bile pa so željne tujih proizvodov, predvsem zaradi njihove inovativnosti. Zaradi nepripravljenosti podjetij prodirati na tuje trge, je politični vrh v svojih planih predpisal količino proizvodov, ki so jo morala podjetja prodati zahodu. Vzhodna podjetja so, za izpolnitev planov, prodajale na zahodnih trgih po dumpinških cenah. S tem so politiki podjetjem še poslabšali gospodarske razmere.

⁵ Vse do konca sedemdesetih let prejšnjega stoletja.

2.2. Razlika v lastnini v planskem sistemu

Poznamo centralno-planski sistem z državno lastnino in plansko-tržni z družbeno lastnino. Podjetja so se, zaradi različne oblike lastnine, drugače financirala. Država, z državno lastnino, je financirala podjetja s pomočjo sprejetih planov. Odplačevanje dolgov je bila stvar pogajanj. Podjetja so bila last države, ki jih je ustanovila in investirala v njene trajne vire. V Jugoslaviji in z njo v Sloveniji⁶, smo le teoretično vedeli, kdo je bil lastnik podjetij. Problem družbene lastnine je bil, da družba nima ne imena, ne naslova. Posamezni subjekt ni hotel vlagati v podjetje, saj ne bi imel pravice do lastnine⁷. Zato so podjetja prišla do trajnih virov v obliki daril. Darila v tem smislu, da so si podjetja sposojala po negativnih obrestnih merah. Sektor trgovancev je odplačeval posojila s postavitvijo višjih cen svojim izdelkom in s tem ustvarjal inflacijo⁸. Aktivno nominalno obrestno mero pa so imele banke nižjo od stopnje inflacije.

Tak način je možen le v zaprtem gospodarstvu, kjer imamo v bančnem sistemu samo domačo valuto. Realna vrednost izgub v bančnem sektorju na strani naložb, se izenači z manjšimi dolgovi zaradi inflacije. Planske države, ki so imela odprta gospodarstva, so imela večji znesek deviz v obliki vlog kot naložb⁹. Tako je prišlo do negativnih tečajnih razlik, ki so v družbenem sistemu predstavljale ključen faktor za nevzdržnost financ.

Poslovne banke (PB) je reševala centralna banka z ekspanzivno denarno politiko, saj bi sicer postale nelikvidne. Vendar je tudi centralna banka izkazovala izgubo zaradi postavk, ki so bile v tujem denarju. Negativne tečajne razlike je pokrivala z novimi posojili iz tujine. Tajnikar ugotavlja, da je odprtost Jugoslavije pripeljala do velike zadolženosti do tujine, ki se je povečala od 5,36 milijard dolarjev v letu 1974 na 18,87 milijard dolarjev v letu 1980 (Kmet, 2000, str. 15).

Obliki lastnine sta doživeli konec zaradi prekomerne usmerjenosti v industrijo, ki je države naredilo nekonkurenčne navzven. To jih je posledično pripeljalo do zunanjega zadolževanja. Ko je tujina prenehala posojati, so se sprva zmanjšale investicije in nato tudi produkt. Pojavila se je inflacija zaradi povpraševanja¹⁰. Poleg tega je Slovenijo pestila še ena težava. Družbena lastnina se je preživljala z inflacijo. Tako je življenje z inflacijo v Sloveniji samo še poslabšalo situacijo.

⁶ Slovenija je imela družbeno lastnino.

⁷ V višini vložnega deleža.

⁸ Podjetja niso mogla odplačevati posojil s produktivnostjo, zato so s postavljanjem višjih cen dobila sredstva za odplačilo dolga.

⁹ Centralno-planske države.

¹⁰ Proizvodnja se je nominalno napihovala, da bi se tako uravnovesila s porabo.

2.3. Skupne lastnosti planskih držav

Češkoslovaška je po koncu druge svetovne vojne beležila visoko rast predvsem zaradi hitre mobilizacije proizvodnih virov s strani centralne oblasti. Vendar je inovacijska omejenost, rigidnost in neučinkovita alokacija proizvodnih virov, skupaj z izoliranostjo gospodarstva pred svetovnimi trgi, in izrazito orientacijo zunanje trgovine na države z centralno-planskim sistemom, vodila h kopičenju problemov. Za osemdeseta leta je bil značilen upad gospodarske aktivnosti. Delež neto investicij v osnovna sredstva se je zmanjšal od 20% v letu 1975 na 13% v poznih osemdesetih letih (Nutti, Portes, 1994, str. 23, 24), ob sočasnem povečanju deleža potrošnje. Razmere je poslabšala situacija na Poljskem in v bivši Sovjetski zvezi. Ti državi je trgovinsko kreditirala Češkoslovaška in se v ta namen začela zunanje zadolževati na trgih zahodnih tržnih držav. Vendar zunanji dolg¹¹, s katerim je vstopila v tranzicijo, ni bil velik.

Madžarska se je že leta 1968 odločila za reformo, ki je vnesla v centralno-planski sistem elemente tržnega gospodarstva, vendar pa je bančno in davčno reformo izpeljala šele leta 1987 in 1988, potem ko je že doživela krizo v zunanjem neravnovesju. V teh letih se je velikost zunanjega dolga skoraj podvojila. Takratne centralno-planske države so predstavljale polovičen delež v madžarskih zunanjetrgovinskih tokovih, leta 1990 pa le še 19% vse zunanjetrgovinske menjave (Nutti, Portes, 1994, str. 108).

Poljski je večja odprtost prinesla tudi večjo zunanjo zadolženost, a za razliko od Češkoslovaške, so se Poljaki konec osemdesetih let ukvarjali z veliko gospodarsko krizo in hiperinflacijo.

Za Jugoslavijo je bil značilen bolj decentraliziran gospodarski sistem. To je sistem samoupravljanja¹², ki je temeljil na družbeni lastnini produkcijskih faktorjev. Odprtost Jugoslavije je pripeljala do velike zadolženosti v tujini. Porušeno zunanje ravnovesje se je začelo kazati v notranjem neravnovesju, saj je družbeni proizvod začel upadati z letno stopnjo 0,7%¹³. Poleg bivanja z inflacijo, je ustaljeno povpraševanje z upadanjem proizvoda in ustavitvijo pritoka kreditov s strani tujcev, sililo k hiperinflaciji. Res je, da je Jugoslavija sodila med visoko zadolžene centralno-planske države, a je Slovenija za razliko od Poljske in Madžarske, začela tranzicijo z nižjim deležem zadolženosti. To je pomenilo tudi manjši pritisk na odplačevanje dolga in s tem poslabšanje plačilne bilance.

Pot Slovenije do začetka tranzicije se je razlikovala od ostalih držav. Slovenija je tranzicijo pričakala bogatejša in razvitejša. Pri tem ji je pomagal bolj decentraliziran sistem odločanja (samoupravljanje) in manjša odvisnost od drugih centralno-planskih držav, kar je povečalo

¹¹ Posledično tudi pritisk na tekoči račun plačilne bilance zaradi odplačila obresti.

¹² Ta sistem je naredil gospodarstvo konkurenčnejše od tistih, ki so imeli centralno-planski model, kar lahko pomeni tudi manjšo zadolženost do tujine. Tako lahko ta učinek pretehta inflacijskega, ki je prav tako spodbujal zunanje zadolževanje v Sloveniji.

¹³ Povprečna letna stopnja rasti družbenega proizvoda v obdobju 1980-1990.

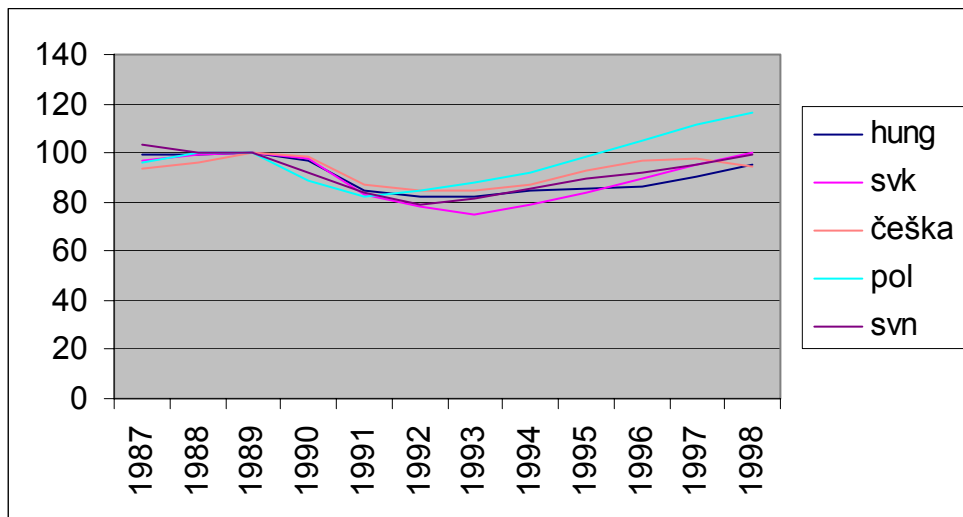
konkurenčnost njenega gospodarstva. Rast pa ji je zavirala umetno ustvarjena inflacija zaradi družbene lastnine, ki je meglila sliko o učinkoviti alokaciji produkcijskih sredstev.

3. Začetek tranzicije

Tranzicijske države so začele pot s padcem domačega produkta (glej Sliko 1) zaradi spremembe sistema gospodarjenja. Padcu produkta je sledila brezposelnost.

Tranzicijske države so bile usmerjene v industrijsko dejavnost, ki je zaradi padanja mejne stopnje donosnosti poslabšala njihovo zunanjo konkurenčnost¹⁴. Sloveniji je večja decentraliziranost upravljanja pomagala v razvoju in pri prodoru na zunanji trg. Vendar ji je konkurenčno prednost pred ostalimi planskimi državami zavirala inflacija. Le-ta je bila potrebna za financiranje trajnih virov v podjetjih. Slovenija je hodila po podobni poti kot ostale države in začela tranzicijo bogatejša¹⁵. Vse države so vstopile v devetdeseta leta z zunanjim dolgom, ki so si ga nakopičile v preteklih letih. Tranzicijo so začele s povečano inflacijsko stopnjo kot posledico ustavitve financiranja z zahoda. Tujci so prenehali financirati domačo porabo, ki ni padla tako kot produkt. Zaradi učinka povpraševanja je prišlo do inflacije.

Slika 1: Dinamika BDP v tranzicijskih državah (1989=100)



Vir: Lorber, 1999.

¹⁴ Slabšo konkurenčnost je povečala tudi tehnološka neinovativnost, ki jo lahko pripišemo ali slabi delovni sili ali pa temu, da je bila dovoljena v omejenem obsegu. Slednje gre iskati v namerni polni zaposlenosti delovne sile, kar bi lahko tehnološke izboljšave preprečile.

¹⁵ Če gledamo BDP na osebo.

3.1. Mikroekonomski pogoji

Stabilizacijski program, liberalizacija cen, odpravljanje oziroma zmanjševanje carinskih dajatev, vzpostavljanje konkurenčnega okolja, so kot makroekonomski dejavniki prinesli gospodarstvu hitrejšo rast. Seveda ne smemo zanemariti mikroekonomskih dejavnikov. Privatizacija, postavljanje pravnih okvirov za nemoteno delovanje tako finančnega sistema kot drugih nefinančnih subjektov, so temelj svobodnega delovanja gospodarskih celic. Stiglitz (1998, str. 23) meni, da privatizirati podjetje, ki je prej uživalo monopolni položaj, ne pomaga gospodarstvu. Privatizacija sama po sebi še ne prinese koristi. Druga dilema je, ali sanirati podjetje in ga nato prodati, ali prepustiti sanacijo kupcu.

Poljska in Madžarska sta hkrati začeli s tranzicijo. Poljska je znana kot uporabnica Big-Bang privatizacije, Madžarska pa kot gradualist. Obe sta učinkovito vpeljali makroekonomske dejavnike in izpeljali stabilizacijo. Vendar je kasneje, na poti h tržnemu sistemu, poljsko gospodarstvo začelo pešati, ker ni impliciralo mikro dejavnikov. To so storili Madžari. Ti so npr. sprejeli zakon o stečaju že leta 1991 (Wyplosz, 1999, str. 12), kar je olajšalo prehod delovne sile in kapitala v storitveni sektor. Da bi bila stabilizacijska politika uspešna, mora država upoštevati razmere v gospodarstvu.

3.1.1. Strukturni premiki

Tranzicija je izraz za prehod kapitala in dela na učinkovitejše strani. Obstaja mnogo modelov tranzicije, ki opisujejo, kako naj bi potekal prehod v nov sistem. Vsi modeli opisujejo prehod dela in kapitala iz proizvodnje trgovancev v netrgovance, oziroma selitev delavcev in kapitala iz državnih podjetij v podjetja, ki bodo/so v zasebni lasti. Poudarjajo pomembnost hitrosti prehoda, ki ne sme biti ne prehitro, ne prepočasen. Ob prehitrem propadu državnih podjetij nastane preveliko breme državi, ki mora pomagati brezposelnim. Varčevanje prehitro pade in ni denarja za odpiranje novih podjetij. Ob prepočasnem zapiranju državnih podjetij pa je dvig plač prevelik, kar spet ovira prehod v zasebna podjetja.

Podatki kažejo, da se je delež zaposlenih v industriji in kmetijstvu znižal, medtem ko se je delež zaposlenih v storitvah povečal (glej Tabelo 1, Sliko 2, na str. 7).

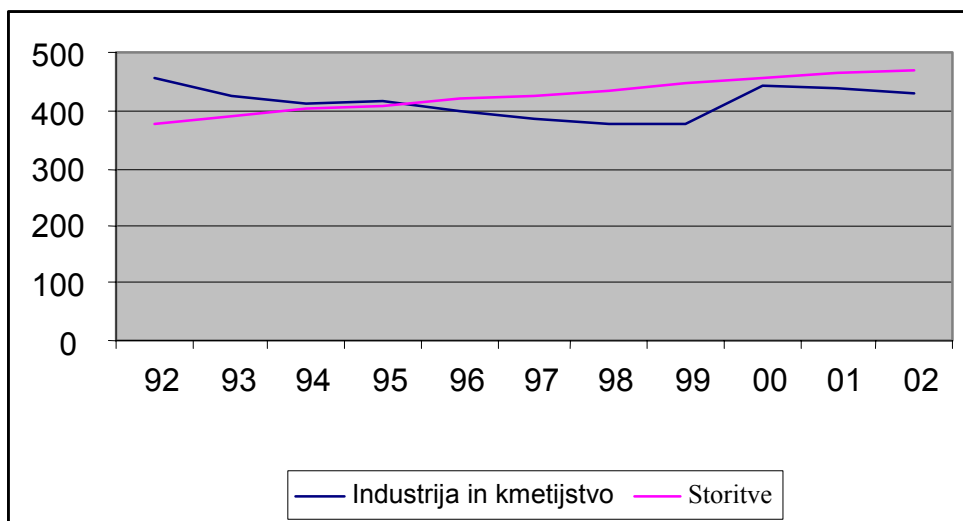
Tabela 1: Strukturne spremembe v tranzicijskih državah

	1989/90	2000
BDP na osebo ¹	7,399	7,146
Delež zaposlenih:		
Kmetijstvo	17,7%	15,6%
Industrija	41,9%	31,9%
Storitve	39,6%	52,4%

¹ V stalnih cenah iz leta 1995 v USD

Vir: European Bank for Reconstruction and Development, 2003.

Slika 2: Zaposleni v Sloveniji glede na dejavnost v 1000 od 1992 do 2002

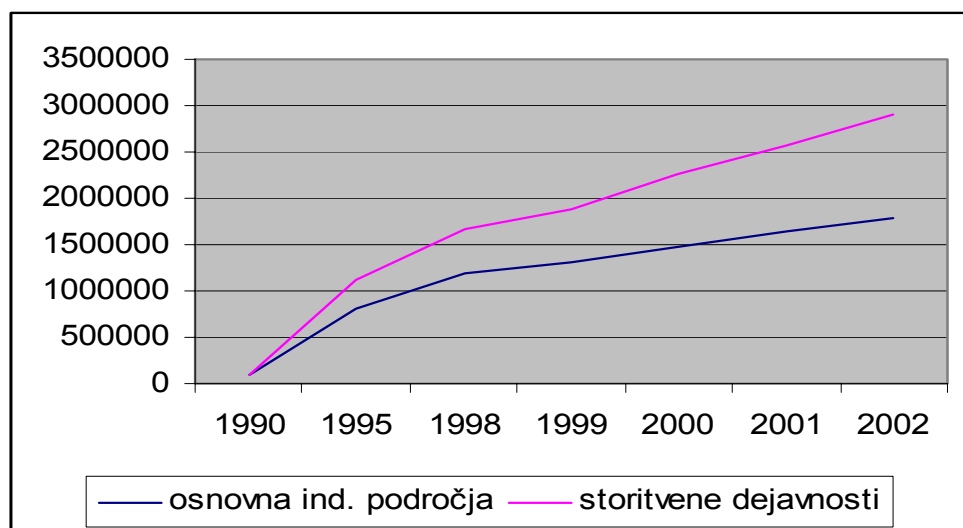


Vir: Statistični letopis Slovenije, 2003.

Opaziti je izjemo v primeru Slovenije, kjer se je sprva število kmetov zmanjševalo, da bi se kasneje povečevalo in ostalo na višji ravni kot pred tranzicijo (Raisner, 2003, str. 30).

Prav tako je vedno večji razkorak med dodano vrednostjo v proizvodnji in storitvah (glej Sliko 3). Prehod kapitala je težje ugotoviti zaradi potrebe po investicijah v infrastrukturo (glej Tabelo 2, na str. 8).

Slika 3: Dodana vrednost v tekočih cenah, po dejavnostih v Sloveniji, od 1990 do 2002 v mio SIT



Vir: Statistični letopis Slovenije, 2003.

Tabela 2: Bruto investicije v Sloveniji, od 1995 do 2002 v mio SIT

	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
Bruto investicije	33803	518603	832740	1037331	1138345	1146012	1237192
Bruto investicije v osnovna sredstva	36917	474626	800629	999183	1085925	1136836	1193452
Opredmetena osn. sredstva	36132	463356	773386	957133	1036093	1078280	1131441
Gradbeni objekti in dela	20009	208361	389695	488853	545585	547925	568748
Oprema in stroji	15375	243410	363186	442641	481103	520730	555450

Vir: Statistični letopis Slovenije, 2003.

3.1.2. Privatizacija

Lastnina v drugih tranzicijskih državah je bila državna. Te države so imele tri načine privatizacije, ki so bili ekonomsko smotrni (Ribnikar, 1991, str. 107):

- država lahko prevzame skupen dolg podjetij in zanj izda obveznice. Država lahko imetnikom obveznic, v zameno zanje proda delnice podjetij,
- država zmanjša davke, poveča dohodek zasebnemu sektorju, kar povzroči povečanje varčevanja in sposobnost za nakup delnic podjetij,
- od izkupička prodaje podjetja država financira investicije, ki bi jih sicer podjetje opravilo, če ne bi šlo v nakup delnic.

Jugoslavija je začela spreminjati lastnino že leta 1988, ko je bil sprejet Zakon o podjetjih (Ur. List SFRJ, št. 77, 1988), ki je poskušal odpraviti družbeno lastnino. Predloženih je bilo nekaj zakonov kot so Markovičev, Mencingerjev, Šetinc-Pintar-Deželakov. Odprava družbene lastnine je bila zelo pomembna, da gospodarstvu ni bilo treba ustvarjati inflacije z namenom, da bi podjetja preživela. Nobeden od opisanih predlogov ni bil konsistenten z zdravim gospodarskim razumom. Denar zbran s privatizacijo, namreč ne ostane v gospodarstvu, ampak gre državi (Ribnikar, 1991, str. 98).

V Sloveniji so razmišljali o možnih načinih privatizacije družbenega kapitala na osnovi (Ribnikar, 1991, str 100):

- repatriacije in uvoza kapitala,
- zamenjave deviznih bančnih vlog zasebnega sektorja za delnice podjetij,

- preusmeritve naraščanja premoženja zasebnikov, pri njihovem enakem varčevanju, v delnice podjetij, ki se privatizirajo. Ker država financira del investicij, ki so se prej financirale s prihranki zasebnikov z izkupičkom od prodaje družbenega kapitala
- in v obsegu povečanega porasta zasebnega premoženja zaradi večjega varčevanja do katerega pride, ker porabi država izkupiček od prodaje družbenega kapitala za svoje tekoče proračunske izdatke.

V Sloveniji nobeden od štirih naštetih načinov privatiziranja ni bil možen. Tudi če bi izpeljali vse štiri točke, bi bilo to marginalnega pomena glede na družbeni kapital. Zato je Slovenija družbeno lastnino, oziroma ves dolg podjetij, podržavila in tako prenesla dolg in lastnino nase. Za banke je sklicala stečaj in jih ustanovila na novo, dolg pa prenesla v obliki državnih obveznic. Slovenija je z denacionalizacijskim zakonom povečala javni dolg. Počasi se je začel proces privatizacije v kuponski obliki.

Država je razdelila premoženje: en del prebivalstvu preko certifikatov, drugi del pa prodala za gotovino preko dveh skladov. Če se družbeni kapital deli med državljane, potem od njih ne moremo pričakovati, da se bodo ravnali v skladu z narodnogospodarskimi interesi¹⁶.

Zamenjava certifikatov za delnice lahko prinese razdelitvene učinke. Delnice, prodane s popustom, so državljani prodajali pod knjigovodsko ceno borzno posredniškimi hišam. Prehitra prodaja delnic bi povzročila padec cen in s tem odnos med vrednostjo podjetja, kot jo določa finančni trg in tako imenovanimi nadomestitvenimi stroški podjetja (gre za Tobinov replacement cost). Le-ta bi padel daleč pod ena (njegov koeficient q), kar bi popolnoma ustavilo pritok denarja v gospodarstvo. Hkrati bi večina podjetij prišla v roke majhne skupine, ki bi kupovala delnice na sekundarnem trgu po zelo nizki ceni (Mramor, 1996, str. 13). Zato je pomembno, da v primeru, če se kapital, ki je nastal iz družbenega kapitala, deli v obliki delnic ali prodaja z zelo velikim popustom delavcem ali državljanom, upošteva trg kapitala in se za ustrezeni čas prepove prodaja teh delnic (Ribnikar, 1991, str. 206). Z zakonom, ki obdavčuje prodane delnice prej kot v treh letih, je država nekoliko omilila prerazdelitev premoženja, a ne v celoti. Raziskava Gregoričeve et al. (2000) ne kaže neenakomerne prerazdelitve dohodka v Sloveniji. Zaradi relativne razpršenosti lastništva zaenkrat, ni potrebno imeti zgoraj opisanih skrbi.

Denar, zbran s privatizacijo preko skladov, naj bi prispeval k zmanjšanju javnega dolga države. A le en sklad zmanjšuje javni dolg, nastal zaradi podržavljenja dolga podjetij. Drug sklad zmanjšuje dolg države, ki je nastal zaradi denacionalizacije. Del neodplačanega dolga bomo odplačevali vsi v prihodnosti preko davkov. Seveda nekateri relativno manj. Manj tisti, ki so netvegano obogateli s posrednim nakupom delnic in upravičenci iz naslova

¹⁶ Da bi zagotavljali trg kapitala.

denacionalizacije. Predvsem ti bodo profitirali s pomočjo zgoraj omenjene razdelitve. Tako privatizacija kot denacionalizacijski postopek povzročata razdelitvene učinke.

Ne glede na lastnino bivših centralno-planskih držav pa lahko vse izberejo enak proces spremembe lastnine. Poznamo dva načina: Big-Bang in gradualni pristop¹⁷. Prvi ima podporo v empiričnih rezultatih, drugega zagovarja teorija.

3.2. Makroekonomski pogoji in zunanje ravnovesje

Države so s propadom centralno-planskega sistema in CMEA doživele zunanjetrgovinski šok, zato so se usmerile na nove trge. Tako sta Češka in Madžarska v letih od 1990 do 1996 povečali delež izvoza v EU za 20 strukturnih točk, Poljska pa za 15. Slovenija je imela delež izvoza izven Jugoslavije v primerjavi z BDP že leta 1989 preko 39%. Danes je delež izvoza v EU skoraj 70% celotnega izvoza (Kmet, 2000, str. 24).

Začetek tranzicije je zaznamoval primanjkljaj na tekočem računu v plačilni bilanci, predvsem na račun poslabšanja trgovinske menjave, ki je v nekaterih državah dosegal do 10% BDP-ja. Poljski se je zaradi odplačevanja obresti na zunanji dolg poslabšal tekoči račun. Medtem smo v Sloveniji beležili presežek na tekočem računu, saj je trgovinski primanjkljaj pretehtal presežek v menjavi storitev. Vzroke primanjkljajev lahko iščemo v začetni liberalizaciji zunanje trgovine, realni apreciaciji, naraščajočih stroških dela, potrebi po modernizaciji in neposrednih tujih investicijah.

3.2.1. Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne balance

(i) Liberalizacija zunanje trgovine

Po Nutiju (1996, str. 134) so tranzicijske države s sprostivjo mednarodnih trgovinskih tokov uvedle enega najliberalnejših trgovinskih sistemov na svetu. Odprtost gospodarstva sicer pospešuje gospodarsko rast, a ima tudi negativne učinke, saj omenjena nekonkurenčnost gospodarstva, ruši zunanje ravnovesje. Zato so po začetni liberalizaciji sledili zaščitni ukrepi.

(ii) Realna apreciacija

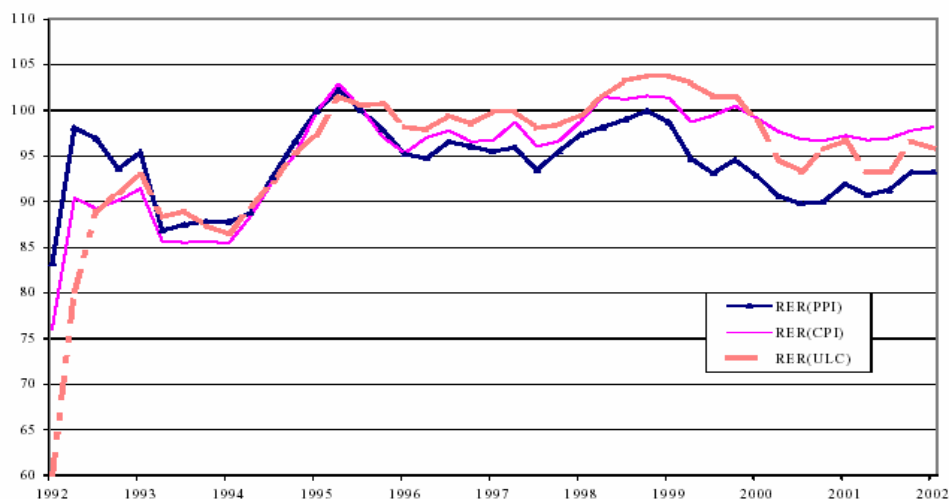
Jazbec (2001a) razlaga realno apreciacijo deviznega tečaja. Na začetku tranzicije je močnejši pozitiven vpliv strukturnih sprememb na realno apreciacijo deviznega tečaja. Realno apreciacijo povečuje odhod delavcev iz industrije v storitve¹⁸.

¹⁷ Big-bang je hitra sprememba lastnine nad produkcijskimi sredstvi, medtem ko gradualni pristop zagovarja postopno privatizacijo.

Pritisk na apreciacijo je na eni strani zmanjšal lažji prehod delavcev v storitve. Država je sprejela zakon o stečaju, likvidnosti in solventnosti. Zakon je omogočal propad slabih podjetij in lažji (cenejši) prehod delavcev v storitveni sektor. Na drugi strani je prehod otežila rigidnost trga dela.

Sčasoma se vpliv na realno apreciacijo prelevi na povpraševalne dejavnike in na delovanje Ballasa-Samuelsonovega (BS) učinka. Slednji povzročata realno apreciacijo v tranzicijskih državah zaradi investicij in tehnološkega napredka, ki se je pojavljal neproporcionalno v trgovanem sektorju (razlika v produktivnosti). Žumerjeva (2002, str. 9) je preverjala BS učinek v Sloveniji od 1993-2001 (glej Sliko 4). Rezultati so pokazali, da je ocenjen BS učinek 0,7%. Ugotovila je strukturno razliko, kar pomeni, da je v drugem, kasnejšem obdobju (1997-2001), BS učinek 1,4%, kar pomeni 1,4 odstotne točke višjo inflacijo v Sloveniji kot v Nemčiji.

Slika 4: Realni devizni tečaj v Sloveniji glede na EMU od 1992-2002



Vir: Žumer, 2002, str. 2.

Začetni vpliv na realno apreciacijo, s strani strukturnih premikov, nadomestijo dejavniki povpraševanja in razlika v produktivnosti, ki je znana kot BS efekt. Učinek je opaznejši v baltskih državah, ki imajo večje primanjkljaje na tekočem delu plačilne bilance.

(iii) Stroški dela

Nekatere države so imele na začetku tranzicije nizke stroške dela na enoto proizvoda, medtem ko so bili v Sloveniji visoki glede na druge tranzicijske države¹⁹. Devalvacija nacionalnih

¹⁸ Delavci so bili v storitve privabljeni z višjimi plačami kot jih je zagotavljal industrijski sektor. Višje plače je storitveni sektor zagotavljal le z zviševanjem cen svojih dobrin.

¹⁹ Leta 1993 sta Češka in Madžarska dosegli 19% in 37% avstrijskih stroškov dela po enoti proizvoda, Slovenija 90%.

valut v prvih letih je imela za posledico padec plač, izraženih v tuji valuti. Nato je zaradi pritiskov sindikatov in hitre rasti gospodarstva in produktivnosti²⁰, rast stroškov dela začela naraščati. Povečanje stroškov dela lahko pripišemo povečani realni rasti domačih plač, kot tudi apreciaciji nacionalnih valut. Na Poljskem so bruto plače izražene v ekujih v obdobju 1990-1995, rasle povprečno letno po več kot 20%, na Češkem 11% in Madžarskem 6%. Hkrati moramo opozoriti, da je bila rast stroškov dela večja od rasti produktivnosti, kar pomeni slabšanje zunanjetrgovinskih saldov. Kmet (2000, str. 32) navaja, da je bila na Češkem v obdobju 1992-1996 kar 90% rast stroškov dela na enoto proizvoda, medtem, ko se je v enakem obdobju produktivnost dela v industriji povečala le za 36%. Slovenija je začela tranzicijo z relativno drago delovno silo, kar pa ni ustavilo rasti plač.

(iv) Modernizacija

Zaradi zastarele tehnologije so tranzicijske države trpele za modernizacijskim deficitom. Slovenija beleži v prvih letih (nekako do leta 1995) povečan uvoz investicijskega blaga in repromateriala, ki se je po tem letu nekoliko zmanjšal. V celotnem uvozu blagovne menjave pa se je kasneje povečal delež uvoza blaga za široko porabo. Z gospodarskim gibanjem v obdobju 1992-1996, se je uvoz investicijskih dobrin povečal od 4,9% na 8,2 BDP (Beko, 1998, str.175).

(v) Tuje investicije

Države, ki so hitreje izpeljale stabilizacijsko politiko, so beležile hitrejši in večji pritok deviz v gospodarstvo. Možnost priliva deviz daje liberalizacija kapitalskega računa plačilne bilance. Tujo valuto so privabile stabilnejše cene in večja transparentnost trga. Omenjena stabilizacijska politika povzroči ex-post visoke realne obrestne mere. Višje obrestne mere namreč zagotavljajo višji donos na naložbo. Ne smemo zanemariti tudi apreciacije domače valute, ki samo povečuje nepokrito obrestno pariteto in tako dovoljuje še višje donose tujim vlagateljem.

3.2.2. Neravnovesje med investicijami in varčevanjem

Neravnovesje med investicijami in varčevanjem povzroča zunanje neravnovesje. Reagiranje agregatnih oblik je posledica sprememb, tako v zasebnem, kot državnem okolju. Kot vemo se podjetja financirajo iz zunanjih in/ali notranjih virov. S slednjim v obliki zadržanega pozitivnega poslovnega rezultata in s prvim preko najetja kreditov ali izdajo vrednostnih papirjev. Podjetja dobijo denarna sredstva ali od gospodinjestev in/ali javnega sektorja ter tujine.

²⁰ Produktivnost se je bolj povečevala na račun zmanjšanja zaposlenosti, kot rasti produkta.

(i) Domače varčevanje

a.) Zasebno varčevanje

Na začetku tranzicije je padel produkt (glej Sliko 1, na str. 5) in z njim varčevanje²¹. K padcu varčevanja je pripomogla tudi inflacija. Visoka inflacija je dala ljudem občutek nevarnosti, ker je denar izgubljal vrednost. Zato so ljudje več trošili. Na Češkem in Poljskem prihranki zasebnega sektorja niso zadostovali za financiranje investicijske ekspanzije, ki je sledila stabilizacijskemu programu. V drugi polovici devetdesetih let je gospodarsko okrevanje negativno učinkovalo na varčevanje, saj se je zaradi pričakovanj o povečanem dohodku, povečalo trošenje. Medtem je na Madžarskem, ob začetnem rahlem padcu investicij, varčevanje padlo veliko bolj in sicer od 27,6% BDP v letu 1990 na 10,6% BDP v letu 1993, najbolj na račun prihrankov privatnega sektorja (Kmet, 2000, str. 41). V tem obdobju se je izraziteje povečal delež končne potrošnje²² v BDP, kar pomeni, da so tuji prihranki financirali predvsem domačo potrošnjo in ne investicij.

b.) Javno varčevanje

Do javnofinančnega primanjkljaja je prišlo zaradi tranzicije. Zaradi privatizacije državnih podjetij je prišlo do izpada dohodkov v proračunsko blagajno. Davčna služba ni imela izkušenj z učinkovitim pobiranjem davkov. Ta se je kot novinka na področju pobiranja davkov iz naslova dobička pravnih oseb, srečevala z izogibanjem in davčnimi utajami. Na odhodkovni strani proračunske blagajne so države največjo rast beležile zaradi rasti subvencij gospodarstvu in transfernih odhodkov gospodinjstvom. Gospodarstva, ki so bila na začetku poti prestrukturiranja, so bila potrebna državne pomoči. Država ni mogla dovoliti, da bi šlo v stečaj preveliko število podjetij, ker bi s tem naredila prevelik socialni pritisk. Zato je država preko finančnih subvencij ali preko izdajanj poroštev za najem kreditov pri komercialnih bankah, pomagala podjetjem²³. Gospodarstva so imela pred tranzicijo polno zaposlenost, zato so tisti, ki so postali brezposelni, dobili državno pomoč v obliki socialnih transferjev. Nekatere države so imele sprva časovno neomejeno pomoč za brezposelne, npr. Poljska in Slovenija. Kasneje sta pomoč skrajšali na leto in manj. Druga težava je bila državna pokojninska blagajna, ki je zaradi demografskih gibanj, predčasnega upokojevanja in neučinkovite blagajne same, pripeljala do velikih državnih izdatkov. Delež izdatkov za pokojnine je leta 1992 na Poljskem znašal 15% BDP (Kmet, 2000, str. 46).

Država lahko umetno zniža javnofinančni primanjkljaj s kvazi proračunskim deficitom. To je izdajanje poroštev in garancij podjetjem za najetje kreditov pri poslovnih bankah. Ta deficit je viden pri postavki 'slaba posojila', v aktivni bančnega sistema. Delež slabih posojil v celotnih

²¹ Raziskave potrjujejo pozitivno povezanost med rastjo produkta in deležem varčevanja v produktu.

²² V tem zlasti delež potrošnje gospodinjstev.

²³ Umetno jih je držala pri življenju.

posojilih se je povečal na Madžarskem od 8% v letu 1991 na 21% v letu 1994. Na Češkem se je omenjeni delež povečal od 19% v letu 1992 na 38% v letu 1995 (Transition Report 1998, 1998, str. 163, 171). Slovenija zaradi vzdržne denarne politike ni dajala možnosti za tak deficit, saj so bile banke omejene pri izdajanju kreditov zaradi relativno majhne količine denarne mase²⁴.

V Sloveniji se z zakonom o javnih financah (ZJF) ureja sestava, priprava in izvrševanje proračuna Republike Slovenije. Isto velja za proračune lokalnih skupnosti, upravljanje s premoženjem države in občin, zadolževanje in poroštva države in občin²⁵. Iz državnega proračuna črpajo neposredni in posredni uporabniki²⁶ ter privatni subjekti preko javnih naročil²⁷. Pri pripravi proračuna si je treba prizadevati za makroekonomsko stabilnost ter zagotavljati trajen in stabilen narodnogospodarski razvoj. Na strani odhodkov pade največji delež na plače in prispevke (državnih organov in javnih zavodov) ter transfer v Zavod za invalidsko in pokojninsko zavarovanje (ZIPZ). Medtem predstavljajo na prihodkovni strani največjo postavko domači davki na blago in storitve ter dohodnina (Bilten Javnih financ, 2004, str. 25). Javna podjetja in zavodi se smejo zadolževati le z soglasjem ustanovitelja²⁸. Ustanovitelj se zadolži v zakonsko predpisani višini tako, da jamči s poroštvom. Zadolži se pri kreditni instituciji ali pa izda vrednostne papirje. ZPIZ ima poseben status. Lahko črpa iz prispevkov delodajalcev, delojemalcev in iz državnega proračuna v obliki transferjev. Brez tega ne bi mogel izplačati vseh izdatkov. Tu vidimo slabost javnih financ v nezadostnosti financiranja pokojnin samo s prispevki. Ta se bo še poslabševala, ker se struktura prebivalstva stara.

Proračunski primanjkljaj je nastal v Sloveniji šesto leto po osamosvojitvi, leta 1997, in je kasneje glede na BDP ostal na 1% ravni. Leta 2002 je skočil na 2,61%, predvsem kot posledica večjega padca prihodkov kot odhodkov (Bilten Javnih financ, 2004, str. 7). Pade prihodkov je bil posledica manj zbranih domačih davkov od dobrin in storitev ter drugih nedavnih prihodkov. Odhodkovno stran pa so poskušali izravnati predvsem na račun zmanjšanih investicijskih izdatkov.

Javni sektor ima velik vpliv na tekoči račun plačilne bilance, saj je po Kmetu (2000, str. 43) za razkorak med investicijami in prihranki, v največji meri kriv prav javni sektor. Tako je na Madžarskem 81% celotnega zunanjskega ravnovesja zaradi javnofinančnega primanjkljaja, na Poljskem 59% in na Češkem 17%.

²⁴Rast količine primarnega denarja je bila znižana zaradi stabilizacijske politike.

²⁵Ta zakon določa tudi pravila, ki se uporabljajo za ZZZS, ZPIZ, javne sklade, agencije, javna podjetja.

²⁶Neposredni uporabniki so državni organi ali organizacije ter občinska uprava, medtem ko so posredni javni skladi, javni zavodi in agencije, katerih ustanovitelj je država oziroma občina.

²⁷Čprav imajo posredni uporabniki svoj račun in svoj način zbiranja prihodkov, jim državni proračun pomaga tako, da jih subvencionira.

²⁸Države ali občine.

(ii) Investicije

Investicije so se povečale (glej Tabelo 2, na str. 8) zaradi modernizacije gospodarstva, saj je bila tehnologija zastarela in obrabljena. Velike investicije v infrastrukturo še vedno potekajo. Zaradi premajhnega domačega varčevanja²⁹ je investicije financirala tujina. To je povzročilo zunanje neravnotežje.

(iii) Zadolževanje v tujini

Analiza gibanj investicij in varčevanja na Madžarskem, Češkem in Poljskem je pokazala, da je neravnovesje med domačim zasebnim in javnim sektorjem pripeljalo do zunanjega ravnovesja.

Slovenija je v začetnih letih živela z zunanjim ravnovesjem, saj je bilo varčevanje do leta 1994 večje od investicij, medtem ko sta bili do leta 1998 postavki skoraj uravnoteženi (Kmet, 2000, str. 38). Investicije so se vsa leta povečevale, ne kot rezultat prestrukturiranja, temveč kot neto investicije v novo nastala zasebna in tuja podjetja (Ekonomsko ogledalo, 1999, str. 19).

Zaradi povečane intenzivnosti investiranja, predvsem na račun tujih investicij in zadolževanja podjetij v tujini³⁰, je prišlo do primanjkljaja na tekočem računu leta 1995. Tuje neposredne investicije so se povečale zaradi izboljšanih makroekonomskih razmer v Sloveniji. Zniževanje primanjkljaja so povzročile domače banke z zniževanjem obrestnih mer in tako preusmerile zadolževanje iz tujine na domača tla.

Delež zasebnega varčevanja v dohodku se je v Sloveniji zniževalo zaradi rasti plač, ki so povečevale porabo in ne varčevanje. Tak odmik od teorije je bilo opaziti, ko je delež zasebnega varčevanja v BDP, leta 1993 in 1995, v primerjavi z predhodnim letom padel. V obeh primerih je opazna večja rast plač in s tem porabe. Povečan delež porabe gre predvsem za trajne dobrine in prevozna sredstva (Republic of Slovenia, 1998, str. 6).

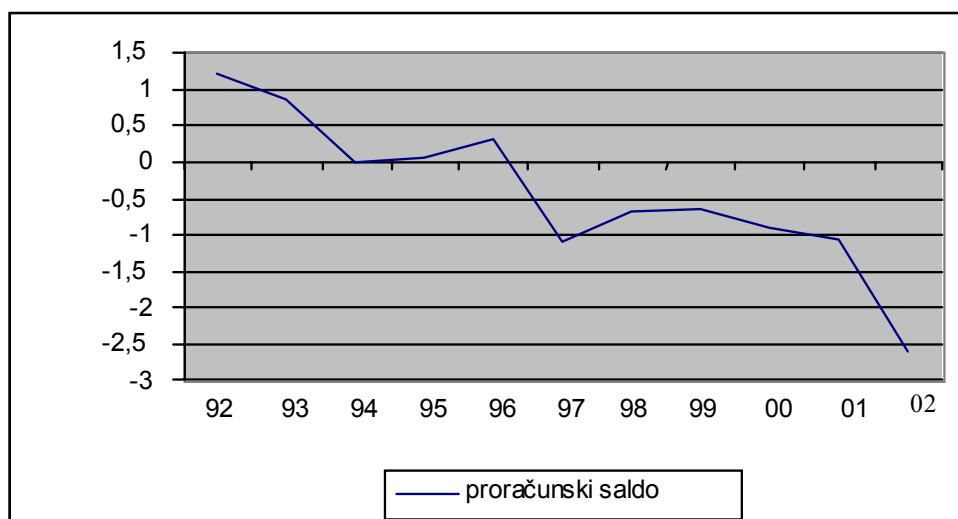
Bilanca javnega sektorja je bila prvič v primanjkljaju leta 1997, z izjemo leta 1994 (glej Sliko 5, na str. 16). Razlogi zanjo so bili znižanje prihodkov iz naslova carin³¹, zmanjšane prispevne stopnje za socialno varnost in povečanje socialnih transferov in plač v javnem sektorju.

²⁹ Do katerega pride zaradi povečane potrošnje tujih dobrin, pričakovanj o prihodnjih povečanih dohodkih ter inflacije.

³⁰ Zaradi nižje obrestne mere v tujini so se podjetja tam zadolževala.

³¹ Uveljavitev pridruženega sporazuma z EU.

Slika 5: Proračunska bilanca v Sloveniji od 1992 do 2002 v % BDP



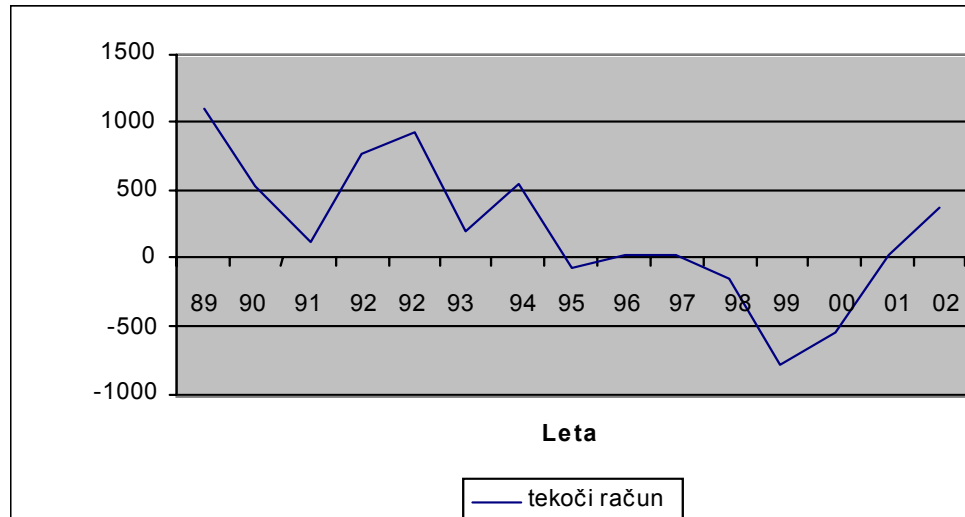
Vir: Statistični letopis Slovenije, 2003.

Zunanje neravnovesje je posledica tranzicije. Države so imele različne vzroke za primanjkljaj na tekočem računu. Moramo vedeti, da so se vse države spopadale z nekonkurenčnim gospodarstvom in s tujo konkurenco. Za preživetje so morali vlagati v posodobitev in razvoj tehnologije ter investirati v infrastrukturo. Povečano investicijsko dejavnost je moral financirati domači sektor ali tujina. Domače financiranje investicij so otežile realne plače. Realna plača se je ob začetni devalvaciji, glede na tujo valuto, zmanjšala. Gospodarstvo je ob začetnem padcu produkta vsako leto beležilo realno rast BDP, kar je povečalo zahteve delavcev po povišanju realnih plač. Le-te so bile ponekod previsoke, kot na Madžarskem, kjer je povišanje javnih plač pripeljalo do nevdržnosti javnih financ. Pritisk proračunskega primanjkljaja je bil tako močan, da je država opustila tečajno politiko in prevzela drseči tečaj³². Rast realnih plač je spodbujala višjo porabo in tako se je zasebno varčevanje znižalo, ob hkratnem stalnem povečevanju investicij.

Razlog zunanjemu neravnovesju na Poljskem in Madžarskem je treba iskati v razhajanju v javnem sektorju. Pri Čehih je primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance povzročila povečana potrošnja. Slovenija je šele v letu 1997 zabeležila zunanje neravnotežje, ki je izšlo iz primanjkljaja v javnem sektorju in majhnem, a še vedno pozitivnem zasebnem varčevanju (glej Sliko 6, na str. 17).

³² Dethier in Orłowski (1998) sta ugotovila, da je Madžarsko stalo kasnejše stabiliziranje proračunskega primanjkljaja med leti 1991-1994 do 0.5 odstotkov nižje letne rasti BDP-ja med leti 1993-2006.

Slika 6: Tekoči račun plačilne bilance Slovenije od 1989-2002 v mio USD



Vir: Statistični letopis Slovenije, 2003.

Friedman (1978, str. 49) spodbija tezo, da povečani javni primanjkljaj preprečuje privatne investicije. Zatrjuje, da je mogoče s skrbnim ravnanjem javnega dolga celo doseči, da se ob povečanem javnem zadolževanju, povečajo investicije. Vsekakor je pomembno, da javno zadolževanje ne preseže pričakovanj o nestabilnosti javnih financ, ali da je prekomerno vzdrževanje javnega deficita neodpravljivo, kronično. Seveda je drugače, če se država zadolžuje z izdajo denarja ali obveznic³³ in struktura zadolževanja povzroči realno apreciacijo ali izrinjanje³⁴.

Purfield (2003) nakazuje, da so bile države, ki so znižale fiskalni primanjkljaj z zmanjševanjem izdatkovne strani in ne preko povečanja dohodkovne strani, uspešnejše. Nekatere so zaradi tega beležile večjo rast bruto domačega produkta, kot je opazno pri Kanadi (1986-87), Danski (1983-86), Italiji (1987-89) in Švedski (1986-89). Še več Havrylyshyn et al. (1998) je odkril, da odstotno znižanje državnih izdatkov, glede na BDP, poveča rast BDP-ja od 0.1-0.25 odstotka.

4. Nominalni sidri

Uporaba instrumentov denarne in tečajne politike, pri relevantnih državah na poti tranzicije, je odvisna od gospodarskih razmer. Večina držav je na začetku izvajanja reform uvedla konvertibilnost nacionalne valute. Tranzicijske države so v prvi fazi uvedle konvertibilnost, ki zadeva tekoče transakcije s tujino. Vzroki zanjo so bili v nizki ravni mednarodnih deviznih rezerv in presežnem povpraševanju po tuji valuti. Države so liberalizirale cene, devizni tečaj

³³ Celotna razlika med kratkoročnimi ali dolgoročnimi je lahko bistvena.

³⁴ S predpostavko da denarna oblast ne spreminja denarne politike.

je devalvirala³⁵, sprostita se je blagovna menjava z tujino. Odpiranje mej je povzročilo konkurenčni pritisk iz tujine, omogočilo je vzpostaviti pravilno cenovno strukturo in izboljšalo alokacijo virov v državi. Zaradi inflacije se je začela stabilizacija na dva načina: s fiksiranjem deviznega tečaja in z uravnavanjem količine primarnega denarja.

Za znižanje inflacijske stopnje so države uporabile količino primarnega denarja ali fiksirale tečaj na eno ali košarico valut. Pri uporabi obeh je bil značilen padec proizvodnje, ker podjetja niso več zlahka prišla do posojil³⁶.

Brezposelnost se je povečala, podjetja niso imela sredstev za izplačilo plač, inflacija je zelo hitro padla. Ob kontroliranju količine primarnega denarja, je zaradi dezinflacije, takoj padla proizvodnja. Za drugo sidro je značilen kasnejši upad proizvodnje. Pri obeh postopkih obstajajo dobre in slabe strani. Pri denarni politiki je pomembno, da ji ljudje zaupajo, pri čemer je bila fiksacija domače valute primernejša, saj so lahko ljudje vsakodnevno preverjali tečaj v dnevnem časopisju in tako ocenili vrednost domače valute.

4.1. Trden devizni tečaj

Boj z inflacijo s pomočjo fiksiranja deviznega tečaja je učinkovit, saj se stopnja rasti cen domačih trgovancev izenači z inflacijsko stopnjo tujih trgovancev. Tako se stopnja devalvacije zniža s fiksacijo, posledično pa padejo tudi obrestne mere³⁷. Zaradi padca obrestne mere pride do ekspanzije kreditov in s tem do rasti gospodarstva. Seveda je rast lahko inducirana s povpraševanjem³⁸, ali z večjo neto prodajo tujini.

4.1.1. Rast BDP inducirana s povpraševanjem

➤ Rast investicij

Investicije so se povečale zaradi številnih vzrokov. Visoke ex-post realne obrestne mere in modernizacijski deficit sta vabila tuj kapital. Nižje nominalne obrestne mere so omogočile cenejše domače investiranje. Zaradi uvoza kapitalnih dobrin in investicij v tehnologijo in infrastrukturo, so bile potrebe gospodarstva po denarnih sredstvih velike.

³⁵ Kmet (1999, str. 18) opisuje začetno devalvacijo v tranzicijskih državah.

³⁶ V našem sistemu kot darila.

³⁷ Padec obrestnih mer je potreben za ohranjanje nepokrite obrestne paritete.

³⁸ Rast pogojena zaradi potrošnje dobrin za široko porabo ni zaželena, ker povzroča inflacijo.

Čeprav bi morale države, ki so fiksirale devizni tečaj, izenačiti obrestno mero s tujo, tega niso mogle storiti. Inflacijska stopnja se ni znižala v takem obsegu zaradi strukturnih premikov. Tako je višja obrestna mera privabila tuj kapital, ki so ga države v želenem obsegu sterilizirale. S sterilizacijo so obrestne mere ostale na visoki ravni, kar je pritegnilo še več deviz. Na drugi strani so z monetizacijo padle obrestne mere, povečale so se investicije in ustavil se je pritok deviz. Ker niso šla vsa sredstva v investicije, so si s cenejšimi posojili slaba podjetja financirala obstoj. V državi so povečana denarna sredstva povečala delež slabih in neizterljivih posojil. Prestrukturiranje se je zaviralo zaradi težjega prehoda delovne sile v storitveni sektor.

➤ Rast povpraševanja po izdelkih za široko potrošnjo

Zaradi začetne devalvacije domače valute in nizke začetne ravni plač, so bile plače na začetku tranzicije nizke in s tem tudi stroški dela na enoto proizvoda. Z rastjo gospodarstva, so zaradi nizke začetne ravni in strukturnih premikov, rasle tudi plače. Zaradi višjih plač so ljudje pričakovali boljšo in varno prihodnost, kar jih je vzpodbudilo k trošenju. K trošenju jih je spodbujala tudi svobodna izbira pri zadovoljitvi potrošnikovih preferenc, saj so bile te, v času planskega sistema, nezadovoljene. Sterilizacijski poseg centralne banke je povečal pritisk na apreciacijo domače valute, ki je posledično pocenila uvoz in povečala trošenje gospodinjstev. Nesterilizacija pa je povečala pritisk na inflacijo.

➤ Rast javne porabe

Mnoge države so imele proračunski primanjkljaj, da bi lažje prebrodile krizo. Države so financirale primanjkljaj z zadolževanjem. Več kot so se zadolžile, večji donos na svoje vrednostne papirje so morale ponuditi na trgu. To je otežilo delo centralne banke, ki je morala braniti devizni tečaj.

Madžarska je popustila sindikatom v javnem sektorju in jim odobrila povišanje plač. S tem se je javnofinančni primanjkljaj še bolj povečal. Tujce je zaskrbelo, da bo na Madžarskem forint devalvirati. Špekulativni investitorji so videli priložnost, napadli madžarsko valuto in ta je v tednu dni devalvirala. Madžarska centralna banka je tako izgubila zaupanje pri vodenju denarne in tečajne politike.

4.1.2. Rast zaradi menjave s tujino

V tranzicijskih letih je bila menjava s tujino negativna zaradi nekonkurenčnosti in težnje po uvozu tehnologije za posodobitev gospodarstva. Domači proizvajalci so bili nekonkurenčni zaradi rasti plač, slabe tehnologije in realne apreciacije domače valute. Ob trdnem deviznem

tečaju je bil vpliv realne apreciacije na zunanjo trgovino še večji. Cene netrgovancev niso bile fiksirane in so se dvigovale. Dvig cen netrgovancev je posledica strukturnih premikov³⁹.

Ob začetnih visokih realnih obrestnih merah in dokazani apreciaciji realnega deviznega tečaja se je pojavil pritok tujega kapitala, ne glede na obliko deviznega tečaja. Breme manjšega povpraševanja po denarju je slonelo na strani države. To so države reševale preko zniževanja izdatkovne strani proračuna, kar je znižalo obrestne mere in tako zmanjšalo nadaljnji pritok denarja. Druga oblika je bila v postavljanju ovir na kapitalski račun plačilne bilance.

4.2. Količina primarnega denarja

Drugo nominalno sidro, za katerega so se med drugimi odločile Slovenija, Romunija in Bolgarija, sloni na znižanju stopnje tiskanja denarja. To je bolj tvegan način zmanjšanja inflacije ker:

- je iz denarne enačbe $MV=PQ$ težko določiti obtočno hitrost denarja (V), saj se zaradi znižanih inflacijskih pričakovanj poveča povpraševanje po denarju in tako pade V , medtem ko strukturne spremembe povzročijo rast V ,
- je treba imeti pri uporabi finančnih instrumentov, oziroma uporabi denarne politike, dobro razvit finančni trg, česar v teh državah ni,
- ljudje zamenjujejo denar v devize, ker je to edini vidni kazalec realne blagajne in tako količina denarja izgubi pomen,
- izgubi svoj pomen tudi osredotočenje na druge cilje, kot so mednarodne rezerve, obrestna mera, količina denarja.

Pri upoštevanju naštetih slabosti Slovenija ni imela druge izbire in je morala izbrati to stabilizacijsko politiko. Nekatere države, ki so izbrale menjalni tečaj kot nominalno sidro, so bile soočene s krizo plačilne bilance, kar je pripeljalo do špekulativnih napadov⁴⁰. To so doživele Češka, Madžarska, Mehika, JV Azija, Rusija, Argentina, vsaka zaradi različnih razlogov, ki so jih pripeljali v te situacije. Na Češko je, podobno kot v JV Azijo, priteklo preveč tujega denarja, ki se je zlil v domače gospodarstvo in povzročil ob nezadostnem nadzoru bančnega trga, pregreto. Madžarska je imela prevelik proračunski primanjkljaj⁴¹, Rusija je, podobno kot Mehika, z visokimi obrestnimi merami financirala svoj kratkoročni dolg.

³⁹ Storitveni sektor dobi sredstva za višje plače z dvigovanjem cen svojih izdelkov, s katerimi privabi delovno silo iz industrijskega sektorja.

⁴⁰ Špekulativni napadi se pojavijo nenapovedano, ko investitorji menijo, da država ne bo mogla več ščititi tečaja z deviznimi rezervami.

⁴¹ Plače so se v javnem sektorju v enem letu povečale za več deset odstotkov.

5. Finančni sistem

5.1. Bančni sektor

Z washingtonskim konsenzom so se tranzicijske države dogovorile o smernicah, kako naj bi se bančni sistem razvijal (Fries, Taci, 2002, str. 1). Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) že nekaj let izračunava kazalce uspešnosti in razvitosti bančnega sistema kot so: indeks deleža privatnih bank v skupni aktivni, indeks reform o podjetjih in indeks bančnih reform.

Češka je leta 1994 odobrila preveč posojil gospodarstvu (v % glede na BDP) glede na izračunan benchmark⁴² za njeno ekonomijo (Fries, Taci, 2002, str. 10). Zaradi pomanjkanja nadzora in regulacije bančnega sektorja, se je v češkem gospodarstvu nabralo preveč slabih posojil. Slabo stanje je pritegnilo zanimanje tujih špekulantov. Krona je morala devalvirati in češka centralna banka je izgubila kredibilnost. Češko gospodarstvo se je pregrelo in leta 1999 je bil njen delež posojil že pod ravnijo benchmarka.

Fries in Taci (2002) sta preverila dejavnike, ki vplivajo na rast posojil. Pri državah, ki so uspešno izpeljale bančno reformo je opaziti, da je rast posojil pozitivno povezana z rastjo realnega produkta in negativno povezana s proračunskim primanjkljajem (crowding-out efekt) ter inflacijo. Ni opaziti povezave, da velikost ali relativni tržni delež vplivata na rast posojil. Prav tako ni opaziti povezave, da bi se privatizirane banke hitreje razvijale od privatnih in obratno. Ni empiričnih dokazov, da bi se tuje banke razvijale hitreje od domačih, čeprav bi lahko pričakovali, da imajo višjo tehnologijo in kvalitetnejšo bančno prakso. Predpostavlja se, da imajo tuje banke manj informacij od domačih bank o kreditni sposobnosti malih in srednjih podjetij. V tem primeru je bolje, da tujci ne poznajo stopnje tveganja malih podjetij in jih zato tudi bolj kreditirajo kot domače banke. Prav ta podjetja so gonilci razvoja in rasti v tranzicijskih državah.

Pri nerazvitih finančnih sistemih rast kreditov ni odvisna od ponudbe in povpraševanja po kreditih, temveč le od inflacijskih pričakovanj (Fries, Taci, 2002, str. 20).

Za zdrav finančni sistem je zelo pomembna liberalizacija cen, stabilizacija inflacije in varovanje lastniških pravic. Zakonska določila glede omejevanja zadolževanja, oziroma določila, kdaj se sproži stečajni postopek, vplivajo na velikost slabih posojil. Ne smemo zanemariti regulacije in nadzora bančnih institucij, katerih zakonska podlaga povečuje transparentnost med bankami in posojilojemalci.

⁴² Benchmark je merilo, izračunano pod pogoji, da gospodarstvo deluje v tržnem sistemu in ima razvit finančni sistem. Relativno glede na BDP na prebivalca.

Liberalizacija cen in stabilizacija inflacije kažeta donosno proizvodnjo in bankam pomagata učinkoviteje alocirati kapital. Pred tem je bilo treba banke sanirati, ker so bile nesolventne. Država si je morala postaviti štiri cilje finančne regulacije: ohraniti varnost bančnega sistema, vzpodbujati konkurenco, zavarovati potrošnike in zagotoviti možnost kreditiranja vseh skupin (velika, mala, srednja, nova podjetja, gospodinjstva...)

S prestrukturiranjem gospodarstva, predvsem s privatizacijo, se je spremenil način najemanja posojil. Zaradi radikalnih sprememb bančni sistem ni imel oprijemljivih števil, ki bi kazale na kreditno tveganost podjetja. Postavljanje bonitetnih ocen je dolgotrajno, podjetja so se privatizirala, relativne cene so se v novem (tržnem) sistemu spremenile. Nova podjetja (malo gospodarstvo) so se financirala v večji meri iz lastnih virov.

Javni sektor je, z nenehnim zadolževanjem, postavil pod vprašaj, možnost financiranja privatnega sektorja preko bančnega sektorja. Z večanjem javnega dolga se je ta možnost zmanjševala. Velika odstopanja in premalo odobrenih posojil nedržavnemu sektorju je povzročilo izrinjanje (Fries, Taci, 2002, str. 33).

5.2. Nedenarni finančni sektor

Za vprašanje eksternega financiranja ni pomemben samo bančni sektor, ampak tudi usmeritev k nebančnemu finančnemu sektorju, kot so razni skladi. Tu se pojavi dvom, ali bi z razvojem domačega kapitalskega trga postali preveč odvisni od tujega kapitala. Tuji investitorji bi tako lažje prišli direktno do gospodarskih subjektov in se po potrebi lažje umaknili. Mnogim je znana Feldstein-Horioka hipoteza o majhni mobilnosti kapitala. Avtorja trdita, da je povezanost med domačim varčevanjem in investiranjem večja, kot bi si mislili. Hipoteza velja le za nekatere ekonomije, npr za ZDA, manj pa drži za Veliko Britanijo. Vse je odvisno od velikosti in razvitosti kapitalskega trga (Roubini, 1988, str. 4).

Zaradi tranzicije so kapitalski skladi beležili visoke donose, vendar ti niso pritegnili širše množice v naložbe v vzajemne sklade. Slovenija poskuša, z obdavčitvijo obrestnih dohodkov, usmeriti bančne vloge na trg vrednostnih papirjev.

Na koncu pridemo do spoznanja, da so ključnega pomena: stabilizacija inflacije in institucionalne spremembe, kot so cenovna liberalizacija, odprtost zunanjemu trgu in spodbujanje konkurence.

Prestrukturiranje podjetij (velik in mali obseg privatizacije⁴³, oblika upravljanja) kaže manjšo pomembnost. Stabilizacija proračunskega primanjkljaja ni nikoli pomembna sama po sebi, temveč le preko vpliva na inflacijo (Raiser, Di Tommaso, Weeks, 2000, str. 21).

⁴³ Big-bang ali gradualni pristop.

6. Denarna in tečajna politika BS od 1991 do 1999

Slovenija je podedovala od nekdanje Jugoslavije visoko inflacijo, ki je bila indeksirana⁴⁴, zato je začela uporabljati stabilizacijsko politiko. Inflacijo bi lahko znižala na dva načina: s fiksiranjem tečaja ali z denarno politiko. Različni strokovnjaki (Vegh, Calvo, 1999, str. 9) priporočajo prvi način, t.j. fiksiranje deviznega tečaja. Prednost tega načina je, da manj in kasneje zniža produkt kot uporaba uravnavanja količine denarja. To je znano kot "recession-now-versus-recession-later" hipoteza⁴⁵. Slovenija se ni mogla odločiti za fiksiranje tečaja, ker ni imela dovolj deviznih rezerv. Uporabila je količino denarja kot stabilizacijski program, za katerega je značilen padec produkta na začetku stabilizacije. Taylor (1983) ugotavlja, da ob popolnoma kredibilni politiki postopne dezinflacije ne pride do zmanjšanja produkta. Za primer ZDA navaja, da bi bila potrebna 4 leta, da bi se rast plač od 10% letne rasti znižala na 3%, ne da bi to vplivalo na brezposelnost.

Značilnosti uporabe rasti količine denarja so (Vegh, Calvo, 1999, str. 16,17):

- počasna konvergenca inflacijske stopnje k stopnji rasti denarja,
- realna apreciacija domače valute,
- neznan odziv trgovinske bilance ali tekočega računa,
- začetni padec produkta,
- začetni dvig realne obrestne mere.

Z rastjo količine primarnega denarja, kot instrumentom pri stabilizacijskem programu, zmanjšamo stopnjo rasti denarne mase, to sta denarna agregata M1 ali M2. Če bi centralna banka lahko kontrolirala denarno maso M3, bi bila dezinflacija tako hitra, kot pri uporabi tečajne politike (Vegh, Calvo, 1999, str. 46).

Trgovani sektor je bolj odvisen od deviznega tečaja kot od indeksa cen življenjskih potrebščin. Slednji igra pomembnejšo vlogo v netrgovanem sektorju⁴⁶. Ta ideja je (pre)posplošena, saj ne priznava, da so netrgovanci uporabljeni tudi v nekaterih trgovcih in obratno.

Temeljni nalogi BS sta skrb za stabilnost cen in deviznega tečaja ter likvidnost plačevanja doma in tujini Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91-I, 1991).

Stabilnost cen pomeni znižanje stopnje inflacije na raven evropske, kar zahteva restriktivno denarno politiko. Vprašanje je, kakšna naj bo stopnja restriktivnosti.

⁴⁴ Indeksirane so bi plače, obrestne mere.

⁴⁵ Tu se bom osredotočil na money-based način, saj sem fiksiranje tečaja opisal zgoraj, ker je slednji značilen za druge tranzicijske države.

⁴⁶ Predpostavka je, da je trgovani sektor bolj odvisen od relativnih cen (devizni tečaj), ker posluje s tujino, medtem ko netrgovani sektor posluje na domačem trgu.

Na voljo so tri možnosti določitve stopnje restriktivnosti:

- 1.) višina deviznega tečaja,
- 2.) višina obrestne mere,
- 3.) količina denarja v obtoku.

Mencinger (1992, str. 23) našteva naslednje razloge proti uporabi višine deviznega tečaja, kot mere restriktivnosti:

- Slovenija je bila ob uvedbi tolarja brez ustreznih deviznih rezerv,
- gospodarska struktura se je spremenila. Nastalo je novo gospodarstvo, za katerega se ravnatežnega tečaja ni dalo določiti vnaprej,
- relativna odprtost slovenskega gospodarstva in visoka inflacija bi zahtevala stalne korekcije deviznega tečaja in
- fiksen devizni tečaj bi onemogočal prilagajanje gospodarstva novim ravnatežjem.

Ribnikar (1993, str. 6) ugotavlja slabosti pri uporabi višine obrestne mere:

- restriktivna denarna politika, ki jo je morala voditi BS, bi zahtevala kot javno deklarirani bližnji cilj dokaj visoke obrestne mere. To bi hitro privedlo do pritiskov iz strokovnih krogov, ki bi pripeljali do znižanja ciljnih obrestnih mer in s tem do zmanjšanja restriktivnosti denarne politike,
- ta cilj je primeren, če je realni sektor stabilnejši od denarnega. Obrestna mera je namreč tesno povezana z investicijami, ki predstavljajo pomemben del agregatnega povpraševanja. Za Slovenijo lahko trdimo, da ta povezava v obdobju spreminjanja gospodarskega sistema in njegove lastniške strukture zanesljivo ni bila tako močna, kot to velja v ekonomski teoriji za normalne, stabilne razmere.

Zaradi majhne količine deviznih rezerv Slovenija ni mogla sprejeti mehanizma uporabe deviznega tečaja. Tako je bil sprejet sklep o uporabi količine primarnega denarja kot nominalnega sidra. Za sprejeti mehanizem obstajajo, zaradi strukturnih sprememb, nekatere slabosti, kot npr. povpraševanje po denarju. Vendar pa Ribnikar ugotavlja (1993, str. 5), da je za Slovenijo značilna dokaj stabilna funkcija povpraševanja po denarju.

6.1. Količina primarnega denarja

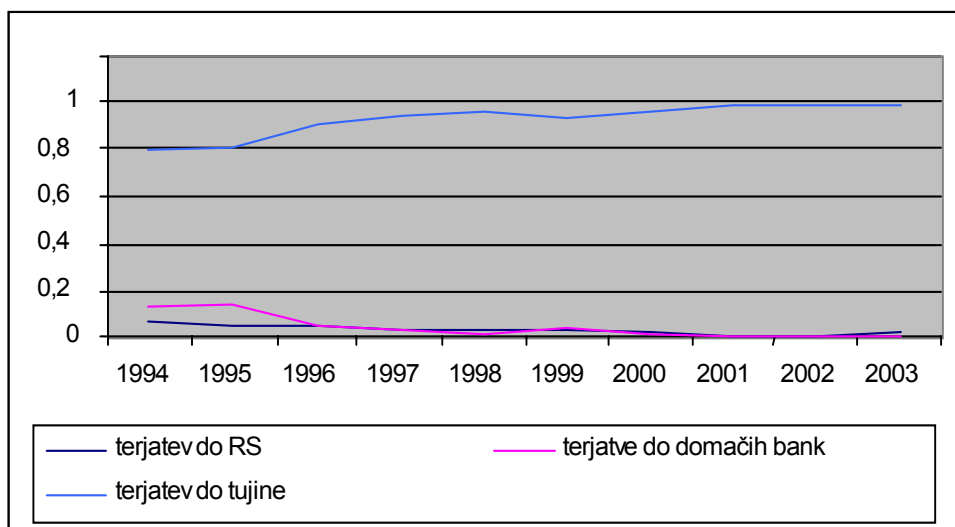
Centralna banka določi količino primarnega denarja glede na tokove iz plačilne bilance, povpraševanje po denarju proračuna in tokove ponudb iz transakcij z bankami, tj. iz uporabe

instrumentov denarne politike. Banka Slovenije ustvarja primarni denar s kreditiranjem tujine, države in bank (Ribnikar, 1993, str. 78).

6.1.1. Kreditiranje države

BS je pri kreditiranju državnega proračuna zakonsko omejena. Državni proračun je dovoljeno kratkoročno financirati za premostitev časovne neusklajenosti med proračunskimi prilivi in odlivi. Rok za vračilo je najkasneje do konca proračunskega leta. Delež v aktivni BS, v postavki terjatve do Republike Slovenije, je relativno majhen in je prikazan spodaj (glej Sliko 7).

Slika 7: Struktura terjatev Banke Slovenije do RS, domačih bank in tujine



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2003.

6.1.2. Kreditiranje tujine

Za tranzicijske države je značilna realna apreciacija deviznega tečaja in priliv deviz, kar slabša zunanjo konkurenčnost gospodarstva. Slovenija je imela v začetku devetdesetih let presežek v trgovinski bilanci in priliv deviz na kapitalnem računu plačilne bilance. Poleg tega je bilo gospodarstvo odprto, saj je trgovina s tujino predstavljala 60 do 70% BDP-ja. Da ne bi prišlo do poglobljene apreciacije, je BS intervenirala na deviznem trgu.

Tako vzdrževanje deviznega tečaja, bi ob nesteriliziranem posegu povečalo količino domačega denarja, kar bi ogrozilo stabilizacijsko politiko. Zato so bili nakupi BS nesterilizirani v obsegu, ki je dovoljeval ciljno količino denarja, ostali nakupi deviz pa so bili sterilizirani.

Seveda se je morala BS zaradi teh posegov zadolževati doma in v tujini predvsem z blagajniškimi zapisi. Tujino je kreditirala z nakupi deviz, ki so prišle v državo preko blagovne menjave ali preko kapitalnega računa.

6.1.3. Kreditiranje poslovnih bank

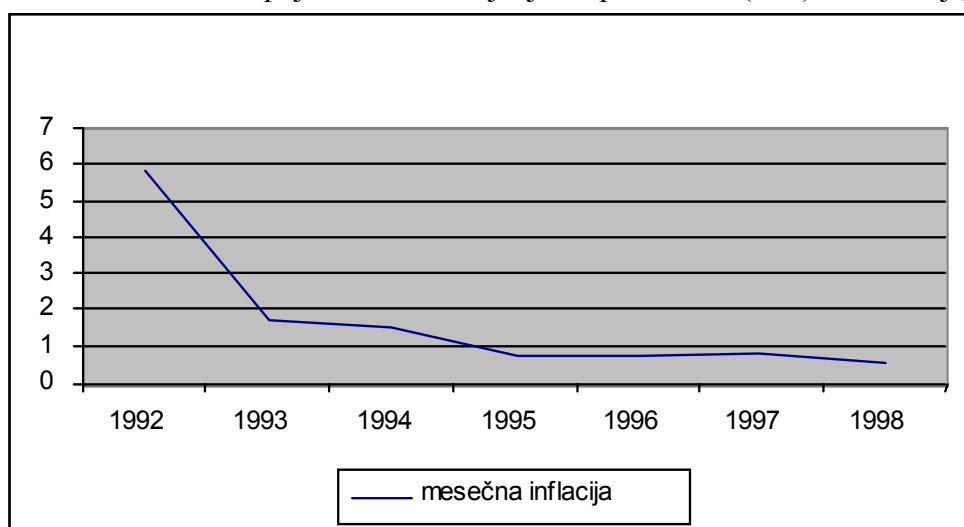
Kreditiranje poslovnih bank s strani BS je bilo možno na več načinov. Dokler se banke niso v celoti sanirale, so lahko najemale likvidnostna posojila⁴⁷. Drug način je lombardno posojilo, kjer poslovna banka zastavi Banki Slovenije vrednostni papir kot garancijo za najem posojila. Posojila poslovnim bankam so marginalnega obsega, prav tako kot kreditiranje države.

6.2. Stabilizacija

V nadaljevanju bom poskušal povezati smernice v tranziciji s primerom Slovenije. Prva leta tranzicije bom opisal s pomočjo slik in biltenov Banke Slovenije⁴⁸.

Vegh in Calvo (1999, str. 16, 17) predlagata, da bi se zmanjšani stopnji izdajanja količine primarnega denarja približevala tudi inflacijska stopnja. Stopnja rasti količine denarja v Sloveniji se je zniževala skozi leta, prav tako tudi inflacijska stopnja (glej Sliki 8, Sliki 9, na strani 27).

Slika 8: Mesečne stopnje rasti cen življenjskih potrebščin (v %) v Sloveniji, od 1992 do 1999

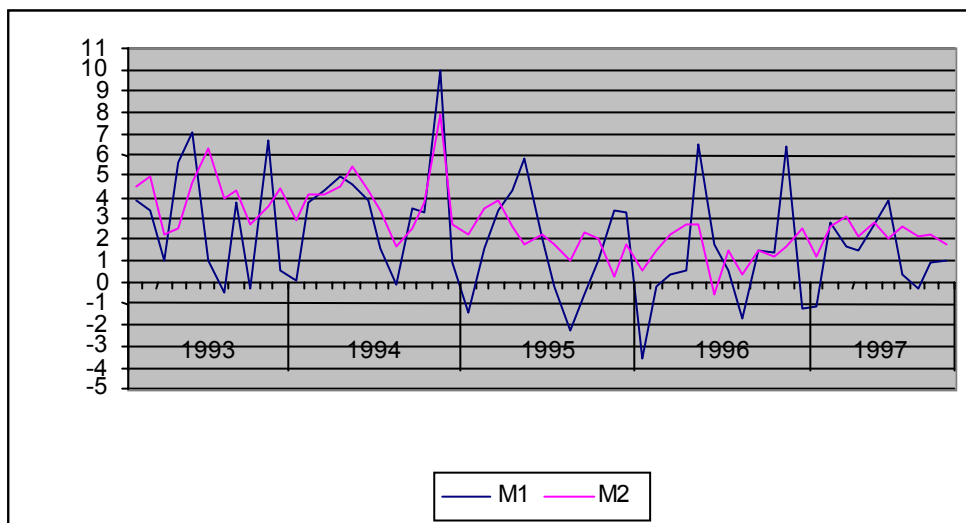


Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, 1999.

⁴⁷ Sanacija se je končala leta 1997.

⁴⁸ Bilteni denarne in tečajne politike naše centralne banke segajo od leta 1996, s prvim Letnim poročilom BS, izdanim 1997.

Slika 9: Realne mesečne stopnje rasti denarnih agregatov (v %) v Sloveniji



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije, 1997.

V prvih letih samostojnosti je Banka Slovenije, z zniževanjem rasti primarne količine denarja, znižala inflacijsko stopnjo. Restriktivna denarna politika je povzročila začetni padec produkta v Sloveniji (glej Sliko 1, na str. 5).

BS je leta 1996 za stabilizacijsko politiko uporabljala količino denarja oziroma denarni agregat M1⁴⁹ ter vplivala na devizni tečaj v okviru denarnih omejitev (Letno poročilo BS, 1997, str. 3). Banka Slovenije je neto izdajala primarni denar preko deviznih transakcij, preko tolarskih transakcij pa ga je neto jemala iz obtoka. Tako je bila ponudba denarja odvisna od deviznih tokov. Količina denarja je bila odvisna od monetizacije odkupa deviz, posojil (lombardnih⁵⁰, likvidnostnih⁵¹, kratkoročnih) in prodaje tolarskih in deviznih BZ. Ožji obseg M1 je BS uravnavala z izdajanjem primarnega denarja in z višino predpisane obvezne rezerve za banke in hranilnice, ki pomagajo pri ohranjanju stabilnega denarnega multiplikatorja.

Tako je del deviz monetizirala, del pa sterilizirala preko repo poslov. Zaradi povečanega pritoka deviz je BS od junija, poleg deviznega minimuma, povečala prag oz. obvezni delež deviznih BZ. Povečalo se je penaliziranje najemanja tujih posojil za konverzijo v tolarje. Tako je poleg steriliziranih nakupov deviz z administrativnimi ukrepi zmanjševala pritisk na apreciacijo.

BS je z ukrepanjem proti indeksaciji obrestnih mer leta 1995 znižala nihanja nominalnih obrestnih mer. Znižala jih je s povečevanjem intervala za izračun temeljne obrestne mere (TOM) na 12 mesecev. K temu je pripomogla deindeksacija vrednostnih papirjev BS. Tudi

⁴⁹ Količino določa s povpraševanjem po denarju in denarnim multiplikatorjem.

⁵⁰ Zastavili so se tuji BZ in zakladne menice.

⁵¹ Z zaključkom sanacije obeh bank leta 1997 so pravice črpanja iz tega naslova ugasnile.

gibanje nominalne obrestne mere se je bolj približalo realni obrestni meri, kar pomeni, da nihanja obrestnih mer niso bila več pod vplivom indeksa (inflacije).

BS je maja 1997 sprejela nov bližnji cilj denarne politike, t.j. letno rast denarnega agregata M3. Ta označuje skoraj celotno pasivno stran domačega denarnega sistema. Na začetku leta se obrestne mere niso dosti znižale, saj je BS prejšnje leto odobrila preveč posojil poslovnim bankam. Le-te pa so kupovale donosne BZ. V drugem polletju je večja gospodarska aktivnost povečala povpraševanje po kreditih, a se je večina podjetij, zaradi visoke domače obrestne mere, financirala v tujini. To je še povečalo priliv deviz v Slovenijo. Zato je BS sprejela dekret o zadolževanju v tujini⁵² in začela konec leta domače obrestne mere zniževati.

V tem letu sta bila pomembna še dva dogodka. Dve banki⁵³ sta se sanirali, zato so jima skrajšali pravice črpanja posojil iz naslova likvidnostnih posojil. Nakup BZ v tolarjih, s strani komercialnih bank, se je devetkrat povečal glede na predhodno leto 1996. Tako je bila velika količina denarja vzeta iz obtoka. Ta količina denarja je bila potrebna, saj se je isto leto povečal pritisk javnih financ zaradi primanjkljaja v višini 1,1%, kar je bilo veliko, ker so vse napovedi nakazovale izenačeno proračunsko bilanco. Poleg tega so se tudi energetske cene povišale, kar je skupaj vplivalo na povečano inflacijo. Devizni minimum je najmanjši znesek deviznih rezerv ali premoženja v tujem denarju, ki ga morajo imeti banke za devize na svoji pasivni strani premoženjske bilance. Mesečni znesek deviznega minimuma se določa glede na različne postavke v pasivi (Letno poročilo BS, 1997, str. 31). BS je določila, da morajo imeti banke 60% deviznega minimuma v deviznih BZ.

Slovenija mora zaradi pridruženja Evropski uniji liberalizirati vse kapitalske tokove, kot to narekuje Sporazum o pridruženem članstvu v EU. Doslej je Slovenija sprostila vse omejitve na podlagi sporazuma z Mednarodnim denarnim skladom (MDS) in vsa plačila iz tekočih transakcij. Še vedno omejuje transakcije na kapitalskem računu tako v zvezi z najemom posojil kot naložbe tujcev v nekatere panoge.

Leta 1998 je obrestna mera padla zaradi zadolževanja podjetij v tujini in zaradi vedno večje liberalizacije kapitalskega računa. Tako ugotavljamo v tem letu večinsko zadolževanje podjetij na domačem bančnem trgu. Denarni agregat M3 se je povečal zaradi povečanih posojil nebančnem sektorju in zaradi prilivov deviz.

Na gibanje višine obrestnih mer je BS delovala tako, da je na višino pasivne obrestne mere vplival medbančni sporazum o zgornji meji pasivnih obrestnih mer. Na aktivno obrestno mero pa je vplivala povečana kreditna aktivnost bank.

Leta 1999 je stopil v veljavo pridružitveni sporazum med Slovenijo in EU. Slovenijo je omenjeni sporazum zavezoval, da sprost pretok kapitala na področju neposrednih naložb in

⁵² BS je posredno podražila kredite najete v tujini, ki niso namenjeni transakcijam s tujino. Pri tem so predpisali visoke obvezne rezerve.

⁵³ Nova Ljubljanska banka in Nova Kreditna banka Maribor.

na področju komercialnih in finančnih kreditov. V štiriletnem obdobju je morala Slovenija zagotoviti tudi prost pretok kapitala v zvezi z portfeljskimi naložbami (Letno poročilo BS, 1998, str. 40). Tako je BS februarja 1998 sprostila omejitve na področju kreditnih poslov s tujino⁵⁴ in nekatere omejitve pri neposrednih in portfeljskih naložbah (Letno poročilo BS, 1998, str. 40).

V letu 1999 BS ni spremenila bližjega cilja, ki je ostal M3 in s tem zmanjševanje inflacije, in stabilizacija deviznega tečaja. Vedno bolj se je poudarjala tudi pomembnost deviznega tečaja, na katerega je BS vplivala že prejšnja leta, predvsem zaradi pritoka tujega kapitala. Zaradi postopnega ukinjanja omejitev na kapitalnem računu, je postala nepokrita obrestna pariteta večji problem. Nanjo so vplivale nizke cene delnic in razmeroma visoke domače obrestne mere. Tako je BS že konec leta 1997 sklenila pogodbo z 12 bankami o sodelovanju pri posegih na deviznem trgu in s tem postavila temelj za nadaljnjo denarno in devizno politiko, ki se je v prihodnjih letih usmerila predvsem v pokrivanje nepokrite obrestne paritete.

7. Denarna in tečajna politika BS od 1999 do danes

Od leta 1999 Slovenija ne uporablja več stabilizacijske politike z instrumentom količine primarnega denarja. Stanje v državi se je od začetka tranzicije izboljšalo, saj je BDP na osebo višji, brezposelnost in inflacija pa sta nižji od začetnih vrednosti. Vendar se je pojavila težava. Obrestne mere⁵⁵ in stopnja rasti gospodarstva sta bili višji kot v razvitih zahodnih državah, zato že dlje časa pritekajo devize v Slovenijo. BS lahko umiri pritok deviz v gospodarstvo zaradi nevarnosti po pregetosti na dva načina:

- zniža obrestno mero, a s tem povzroči inflacijske pritiske, ob že tako visoki inflaciji,
- pokriva nepokrito obrestno pariteto⁵⁶, ki pa zaradi konstantne deprecijacije povzroča stroške v obliki inflatornih pritiskov (Coricelli, Jazbec, Masten, 2003).

7.1. Nepokrita obrestna pariteta

Obrestna pariteta izenačuje domačo in tujo obrestno mero. Razliko med njima pripisuje posledično spremembi deviznega tečaja.

⁵⁴ Bankam je omogočeno kratkoročno zadolževanje v tujini, ukinjena je obveznost vplačila tolarskega depozita na najeta finančna posojila pri tujih osebah.

⁵⁵ Višje so zaradi višje stopnje inflacije kot v tujini.

⁵⁶ Za katerega se je BS tudi odločila.

$$i = i^* + \text{dep} \quad (1)$$

i domača obrestna mera

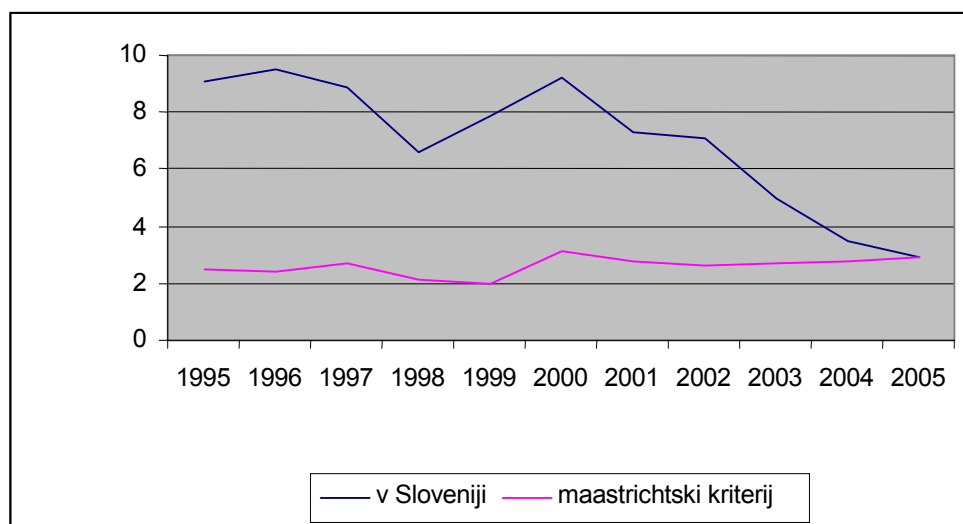
i^* tuja obrestna mera

dep..... deprecijacija domače valute

Obrestna pariteta (1) se v sistemu drsečega deviznega tečaja in ob predpostavki popolne mobilnosti kapitala uravnava skoraj nemudoma. Ob manj popolni mobilnosti kapitala in sistemu drsečega tečaja mine več časa, da se ob spremembi le ene obrestne mere, tečaj prilagodi.

Slovenija je morala sčasoma odpraviti vse omejitve, ki so imele opravka s pretokom kapitala. Hkrati je imela uravnnavani devizni tečaj in za Evropo previsoko inflacijo (glej Sliko 10).

Slika 10: Letni (dejanski in napovedani) inflacijski stopnji (v %) od leta 1995 do 2005

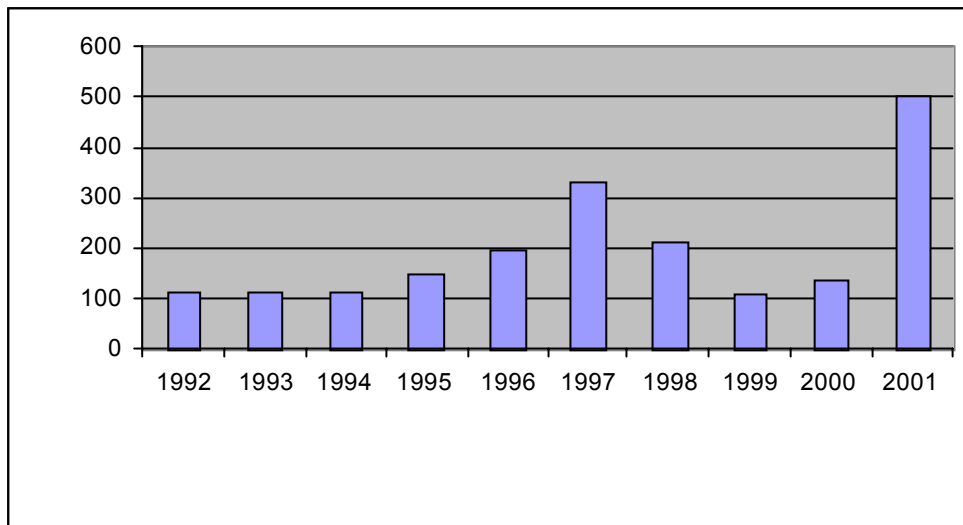


Vir: Projekti Banke Slovenije, 2004.

Visoki devizni prilivi v državo (glej Sliko 11, na str. 31), skozi vsa leta z nekaj izjemami, bi potisnili tolar v nominalno apreciacijo. S tem bi padle obrestne mere in pojavila bi se višja inflacija. Možno je, da bi se struktura gospodarstva spremenila, saj bi postala še bolj domače naravnana.⁵⁷ Zaradi visoke inflacije bi nižje obrestne mere povzročile negativne realne obresti, kar bi na dolgi rok pomenilo korak nazaj v stari sistem.

⁵⁷ Tu mislim predvsem na to, da bi se domače povpraševanje povečalo, saj apreciacija poceni uvoz tujih dobrin.

Slika 11: Tuje naložbe v Sloveniji v mio USD od 1992-2001



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2003.

Če Banka Slovenije ne bi dodatno zapirala obrestne paritete, bi se obseg obrestno elastičnih tokov kapitala iz tujine še povečal. Hkrati bi bilo devizno kreditirane na domačem bančnem trgu intenzivnejše, kar bi otežilo nadzor nad ponudbo denarja in s tem nadzor nad stabilnostjo cen.

Banka Slovenije je uvidela, da je potrebno skladno z zniževanjem obrestne mere, zniževati tudi inflacijo, da ne bi prišlo do negativnih realnih obrestnih mer. Zato je pritok deviz iz tujine odkupila od poslovnih bank in s tem preprečila nominalno apreciacijo. Nakupe deviz je sterilizirala s prodajo dolgoročnih blagajniških zapisov, nominiranih v tolarjih (TBZ).

Ob normalnih tržnih razmerah bi morala Banka Slovenije, ob ponavljajočih začasnih nakupih deviz, ponujati trgu vedno višjo obrestno mero. Zato je bila 1996 sprejeta monetarna usmeritev, znana kot devizni minimum. To pomeni, da so morale imeti PB 60% deviznih rezerv v blagajniških zapisih v devizah, ki jih je potem Banka Slovenije začasno kupovala s sedem dnevним odkupnim rokom. Tako vidimo, da je BS že pred letom 1999 vplivala na devizni trg in se ni ukvarjala le s stabilizacijsko politiko.

7.2. Tečajna politika Banke Slovenije in REPO posli

BS poskuša s tečajno politiko preprečiti cenejše zadolževanje v tujini in višjo donosnost doma.

Delovanje BS razberemo iz njene premoženjske bilance, ki jo delimo na dva dela. Aktivo sestavlja: tuja aktiva (tuji vrednostni papirji) in domača aktiva (terjatve do Republike Slovenije in do poslovnih bank). Pasivno stran sestavljajo: kapital, izdana gotovina, obvezne

rezerve poslovnih bank, vloge države in večji del pasive, to so izdani vrednostni papirji kot BZ v tolarjih in devizah, v razmerju približno 40% : 60% (glej Tabelo 3, na str. 32).

Premoženjsko bilanco lahko razlagamo kot denarno in tečajno politiko Banke Slovenije. Prvi del bilance pojasnjuje denarno politiko BS, ki jo prikazuje pasiva, s postavkami izdana gotovina, vloge države, obvezne rezerve poslovnih bank in dolgoročni BZ v tolarjih in na drugi strani sorazmerni delež v aktivih. Drugi del naj bi pojasnjeval politiko deviznega tečaja BS, ki predstavlja strukturno večji del bilance od prvega dela. Drugi del sestavlja na pasivni strani dolgoročne BZ v devizah in kratkoročni BZ v devizah in po velikosti enaka aktiva. Pretežni del bilance sestavljajo instrumenti politike deviznega tečaja, iz česar sledi, da se je BS zavzemala predvsem za uravnavanje smeri deviznega tečaja. Glavni instrument, ki ga je BS uporabljala pri tečajni politiki, so REPO posli.

Tabela 3: Bilanca stanja Banke Slovenije na dan 30.11.2003 v mio Sit

Kategorije	30.11.2003
Aktiva	1.676.484,64
Tuja aktiva	1.642.047,39
Terjatve do RS	24.658,87
Terjatve do domačih bank	359,42
Ostala aktiva	9.418,96
Pasiva	1.676.484,64
Izdani bankovci	178.324,42
Vloge	242.588,71
Izdani vrednostni papirji	1.044.485,14
Tuja pasiva	28,43
Kapital in reserve	199.991,69
Ostala pasiva	11.146,26

Vir: Denarni pregled, 2003.

7.2.1. Repo posli

Repo posli so sestavljeni iz dveh delov: začasne prodaje vrednostnih papirjev in povratnega odkupa ekvivalentnih vrednostnih papirjev na določen datum oz. na odpoklic. Zaradi varnosti in fleksibilnosti so eden najpomembnejših instrumentov razvitih finančnih trgov. Za mnoge centralne banke predstavljajo repo posli osrednji instrument denarne politike. Poleg tega se široko uporabljajo kot instrument razvitih medbančnih denarnih trgov in kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga.

BS je sprejela določilo znano kot devizni minimum, da mora imeti poslovna banka vsaj 60% likvidnega premoženja v tujem denarju, to je v blagajniških zapisih BS. Kasneje se je ta višina znižala na 36%. Bilance stanja kažejo, da je pretežni del naložb poslovnih bank v BZ v tolarjih in devizah. Banke so morale vsa ta leta podpirati politiko deviznega tečaja BS in z njim zelo dobro služile.

BS posodi z repo poslom komercialnim bankam denar, da lahko le-te kupijo tolarske BZ, od katerih prejemajo donos.

Oktobra 2003 je bila obrestna mera za REPO posel DBZ (7-dnevni) 7,09%. Od te odštejemo obrestno mero za lastninjenje DBZ, ki je približno 2%. PB so bile s tega naslova na slabšem pri vsakokratnem (tedenskem) poslu za približno 5%. Vendar so denar, ki so ga dobile od začasnega nakupa, vložile predvsem v dolgoročne tolarske blagajniške zapise (270 dni), za katere so prejemale 6,71% obrestno mero. Tako so bile PB na boljšem za skoraj 2 odstotni točki (Denarni pregled BS, november 2003, str. 16).

BS spreminja stopnjo gibanja deviznega tečaja s spreminjanjem obrestne mere REPO posla. Kot primer lahko navedemo, da je BS novembra 2003 znižala želeno stopnjo depreciacije tolarja z 2,8% na 2,5% na letni ravni. Z znižanjem cene za začasni odkup deviz s 3,25% na 3,0% in dvodnevno intervencijo, je BS v začetku novembra znižala signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja na 2,5% na letni ravni (Denarni pregled BS, november 2003, str. 20).

Ker to ni bil enkratni, začasen nakup s strani BS, in ker je morala uravnavati devizni tečaj zaradi pritoka deviz dlje časa, je vsak teden znova ponovila posel s poslovnimi bankami. Preveliki izdaji tolarjev se je izognila z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev, denominiranih v tolarjih.

S tako politiko deviznega tečaja je bila BS na slabšem, saj je zagotavljala višjo obrestno mero poslovnim bankam, kot jo je dobila na tujih trgih⁵⁸. Negativni poslovni izid zaradi politike deviznega tečaja je BS nadomestila s pozitivnim izidom pri denarni politiki⁵⁹.

8. Sedanjost in prihodnost bančnega sistema ter vključevanje v ERMII

8.1. Ekonomska in monetarna unija

Ekonomska in monetarna unija (EMU) je zadnja faza ekonomske integracije v EU. Njeno oblikovanje je zapisano v Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti. Le-ta določa proces oblikovanja EMU-ja v treh fazah (Projekti Banke Slovenije, 2004).

V prvi fazi, od leta 1990 do 31.12.1993, so morale države članice odstraniti vse ovire prostega pretoka kapitala in sprejeti ustrezne ukrepe, ki prepovedujejo financiranje javnega sektorja s strani centralne banke ter privilegiran dostop javnega sektorja do kreditnih institucij.

Od leta 1994 do 31.12.1998 je potekala druga faza procesa. Ustanovljen je bil Evropski monetarni inštitut, predhodnik Evropske centralne banke, ki je krepil sodelovanje med

⁵⁸ S plasiranjem deviz na tujem trgu, kjer so obrestne mere nižje.

⁵⁹ S pomočjo seignorageja.

nacionalnimi centralnimi bankami. V tej fazi so si morale države članice prizadevati za izpolnitev konvergenčnih kriterijev.

V zadnji fazi, ki se je začela 1. januarja 1999, so države članice Evrosistema uvedle skupno valuto evro. Evrosistem tvorijo Evropska Centralna Banka (ECB) in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so uvedle evro. S preverjanjem izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev je bila sprejeta odločitev, katere države bodo sodelovale v Evrosistemu. 1. januarja 2002 so začele zamenjevati domačo valuto (bankovce in kovance) za evro.

8.2. Kriteriji za uvedbo evra in članstvo v evrosistemu

Za uvedbo evra mora članica EU izpolniti določene kriterije, to so konvergenčni (oz. maastrichtski) kriteriji. Konvergenčni kriteriji se nanašajo na doseganje spodaj naštetega (Projekti Banke Slovenije, 2004):

- stopnja inflacije ne sme za več kot 1,5 odstotnih točk presežati povprečja stopnje inflacije treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen,
- javno-finančni primanjkljaj ne sme presežati 3% BDP,
- javni dolg ne sme presežati 60% BDP,
- dolgoročne obrestne mere ne smejo presežati povprečja obrestnih mer treh držav članic, z najnižjo stopnjo inflacije, za več kot 2 odstotni točki.

Valuta mora biti vsaj dve leti vezana na evro. Njena vrednost se sme gibati v razponu +/- 15% in sme revalvirati, ne pa tudi devalvirati.

Konvergenčni kriteriji in izpolnjevanje le-teh se za posamezno državo izračunavajo mesečno. Ažurni konvergenčni kriteriji z izračuni za evro območje in za Slovenijo so (glej Tabelo 4):

Tabela 4: Konvergenčni kriteriji za izbrana območja v letu 2004

	Inflacija v zadnjih 12 mes.* (v%)	Dolgoročna obrestna mera zadnjih 12 mes.* (v%)	Deficit v letu 2003 (v % BDP)	Javni dolg v letu 2003 (v % BDP)
Evro območje	2,0	4,26	-2,7	70,4
Konvergenčni kriterij	2,5**	6,24	-3,0	60,0
Slovenija	4,5	5,53	-1,8	27,1

Opombe:

* Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno junija 2004.

** Konvergenčni kriterij je izračunan iz EU25, neupoštevajoč države z deflacijo.

Vir: Kriteriji za uvedbo eura, 2004.

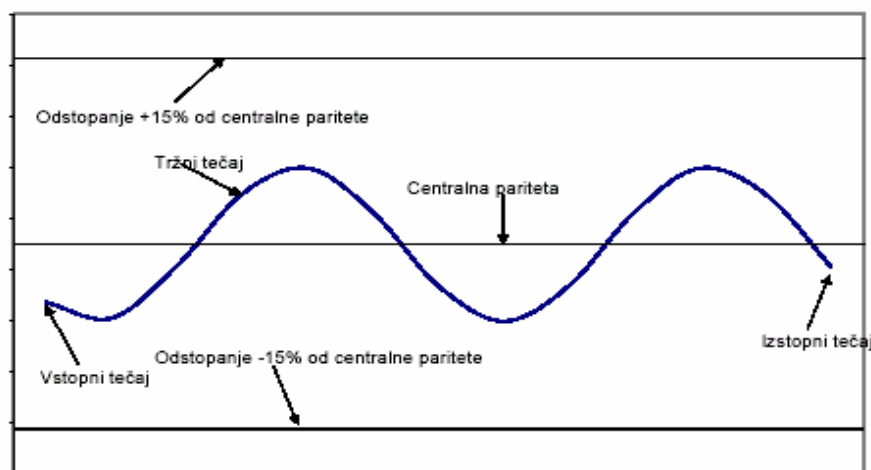
Prav tako je treba izpolniti pravni konvergenčni kriterij, t. j. zagotoviti skladnost nacionalne zakonodaje z določbami Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti (zagotovitev popolne neodvisnosti nacionalne centralne banke).

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

8.3. ERMII

Leto 2004 se je BS odločila vstopiti v devizni režim ERM II, kar pomeni fiksacijo deviznega tečaja na centralno pariteto. Slednja se določi sporazumno med BS in Evropsko centralno banko (ECB), z možnostjo nihanja $\pm 15\%$ in nedovoljeno devalvacijo (glej Sliko 12). Kaže omeniti, da tečaj, s katerim Slovenija vstopa v omenjeni režim, ni nujno enak centralni pariteti. Podoben primer je imela Grčija, ki je vstopila v EU z nižjim tečajem (Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003, str. 54). Slovenija pri vstopu ni imela opt-out možnosti, kot so jo imele Velika Britanija, Švedska, Danska. Z vključitvijo v EU se je morala odločiti tudi za vstop v EMU. Vsaj dve leti po vstopu v sistem ERMII se Slovenija zavezuje spoštovati nominalne konvergenčne kriterije (Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003, str. 25), nato lahko prevzame evro.

Slika 12: Slikovni prikaz nekaterih pojmov povezanih z delovanjem ERMII



Vir: Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003, str. 49.

8.4. Nevarnosti

Obstaja nekaj dejavnikov, ki bi lahko otežili tečajno politiko BS:

- nizke ravni cen v nemenjalnem sektorju glede na EU raven,
- realna konvergenca,
- velikost BZ v tolarjih,
- kreditna ekspanzija v gospodarstvu in gospodinjstvem sektorju.

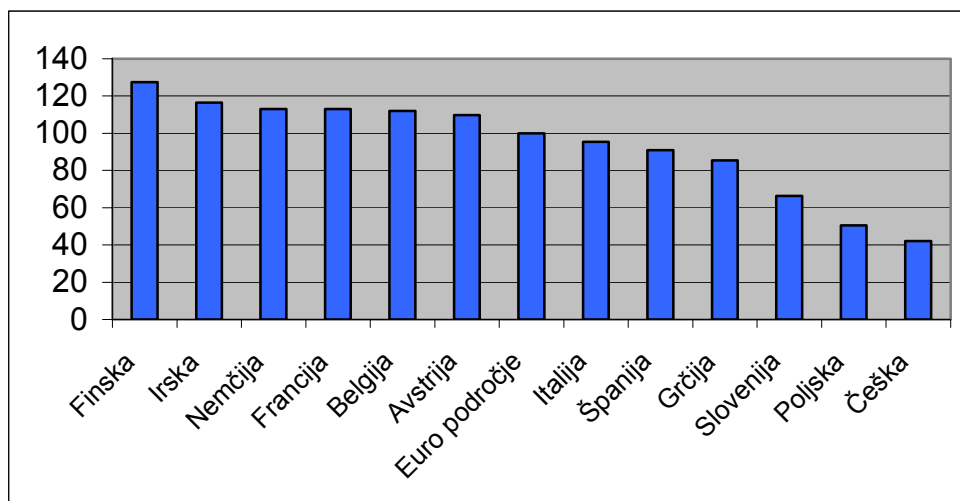
8.4.1. Pozne sledi tranzicije

Po navedbah strokovnjakov lahko pričakujemo nadaljnjo realno apreciacijo v višini 1-1,5% točke. To je posledica hitrejše rasti v produktivnosti slovenskega gospodarstva glede na EU. Omenjena kohezija proti EU naj bi se nadaljevala še dvajset let, ob predpostavki enake razlike v produktivnosti. Sedanji konvergenca v obliki realne apreciacije, naj bi na koncu približevanja sledila še realna deprecijacija, ki naj bi izšla iz razlike v višji produktivnosti v nemenjalnem sektorju, relativno glede na menjalni sektor. Slednji namreč hitreje konvergira k ravni EU. Vendar je ta učinek zanemarljiv (okoli 0,1%) in bi povzročal znižanje inflacije (Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003, str. 21).

Vplivu razlike v produktivnosti na spremembo rasti cen moramo dodati še dejavnike povpraševanja. Ti bodo imeli ključno vlogo pri gibanju relativnih cen v naslednjih mesecih predvsem zaradi nižje ravni cen v nemenjalnem sektorju, postopnega zniževanja obrestne mere in preusmeritve naložb poslovnih bank od CB k nedržavnemu sektorju. Strukturnim spremembam gre pripisati le zanemarljiv učinek, saj je strukturno Slovenija blizu EU v vseh sektorjih, razen v finančnih storitvah (glede na dodano vrednost) in industrijski dejavnosti. In sicer v prvi manj, v slednji več, kot je v Evro območju (Program vstopa v ERMII in prevzem eura, 2003, str. 15).

Analiza ravni cen pokaže, da predstavlja skupna raven cen v Sloveniji okrog 66% ravni cen v evro območju (glej Sliko 13, na str. 37). Če pogledamo strukturo ravni cen, vidimo, da povzročajo tak odklon od splošne ravni cen, cene v nemenjalnem sektorju. Cene v omenjenem sektorju so približno na polovični ravni glede na isti sektor v evro območju (Program vstopa v ERMII in prevzem eura, 2003, str. 27). Zato lahko pričakujemo nadaljne približevanje ravni cen v evro območju.

Slika 13: Raven cen v % glede na povprečje Evro področja (2001)



Vir: Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003.

Uporaba tečajne politike pri pokrivanju nepokrite obrestne paritete se ob vstopu v EU zmanjša. Takrat prične veljati določilo evropske pogodbe, ki določa, da je tečaj stvar skupnega interesa države članice in ostalih držav članic EU. V primeru šokov BS ne bo mogla reagirati z obrestnimi merami, ki bi bistveno odstopale od obrestne mere, ki jo določa ECB. Pri pokrivanju obrestne paritete BS ne bo mogla v taki meri uporabljati devizni tečaj, ampak bo obrestno mero približevala tisti, ki jo določa ECB.

8.4.2. Blagajniški zapisi

Denarno ureditev Slovenije pomembno opredeljujejo blagajniški zapisi v pasivi njene premoženjske bilance. Pasivo delimo na blagajniške zapise v tujem in domačem denarju. BZ v tujem denarju so pomemben del likvidnega premoženja za obveznosti banke, predvsem za vloge v tujem denarju. Tolarski BZ odvezemajo bankam preseženo likvidnost, ki nastaja zaradi nakupa deviz. Ob uvedbi evra BS ne bo imela več blagajniških zapisov v pasivi svoje premoženjske bilance. Obstaja nekaj načinov, kako se jih znebiti, da bi bilo to za ekonomijo najmanj boleče in da ne bi prišlo do realne apreciacije, depreciacije evra, ali do prekomerne količine primarnega denarja.

Obseg tolarskih in deviznih blagajniških zapisov se bo moral z vstopom v EU (oziroma s sprejetjem evra) zmanjševati in popolnoma izginiti iz postavk BS pri vstopu v EMU.

BS bo zmanjševala obseg tolarskih BZ ob njihovem dospelju na dva načina: z monetizacijo v obsegu potrebnega povečanja količine primarnega denarja in s prodajo tistega zneska deviz na deviznem trgu, ki ga ne bo zmožna monetizirati.

BS bo kupovala tolarske BZ z izdajanjem primarnega denarja. Če bo monetiziran obseg, ki povzroča inflacijo, bo BS sterilizirala ukrep s prodajo deviz. Koliko deviz bo prodala, da s tem ne bo ogrozila deviznega tečaja, je odvisno od plačilnobilančnih razmerij. Če bo Slovenija beležila presežek na plačilni bilanci, kar pomeni uvoz tuje valute, bo lahko BS prodala manj deviz⁶⁰, saj bi sicer samo še povečala pritisk na apreciacijo domače valute. Torej, bolj ko bo država v plačilnobilančnem primanjkljaju, več deviz bo lahko prodala in se tako znebila več tolarskih blagajniških zapisov. Prehitro zmanjšanje tolarskih blagajniških zapisov ni zaželeno, ker je vpliv oz. šok spreminjanja tako velike postavke v premoženjski bilanci, težko sterilizirati.

Obseg deviz v bankah se bo povečal v znesku zmanjšanja vrednostnih papirjev v tolarjih in tujem denarju in ob povečanju zneska primarnega denarja. Vprašanje je, kaj bodo naredile banke s povečanim zneskom deviz. Ali bodo našle tako donosne naložbe, kot so jih imele do sedaj v tolarskih BZ, ki trenutno predstavljajo 40% aktive poslovnih bank? Res je, da se bo kreditna možnost povečala, saj se bo veliko deviz sprostilo iz naslova zmanjšanja obsega blagajniških zapisov in iz naslova zmanjšanja obrestne mere, ki konvergira k evropski. To je posledica vedno manjše možnosti pokrivanja nepokrite obrestne paritete z deviznim tečajem. Vprašanje je, ali bo šel večji kreditni potencial za široko potrošnjo, ali za razširitev proizvodnih kapacitet. Oboje bo zagotovo še povečalo realno apreciacijo⁶¹. Tu bo pomembna vloga Vlade Slovenije, saj bo lahko vplivala na priliv deviz z načrtno prodajo preostalega premoženja in z znižanjem javnofinančnega primanjkljaja, ki ima negativen vpliv na obrestno mero in poslabšuje plačilnobilančne razmere.

8.4.3. Prihodnost

Slovenija je morala kot članica Evropske Unije odpraviti vse restrikcije na kapitalnem delu plačilne bilance in tako sprostiti, povečati kapitalno mobilnost. S tem je sedaj pod večjim tveganjem špekulativnih napadov, če pride do razloga zanje. Do špekulativnih napadov pride, ko dobijo tuji špekulanti občutek, da država ne zmore več vzdrževati tečaja v tistem razponu, za katerega se je ob vstopu v ERMII, obvezala. Kot sem omenil zgoraj, znižuje Slovenija obrestne mere tako zaradi nepokrite obrestne paritete kot zaradi nižjega deželnega tveganja ob vstopu v EU. Pojavi se kreditna ekspanzija, katere pritisk na inflacijo poskuša država zmanjšati. To naredi z obdavčenjem obrestnih dohodkov (kar preusmeri naložbe v nefinančne sklade) in z načrtnim zmanjšanjem javnofinančnega primanjkljaja. Država je zmanjšala inflacijske pritiske z deindeksacijo plač v javnem sektorju (Program vstopa v ERMII in prevzem evra, 2003, str. 53) in z naftnimi trošarinami.

⁶⁰ In s tem tudi kupila manj tolarskih BZ, saj bi drugače prevelika količina denarja povzročala inflacijo.

⁶¹ Ali zaradi povečanega povpraševanja ali preko produktivnosti.

9. Sklep

Namen diplomske naloge je bil opisati denarno in tečajno politiko Slovenije, ki jo je vodila Banka Slovenije skozi proces tranzicije. Sprejetje obeh politik je temeljilo na gospodarskih razmerah, na predpostavki vključevanja države v EU, v ERM II in prevzema eura. Slovenija je pričela tranzicijo bogatejša in manj zunanje zadolžena kot ostale planske države zaradi drugačne oblike lastnine in načina upravljanja. Za obstoj negativne realne obrestne mere je družbena lastnina zahtevala življenje z inflacijo. Z osamosvojitvijo je Slovenija podedovala visoko inflacijo, ki jo je stabilizirala z uravnavanjem količine primarnega denarja. Stabilizacijski program je zmanjšal rast količine primarnega denarja, kar je znižalo stopnjo inflacije. Manjša ponudba denarja in kreditov je potisnila mnogo podjetij v stečaj in s tem povzročila padec produkta in povečanje brezposelnosti.

Slovenija je uvedla zunanjo in notranjo konvertibilnost s tem, da ni v celoti odpravila omejitev na kapitalnem računu. V prvih letih po osamosvojitvi so se podjetja modernizirala z uvozom tehnologije, saj so trpela zaradi modernizacijskega deficita.

S procesom tranzicije se je spremenila struktura dodane vrednosti in zaposlenosti. Nadaljnjo realno apreciacijo so povzročali tudi drugi dejavniki, kot so povpraševanje in razlika v produktivnosti. Tu je opaziti odstop od teorije, ki napoveduje povečanemu dohodku relativno povečanje varčevanja. Tega v tranzicijskih državah ni bilo opaziti. Razlog lahko iščemo v času centralno-planskega sistema, ko so bile posameznikove preference določene z vrha. Ob povečanem dohodku so ljudje več trošili, da bi zadovoljili prej nezadovoljene potrebe.

Leta 1999 je začela BS pokrivati nepokrito obrestno pariteto, da ne bi prišlo do prevelike realne apreciacije tolarja. S prodajami podjetij tujcem je BS sterilizirala vpliv povečane ponudbe deviz. Premoženjska bilanca BS je: na aktivih ima več kot 90% deviz, na pasivi pa BZ v devizah ali tolarjih. Z vstopom v ERMII in v EMU se bo morala BS znebiti BZ, kar pomeni povečano ponudbo deviz na finančnem trgu. Od poslovnih bank je odvisno, kam bodo plasirale denar, ki je zdaj naložen v BZ BS. Ker je vlada nedavno obdavčila obrestne dohodke, je s tem sugerirala poslovnim bankam odliv denarja v nederžavne finančne institucije. Z opisanim mehanizmom bo skušala doseči prenos denarja v gospodarstvo. Posledično naj bi se cene delnic dvignile, kar je lahko pozitiven znak za povečana posojila bank podjetjem. Velik vpliv bo imela tudi fiskalna politika s svojimi izdatki, saj se ob povečanem javnofinančnem primanjkljaju lahko dvignejo obrestne mere, poslabša trgovinska bilanca, aprecira tečaj in poslabša zunanja konkurenčnost.

Literatura:

1. Begg David et al.: Sustainable regimes of capital movements in accession countries: Policy paper No. 10. London : The Center for Economic and Policy Research, 2002. 75 str.
2. Beko Jani: Devizni tečaj in zunanjetrgovinska menjava v majhnih gospodarstvih. Ljubljana : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1998. 237 str.
3. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan, Masten Igor: Exchange rate pass-through in candidate countries: Discussion papers, No. 3894. London : Centre for Economic and Policy Research, 2003. 37 str.
4. Friedman Milton B.: Crowding out or crowding in? The economic consequences of financing government deficits. Brookings papers on economic Activity, Washington, 3(1978), str. 593-654.
5. Fries Steven, Taci Anita: Banking reform and development in transition economies. London : Evropean Bank for Reconstruction and Development, 2002. 24 str.
6. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Jože, Ribnikar Ivan: Corporate governance in transitional economies : the case of Slovenia. Econ. bus. rev, Ljubljana, 2000, str. 183-207.
7. Havryshyn Oleh, Ivailo Izvorski, van Rooden Ron: Recovery and Growth in Transition Economies 1990-97: IMF Working paper 98/141. Washington : International Monetary Fund, 1998. 37 str.
8. Jazbec Boštjan: Macroeconomic stabilization and capital inflows in transition economies = Makroekonomska stabilizacija in tokovi kapitala v državah v prehodu: Delovni zvezki, no. 89. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 15 str.
9. Jazbec Boštjan: Macroeconomics of transition = Makroekonomija prehoda: Delovni zvezki, no. 116. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 65, 5, 5 str.
10. Jazbec Boštjan: Model of real exchange rate determination in transition economies = Model oblikovanja realnega deviznega tečaja v državah v prehodu: Delovni zvezki, no. 118. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001a. 49, 5, 5 str.
11. Kmet Rotija: Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance v obdobju tranzicije. Ljubljana : Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 2000. 50 str.

12. Lorber Lučka: Gospodarska tranzicija Slovenije v procesu globalizacije. Maribor : Pedagoška fakulteta, 1999. 34 str.
13. Mencinger Jože: O tečaju tolarja. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1992, 5, str. 23-40.
14. Mrak Mojmir: Apportionment and succession of external debts: The case of the SFR Jugoslavia. *Revue d'etudes comparatives est-ouest*, (30)1999, 4, str. 153-176.
15. Mramor Dušan: Primary privatization goal in economies in transition. *Int. rev. financ. analy.*, (5)1996, 2, str.131-144.
16. Noč Matjaž: Analiza ponudbe primarnega denarja. Ljubljana : Banka Slovenije, Analitsko raziskovalni center, 1995. 11 str.
17. Nuti D.Mario, Portes R.: Central Evrope: The Way Forward. London : The Centre for Economic and Policy Research, 1994. 285 str.
18. Nuti D. Mario: Inflation, Interest and Exchange Rates in Transition. *Economics of Transition*, 4(1996), 1, str. 137-158.
19. Purfield Catrione: Fiscal adjustment in transition countries: evidence from the 1990s. Washington : International Monetary Fund, 2003. 22 str.
20. Raiser Martin, Di Tommaso L. Maria, Weeks Melvyn: The measurement and determinants of institutional change: Evidence from transition economies. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2001. 32 str.
21. Raiser Martin, Schaffer Mark, Schuchhardt Johannes: Benchmarking structural change in transition: Working paper No. 79. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2003. 37 str.
22. Republic of Slovenia: Recent Economic Developments: IMF Staff Country Report, No. 19. Washington D.C. : International Monetary Fund, 1998. 109 str.
23. Ribnikar Ivan: Privatizacija, kakršno si moramo in moremo privoščiti. *Banč. vestn.*, Ljubljana, 39(1990), 11, str. 340-346.
24. Ribnikar Ivan: Finančni zlom plansko-tržnega (ali tretjega) ekonomskega sistema. *Teor. praksa*, 28(1991), 1/2, str. 23-31.
25. Ribnikar Ivan.: Denarni sistem in denarna teorija. Del 1, Denarni sistem. 2. ponatis. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 336 str.

26. Ribnikar Ivan: Denarna politika Banke Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 42(1993a), 5, str. 5-10.
27. Ribnikar Ivan: The path from social ownership to ownership of business enterprises. IB rev., Ljubljana, 1(1997), 1, str. 37-50.
28. Ribnikar Ivan: Blagajniški zapisi Banke Slovenije (in predpisano likvidno premoženje bank v tujem denarju) pred vstopom Slovenije v EMU. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004.
29. Roubini Nouriel: Current account and budget deficits in an intertemporal model of consumption and taxation smoothing. A solution to the Feldstein-Horioka puzzle?: NBER working paper No.2773. Massachusetts : National Bureau for Economic Research, 1988. 54 str.
30. Snoj Alenka: Repo posli. Ljubljana : Banka Slovenije, Analitsko raziskovalni center, 2001. 17 str.
31. Stiglitz Joseph E.: Knowledge for development. Washington : World Bank, 1998. 55 str.
32. Vegh A. Guillermo, Calvo Carlos: Inflation stabilization and BOP crises in developing countries: NBER working paper No. 6925. Massachusetts : National Bureau for Economic Research, 1999. 91 str.
33. Wyplosz Charles: Ten years of transformation: Macroeconomic lessons. London : The Center for Economic and Policy Research, 1999. 30 str.
34. Žumer Tina: Estimation of Ballasa-Samuelson effect in Slovenia. Ljubljana : Banka Slovenije, Analitsko Raziskovalni Center, 2002. 10 str.

Viri:

35. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, november 2003. 123 str.
36. Bilten javnih financ 7-8/2004. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2004. 127 str.
37. Denarni pregled. Ljubljana : Banka Slovenije, november 2003. 22 str.
38. Ekonomsko ogledalo. Ljubljana : Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 5 (1999).

39. Konvergenčni program. Ljubljana : Republika Slovenija, maj 2004. 34 str.
 40. Kriteriji za uvedbo evra. [URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/kriteriji.html>], 10.9.2004.
 41. Letno poročilo Banke Slovenija. Ljubljana : Banka Slovenije, 1997.
 42. Letno poročilo Banke Slovenija. Ljubljana : Banka Slovenije, 1998.
 43. Letno poročilo Banke Slovenija. Ljubljana : Banka Slovenije, 1999.
 44. Letno poročilo Banke Slovenija. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000.
 45. Letno poročilo 2002. Ljubljana : Nova Ljubljanska banka, 2003. 163 str.
 46. Program vstopa v ERM II in prevzema evra. Ljubljana : Skupno gradivo Banke Slovenije in Vlade RS, 2003. 76 str.
 47. Projekti Banke Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/unija.html>], 10.9.2004.
 48. Statistični letopis Slovenije. Ljubljana : Statistični Urad Slovenije, 2003.
 49. Transition Report 1998, Financial Sector in Transition. London : Evropean Bank For Reconstruction and Development, 1998. 234 str.
 50. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike. Ljubljana : Banka Slovenije, oktober 2003. 52 str.
 51. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91-I).
 52. Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/1999).
-