

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**MONETARNI KONVERGENČNI KRITERIJI V
PRIBLIŽEVANJU EU**

Ljubljana, november 2002

BORUT SREBOTNIK

IZJ A V A

Študent BORUT SREBOTNIK izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. BOŠTJANA JAZBECA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ .

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. NOMINALNA IN REALNA KONVERGENCA	3
3. INFLACIJA.....	5
3.1. Imperativ cenovne stabilnosti na poti v EU	5
3.2. Časovni potek dezinflacije	7
3.3. Teoretično ozadje vzrokov inflacije v Sloveniji	8
3.3.1. Variabilnost relativnih cen	8
3.3.2. Asimetričnost porazdelitve relativnih cen.....	9
3.3.3. Konvergenca relativnih cen.....	12
3.4. Obnašanje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju.....	12
3.4.1. Menjalni sektor.....	15
3.4.2. Nemenjalni sektor	17
3.4.2.1. Konkurenčni trg.....	17
3.4.2.2. Nekonkurenčni trg.....	17
3.5. Dejavniki inflacije v letu 2002	19
3.6. Kratkoročne usmeritve denarne politike za zagotavljanje cenovne stabilnosti.....	21
4. DEVIZNI TEČAJ.....	23
4.1. Strukturni položaj denarnega trga	25
4.2. Realni devizni tečaj	26
4.2.1. Balassa-Samuelsonov učinek v Sloveniji.....	26
4.2.2. Združljivost doseganja inflacijskega cilja in tečajne stabilnosti	29
4.2.3. Simetričnost gibanj slovenskega gospodarstva in gospodarstva EU	30
5. OBRESTNE MERE	31
5.1. Transmisijski mehanizem obrestne mere v Sloveniji.....	33
5.2. Deindeksacija	35
5.3. Oblikovanje referenčne obrestne mere.....	36
6. SKLEP.....	39
7. LITERATURA.....	41
8. VIRI.....	43

1. UVOD

Slovenija je ob koncu leta 2002 že soočena z razmeroma podrobnim časovnim potekom vstopa v Evropsko unijo ter časovnim in vsebinskim načrtom poglobljanja njene integracije z institucijami Evropske unije. Vzporedno z zaključevanjem pogajanj za sam vstop v EU postajajo čedalje bolj pomembne priprave za prevzem evra. Za Slovenijo, kot tudi druge kandidatke za članstvo v Evropski uniji, je prevzem evra končni in tudi neizogibni cilj vključevanja v Evropsko unijo. V tem pogledu se položaj bistveno razlikuje od položaja, v katerem so bile države članice z derogacijo, ki so leta 1999 ob uvedbi evra lahko za nedoločen čas odložile prehod v enotno skupno valuto.

Pred vstopom v Evropsko monetarno unijo bo Slovenija morala izpolnjevati Maastrichtske konvergenčne kriterije, ki zadevajo cenovno stabilnost, dolgoročnost konvergence, javnofinančni primanjkljaj oziroma javni dolg ter tečajno stabilnost. Prevladuje mnenje, da je za Slovenijo najbolj smiselna čimprejšnja popolna vključitev v EMU. Cilji, ki jih mora Slovenija tako doseči še pred vstopom v EMU, so znižanje inflacije pod mejo povprečja treh držav EU z najnižjo inflacijo, povečano za 1.5 odstotne točke; znižanje dolgoročnih obrestnih mer na manj kot je povprečje treh članic z najnižjimi stopnjami inflacije, povečano za 2 odstotni točki; ohranjanje javnofinančnega primanjkljaja znotraj meje 3% BDP, zadrževanje državnega dolga znotraj meje 60% BDP ter gibanje tečaja tolarja do evra v mejah $\pm 15\%$ od centralne paritete. Medtem, ko fiskalna kriterija za Slovenijo ne predstavljata posebnega problema, je pri doseganju monetarnih kriterijev Slovenija še precej neuspešna.

Poleg nominalne konvergence pa Slovenija, ne več izključno samo kot država kandidatka za članstvo v EU, zasleduje tudi realno konvergenco. Lahko bi dejali, da je nominalna konvergenca pod imperativom bližajočega se članstva v uniji, realna konvergenca pa je vgrajena, če nekoliko posplošimo, v razmišljanje vseh subjektov v državi. V fazi vključevanja v EU je celo bolj pomembno prilagajanje kriterijev, s katerimi se meri realna gospodarska razvitost držav (npr. BDP na prebivalca, stopnja brezposelnosti itd.), kot pa doseganje nominalnih kriterijev. Slednji morajo biti seveda izpolnjeni, vendar v korelaciji s "fundamentals" (rezultati realne ekonomije). Problem lahko nastane pri hkratnem doseganju nominalne in realne konvergence. Stabilizacija gospodarstva, ki hkrati deluje v prid nominalne konvergence, je predpogoj za uspešno delovanje procesov, ki naj sploh omogočijo neki državi dohitevanje ekonomsko bolj razvitih držav oziroma realno konvergenco. Po drugi strani pa je v skladu z ekonomsko teorijo v procesu realnega dohitevanja gospodarsko razvitejših držav, ob izpolnitvi določenih predpostavk, nujen pritisk na gibanje nominalnih kategorij (inflacija, tečaj, obrestne mere). Nosilci ekonomskih politik v takšnih razmerah postavljajo različne prioritete glede reševanja problemov, saj se nekateri zastavljeni cilji lahko do določene mere izključujejo.

Politični konsenz, EU da ali ne, je dosežen. Pri vključevanju v politične in ekonomske integracije je velikega, večinoma kar odločilnega pomena tehtanje ekonomskih stroškov in koristi, ki jih takšna integracija prinaša. Samo tehtanje stroškov in koristi ob že sprejeti odločitvi o vstopu v EU ni več smiselno. Slovenija je pred nalogo, da ob omejitvah, ki jih postavljajo nominalni konvergenčni kriteriji, doseže kar najboljše rezultate v realnem delu ekonomije.

Namen diplomskega dela je predstaviti problem doseganja Maastrichtskih kriterijev oziroma nominalne konvergence. Skozi diplomsko delo bom tako skušal identificirati probleme povezane z inflacijo, tečajem in obrestnimi merami, povezave med njimi in njihove medsebojne vplive ter vplive ekonomske, predvsem denarne, politike na njih. V proučevanje problemov nominalne konvergence bom skušal v čim večji meri vključiti tudi učinke, ki jih le-ta pušča v realnem sektorju. Proces nominalne konvergence mora namreč upoštevati predvsem dolgoročno vzdržnost stanja, v katerem bo slovensko gospodarstvo moralo tudi realno konvergirati z državami Evropske unije ob zelo nizki inflaciji in obrestnih merah ter fiksnim tečajnim razmerjem tolarja do evra.

Uvodu sledi poglavje, ki na kratko obravnava probleme nominalne in realne konvergence. V zadnjem času je problem zniževanja inflacije postal še posebej pereč, zato mu bom v tretjem poglavju namenil tudi največ pozornosti. V četrtem in petem poglavju bo tudi obravnavanje deviznega tečaja in obrestnih mer narejeno predvsem z vidika zniževanja inflacije.

2. NOMINALNA IN REALNA KONVERGENCA

Za Slovenijo nominalna konvergenca pomeni približevanje vrednosti indikatorjev, ki ponazarjajo cenovno, fiskalno, tečajno stabilnost ter dolgoročne pogoje financiranja, tistim, ki jih imajo države jedra EU. Formalno so te vrednosti postavljene z Maastrichtskimi konvergenčnimi kriteriji. Realna konvergenca pa se nanaša na postopno odpravljanje razlik v gospodarski razvitosti med Slovenijo in državami EU, kar pomeni izenačevanje na področju produktivnosti in posledično v kategorijah kot so BDP na prebivalca, plače in raven cen. Ob približevanju in krepitvi sodelovanja z EU se je pospeševala tudi realna konvergenca. Björkstén (2000) ugotavlja, da države hitro konvergirajo k svojemu hipotetičnemu ravnovesnemu stanju. Prav tako pa v tem procesu konvergirajo dolgoročna ravnovesna stanja. Še posebej je za to zaslužna evropska integracija.

Nominalna konvergenca je potreben, a ne zadosten pogoj za realno konvergenco. Nominalna konvergenca je do sedaj ugodno vplivala na realno konvergenco preprosto zato, ker realna konvergenca ni mogoča brez stabilizacije gospodarstva. Literatura s področja vpliva stabilizacije in primerne gospodarske politike na rast jasno vzpostavlja povezavo med inflacijo, domačim kreditnim povečanjem, proračunskim deficitom (kar je vse v direktni povezavi z Maastrichtskimi kriteriji) in gospodarskimi rezultati. Izjema so začetna leta tranzicije, ko lahko stabilizacija povzroči občutno upočasnitev gospodarstva (Boone *et al.*, 2002, str. 6). Da pa bi bila stabilizacija vzdržna, so potrebni ukrepi, namenjeni liberalizaciji gospodarstva: notranja in zunanja cenovna liberalizacija, privatizacija. De Melo *et al.* (1996) in kasneje tudi raziskave EBRD so pokazale, da čeprav makroekonomska politika lahko pojasni pomemben delež variance rasti, pa so strukturne reforme pomembnejše, saj pojasnjujejo približno 70% variance rasti. Nominalna konvergenca torej ni v navzkrižju z realno konvergenco, vsekakor pa tudi ni zadostna. Prav zato je poleg upoštevanja nominalne konvergenca, ki je značilno spremljana s strani denarne politike, potrebno proučevanje realne konvergenca, ki je ex-post indikator uspeha reform in tranzicije v tržno gospodarstvo.

Za sodelovanje v ERM2¹ nizka inflacija ni formalni pogoj, vendar pa bi bistveno odstopanje domače inflacije od inflacije na področju EMU pomenilo za Slovenijo velik problem. Zaradi izpolnjevanja zahtev sistema ERM2 - fiksiranja tečaja do evra in obveze ohranjanja tečaja v ozkih mejah ($\pm 15\%$), se denarni politiki zoži manevrski prostor delovanja. Omogočena je sicer možnost korekcije oziroma spremembe centralne paritete v slučaju fundamentalnih neravnotežij, ampak samo s privolitvijo ECB in držav članic ERM2.

Čeprav Maastrichtski kriteriji pri sprejemanju novih članic v EU ne bi bili upoštevani popolnoma dosledno, je predpogoj za vstop v EU nizka inflacija in variabilnost tečaja,

¹ Exchange Rate Mechanism 2 – tečajna ureditev med državami evro področja in državami članicami EU izven evro področja. S 1. januarjem 1999 nadomestil dotedanji Evropski monetarni sistem (EMS).

medtem ko bosta stopnja rasti gospodarstva, ki bo višja od EU povprečja, in sam proces restrukturiranja zelo verjetno generirala inflacijske razlike (razlike med domačo in tujo stopnjo inflacije) in tečajno variabilnost. Bistveno višja inflacija od držav EU ob fiksnem tečaju lahko ogrožata makroekonomsko stabilnost, zato je znižanje stopnje inflacije na raven Maastrichtskih kriterijev ena od prioritet denarne in ekonomske politike že do vstopa v EU, ko se tudi pričakuje vstop v ERM2.

Razmeroma strogi Maastrichtski kriteriji so dobili dodatno težo še s potrditvijo ECOFIN Council-a² (2000), da se bo upošteval princip enakega obravnavanja vseh držav članic, kar se nanaša tudi na nove članice. Ne glede na razlike v razvitosti, dinamiki strukturnega prilagajanja, dinamiki nominalne in realne konvergence, bodo pravila enaka za vse države. Prejšnje širitve so ponujale večji nabor možnosti. Članstvo v ERM ni bilo obvezno, EMU ni obstajala. Vstopajoče članice bodo pristopile k EU praktično s popolno liberalizacijo kapitalskih tokov, kar jih razlikuje od prejšnjih širitvev (npr. Španija in Portugalska sta v EU vstopili z zadržanjem restrikcij nad kapitalskimi tokovi, ki so trajale več kot desetletje) (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 6).

Ob upoštevanju teh nevarnosti za makroekonomsko stabilnost Slovenije je že zastavljen formalni dolgoročni inflacijski cilj, t.j. letna stopnja inflacije na ravni 3% do 4% do konca leta 2005. Drugi monetarni cilj, ki izhaja iz Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, t.j. obrestna mera, je z inflacijo tesno povezan, tako da je uspešno zniževanje obrestnih mer v veliki meri odvisno od uspešnosti zniževanja stopnje inflacije. Pri tem se je potrebno zavedati, da je inflacija evro področja v letih 2001 in 2002 dokaj visoka. V letu 2001 je bila inflacija na območju evra od inflacije v letu 1999 višja za 1.4 odstotne točke. V letu 2001 se je inflacija evro območja (povprečje za leto 2001 je 2.5%) sicer zelo približala cilju Evropske centralne banke, ki je bil 2%, vendar je bilo to predvsem posledica upočasnjene gospodarske rasti in znižanja cene nafte na svetovnih trgih v drugi polovici leta.

Po sedanjem scenariju bi Slovenija postala polnopravna članica EU že sredi leta 2004, ko bi tudi pristopila sistemu ERM2 kar pomeni, da bi se do takrat morala močno približati ciljni inflaciji. Po manj optimističnih scenarijih, ko je vstop v ERM2 časovno nekoliko bolj oddaljen, imajo Banka Slovenije in ostali nosilci ekonomske politike nekaj več časa za znižanje inflacije do ciljne ravni od 3% do 4% na letni ravni oz. do povprečja držav članic EU.

Inflacija je v osnovi monetarni pojav in pri zniževanju inflacijske stopnje je centralna banka tista, ki lahko z monetarnimi ukrepi dovolj učinkovito postavi meje. Toda pri tem je predvsem pomembna cena zniževanja inflacije. Če bi Banka Slovenije z restriktivno monetarno politiko hotela inflacijo spraviti na nižjo raven, bi se bistveno znižala gospodarska rast. Tranzicijske države, sploh pa države, ki se pripravljajo na vstop v EU, se morajo razvijati hitreje od

² Ekonomsko-finančni svet. Sestavljajo ga ministri za gospodarske in finančne zadeve.

povprečja držav EU. To je po eni strani nuja, saj se je potrebno zavedati pomembnosti realne konvergence. Realna konvergenca (strukturna skladnost in dohitevanje gospodarske razvitosti obstoječih držav članic EU) sicer ni postavljena v formalizirani obliki kot pogoj za vstop v EU in EMU, je pa čim hitrejša gospodarska rast vsekakor prvi cilj vseh držav v tranziciji, prav tako pa tudi same EU, ker bi gospodarsko relativno zaostale države, ko bi enkrat postale polnopravne članice, predstavljale regije, ki bi bile (fiskalno) breme razširjene EU. Po drugi strani pa se hitrejša gospodarska rast oz. višja stopnja rasti produktivnosti v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom prevaja bodisi v višjo rast domačih cen in/ali v nominalno apreciacijo deviznega tečaja (Kopits, 1999, str. 13). Na takšne pritiske niso imune niti same članice EU. Skoraj šolski primer tega je Irska, ki ob visoki gospodarski rasti (6.8% BDP in 3.8% brezposelnostjo v letu 2001) beleži tudi inflacijo (4% v letu 2001), ki je skoraj dvakrat višja od povprečja EU. Za primerjavo, Slovenija je v letu 2001 dosegla skoraj štirikratno povprečje inflacije EU.

V gornjem kontekstu se pojavlja potreba po definiranju dveh ciljev, ki odražata težnjo po vzpostavljanju ravnovesja med realno konvergenco EU in gibanjem nominalnih spremenljivk:

- približevanje dolgoročno vzdržnemu (ravnovesnemu) nominalnemu deviznemu tečaju, ki bo ob sprejemu sistema ERM2 predstavljal centralno pariteto tolarja,
- doseganje stabilnosti cen oziroma doseganje evropsko primerljive inflacijske stopnje.

S težavami, ki nastajajo pri zniževanju inflacije in hkratnem ohranjanju gospodarske rasti oziroma nadaljevanju realne konvergence, se srečujejo praktično vse tranzicijske države kandidatke za pridružitve k EU v prvem krogu leta 2004 in kasneje vključitvi v EMU. Tako Poljska, Češka, kot tudi Madžarska so sledile politiki neposrednega ciljanja inflacije s strani denarne politike, ki se je v preteklem desetletju uveljavilo predvsem v zahodnih razvitih državah (v devetdesetih so na inflacijsko ciljanje na primer prešle Velika Britanija, Kanada, Izrael, Nova Zelandija, Švedska). Pri inflacijskem ciljanju gre za zelo kompleksno in zapleteno opravilo pri katerem je nujno potrebno usklajevati monetarno, fiskalno, dohodkovno, tečajno in cenovno politiko.

3. INFLACIJA

3.1. Imperativ cenovne stabilnosti na poti v EU

Temeljni cilj Evropskega sistema centralnih bank je vzdrževanje stabilnosti cen. To velja tako za polnopravne članice Evropske monetarne unije kot tudi za države s posebnim statusom, države s statusom derogacije, ki niso bile obvezane sprejeti evra in imajo v veljavi še vedno nacionalne valute. Za Slovenijo kot kandidatko za polnopravno članstvo v Evropski uniji ni "opt-out" klavzule, ki je sedanjim članicam EU omogočala obdržati nacionalno valuto.

Slovenija in ostale pridružene članice bodo morale sprejeti evro oziroma vstopiti v EMU.

V skladu z novim Zakonom o Banki Slovenije je končni cilj denarne politike prav tako doseganje stabilnosti cen. Doseganje cenovne stabilnosti na srednji rok je v skladu z namenom denarne politike, da skupaj z ostalimi ekonomskimi politikami ustvarja pogoje stabilne gospodarske rasti in splošne blaginje.

Po Maastrichtskih kriterijih se za doseganje dovolj visoke stabilnosti cen, ki jo odraža stopnja inflacije, šteje tista inflacija, ki ne presega povprečne stopnje inflacije v treh državah z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1.5 odstotne točke.

TABELA 1: Stopnje rasti indeksov cen življenjskih potrebščin* za države EU in Slovenijo

	2000	2001	2002								
			jan.	feb.	mar.	apr.	maj.	jun.	jul.	avg.	sep.
	povprečne letne stopnje rasti (v %)										
											(t/t-12)
Avstrija	2.0	2.3	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.5	2.1	1.6
Belgija	2.7	2.4	2.6	2.5	2.5	1.7	1.4	0.8	1.1	1.3	1.2
Danska	2.7	2.4	2.6	2.5	2.5	1.7	1.4	0.8	1.1	1.3	1.2
Finska	3.0	2.7	2.9	2.5	2.6	2.6	1.8	1.5	2.0	1.8	1.4
Francija	1.8	1.8	2.4	2.2	2.2	2.1	1.5	1.5	1.6	1.8	1.8
Grčija	2.9	3.7	4.8	3.8	4.4	4.1	3.8	3.6	3.6	3.8	3.8
Irska	5.3	4.0	5.2	4.9	5.1	5.0	5.0	4.5	4.2	4.5	4.5
Italija	2.6	2.3	2.4	2.7	2.5	2.5	2.4	2.2	2.4	2.6	2.8
Luksemburg	3.8	2.4	2.1	2.2	1.7	1.9	1.3	1.3	1.9	2.0	2.2
Nemčija	2.1	2.4	2.3	1.8	1.9	1.6	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0
Nizozemska	2.3	5.1	4.9	4.5	4.3	4.2	3.8	3.9	3.8	3.8	3.7
Portugalska	2.8	4.4	3.7	3.3	3.3	3.5	3.4	3.5	3.6	3.9	3.8
Španija	3.5	2.8	3.1	3.2	3.2	3.7	3.7	3.4	3.5	3.7	3.5
Švedska	1.3	2.7	2.9	2.7	3.0	2.2	1.7	1.7	1.8	1.7	1.2
VB	0.8	1.2	1.6	1.5	1.5	1.3	0.8	0.6	1.1	1.0	1.0
EU (15)	2.1	2.3	2.5	2.3	2.3	2.2	1.8	1.6	1.8	1.9	1.9
EMU (12)	2.3	2.5	2.7	2.5	2.5	2.4	2.0	1.8	1.9	2.1	2.1
Slovenija	8.9	8.4	8.4	8.1	7.6	8.4	7.5	6.8	7.2	7.3	7.2

* Harmonizirani indeksi cen življenjskih potrebščin.

Vir: Statistics in Focus, 2002; Bilten Banke Slovenije, 2002.

Septembra 2002 so bile države članice EU z najnižjo inflacijo (september 2002 na september 2001) Velika Britanija (1.0%), Nemčija (1.0%) in Belgija (1.2%), kar pomeni konvergenčni kriterij 2.6 odstotne inflacije na letni ravni.

Na poti v EMU je obvezno sodelovanje v ERM2 sistemu. Prehod v ERM2 sistem je predviden po vstopu v EU leta 2004³ in vstop v EMU v letu 2006 oziroma bolj realno 2007, saj je potrebno poleg dvoletnega sodelovanja v ERM2 upoštevati še čas, ki mine med vstopom v EU in vstopom v ERM2, čas, ki je potreben za preverjanje izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev in postopek odločanja institucij EU, da Slovenija izpolnjuje konvergenčne kriterije in čas, ki preteče od dne, ko so sprejete formalne odločitve, pa vse do uvedbe evra. Opozoriti je potrebno tudi na dejstvo, da so opazovana obdobja za preverjanje zadovoljevanja ostalih konvergenčnih kriterijev drugačna, od dvoletnega sodelovanja v ERM2.

3.2. Časovni potek dezinflacije

Ob znanem dolgoročnem inflacijskem cilju, ki je postavljen pred nosilce denarne in ekonomske politike, pa ostaja odprto vprašanje zelenega poteka procesa dezinflacije. Do vstopa v ERM2 ima Slovenija proste roke pri izbiri tečajnega režima, kar posledično vpliva na izbiro bližnjih in operativnih ciljev. Vprašanje je torej, ali želi Slovenija postopek dezinflacije opraviti postopno ali s hitrimi prelomi.

Banka Slovenije je novembra 2001 na novo zasnovala strategijo za vodenje denarne politike v obdobju približevanja EMU in sprejela srednjeročni inflacijski cilj: znižanje inflacije na raven 4% do konca leta 2003. Napovedi oz. cilji inflacijske stopnje za leto 2002 so bili od 5.2% do 5.8%. Upoštevajoč inflacijo v letu 2001, ki je bila 7% (december na december) oziroma 8.4%, če jo merimo kot povprečje leta 2001 glede na leto 2000, je vidno, da je proces dezinflacije v Sloveniji zastavljen kot postopen proces. Tak tempo dezinflacioniranja je v skladu z idejo vztrajnega, a vzdržnega zmanjševanja inflacije v smislu doseganja cenovne stabilnosti ob hkratnem zagotavljanju ustrezne gospodarske rasti, zaposlenosti in blaginje. Tudi na tem področju je Slovenija izbrala postopen prehod čez daljši časovni horizont, ki pomeni mehko prilagajanje novim razmeram in ciljem. Učinkovita izraba danega časa je ključnega pomena. To pa pomeni, da je sodelovanje in usklajenost med različnimi ekonomskimi politikami nujno potrebna. Neugodna inflacijska gibanja v zadnjem času (tri četrtletja leta 2002) že predstavljajo nevarnost za takšno postopno in gladko zmanjševanje inflacije. Zaradi še vedno trdovratnega ohranjanja inflacije na, v primerjavi z EU, občutno previsokih ravneh, bo Slovenija najverjetneje morala plačati višjo ceno zmanjševanja inflacije kot bi bila sicer potrebna ob postopnem zmanjševanju.

Koncept slovenskih ekonomskih politik že vseskozi temelji na usklajenosti med razvojnimi in strukturnimi politikami vlade na eni strani ter denarno in tečajno politiko centralne banke na drugi. Centralna banka tesno drži "monetarni pokrov", vendar z upoštevanjem tiste mere inflacijskega pritiska, ki ga ustvarja dana stopnja nedovršenosti tržnih, fiskalnih in drugih

³ Novembra 2002 je predvideni čas vstopa v EU maj 2004.

institucionalnih reform. Predpostavka je, da področja pod okriljem vladne politike s časom napredujejo, tako da pokrov centralne banke tesni pri vedno nižji inflaciji (Drenovec, 2002, str. 9). Zaostajanje ene ali druge strani v tem procesu je izguba za gospodarstvo: bodisi nižja rast, ko previsoko inflacijo duši centralna banka z restriktivno denarno politiko, bodisi visoka inflacija, ko preveč ekspanzivna denarna politika vpliva na povpraševanje in s tem na višjo inflacijo, ali celo oboje.

3.3. Teoretično ozadje vzrokov inflacije v Sloveniji

Slovenija si mora prizadevati za takšno makroekonomsko politiko, s katero se bo inflacijska stopnja znižala na stopnjo sprejemljivo za ERM2 in EMU, ob tem pa je potrebno omeniti, da je fiksiranje tečaja smiselno le, če je domača država sposobna živeti z nizko inflacijsko stopnjo in če valuta, na katero je domača vezana valuta, lahko zagotovi stabilno tečajno sidro. Obratno pa je nesmisel vezati valuto na tujo, če je inflacija visoka in če ima razvoj inflacije svojo pot (Festić, 2002, str. 7).

Pri tem je treba omeniti, da so bili vzroki za večje spremembe inflacije v Sloveniji od leta 1996 dalje praviloma specifični in sicer je bilo gibanje inflacije povezano z variabilnostjo in (a)simetričnostjo porazdelitve relativnih cen. To pomeni, da vzroki za večje spremembe v inflaciji niso bili v domeni denarne politike oziroma centralne banke (Čufer, 2001, str. 25).

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

- razlage povezav med variabilnostjo relativnih cen in inflacijo,
- analizo povezave asimetričnosti porazdelitve relativnih cen in inflacijo

3.3.1. Variabilnost relativnih cen

Fischer (1992) ugotavlja, da je s povečano variabilnostjo cen povezana tudi višja inflacija, oziroma, da bolj ko se cene posameznih izdelkov in storitev gibajo raznoliko, tem višja je inflacija. Formalizirano lahko Fischerjeve ugotovitve predstavimo v obliki indeksa cen p , ki je sestavljen iz dveh izdelkov, katerih ceni sta p_1 in p_2 :

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

kjer je $0 < \alpha < 1$.

Empirične raziskave na podatkih za ZDA so pokazale, da bolj ko so relativne cene p_1/p in p_2/p med seboj različne (variabilnost relativnih cen večja), je višja tudi inflacija. Čufer (2001, str. 30) ugotavlja, da je v primeru Slovenije na podlagi preprostih statističnih metod moč potegniti dva zaključka: prvič, potrjena je močna povezava med inflacijo in volatilnostjo relativnih cen, in drugič, da je na podlagi volatilnosti mogoče sklepati tudi o gibanju inflacije v zelo bližnji prihodnosti – eden do dva meseca vnaprej.

Fischer navaja več teoretičnih pristopov oziroma razlag za obstoj takšne zveze. Najbolj razvit in sprejet je pristop, ki temelji na predpostavki, da sprememba cene za podjetje predstavlja strošek, tako imenovani “menu-cost”.

Ball in Mankiw (1994) razlagata povezavo med variabilnostjo cen in inflacijo z omejitvami pri oblikovanju cen. Cene se lažje, hitreje in v večji meri prilagajajo spremembam navzgor kot pa spremembam navzdol, kar povzroča asimetričnost pri prilagajanju. Razlaga za to empirično ugotovitev sloni na predpostavkah, da sprememba posamezne cene za podjetje predstavlja strošek (“menu-cost”) in da je v ekonomiji prisotna trendna inflacija⁴, ki je lahko majhna, toda pozitivna.

V primeru relativne spremembe cen se posamezno podjetje prilagodi s spremembo svoje cene z namenom, da bi ohranilo oziroma ponovno vzpostavilo prejšnje razmerje cen. Prilagajanje cen je povezano z določenim stroškom, ki je povezan s spreminjanjem cen. Ta strošek in pa prisotnost trendne inflacije v veliki meri določata oblikovanje inflacije v primeru spremembe v relativnih cenah; podjetje bo namreč, če bo hotelo prilagoditi svojo ceno navzdol, raje počakalo, da inflacija skozi čas izniči spremembo relativnih cen in se tako izognilo strošku spreminjanja cene. Prilagoditev se tako opravi samodejno. V nasprotnem primeru, ko želi podjetje popraviti cene navzgor, se strošku spremembe cene ne more izogniti, zato pa je tudi sprememb relativnih cen navzgor več in so tudi večje, saj mora podjetje hkrati pokriti tudi strošek spremembe cene, kar razloži asimetrijo prilagajanja cen oz. rigidnost cen (navzdol). Posledica te ugotovitve je, da lahko spremembe v relativnih cenah, torej povečane disperzije v gibanju posameznih cen, obravnavamo tudi kot inflacijski šok s ponudbene strani.

3.3.2. Asimetričnost porazdelitve relativnih cen

Ugotovitev, da je sprememba relativnih cen indikator za inflacijski šok s ponudbene strani, Ball in Mankiw (1995) nadalje potrjujeta s proučevanjem povezave med simetričnostjo porazdelitve relativnih cen in inflacije. Predpostavljata, da podjetja prilagajajo svoje cene samo v primeru, ko so stroški prilagajanja cen manjši od šokov na relativne cene. Za vsako podjetje torej obstaja območje neodzivanja na šoke relativnih cen.

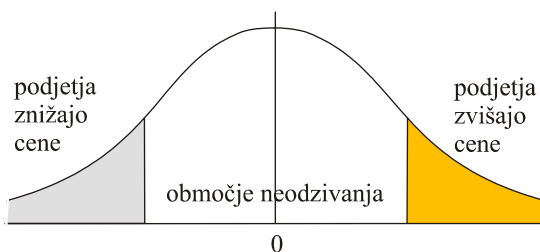
⁴ Predvideva se, da je v tudi v zelo stabilnem gospodarstvu dolgoročno prisotna nizka pozitivna inflacija (npr. zaradi izboljšav v kvaliteti proizvodov in storitev).

Obstajajo tri možnosti vplivanja (a) simetričnosti porazdelitve šokov na inflacijo: če je porazdelitev šokov na inflacijo med podjetji simetrična je skupni učinek na inflacijo nič, saj se posamezni šoki med seboj izničijo. Neto učinek prilagajanj relativnih cen navzgor, pri podjetjih, ki so bila soočena z višjimi relativnimi cenami, in navzdol, pri podjetjih, ki so se znašla v stanju, ko imajo previsoke relativne cene, je enak nič. Če je porazdelitev šokov na inflacijo asimetrična in zamaknjena v desno, se skupni učinek odraža kot povečanje inflacije (neto učinek je večji od nič) in obratno, če je porazdelitev šokov na inflacijo asimetrična in zamaknjena v levo, se skupni učinek odraža kot zmanjšanje inflacije (neto učinek manjši od nič).

SLIKA 1: Vpliv porazdelitve šokov na inflacijo

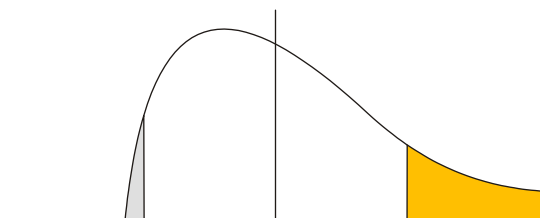
A. Simetrična porazdelitev šokov

neto učinek = 0



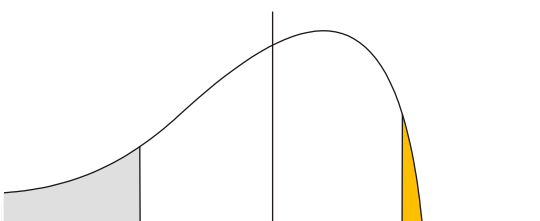
B. Nesimetrična (v desno) porazdelitev

neto učinek > 0



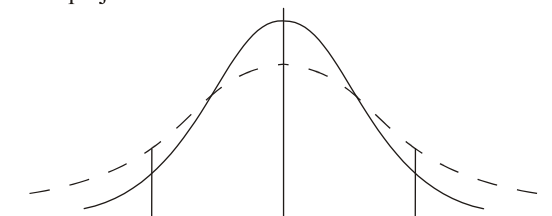
C. Nesimetrična (v levo) porazdelitev

neto učinek < 0



D. Simetrična porazdelitev

neto učinek = 0
za poljubno varianco



E. Nesimetrična porazdelitev

večja varianca
poudari učinek
asimetrije



Vir: Ball, Mankiw, 1995.

Simetričnost te porazdelitve šokov na inflacijo nam daje informacijo o tem, kakšne vrste spremembe so gibalo inflacije. Ali je inflacija rezultat majhnega povečanja velikega števila oziroma skoraj vseh cen, ali je posledica velike spremembe majhnega števila posameznih cen. Vse te ugotovitve povezanosti variabilnosti relativnih cen in asimetričnosti porazdelitve le-teh prispevajo k izboljššanju informacij o gibanju inflacije v bližnji prihodnosti in so dokaj zanesljiv in ažuren indikator šokov s ponudbene strani.

Ob tem je potrebno omeniti še eno posledico, ki izhaja iz dejstva, da je ekonomija skupek heterogenih podjetij. V primeru šoka s strani povpraševanja je, ob takšni heterogeni sestavi, samo določenim podjetjem optimalno prilagajati svoje relativne cene, kar povzroči asimetričnost porazdelitve. To dejstvo je potrebno imeti pred očmi, ko govorimo o vplivu denarne politike na inflacijo. Praviloma v ekonomski teoriji razlagamo vpliv denarne politike v smislu vpliva na splošno gladino cen, oziroma da denarna politika z uravnavanjem denarja v obtoku vpliva na splošno raven cen, kar ohranja relativne cene bolj ali manj nespremenjene. Takšna razlaga spričo zgoraj omenjenega argumenta postane neustrezna. Centralna banka pa poleg tega na relativne cene vpliva tudi s tečajno politiko, saj podjetja v odvisnosti od tega, ali pripadajo nemenjalnemu ali menjalnemu sektorju, ali so uvozniki ali izvozniki, različno reagirajo na spremembo cene, ki jo predstavlja devizni tečaj.

Čufer (2001, str. 31) v primeru Slovenije opaža, da je od leta 1996 dalje prisotna asimetrija porazdelitve relativnih cen rahlo v desno, kar pomeni, da je gibalno inflacije manjše število cen, ki se nadpovprečno povečujejo. Analize so nadalje pokazale očitno in močno povezanost inflacije z asimetrijo relativnih cen v primeru Slovenije.

Vzroki za asimetrijo v desno so po letu 1997 predvsem v politiki nadzorovanih cen, ki je v tem obdobju pospešeno izvajala izenačevanje oziroma prilagajanje cen tistim v Evropski uniji in tako prispevala k višji domači inflaciji. V obdobju od sredine 1998 do sredine 1999 pa se je na asimetriji relativnih cen v levo in na posledično nižji domači inflaciji odražala deflacija cen proizvajalcev v glavnih razvitih državah. Takšne nižje cene so preko menjalnega sektorja vstopile v domači ekonomski prostor. Po tem obdobju je bil glavni dejavnik asimetrije relativnih cen v desno hitra rast cen nafte na svetovnih trgih.

Za umirjanje bodoče inflacije v Sloveniji je potrebno oceniti in razmejiti domet denarne politike v zniževanju inflacije in se lotiti problema zniževanja inflacije pri njegovem izviro.

Do sedaj ugotovljene asimetričnosti porazdelitve relativnih cen in variabilnosti relativnih cen temeljijo na dejstvu, da tranzicijske države v procesu dohitevanja ("catch-up" proces) večino dela opravijo z rastjo produktivnosti v menjalnem sektorju gospodarstva.

Balassa-Samuelsonov učinek, ki bo za primer Slovenije nekoliko podrobneje opisan v četrtem poglavju, daje teoretično ozadje za analiziranje inflacije oz. apreciacije realnega tečaja, ki sta inherentni procesu dohitevanja.

3.3.3. Konvergenca relativnih cen

V primeru Slovenije kot tranzicijske države pa je potrebno opozoriti, da poteka tudi proces prilagajanja relativnih cen oziroma konvergenca relativnih cen. Vsa prilagajanja nominalnih cen v nekem gospodarstvu ne vodijo samo k ponovnem vzpostavljanju porušeni relativnih cen, ampak so tudi same relativne cene pod vplivom dinamičnega procesa prilagajanja nekim "ustaljenim" razmerjem, ki veljajo v razvitih gospodarstvih. Pod predpostavko lepljivih cen (navzdol nefleksibilnih) je mogoče takšno prilagajanje opraviti le ob ne-nični inflaciji.

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

Čihák in Holub (2001, str. 26), ki za merjenje razlik v relativnih cenah uporabita koeficient relativnih cenovnih razlik⁵, za Slovenijo ugotovita, da je relativno blizu evropskim državam (nekje v rangu Portugalske). Še bolj zanimiva je ugotovitev, da obstaja močna hiperbolična negativna povezava med ravni cen in koeficientom relativnih cenovnih razlik, kar pomeni, da manjša kot je razlika v strukturi cen, večji učinek ima prilagoditev realnih cen na samo raven cen. Na poti v EU in s tem v ERM2 ter kasneje v EMU bo Slovenija skušala dosegati določene letne stopnje inflacije, kar pomeni, da obstajajo omejitve glede tempa prilaganja relativnih cen oziroma "trade-off" med stopnjo inflacije in hitrostjo prilaganja relativnih cen. Ob navzdol nefleksibilnih cenah in plačah je inflacija najprimernejši način za "popravljanje" relativnih cen. Ob tem je potrebno opozoriti, da je prilagajanje relativnih cen sprejemljivo samo na podlagi konvergenca v produktivnosti oziroma na podlagi dogajanj v realni ekonomiji, saj bi v nasprotnem primeru tvegali porušitev zunanjega ravnovesja.

3.4. Obnašanje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju

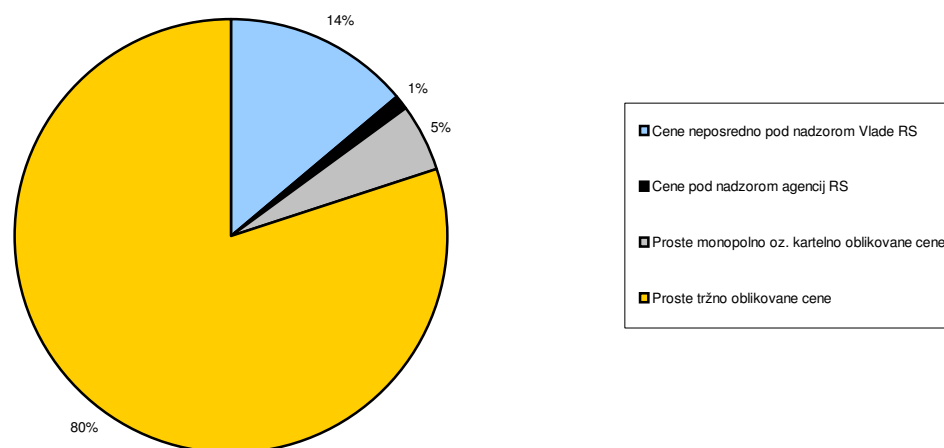
Majhno gospodarstvo, kot je slovensko, ne more določati cen svojih izvoznih izdelkov, ampak prevzema cene mednarodnega trga. Samo v panogah, ki niso vključene v mednarodno

⁵ $\rho = \frac{1}{\mu} \cdot \sqrt{\sum_i w_i \cdot (P_i - \mu)^2}$, kjer je w utež posamezne dobrine v košarici in μ povprečna raven cen potrošnje

menjavo, ali panogah, kjer ni izvozne konkurence, obstajajo možnosti oblikovanja višjih cen kot na mednarodnem trgu. V skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom opozarja na strukturne dejavnike inflacije v Sloveniji. Menjalni sektor skrbi za tehnični napredek, zato je produktivnost tega sektorja večja; sledi rast plač. Zaradi socialnih razlogov se povečajo tudi plače nemenjalnega sektorja, kar pa nima pokritja v rasti produktivnosti. Posledično se povečajo tudi cene nemenjalnega sektorja, da le-ta ob povečanju plač še ostane profitabilen, kar povzroči spremembe relativnih cen. Večji del nemenjalnega sektorja namreč vgrajuje celotne stroške v cene, kar je deloma posledica višjih dohodkov, monopolnega položaja in popustljivosti države pri financiranju javnega sektorja. Tako se dvigne splošni indeks cen.

Na strani povpraševanja pa povečanje produktivnosti generira povečanje v dohodku in s tem povečano potrošnjo. Če je povečanje povpraševanja po proizvodih obeh sektorjev, menjalnega in nemenjalnega, enako oziroma je povpraševanje nevtravno, prevlada ponudbeni učinek, ki v tem primeru ne nagiba inflacije k nemenjalnim proizvodom in storitvam. Le v primeru, da bi bilo povpraševanje nagnjeno k menjalnemu sektorju bi bil ponudbeni učinek kompenziran, deloma ali celo popolnoma. Toda v realnosti, prav tako tudi v Sloveniji, je povpraševanje nagnjeno k storitvam, ki predstavljajo večino nemenjalnega sektorja, tako da stran povpraševanja še okrepi učinek ponudbene strani.

SLIKA 2: Sestava indeksa cen življenjskih potrebščin glede na oblikovanje cen



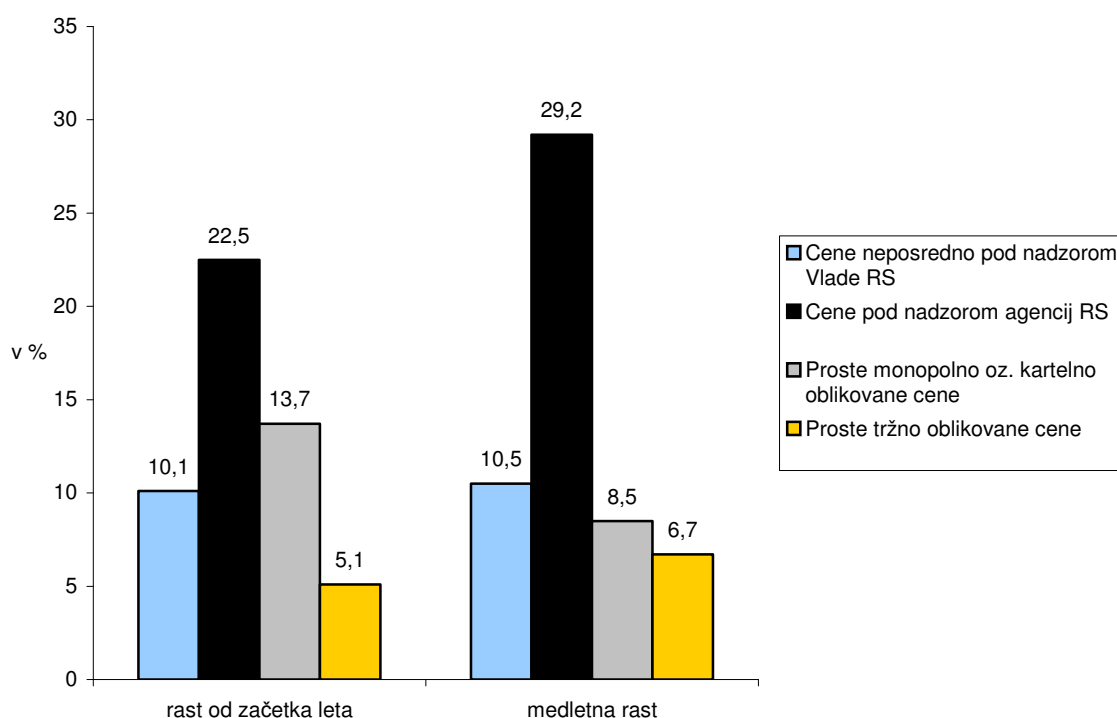
Vir: Banka Slovenije, 2002b.

V Sloveniji je bil menjalni sektor po osamosvojitvi prisiljen v restrukturiranje, povečevanje produktivnosti oziroma izboljševanje konkurenčnosti. Če vemo, da je slovenski menjalni sektor t.i. "price taker" in da je Slovenija majhna in odprta in posledično izpostavljena

mednarodnemu prepihu, potem visoka inflacija ne more služiti kot sredstvo zaščite ali pomoči v zahtevnem procesu prestrukturiranja. Sporno postaja že nekajletno uporno vztrajanje inflacije malce pod mejo 10%. Glede na gornje razmišljanje je očitno, da je slovenska inflacija doma v podjetjih in ustanovah, ki imajo takšno ali drugačno protekcijo, zaščito, zaradi katere jim je omogočeno probleme reševati z dvigovanjem cen. Za oblikovanje ustrezne denarne politike tako postaja ključno vprašanje načina oblikovanja cen.

Spodnji prikaz rasti cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen potrjuje opažanja iz prejšnjega odstavka.

SLIKA 3: Rast indeksa cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen



Vir: Banka Slovenije, 2002b.

Menjalni sektor v Sloveniji je tako kot v ostalih vzhodnoevropskih državah v začetnih fazah tranzicije bil prisiljen odpraviti prezaposlenost. Šele ko se industrija znebi svoje neučinkovito zaposlene delovne sile, podedovane iz netržnega režima, se lahko začne proces prestrukturiranja. Zviševanje produktivnosti je v fazi transformacije poganjana s sektorsko realokacijo delovne sile iz industrije v storitvene dejavnosti. Halpern in Wyplosz (2001, str. 15) za vzhodnoevropske in nekatere balkanske države⁶ ugotavljata, da zaposlenost negativno vpliva na realne plače v industriji in pozitivno v storitvenem sektorju, pri tem sta oba učinka

⁶ Češka, Estonija, Kirgistan, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Romunija, Rusija, Slovenija, Slovaška

visoko značilna. Ob upoštevanju teh empiričnih ugotovitev in učinka izravnavanja plač v gospodarstvu je očitna nevarnost, ki se skriva v dvigovanju cen nemenjalnega sektorja. Na začetku višje plače v menjalnem sektorju povišajo plače tudi v nemenjalnem sektorju, ki je že zaradi narave dela bolj zaželen kot zaposlitvena destinacija. Skozi pojav, ki sta ga identificirala Halpern in Wyplosz, pa pride še do povratnega učinka na menjalni sektor. Pritiske na plače v nemenjalnem sektorju, ki ne prihajajo iz naslova izenačevanja plač obeh sektorjev, ampak izvirajo iz relativne krepitve moči tega sektorja v tranzicijskih državah, bi ob sprejemanju ugotovitev omenjenih avtorjev ob izravnavanju plač v gospodarstvu morala predstavljati pritiske na stroške menjalnega sektorja in na njegovo zunanjo konkurenčnost. Takšen proces, nasproten Balassa-Samuelsonovemu učinku, ko so povprečne plače v storitvenem sektorju oziroma nemenjalnem sektorju prehitevale tiste v menjalnem sektorju, za Slovenijo v prvem delu tranzicijskega obdobja opaža Bole (2002, str. 3). To je tudi eden izmed možnih razlogov, da je Balassa-Samuelsonov učinek v Sloveniji začel prevladovati šele v drugem obdobju tranzicije. Iz tega tudi sledi argument v prid uravnavanega drsečega deviznega tečaja v Sloveniji. Tečajno sidriranje, ob takšnem obnašanju plač in (v primerjavi z menjalnim sektorjem) manj konkurenčni tržni strukturi v storitvenem sektorju, je bolj cenovno distorzijsko kot pa denarno sidriranje, ki ima bolj enoten vpliv na vse sektorje. Pravzaprav so si mnena o tem zelo deljena, saj se vsaka odstotna točka nominalne deprecijacije dolarja v celotnem obsegu prenese na inflacijo⁷, kar pomeni, da menjalni sektor skozi deprecijacijo dolarja ne izboljšuje svojega konkurenčnega položaja (Jazbec in Masten, 2002). Po drugi strani pa deprecijacija dolarja omogoča menjalnemu sektorju, da vsaj delno lovi nemenjalni sektor oziroma ne dopušča tolikšne spremembe relativnih cen.

Očitno se torej oblikovanje cen pri menjalnemu in nemenjalnemu sektorju razlikuje. Prav tako ne moremo celotnega nemenjalnega sektorja smatrati za homogenega, kar se tiče določanja in rasti cen oziroma inflacije. V naslednjih dveh podpoglavjih sta v tem oziru podrobneje predstavljena menjalni in nemenjalni sektor.

3.4.1. Menjalni sektor

Produkti menjalnega sektorja se na trgu srečujejo s konkurenco iz tujine oziroma so to kar produkti iz uvoza. Pri veliki odprtosti majhnega trga je ta z vidika mednarodnega okolja neskončno majhen, ponudba mednarodnega okolja pa praktično neomejena, kar pomeni, da se odziva brez kapacitetnih omejitev in takoj, tako da ni časa, da bi se na povpraševanje odzvale cene.

Drenovec (2001, str. 64) za potrebe svoje analize izdelke menjalnega sektorja aproksimira z industrijskimi izdelki, cene le-teh v Sloveniji predstavljajo 39% delež v CPI in 44% delež v osnovni inflaciji. Iz objavljene ("headline") oziroma skupne do osnovne ("core") inflacije

⁷ *Pass-through* učinek nominalnega deviznega tečaja na inflacijo za Slovenijo znaša natanko ena.

pridemo z izločitvijo direktnih fiskalnih učinkov, tj. učinkov sprememb stopenj DDV in trošarin (razen na energente), cen energentov, tj. naftnih derivatov in elektrike in sezonski komponenti dveh najbolj volatilnih skupin (sadje in zelenjava in obleka in obutev (razprodaje)). Prav tako z vedno manjšimi zadržki dodajamo v menjalni sektor še cene hrane, ki predstavljajo 22% skupnega CPI in 25% v košarici osnovne inflacije. Če dodamo k temu še cene energentov, ki so sedaj prav tako bolj navezane na svetovne cene, pridemo do skupaj 72% celotnega CPI.

Cene industrijskih izdelkov se obnašajo zelo "menjalno". Domače gospodarstvo je majhno, odprtost navzven za ponudbo tujih industrijskih izdelkov je očitno zadosti velika. Industrijske cene rastejo toliko kot tuje cene plus deprecijacija. To pomeni, da velik del slovenskih podjetij posluje z neko drugo inflacijo, ki je še najbližje gibanju deviznega tečaja oz. če bi bila deprecijacija enaka nič, bi bila rast in padanje slovenskih industrijskih cen, z nekaj zadržki, enaka evropskim, le da vstopa deprecijacija v menjalne cene precej odloženo in izravnano (Drenovec, 2001, str. 66). Nadaljnje umirjanje tega dela inflacije je zanesljivo v toliko, kolikor se bo umirjala deprecijacija.

Hrana oziroma prehrambeni izdelki so v principu menjalno blago kot vsako drugo. Poleti 2000 je vlada po daljšem času spet z dekretom dvignila cene, sicer pa je bila tekoča rast cen dve leti pred tem okrog 3%. Do večjega sunka cen navzgor je prišlo še v začetku leta 2001 zaradi podražitve mesnih izdelkov, ko je bil ustavljen uvoz mesnih izdelkov. Pričakujemo lahko, da se bodo cene prehrambenih izdelkov gibale "menjalno", morda zaradi prilagajanja evropskim cenam celo počasneje od evropskega povprečja. Razliko bodo zapolnjevale kmetijske subvencije ali spremembe v organizaciji in produktivnosti. Ob nespremenjeni produktivnosti bo rast stroškov periodično verjetno še povzročala pritiske na dvig prodajnih cen. Začetna dezinflacija v tej skupini je bila še močnejša kot v skupini industrijskih izdelkov, vendar pa so v vmesnem obdobju cene spet hitreje naraščale. To je bila posledica politike kontroliranih cen, kar se je na prenasičenem trgu z elastičnim povpraševanjem izkazalo za napačno. Po prehodu na samo še subvencioniranje proizvajalcev se je nadaljevalo prilagajanje zunanjim cenam. Vendar pa cene prehrambenih izdelkov od začetka leta 2001 naprej nadpovprečno hitro naraščajo. Maja 2002 je bila rast na ravni 10% na medletni ravni. Podobne trende je moč opaziti tudi v EU, v državah kandidatkah za vstop v EU pa so cene hrane glavni elementi, ki prispevajo k zniževanju inflacije. Ni še popolnoma jasno, ali so visoke cene hrane v Sloveniji le posledica podražitvev na tujih trgih, ki so deloma tudi enkratne narave, ali gre za morebitne strukturne spremembe na področju določanja cen z vidika spremenjene kmetijske politike, ali pa za vzpostavljanje oligopolnega modela trga na področju določanja cen hrane v prodaji na drobno ob pretežno neelastičnem povpraševanju po prehrambenih izdelkih (Banka Slovenije, 2002a, str. 10).

3.4.2. Nemenjalni sektor

Produkti nemenjalnega sektorja nimajo konkurence iz tujine zaradi uvoznih barier, zaradi narave proizvodov, ki ne trpijo transportnih stroškov ali pa so sploh neprenosljivi. Nemenjalna inflacija se zato običajno aproksimira s cenami storitev. Za cene nemenjalnega sektorja na splošno velja, da rastejo hitreje kot cene menjalnega sektorja in sicer zaradi višanja kvalitete storitev, liberalizacije domačih cen in Balassa-Samuelsonovega učinka (Corker *et al.*, 2000, str. 11).

3.4.2.1. Konkurenčni trg

Sama odsotnost tuje konkurence še ne pomeni, da nemenjalni sektor ne more imeti domače konkurence. Na primeru gostinskih storitev je moč spremljati padanje rasti cen, ki je bila prvotno zelo visoka in v okviru povprečja za storitve. Ob koncu leta 1995 se je rast znižala na raven rasti cen hrane, ter od leta 1998 naprej, skupaj z njimi, pod raven menjalne inflacije. Gibanje cen gostinskih storitev odraža konkurenčno okolje, ki se je od začetne deficitarne ponudbe razvilo do sedanje nasičenosti.

3.4.2.2. Nekonkurenčni trg

Na nekonkurenčnih trgih ni velikih ovir za prenašanje rasti stroškov v cene. Cene se ne gibljejo v smeri razreševanja neravnovesij med ponudbo in povpraševanjem, ampak so funkcija stroškov, ki jih v storitvenih dejavnostih dobro aproksimirajo plače. Vzrok za rast plač je bil že pojasnjen, in sicer je žarišče rasti plač dejansko industrija, ki pa je to dosegla z višanjem produktivnosti. Rast plač se prenese v storitvene panoge, kjer pa niso posledica povišane produktivnosti v panogi. Glavni problem je torej rast plač, in sicer tista rast plač, ki je nad inflacijo oziroma rast realnih plač, ki ni generirana z rastjo produktivnosti. Tudi siceršnje spremljanje rasti produktivnosti s povečevanjem realnih plač bi moralo bilo v Sloveniji v tem obdobju le delno. Tudi v industriji je opazen velik "izkoristek" rasti produktivnosti v smeri plač, kar je očitno še posledica šibkosti lastniške funkcije (ni investiranja v nove proizvodnje, produkte in tehnologije, ni širjenja).

Za takšno obnašanje pa na nekonkurenčnih trgih ni vzpodbud. Iz tega sledi, da se rast plač iniciira tudi v samih monopolnih podjetjih, ko le-ta stroškovne (plačne) pritiske enostavno vgrajujejo o v cene. To velja tudi za tiste nemenjalne nekonkurenčne panoge, katerih produkti ne vstopajo v CPI (finančne storitve ali banke, gradbeništvo, pošta in komunikacije). Nekonkurenčne razmere v večini nemenjalnega dela gospodarstva in obnašanje države do njega povzročajo, da se v tem sektorju ohranja visoka izoliranost od tržnih razmer in neodzivnost nanje.

V takšnih razmerah je denarna politika omejena, saj se podjetja v monopolnem položaju z veliko togostjo, državni sektor pa sploh ne, odzivajo na krčenje povpraševanja. Na drugi strani pa je dogajanje pri ohlapni denarni politiki zelo dinamično navzgor. Zato je pomembno, da drži denarna politika vsaj zadovoljiv "pokrov" nad ekspanzijo, da ni sama izvor ekspanzije in neravnovesij s prekomernim izdajanjem denarja.

V takšni strukturi gospodarstva, kot je slovenska, je denarna politika, neupoštevajoč tečajno politiko, pri zmanjševanju inflacije zelo malo prisotna. Uveljavljanje moči denarne politike pri zniževanju inflacije ni najbolj smotrno zaradi relativno majhnega dela konkurenčnega nemenjalnega sektorja. V primerjavi s tem je potencialna moč, ki jo z aktivno protiinflacijsko politiko lahko ima denarna politika, zelo velika. Vendar pa se takšna aktivna protiinflacijska politika v slovenskih razmerah, proti tako čvrstemu menjalnemu sektorju in proti plačni inflaciji iz monopolnih ali, še boljše, zaščiteneh položajev, lahko hitro spreobrne v povzročanje predvsem realnih prilagajanj, in sicer zaradi že ugotovljenih razmer v Sloveniji, verjetno še najbolj v zmanjševanje rasti BDP. Prav zato je potrebno stabilizirati gospodarstvo v tistem delu, ki za zdaj (še) ni oziroma ne more biti tržno orientiran, da je lahko sama denarna politika bolj blaga in ni potrebe, da bi bila bolj restriktivna. Zanimanje pomena konkurence v tem sektorju se bo zanesljivo pojavljalo kot blokada tako pri zniževanju inflacije kot pri doseganju zelene gospodarske rasti. Maastrichtski kriterij za inflacijo bo verjetno med 3 in 4%. V Sloveniji ga bomo dosegli, ko bo rast plač v državnem sektorju dve leti zapored pod 8% letno. Vsi drugi pogoji so marginalni ali pa so že izpolnjeni (Drenovec, 2001, str. 73). V letu 2001 je bila rast skupnih realnih plač 3.2%, torej višja od rasti produktivnosti, ki je bila le 2%. Ta izguba konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, če ga merimo s primerjavo teh dveh kazalcev, gre predvsem na račun visoke rasti plač v javnem sektorju. V napovedih Analitsko raziskovalnega centra Banke Slovenije je ob napovedanih realnih stopnjah rasti neto plač mogoče videti, da se trend visokega povečevanja rasti plač le zelo počasi umirja. Pozitivna je vendarle napoved, da bo produktivnost v letu 2003 (3.0%) vendarle po vrednosti realne stopnje rasti višja od stopnje rasti neto plač (2.2%).

TABELA 2: Gospodarska rast, aktivnost, zaposlenost in plače

				Napoved*		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	realne letne stopnje rasti (v %)					
Realni BDP	5.2	4.6	3.0	3.0	3.5	4.3
BDP/prebivalca (v USD)	9,994	9,017	9,366	10,575	11,859	12,722
Zaposlenost	1.2	1.1	1.0	0.0	0.5	0.8
Neto plače	3.2	1.4	3.1	2.5	2.2	2.2
Produktivnost	4.0	3.5	2.0	3.0	3.0	3.5

* Napovedi Analitsko raziskovalnega centra Banke Slovenije iz oktobra 2002.

Vir: Banka Slovenije, 2002b

3.5. Dejavniki inflacije v letu 2002

V prvih treh četrtletjih leta 2002, ko so se tudi v javnosti začele ostre polemike glede višine inflacije, so pomembno k višji inflaciji prispevali fiskalni in administrativni vzroki. Prišlo je do povečanja davčne stopnje pri davku na dodano vrednost z 19 na 20% oziroma z 8.5 na 9%, kar je k inflaciji skupaj s povečanimi trošarinami na alkohol in tobak (v januarju) prispevalo okoli 0.9 odstotne točke. Povišanje trošarin na tobak in alkohol v juliju 2002 je k inflaciji dodalo 0.2 odstotne točke. Dodatne 0.4 odstotne točke je prispevala aprilaska uvedba taks za obremenjevanje okolja in višje občinske komunalne takse (Banka Slovenije, 2002b, str. 16).

Pomemben dejavnik, ki prispeva k povečani negotovosti in višji inflaciji je tudi trenutni model oblikovanja cen naftnih derivatov zaradi pogostih sprememb cen le-teh navzgor in navzdol ter navzdol rigidnih nominalnih cen, ki se prilagajajo cenam naftnih derivatov. Pocenitve naftnih derivatov nimajo tako velikega nasprotnega učinka na inflacijo, kot jo imajo podražitve, saj se ostale cene z njimi usklajujejo samo ob podražitvah.

Pomemben dejavnik inflacije je bila politika nadzorovanih cen, nadaljuje se tudi visoka variabilnost nadzorovanih cen. V tem obdobju leta so se nadzorovane cene medletno povečale za 7.7% in še vedno preHITEVajo rast prostih cen (7.2%) in skupno inflacijo (7.2%). Za takšno gibanje je bila usodna velika koncentriranost podražitev v prvem kvartalu, ki je sprožila višja inflacijska pričakovanja. Nadzorovane cene so se v prvem četrtletju medletno povečale za 10.7%, proste cene za 8.0% in skupna inflacija za 8.4%. Čeprav je že sama inflacija zaskrbljujoča pa je velika koncentriranost občutnih podražitev nadzorovanih cen v prvih mesecih leta sprožila močan inflacijski signal. Poleg neposrednega učinka, ki ga ima rast nadzorovanih cen na celotno inflacijo, je še pomembnejši posredni vpliv na cene. Demonstracijski učinek, ki ga imajo tovrstne podražitve, so pomemben element inflacijskih pričakovanj in vplivajo tudi na oblikovanje ostalih cen. Zaradi njih se lahko zgodi, da gre inflacija svojo pot, ker so inflacijska pričakovanja že danes vgrajena v bodoče ekonomske odločitve in je inflacija tako rekoč samoizpolnjujoča. Posledice se najhitreje pokažejo na cenah blaga in storitev, kjer je konkurenca manjša in obstaja možnost dogovornega oblikovanja cen. Pravzaprav se je to tudi zgodilo, saj v kasnejših mesecih leta 2002 ni bilo opaziti bistvene spremembe pri objavljenih mesečnih stopnjah inflacije.

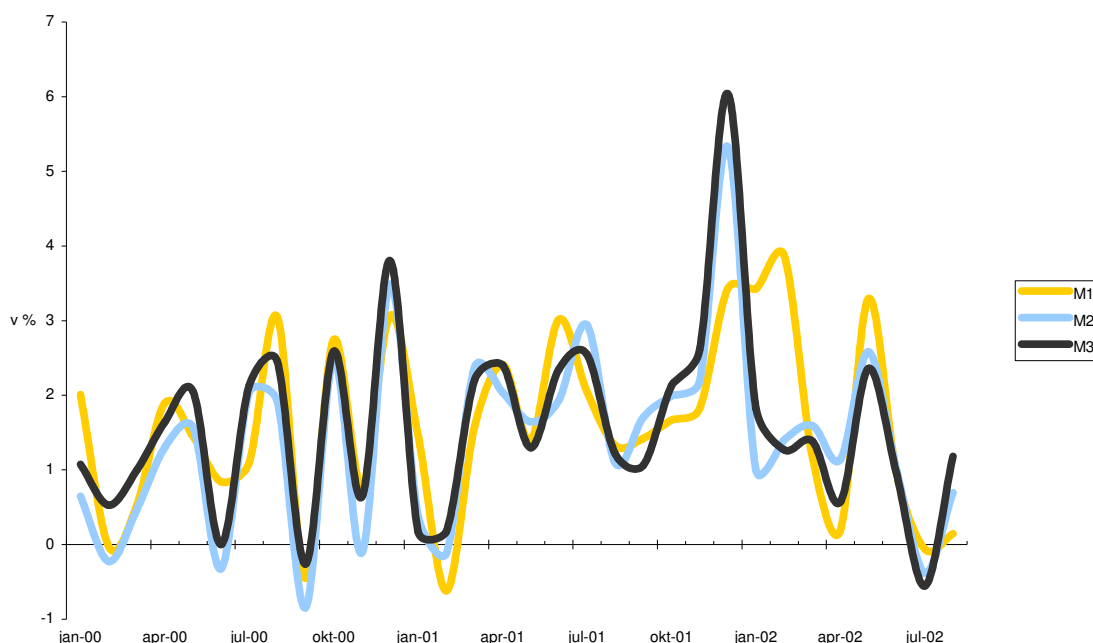
Delno optimistično lahko gledamo le na gibanje stopenj rasti osnovne inflacije (medletna rast slednje je na ravni 6%) in pa na dejstvo, da ni prisotnih inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja.

Rast prostih cen v letu 2002 zaostaja za inflacijo, njihova volatilitnost je bistveno manjša kot pri nadzorovanih cenah. Rast teh cen se je v tem letu nekoliko pospešila, kar je moč pripisati povišanim stopnjam davka na dodano vrednost. Pri rasti prostih cen je zanimiva vloga specifičnih dejavnikov, npr. že omenjenih cen prehrabnih izdelkov.

Tečajna politika je pomembno prispevala k umirjanju rasti uvoznih cen, in inflacije nasploh, saj rast deviznega tečaja zaostaja za inflacijo. Tekoča in medletna rast deviznega tečaja se znižujeta pod 4% letno (v oktobru 2002 je le-ta 3.8% na medletni ravni). Trenutno je rast deviznega tečaja element denarne politike, ki je dezinflacijsko usmerjen.

Denarne politike ne moremo šteti med pglavitne dejavnike pospešitve inflacije, čeprav je evidentna visoka rast denarnih agregatov. Razlog je dvojen: prvi razlog je v povečanju tako deviznih kot tolarških vlog. Te so posledica zamenjave tuje gotovine, ki so jo imeli prebivalci doma, v evro oziroma tolarje in pologa le-teh na banke, kar je statistika sposobna bolj celovito zajeti. Količina denarja v gospodarstvu pa se zaradi tega dejansko ni povečala. Drugi razlog visoke rasti denarnih agregatov so relativno visoki pritoki iz naslova neposrednih tujih investicij. Visoki finančni prilivi iz tujine iz konca lanskega leta so se v začetku leta deloma zaustavili, priliv preko prebivalstva se je spremenil v odliv, še vedno pa so relativno močni prilivi iz naslova prodaje podjetij nerezidentov, vse skupaj pa se že odraža na umirjanju rasti denarnih agregatov. Trenutna nizka kupna moč prebivalstva in nizko povpraševanje po kreditih s strani prebivalstva in podjetij je še en pokazatelj, da denarna politika ni ekspanzivna. Umirjanje rasti denarnih agregatov bodo občasno še vseeno zmotile prodaje nekaterih večjih slovenskih podjetij, vendar po zagotovilih centralne banke s sterilizacijo teh prilivov ne bo večjih težav.

SLIKA 3: Realne mesečne stopnje rasti denarnih agregatov



Vir: Banka Slovenije, 2002d, lastni izračuni⁸

⁸ Podatki niso desezonirani.

3.6. *Kratkoročne usmeritve denarne politike za zagotavljanje cenovne stabilnosti*

Za denarno politiko in ukrepanje Banke Slovenije je ključna identifikacija časovnega značaja inflacijskih gibanj z začetka leta 2002 in strani, s katere prihajajo ti pritiski, t.j. s strani povpraševanja ali s strani ponudbe oziroma stroškovne strani. V primeru, da je inflacija samo začasnega značaja, ukrepanje centralne banke ni potrebno. V tem primeru se bodo namreč začetni inflacijski učinki sami izčrpali v bližnji prihodnosti. Inflacija trajnega značaja pa zahteva ukrepanje in zaostritev denarne politike. Prav tako je potrebna zaostritev denarne politike, ko se pritisk na inflacijo vrši preko povpraševanja.

Trenutni inflacijski pritiski so verjetneje bolj začasnega značaja, saj je malo verjetno, da bi Vlada RS dopustila tako hitre rasti nadzorovanih cen kot do sedaj, prav tako napovedi bodočih gospodarskih gibanj ne kažejo bistvenih pritiskov iz tujine. Seveda pa vedno obstajajo tveganja v zvezi s ponovno podražitvijo nafte ob krizi na Bližnjem in Srednjem vzhodu in krepitvi gospodarske rasti v ZDA in v azijskih državah. Inflacijski pospešek v začetku leta 2002 je predvsem posledica stroškovnih dejavnikov, saj nizko domače trošenje, omejena kupna moč prebivalstva in skromno povpraševanje po kreditih kažejo, da pritiski na inflacijo ne izvirajo s strani povpraševanja. V napovedi za leto 2003 je v takšno sklepanje vendarle potrebno vnesti dejavnik Nove stanovanjske varčevalne sheme, saj se bodo sprostila prva varčevanja in odobrili prvi krediti.

Banka Slovenije je pri doseganju in ohranjanju cenovne stabilnosti omejena. Centralna banka lahko na inflacijo vpliva preko uravnavanja deviznega tečaja in z uravnavanjem količine denarja v obtoku. Zaradi sproščenih kapitalskih omejitev in mednarodne mobilnosti kapitala Banka Slovenije ne more medsebojno neodvisno uravnavati obeh instrumentov hkrati. Stopnja deprecijacije domače valute je tako v zadnjem času podrejena "lovljenju" razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami in ne več zagotavljanju konkurenčnosti menjalnega sektorja, saj le tako lahko centralna banka ohranja nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku.

Banka Slovenije ima dve možnosti za izvajanje restriktivne denarne politike, in sicer preko deprecijacije tolarja oziroma preko vplivanja na uvozne cene in preko obrestne mere oziroma preko pogojev financiranja. Pri tem je pomembna hitrost zniževanja inflacije in sposobnost vzdrževanja dosežene cenovne stabilnosti. Časovni odlog vpliva deviznega tečaja na inflacijo je krajši kot vpliv količine denarja na inflacijo. Z neuravnoteženim zniževanjem inflacije pa se breme zniževanja inflacije prenaša samo na določene sektorje, kar povzroča nepotrebne stroške dezinflacije, povečuje makroekonomska neravnovesja, zaradi katerih so potrebne naknadne korekcije, ki imajo lahko močne inflacijske posledice. Vzdrževanje cenovne stabilnosti, dosežene z neuravnoteženim zniževanjem inflacije, je težko dosegljivo, ker ekonomski subjekti delujejo v smeri ohranjanja relativnih cen. Ob dveh instrumentih, ki jih

lahko poenostavljeno uporabljata v dve smeri, dobimo štiri kombinacije denarne in tečajne politike v dani situaciji.

Prva možnost in tudi trenutna denarna politika za srednjeročno obdobje temelji na nadaljnjem postopnem upočasnjevanju rasti tečaja in ustreznem prilagajanju obrestnih mer. Tečajna politika (rast deviznega tečaja) je restriktivno naravnana, saj bi hitrejša rast tečaja še pospešila že tako visoko inflacijo. Tveganja pri takšnem zniževanju inflacije v Sloveniji so dokaj visoka, ker je breme zniževanja inflacije predvsem na menjalnem sektorju in še posebej zaradi slabe koordinacije oziroma podpore denarni politiki s strani politike nadzorovanih cen, davčne politike z zbiranjem davčnih prihodkov, ki ne bi imeli inflacijskih učinkov, ter politike rasti plač v javnem sektorju. Nespremenjena inflacija zaradi slabe podpore drugih politik ob upočasnenju rasti tečaja tako povzroča dodatne stroške dezinflacije, saj je potrebno še agresivnejše upočasnjevanje rasti tečaja. Pri bolj agresivnem upočasnjevanju rasti tečaja pa obstaja tudi nevarnost povečanja domačega trošenja, saj mora biti nižja rast tečaja v razmerah sproščenih kapitalskih omejitev in mednarodne mobilnosti kapitala spremljana z nižjimi obrestnimi merami.

Drugo možnost predstavlja restriktivno naravnana tečajna politika in restriktivna denarna politika (višja obrestna mera), kar bi pomenilo najbolj restriktivno obliko. V današnjih razmerah je ni mogoče izvajati. Drage domače vire financiranja bi nadomestili cenejši tuji viri. Centralna banka tudi izgubi nadzor nad količino denarja v obtoku zaradi odpiranja obrestnega razmika, ki sedaj ni več kompenziran z rastjo tečaja. Tovrstno hitro znižanje inflacije ni dolgoročno vzdržno, saj takšna politika spodbuja domače uvozno trošenje in s tem primanjkljaj v tekočem računu.

Tretjo možnost predstavlja tako ekspanzivna tečajna, kot denarna politika, kar se odraža na višji inflaciji, tako zaradi višjih uvoznih cen in cen menjalnega sektorja, kot tudi zaradi cenejših virov domačega financiranja.

Druga in tretja možnost sta torej potrditev teze, da Banka Slovenije ne more neodvisno uravnavati obeh instrumentov hkrati.

Četrto možnost predstavljata hitrejša deprecijacija tolarja in višja obrestna mera. Ta kombinacija politik deluje restriktivno predvsem preko dražjih stroškov financiranja. Centralna banka tako omejuje nastajanje prekomernega trošenja in povpraševanja po kreditih. Z višjimi obrestnimi merami viša cena domačih virov financiranja, cene tujih pa prilagaja domačim preko hitrejše rasti tečaja. V tem primeru pride do kratkoročnega negativnega vpliva na zniževanje inflacije zaradi porasta uvoznih cen. Ta način vodenja restriktivne denarne politike je pomemben predvsem v primeru trajnejših pritiskov na inflacijo s strani trošenja. Doseganje cenovne stabilnosti je v tem primeru časovno zamudnejše, vendar je denarna politika v takem primeru robustnejša in manj izpostavljena negativnim posledicam makroekonomskih neravnovesij.

4. DEVIZNI TEČAJ

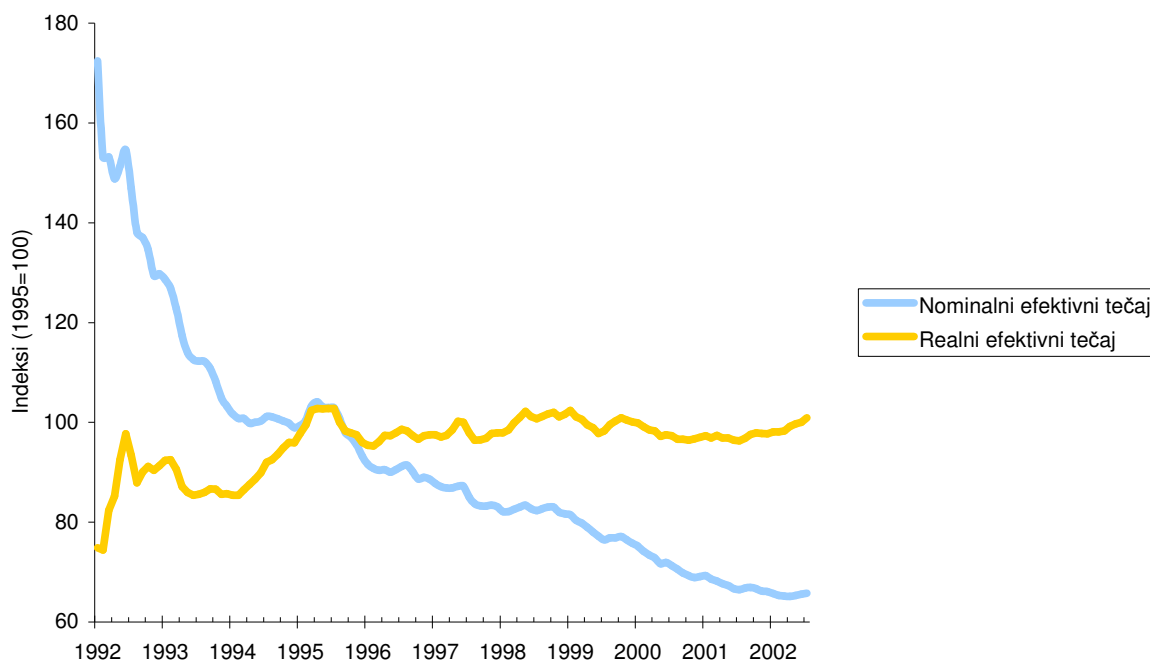
Zaradi velike odprtosti slovenskega gospodarstva je posledično zelo velik vpliv transmisijskega kanala deviznega tečaja na dogajanje v realnem sektorju. To je tudi vzrok, da je bila deviznemu tečaju pravzaprav podrejena vsa denarna politika centralne banke. Banka Slovenije z intervenco na deviznem trgu vpliva na oblikovanje oziroma dinamiko rasti tržnega deviznega tečaja. Devizni tečaj vstopa preko uvoznih cen v indeks cen življenjskih potrebščin. Prav tako vpliva na domačo porabo preko stroškov zadolževanja ekonomskih subjektov v tujini. Poleg takšnega vpliva na raven cen pa vpliva tudi na spreminjanje relativnih cen domačega in tujega blaga oziroma storitev.

Dolgoročna dinamika realnega efektivnega tečaja je posledica strukturnih sprememb v gospodarstvu, ki se odražajo na trajnih spremembah relativnih razmerij med posameznimi ekonomskimi spremenljivkami. Postavljanje novih relativnih razmerij pa prinaša s seboj določene inflacijske pritiske. Tako je hitrejša rast produktivnosti, ki je potrebna za realno konvergenco, v nasprotju s ciljem zmanjševanja inflacijskega razmika. Realna apreciacija je nujna posledica zmanjševanja razlik v gospodarski razvitosti. Vendar pa je v skladu z zapisanimi usmeritvami denarne politike centralna banka do sedaj izhajala iz stališča, da je realna apreciacija tolarja sprejemljiva le v obsegu, ki je posledica relativno višje rasti produktivnosti slovenskega gospodarstva, ne pa tudi v obsegu, ki je posledica ekonomsko nevzdržnega v tujini ali koriščenja omejenih produkcijskih faktorjev.

Izpolnjevanje pogojev ERM2 pomeni ohranjanje stabilnosti deviznega tečaja oziroma postavitev centralne paritete slovenske valute do evra in ohranjanje njegove vrednosti znotraj dovoljenega pasu ($\pm 15\%$) brez očitnejših pritiskov na devizni tečaj. Trendno gibanje tečaja tolarja v primerjavi z evrom v smeri deprecijacije, ko je povprečna nominalna stopnja deprecijacije v zadnjih letih (2000 in 2001) znašala 5.8%, kaže na neizpolnjevanje nominalnih kriterijev. Pred članstvom v ERM2 so članice EU v oziru tečajne politike zavezane skrbi za tečaj v smislu skupnega interesa. To dejansko pomeni, da niso dovoljene kompetitivne devalvacije, čeprav je odločitev za posamezni tečajni režim prosta.

Države vključene v ERM2 so deležne podpore pri ohranjanju tečaja v dovoljenih mej. Podpora je avtomatična in neomejena s strani zelo kratkoročnih virov financiranja ("very short-term financing") – do treh mesecev. Intervencija pa je lahko suspendirana s strani ECB in nacionalne centralne banke, če je ogrožena cenovna stabilnost. Ob predpostavki, da bi se vključili v ERM2 sredi leta 2002 ob centralni pariteti, ki ustreza trenutnemu deviznemu tečaju in pri tem predpostavljali, da bo gibanje tečaja v prihodnosti podobno tistemu, ki smo ga imeli v prvi polovici leta 2002, bi dosegli zgornjo mejo koridorja v približno štirih letih. Čeprav v dveh letih sodelovanja v ERM2 ne bi zapustili mej koridorja, je takšno gibanje tečaja, kot je bilo že omenjeno, nedopustno.

SLIKA 4: Gibanje nominalnega in realnega deviznega tečaja



* Naraščanje pomeni apreciacijo tolarja, padanje deprecijacijo tolarja.

Vir: Banka Slovenije, 2002d.

Na kratki in srednji rok na gibanje tečaja vpliva več faktorjev:

- faktorji, specifični za tranzicijo (prevladujoči v začetnem obdobju),
- produktivnostni diferenciali med sektorji,
- drugi faktorji, ki vplivajo na relativne cene,
- monetarna politika.

Pred monetarno oblastjo je eden največjih izzivov. Pot v EMU namreč ni enoznačno določena. Različni tečajni režimi, ki so jih imele tranzicijske države pričajo o pomembnosti drugih politik v primerjavi z izbranim režimom deviznega tečaja. Države, ki so danes najbolj pripravljene in najbolj integrirane v evro območje, bi morale imeti močan interes za čim prejšnjo vključitev v EU in EMU. Medtem pa bi morala izbira tečajnega režima temeljiti na stanju procesa strukturnih reform in politični predanosti ("commitment") nadaljevanju reform in zdrave makroekonomske politike, podprte z zadostno plačno fleksibilnostjo za premagovanje šokov, vzbujenih s strani reform in od zunaj. Če je predanost močna in plače fleksibilne, je možen bolj tog tečajni režim, drugače je fleksibilnejši režim bolj primeren (Szapáry, str. 17). Rigidnost trga dela v Sloveniji se torej kaže skozi potrebo po fleksibilnem tečaju.

4.1. Strukturni položaj denarnega trga

V preteklem letu in letu 2002 je Banka Slovenije, v skladu s trenutno politiko za srednjeročno obdobje, z upočasnjeno, a še vedno rastjo tečaja in ustreznim prilagajanjem obrestnih mer oziroma obratno, s sterilizacijskimi nakupi deviz na deviznem trgu odlagala učinek velikega neto pritoka kapitala na devizni tečaj. V nasprotnem primeru bi se namreč vzpostavil nižji tečaj evra, ki bi povzročil primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance, ki bi bil tako financiran s presežkom na kapitalnem in finančnem računu plačilne bilance Slovenije. Verjetno ne moremo pričakovati, da se bo tako velik pritok tujega kapitala nadaljeval skozi daljše obdobje, oziroma ni nujno, da bo predstavljal pritisk na devizni tečaj, kot na primer pri uporabi kupnin, zbranih s privatizacijo za zmanjšanje zunanje zadolženosti, če je bilo premoženje prodano tujcem. Prav tako je lahko v primeru nakupa velikega domačega podjetja (npr. Lek) s strani tujih kupcev del kupnine izplačan v evrih, kar bo tudi zmanjšalo obseg potrebne sterilizacije. Zato tudi ni nujno, da se vrednost tolarja zelo poveča. V času odlaganja realne apreciacije tolarja zaradi pritoka kapitala se lahko zgodi marsikaj, kar prepreči realno apreciacijo tolarja. To sta na primer izvoz kapitala iz Slovenije (tuje neposredne naložbe iz Slovenije) in primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance zaradi zunanjih okoliščin, kot so recesija v državah, kamor največ izvažamo ali naftna kriza (Ribnikar, 2002). Obstajajo tudi možnosti, da se sredstva, dobljena s prodajo delnic večjih uspešnih podjetij, ki so tarča tujega kapitala, porabijo v privatizaciji ostalih podjetij, tokrat s strani domačih subjektov. Na ta način bi se sicer zmanjšal pritisk na tolar, čeprav bi z narodnogospodarskega vidika bilo ugodneje, če bi se ta sredstva porabila za t.i. "green field" investicije.

Prav zaradi obsežne monetizacije deviznih pritokov se je leta 2001 in v letu 2002 kontinuirano povečeval presežek strukturnega položaja denarnega trga, to je presežek avtonomno ponujenega primarnega denarja nad avtonomnim povpraševanjem po denarju centralne banke (Bohnec, 2002). Avtonomne so tiste postavke premoženjske bilance centralne banke, ki niso nastale zaradi uporabe instrumentov denarne politike. Konec februarja 2002 so obvezne rezerve bank absorbirale približno eno tretjino presežka. Blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarjih so konec februarja 2002 skoraj natančno absorbirali tisti del presežka strukturnega položaja denarnega trga, ki ga niso absorbirale rezerve bank. Če je absorbcija presežne likvidnosti bank z rezervami bank in blagajniškimi zapisi Banke Slovenije v tolarjih večja od presežka strukturnega položaja denarnega trga, ostaja še nekaj prostora za uporabo instrumentov denarne politike, s katerimi Banka Slovenije bankam dodaja likvidnost, kar je bolj običajna praksa. Dodajanja likvidnosti bankam v tem času praktični ni, napor centralne banke so usmerjeni v sterilizacijsko kupovanje deviznih presežkov, s čimer pa so povezani tudi stroški, ki jih ima s tem centralna banka.

4.2. Realni devizni tečaj

Coricelli in Jazbec (2001) dokazujeta, da je gibanje realnega tečaja močno pod vplivom strukturnih reform, še posebej na začetku tranzicijskega procesa; vpliv se zmanjšuje skozi čas in se stabilizira po 5. oz. 6. letu. Dinamika gibanja tečaja za nekaj centralnoevropskih držav (tudi Slovenijo) je primerljiva z državami, ki so vstopale v EU v prejšnjih krogih (Španija, Portugalska, Grčija) in je pod dominantnim vplivom Balassa-Samuelsonovega učinka. Ista avtorja, Coricelli in Jazbec (2002, str. 3), tako za Slovenijo od 1993 do 2002 ugotavljata, da je enoodstotna razlika v produktivnosti v industriji in storitvah povzročila apreciacijo realnega deviznega tečaja za skoraj 1.5 %.

Relativna zaostalost ekonomij tranzicijskih držav jamči, da bo ravnotežni realni tečaj apreciiral. Če bo ta realna apreciacija absorbirana skozi nominalno apreciacijo tečaja, bodo drugače, v primeru stabiliziranih gospodarstev, udobno postavljene meje (predvsem zgornja) nihanja tečaja okrog evra, postale zelo ozke. Če pa bo realna apreciacija absorbirana skozi inflacijo (Balassa-Samuelsonov učinek), bo v nevarnosti (če že ne onemogočeno) doseganje konvergenčnega kriterija s strani novih članic EU. Iz tega sledi nevarnost, da bo v tem slučaju prišlo do upočasnitve približevanja k EMU. Nove članice bi bile tako v ERM2 izpostavljene tečajnim pritiskom mnogo dlje, kot če bi vstopile v EMU dve leti po vstopu v EU, če predpostavljamo, da bodo takoj ob vstopu pristopile tudi k ERM2.

4.2.1. Balassa-Samuelsonov učinek v Sloveniji

Realni devizni tečaj med dvema državama je sestavljen iz dveh glavnih komponent: iz relativnih cen menjalnih dobrin med državama in iz razmerja relativnih cen menjalnih in nemenjalnih dobrin med državama. Poenostavljeno lahko prvega poimenujemo zunanji in drugega notranji realni tečaj, kot je razvidno iz enačbe.

Realni devizni tečaj izračunamo:
$$RER = \left(\frac{P}{EP^*} \right) = \frac{1}{E} \left(\frac{P_t}{P_t^*} \right)^\alpha \left(\frac{P_n}{P_n^*} \right)^{1-\alpha} = \left(\frac{P_t}{EP_t^*} \right) \left(\frac{P_n / P_t}{P_n^* / P_t^*} \right)$$

kjer so:

RER - realni devizni tečaj na osnovi CPI,

E - nominalni devizni tečaj,

P^* , P - cene v tuji in domači državi, izražene s CPI,

P_t^* , P_t - menjalne cene v tuji in domači državi, izražene s CPI,

P_n^* , P_n - nemenjalne cene v tuji in domači državi, izražene s CPI,

α delež - menjalnih dobrin v košarici dobrin, ki sestavljajo CPI^9 .

⁹ Predpostavljamo, da je sestava košarice življenjskih potrebščin v tuji in domači državi enaka.

Navadno je zunanji realni tečaj pod vplivom gibanja nominalnega tečaja in je relativno stabilen na dolgi rok. Balassa-Samuelsonov učinek je tesno povezan z notranjim realnim tečajem. Manjša produktivnost oziroma rast produktivnosti v nemenjalnem delu gospodarstva se prevede v povečanje relativnih nemenjalno-menjalnih cen.

Žumer (2002, str. 5) na preprostem modelu gospodarstva za obdobje od 1993 do 2001 za Slovenijo ugotavlja, da je povprečna stopnja rasti eksterne komponente realnega tečaja znašala 0.4% na letni ravni, kar pomeni hitrejšo rast cen menjalnih dobrin v Sloveniji kot v Nemčiji. Čeprav se je s tem poslabšal položaj slovenskih izvoznikov, je relativno skromno realno apreciacijo eksterne tečaja mogoče pojasniti le z monetarno intervencijo na tečajnem trgu. Sodeč po tem se zunanji položaj Slovenije ni poslabšal, še posebej ne v zadnjih treh letih, ko se je eksterni realni tečaj celo rahlo znižal.

Interni realni tečaj se je v tem obdobju povprečno zvišal za 0.9% letno. Čeprav je bila realna apreciacija interne komponente realnega tečaja v zadnjem obdobju manj izražena, še vedno pojasnjuje več variance realnega deviznega tečaja kot eksterna komponenta. Stopnja rasti interne komponente realnega tečaja, ki kaže na hitrejšo rast relativnih cen (nemenjalnih glede na menjalne) v Sloveniji kot v Nemčiji, je bila v obdobju od 1993 do 1996 povprečno 1.2% na letni ravni, v drugem podobdobju od 1997 do 2001 pa 0.6% letno.

TABELA 3: Komponente realnega deviznega tečaja*

	Zunanja	Notranja	Utež**	Skupaj (CPIA***)	Skupaj (CPI)
	povprečne letne stopnje rasti (v %)				
1993-1996	0.2	1.2	0.5	2.0	1.0
1997-2001	0.5	0.6	0.8	1.8	1.9
1993-2001	0.4	0.9	0.7	1.9	1.5

* Pozitivne vrednosti pomenijo apreciacijo.

** Zaradi različne sestave košarice potrošniških dobrin v Sloveniji in Nemčiji.

*** V CPIA ni upoštevana dinamika administrativno določenih cen.

Vir: Žumer, 2002.

Realni interni tečaj je tesno povezan z Balassa-Samuelsonovim učinkom, vendar pa njegova vrednost ne more biti preprosto vzeta za Balassa-Samuelsonov učinek, predstavlja namreč maksimalno vrednost tega učinka, saj na razlike v relativnih cenah med dvema državama poleg različne relativne produktivnosti vplivajo tudi razlike v relativnih plačah, razlike v pribitkih ("mark-ups") med nemenjalnim in menjalnim sektorjem in drugi dejavniki.

Tudi če upoševamo malce drugačno definicijo realnega deviznega tečaja in uporabimo CPI, ugotovimo, da je za majhno ekonomijo cenovna inflacija menjalnega sektorja dana z naraščanjem svetovnih cen in nominalnim deviznim tečajem. Pod predpostavko, da je nominalni devizni tečaj konstanta, lahko zaključimo, da je domača inflacija menjalnih proizvodov enaka svetovni. Cenovna inflacija nemenjalnega sektorja je enaka tisti

menjalnega, povečani za del, ki ga lahko pripišemo asimetričnemu povečevanju produktivnosti. Za države v tranziciji pričakujemo višjo inflacijo cen nemenjalnega sektorja, kar pomeni, da je skupni CPI (tehtano povprečje menjalnega in nemenjalnega sektorja) višji. Posledica je realna apreciacija domače valute.

V Sloveniji so se v celotnem obdobju 1993-2001 relativne cene (cene nemenjalnega sektorja v primerjavi z menjalnim) povečale bolj kot relativna produktivnost (menjalni sektor proti nemenjalnemu). Če vse to primerjamo še z Nemčijo, dobimo relativni cenovni diferencial povprečno 5.8% na leto in relativno produktivnostni diferencial povprečno 2.9% na leto. Če pa celotno obdobje razdelimo na dve podobdobji, vidimo, da so v obdobju 1993-1996 ustrezne vrednosti 10.5% in -0.4% in v obdobju 1997-2001 2.1% in 5.7%.

TABELA 4: Relativne cene, produktivnost in plače v Sloveniji in Nemčiji

	1993-1996	1997-2001	1993-2001
Nemenjalne/menjalne cene (CPI)	povprečne letne stopnje rasti (v %)		
Slovenija	12.6	2.4	6.8
Nemčija	1.9	0.3	1.0
Slovenija/Nemčija	10.5	2.1	5.8
Menjalna/nemenjalna produktivnost			
Slovenija	1.2	6.5	4.1
Nemčija	1.6	0.8	1.2
Slovenija/Nemčija	-0.4	5.7	2.9
Nemenjalne/menjalne plače			
Slovenija	0.2	-1.4	-0.7
Nemčija	-1.7	-1.0	-1.3
Slovenija/Nemčija	1.9	-0.4	0.6

Vir: Žumer, 2002.

V skladu z ugotovitvami, ki jih navajata Coricelli in Jazbec (2002), je vidno, da so pribitki (večinoma določeni z distribucijskim sektorjem) in drugi dejavniki v začetnem obdobju tranzicije odločilno vplivali na realni tečaj. Balassa-Samuelsonov učinek pridobi na pomenu v drugi polovici tranzicijskega procesa, ko je za obdobje 1997-2001 ocenjeni Balassa-Samuelsonov učinek 1.4%, kar pomeni, da je ravnotežna inflacija v Sloveniji za 1.4 odstotne točke višja od ravnotežne inflacije v Nemčiji.

Naraščujoči vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka v "sestavi inflacije" v drugem delu tranzicijskega procesa oziroma v tretjem delu, ki že pomeni pripravo na vstop v EU, ima za vodenje ekonomske politike določene posledice.

Najprej je ob dosedanjemu orisu Balassa-Samuelsonovega učinka vredno poudariti, da je Balassa-Samuelsonov učinek v svojem bistvu ravnotežni pojav. Ta pojav ni nezaželen tranzicijski učinek, ki bi moral biti spremljan s protiukrepi s strani nosilcev ekonomske politike. Še več, ekonomska politika je ob tem učinku nemočna, vsaj brez zatekanja k distorzijskemu nadziranju cen. Realna apreciacija odseva naravno pot ekonomije, ki mora biti spremljana in prevedena v spremembe relativnih cen. Po drugi strani pomeni hkrati tudi premik življenjskega standarda (npr. plače) v smeri bolj razvitih ekonomij.

Bolj sporno je dejstvo, da Maastrichtski kriteriji, ki jih imajo kot končne cilje postavljene države kandidatke, pravzaprav silijo le-te k izpolnjevanju kriterijev, ki so bili postavljeni za veliko bolj homogeno skupino držav. Poleg tega ima argument enakega obravnavanja vseh držav, ki je prevladoval pri oblikovanju dokaj strogih konvergenčnih kriterijev, saj so tudi boljše pripravljene državam predstavljali resne izzive, v sedanosti bistveno manjšo težo. Razumljivo je, da je bila EMU postavljena na principu enakega obravnavanja vseh članic, saj bi iskanje dogovora o dovoljenih mejah inflacije za posamezne države lahko resno ogrozile pogajanja. Vendar bi sedaj, ko je EMU ustanovljena in deluje, bolj tankočuten pristop, s poslušom za zakone ekonomskega razvoja, lahko bolj služil namenu.

Verjetna nadaljnja prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka tako predstavlja problem na poti integracije tranzicijskih držav, najprej v ERM2 in kasneje v EMU. V tem pogledu je prihajajoči širitveni krog bolj zahteven kot so bili doslej. Balassa-Samuelsonov učinek bo nedvomno vplival na gospodarstva sedanjih bodočih članic še globoko v obdobje vstopa v EU, kar bo pomenilo trendno nominalno apreciacijo njihovih valut ali inflacijo nad povprečjem EMU oziroma konvergenčnim kriterijem. Ker ne prvo ne drugo ni dovoljeno, se bodo prilagajanja vršila v realnem delu gospodarstva, kar lahko upočasnijo realno konvergenco.

Države kandidatke načeloma lahko zaprosijo za izjeme pri izpolnjevanju pogojev, nenazadnje se bo v pogajanjih o pogojih članstva verjetno posegalo po različnih interpretacijah osnovnih ekonomskih pogojev – obstoj delujočega tržnega gospodarstva in sposobnost spoprijemanja s konkurenčnim pritiskom in tržnimi silami znotraj EU. V principu so lahko odobrenečasne izjeme pri skladnosti z evropskimi pravili in zakonodajo, npr. kar zadeva mobilnost kapitala in razvoj finančnega trga, na drugi strani pa lahko prekomerne derogacije upočasnijo članstvo v EU.

4.2.2. Združljivost doseganja inflacijskega cilja in tečajne stabilnosti

V času obveznega dvoletnega sodelovanja v ERM2 bo prišlo do “trade-offa” med stabilnostjo deviznega tečaja in inflacijskim ciljem. Verjetno je, da bodo države poskušale doseči najvišjo še dovoljeno stopnjo inflacije ob čim manjši realni apreciaciji.

Ob takšnem lovljenju nominalnih kriterijev se lahko zabrišejo smernice zdrave in trenutnemu stanju gospodarstva primerne ekonomske politike. Szapáry (2000, str. 13) slikovito opisuje takšno situacijo kot "weighing-in" sindrom, ko se bokсар pred tehtanjem pred dvobojem posti, da lahko že trenutek po tehtanju zopet zaužije obilen obrok. S strani Maastrichtskih kriterijev zahtevana inflacija je za države v tranziciji dosegljiva bodisi z zelo restriktivno monetarno in fiskalno politiko, kar pomeni velike žrtve v gospodarski rasti in zaposlenosti, ali pa z nominalno apreciacijo domače valute. Slednje se država skuša izogniti, saj pomeni izgubo zunanje konkurenčnosti. To pomeni, da bo država kandidatka vzdrževala restriktivno monetarno politiko in se zatekala k raznim nekonvencionalnim rešitvam (zamrznitev nadzorovanih cen, zniževanje davkov na potrošnjo, itd.), da bi zmanjšala inflacijo pred vstopom v EMU. Vse te zavore bodo popustile po včlanitvi v EMU. Še več, izenačitev kratkoročnih obrestnih mer s tistimi v EMU področju, ki bo sledila po vstopu v EMU, bo pomenila avtomatično sprostitev monetarne politike. Učinek bo še okrepljen v ekonomijah, ki so prej dopustile apreciacijo tečaja nasproti evru. Rezultat takšnega "stop&go" razvoja je zmanjšana učinkovitost vodenja ekonomske politike.

Realna apreciacija domače valute bo lahko še okrepljena s pritoki tujega kapitala. Pritok kapitala vpliva na realni tečaj tako preko nominalnega deviznega tečaja, kot tudi preko Balassa-Samuelsonovega učinka, ker je bilo ugotovljeno, da tuje investicije občutno zvišujejo rast produktivnosti v industriji, in ne v storitvenem sektorju (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 20). Po javnih zagotovilih guvernerja¹⁰ centralne banke Slovenije je moč sterilizirati do 2 mld evrov pritoka tujega kapitala na letni ravni, preden bi bilo potrebno razmišljati o zamenjavi tečajnega režima. Torej sprememba tečajnega režima oziroma korenita sprememba tečajne politike v okviru dosedanjega tečajnega režima v obdobju do vstopa v EU in ERM2 ni potrebna niti smiselna. Nadaljevanje z dosedanjo tečajno politiko torej pomeni, da zniževanje inflacije ne bo potekalo na račun nominalne apreciacije tečaja.

4.2.3. Simetričnost gibanj slovenskega gospodarstva in gospodarstva EU

Slovenija je kot majhno in odprto gospodarstvo izpostavljeno gibanjem svetovnega gospodarstva. Po osamosvojitvi se je bila Slovenija primorana še tesneje navezati na trg sedanje EU in je tako v veliki meri še posebej odvisna od konjunktura v EU oziroma njenega jedra (Nemčije). Drugi eksterni dejavnik je gibanje cen energentov.

Poleg asimetrije v gibanjih znotraj nacionalnega gospodarstva je prisotna tudi asimetrija šokov v tranzicijskem gospodarstvu in gospodarstvih EU oz. asimetrija v gibanju po valovih gospodarskih ciklov obeh področij. Prav tako kot znotraj gospodarstva zaradi asimetrije prihaja do inflacijskih pritiskov, se v primeru zunanje neusklajenosti ustvarjajo razlike v stopnjah rasti inflacije med državami EU in domačim gospodarstvom. Prav tako se to odraža

¹⁰ Mag. Mitja Gaspari v dnevnem časopisju.

v večji variabilnosti tečaja. Ob večji asimetričnosti je potreba po neodvisni monetarni politiki večja. Asimetričnost šokov se izraža tako na strani povpraševanja ("demand shocks") kot na strani ponudbe ("supply shocks"), kjer prvi odseva trenutni šok oziroma položaj v gospodarskem ciklu, za drugim pa stoji strukturna stran gospodarstva.

Medtem, ko je bil pri sedanjih članicah EMU tečaj predvsem orodje za stabilizacijo povpraševanja, pa je bila pri tranzicijskem gospodarstvu tečajna politika namenjena in uporabljena tako v primeru šokov na strani povpraševanja, kot tudi ponudbe. Tečajna politika je bila pogosto uporabljena pri blaženju neželenih šokov na strani ponudbe, do katerih je prihajalo zaradi tranzicije v tržno gospodarstvo, saj so na tej poti pogosto celotne panoge postale nekonkurenčne (Boone *et al.*, 2002, str. 10). Takšne spremembe so morale biti spremljane s tečajno politiko.

Če sprejmemo domnevo, da so vplivi asimetričnih šokov, vzbujeni s strani restrukturiranja, zamrli, je vredna razmisleka možnost, da bi problem konvergence reševali z druge strani. Države, ki imajo skupno valuto, bodo verjetneje konvergirale in izkazovale iste gospodarske cikle. Zato bi torej morali vzpodbujati priključitev k EMU zaradi vplivov, ki bodo pospeševali konvergenco. Obvezno sodelovanje novih članic v ERM2 vsaj 2 leti pomeni za te države dodaten pritisk, saj bodo v tem obdobju izpostavljene tudi možnim špekulativnim napadom.

Zadnji argument pridobi na teži, če upoštevamo ugotovitve, do katerih prideta Brada in Kutan (2001), in sicer, da je bila večina centralno in vzhodnoevropskih držav uspešna pri posnemanju politike ECB kar zadeva rasti denarne mase (inflacijske razlike so tako predvsem odsevale Balassa-Samuelsonov učinek in sam proces konvergence). Posledično torej izguba monetarne suverenosti ob trenutku vstopa v EU ne bo prav visoka.

Dodatno potrditev, da se stroški izgube monetarne suverenosti zmanjšujejo, najdemo pri Maurelovi (2001, str. 7), ki navaja, da so bila devetdeseta zaznamovana s povečevanjem simetrije šokov na strani ponudbe in povpraševanja med EU in tranzicijskimi državami.

5. OBRESTNE MERE

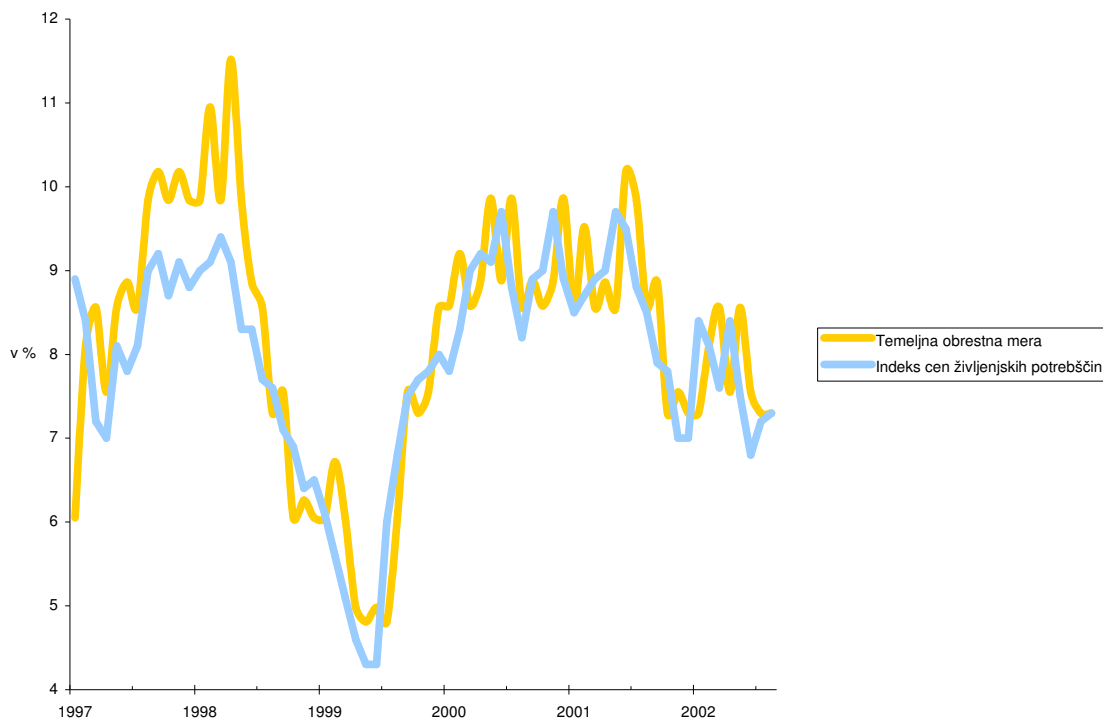
Od treh ciljev, ki jih lahko cilja centralna banka pri vodenju monetarne politike, je bila pri nas obrestna mera do sedaj na zadnjem mestu, kar je v nasprotju s prakso finančno razvitih držav. Nujnost doseganja konvergenčnega kriterija višine obrestne mere vnaša v dosedanjo prakso določanja obrestnih mer velike spremembe.

V razvitem tržnem gospodarstvu je pri oblikovanju bančnih in drugih obrestnih mer osrednjega pomena obrestna mera centralne banke. Čeprav je obrestna mera tesno povezana z inflacijo, je dosedanje sledenje bolj ali manj stabilnemu pribitku nad višino inflacije postalo neustrezno. Temeljna obrestna mera (TOM) je nastala kot varovalo pred inflacijo, vendar je v

pogojih razmeroma stabilne inflacije tudi ovira za njeno dokončno odpravo oziroma znižanje na želeno raven.

TOM igra vlogo kvazi referenčne obrestne mere, čeprav njegovo oblikovanje ni povezano z vsakodnevnim likvidnostnim položajem poslovnih bank. TOM temelji na informacijah o preteklem gibanju cen in je zato praviloma drugačen od inflacijskih pričakovanj, razen če slednja niso večinoma posledica zgodovine. V obdobju umirjanja inflacije so tako inflacijska pričakovanja nižja kot pa je izračunan TOM na podlagi uporabe dvanajstmesečnih drsečih sredin rasti cen življenjskih potrebščin. V posameznih obdobjih se TOM in inflacija razlikujeta tudi po 2 odstotni točki v korist višjega TOM-a. To ima za posledico večjo pričakovano realno obrestno mero, ker je nominalna obrestna mera določena s $TOM + r$ in je dejanska inflacija manjša od TOM-a.

SLIKA 5: Gibanje temeljne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin



Vir: Banka Slovenije, 2002d.

Indeksacija obrestnih mer, ki temelji na povprečju preteklih inflacijskih stopenj, je postala v danih razmerah nezaželen pojav, predvsem z vidika učinkovitega prenosa signalov denarne politike skozi transmisijski mehanizem, še posebej ker je želja centralne banke spodbujati delovanje obrestne transmisije denarne politike (Banka Slovenije, 2001, str. 32).

Očitno je, da je več vzrokov za nastali položaj, v katerem bomo najtežje in najkasneje dosegli monetarni Maastrichtski kriterij prav na področju obrestne mere. Na eni strani je to prav gotovo previsoka inflacija. Na drugi strani pa je del krivde razdeljen med centralno banko in ostali bančni sistem. Obrestna mera kot vzvod monetarne politike je bila dejansko zapostavljena.

5.1. Transmisijski mehanizem obrestne mere v Sloveniji

V skladu s politiko mehkega prehoda Banke Slovenije je tudi spreminjanje transmisijskega mehanizma denarne politike, ki bo posledica oblikovanja obrestnih mer v odvisnosti od želene dinamike deviznega tečaja in obsega ponudbe primarnega denarja. Določanje obrestnih mer bo v funkciji relativne cene tolarske likvidnosti. Želena dinamika deviznega tečaja, ki se bo izkazovala tudi preko terminskih nakupov deviz Banke Slovenije od sodelujočih bank, bo pomenila postopno približevanje centralni pariteti, s katero bo soočeno slovensko gospodarstvo ob bilateralnem dogovoru o sprejetju ERM2. Do sedaj je bil relativno zanemarljiv pomen transmisijskega kanala obrestnih mer zaradi razširjenosti indeksacije posojilnih in depozitnih obrestnih mer, kakor tudi ostalih finančnih instrumentov in do konca leta 1999 prisotnost medbančnega priporočila o oblikovanju pasivnih obrestnih mer. Vse to vpliva na zelo počasno odzivanje bank na spremembe stroškov refinanciranja pri centralni banki in oblikovanje bančnih obrestnih mer (Banka Slovenije, 2001, str. 12). Velika ovira za uspešno izkoriščanje transmisijskega kanala obrestne mere poleg še ne dovolj razvitega denarnega trga (deviznega in tolarskega) in s tem slabega prenašanja informacij od instrumentov Banke Slovenije na realni sektor in prisotnosti indeksacije finančnih razmerij, je predvsem strukturna pozicija na denarnem trgu, s katero se srečuje centralna banka. Nadaljnja težava je v razmeroma veliki finančni obremenjenosti bank. Preoblikovanje in boljše delovanje obrestnega in kreditnega kanala si lahko obetamo tudi z naraščajočim strateškim interesom tujcev v domačem bančnem sistemu in nadaljnjo dezinflacijo (Backé *et al.*, 2002, str. 35).

Banka Slovenije od leta 1996 vodi denarno politiko v okoliščinah presežne strukturne pozicije na denarnem trgu (od tega leta naprej se je gibala med 24.5% in 1.2% mesečnega stanja premoženjske bilance centralne banke). Prav presežna strukturna pozicija onemogoča hitrejši razvoj operacij na odprtem trgu za ponudbo primarnega denarja, prek katerih bi Banka Slovenije signalizirala položaj denarne politike ter vplivala na oblikovanje kratkoročnih obrestnih mer. Ob neto umiku likvidnosti iz obtoka z intenzivno uporabo instrumentov, ki omogočajo spremembo strukturne pozicije (prodaja vrednostnih papirjev Banke Slovenije), je vodenje denarne politike, v smislu vpliva na oblikovanje kratkoročne obrestne mere, relativno težje, kot v razmerah deficitarne strukturne pozicije, ko centralna banka nastopa kot neto ponudnik likvidnosti v bančnem sistemu. Strukturna pozicija na denarnem trgu je seveda rezultat želje Banke Slovenije po aktivnem vplivanju na oblikovanje deviznega tečaja ob deviznih prilivih takšnega obsega oz. sterilizacije le-tega.

Poleg direktnih stroškov, ki so povezani s sterilizacijo deviznih prilivov, Banka Slovenije je naraščajoče presežne devize sterilizirala na domačem trgu po višji obrestni meri, kot jo je dosegala z deviznimi naložbami iz tega naslova v tujini, pa lahko med stroške prištejemo tudi posledice, ki jih pušča takšno vodenje denarne politike na bančnem sistemu. Naložbe poslovnih bank so bile v razmerah skromnega povpraševanja zasebnega sektorja po posojilih in tako pomanjkanju alternativnih naložb usmerjene v tolarske blagajniške zapise. Ti namreč že presegajo 10% bančnih vlog, k temu pa je treba prišteti še vrednostne papirje države v rokah bank. Domače banke ne kreditirajo dela danih kreditov s centralnobančnimi viri, temveč del vlog komitentov nalagajo pri Banki Slovenije. Takšen položaj je drugačen kot v večjih ekonomijah. Potencialno znižanje obrestne mere s strani centralne banke v takšnem položaju se v realnem sektorju ne odrazi v polnem obsegu. Znižanje obrestne mere centralne banke v takem primeru pomeni, da morajo poslovne banke, če hočejo obdržati neto obrestne prihodke, znižati pasivne obrestne mere oz. povišati aktivne. Dejansko je morala centralna banka za ohranjanje visoke stopnje sterilizacije povečevati obrestno mero za sterilizacijske instrumente. Kljub načelu nepokrite obrestne arbitraže je centralna banka, v razmerah upočasnjene deprecijacije tolarja, uspela povečati razmik med tujo in domačo obrestno mero. Dokaz, da je bila v tem smislu uspešna, je podatek, da je v strukturi finančnih pritokov v letu 2002 del pritokov odzivnih na obrestno mero majhen in celo neto negativen (Banka Slovenije, 2002b, str. 18).

Po drugi strani pa se bodo uvajale tudi spremembe za zmanjševanje finančne obremenjenosti bank v sistemu obveznih rezerv in deviznega minimuma, kar bo pripomoglo k zniževanju obrestne marže. S povečevanjem deleža nebančnih finančnih posrednikov in odpiranjem bančnega sistema tuji neposredni konkurenci, je potrebno prilagoditi institucionalne predpise, ki med drugim vplivajo na stroške finančnega posredništva slovenskih bank, predpisom ECB. V grobem to pomeni zmanjšanje stopenj obvezne rezerve in prilagoditev osnove za obračun obvezne rezerve glede na dospelost in enakovredno obravnavanje tolarskih in deviznih obveznosti (do sedaj je bil devizni del predpisan z deviznim minimumom) ter zvišanje obrestne mere za obvezno rezervo s sedanjega 1% na tržno raven, kar bo imelo za posledico sproščanje likvidnih sredstev, zvišanje denarnega multiplikatorja in povečanje stroškov obvladovanja ponudbe primarnega denarja, ki jih bo nosila centralna banka.

Z odpiranjem finančnega trga in doseganjem večje predvidljivosti inflacije ter deviznega tečaja postajajo razlike med obrestnimi merami denarnih trgov doma in v tujini nevzdržne. Vse take razlike mora sedaj akomodirati Banka Slovenije z zviševanjem nominalnega deviznega tečaja, ker se kapital, če ni administrativnih ovir, zelo elastično odziva na obrestne razmike oz. relativno donosnost kapitala. Ob tem pa v Slovenijo priteka tudi kapital, ki v sebi nima takšnega motiva (lastniški kapital). To pomeni, da mora centralna banka, tudi kadar ne obstaja obrestni razmik med tujimi in domačimi obrestnimi merami (upoštevajoč deprecijacijo tolarja), sterilizirati takšne devizne pritoke. Ohranjanje stopnje sterilizacije ob povečanih kapitalskih pritokih pomeni za centralno banko povišane stroške sterilizacije, kar pa ne pomeni samo večjih absolutnih stroškov, ampak mora centralna banka sterilizirati pri

čedalje višji obrestni meri. Višja obrestna mera pa ponovno odpira obrestni razmik in nevarnost obrestno elastičnega pritoka kapitala. Previsoka domača obrestna mera (glede na tujjo) pa povzroča tudi previsoke stroške financiranja dela gospodarstva, ki ima manjše možnosti za najemanje tujih kreditov in s tem povzroča previsoke stroške financiranja in s tem spodbuja rast njegovih cen. To je predvsem nemenjalni sektor, ki je tudi sicer glavni generator domače inflacije.

5.2. Deindeksacija

Prehod v nominalizem oz. deindeksacija na področju obrestnih mer je po mnenju večine nujen korak, vendar pa visokih obrestnih mer sam po sebi ne odpravlja. Ker TOM za dolgoročne obrestne mere (nad 1 letom) še vedno ostaja v uporabi, bo posredno še vedno prisoten tudi pri kratkoročnih obrestnih merah. Če že odpravljamo TOM, bi ga verjetno kazalo odpraviti za vse ročnosti finančnih pogodb. To še bolj velja ob ugotovitvi, da se je indeksacija trdovratno ohranjala tudi v letih, ko je Slovenija beležila inflacijo, ki je bila nižja ali primerljiva z inflacijo drugih držav, ki niso uporabljale indeksacije.

Da bi bile nominalne obrestne mere dejansko sprejete, ne zadostuje samo administrativna prepoved izdajanja indeksiranih finančnih pogodb, saj v "tailor-made" dobi ponudbe za komitente, administrativne prepovedi niso učinkovite, če nimajo podpore v obnašanju ekonomskih subjektov. Torej je potrebno doseči tržno odpravo indeksacije. Indeksacija (TOM) bi torej morala postati nezanimiva za udeležence finančnih trgov. Če predpostavimo, da bodo prihodnje inflacijske stopnje omogočale uvedbo nominalnih obrestnih mer, bi morale biti pasivne obrestne mere nekoliko višje od obrestnih mer za ustrezno ročnost, vezanih na TOM. Obratno velja za aktivne obrestne mere, kjer bi komitenti preferirali kredite z nominalno obrestno mero pred obrestno mero, vezano na TOM, če bi bila slednja višja od prve. To bi lahko zagotovili z ustreznim nižanjem depozitne obrestne mere, vezane na TOM pred uvedbo nominalnih obrestnih mer. Z nominalizmom bi se le-te lahko nekaj zvišale. Podobno bi lahko veljalo za kreditne obrestne mere, le da bi te z uvedbo nominalizma nekaj padle.

Takšen scenarij je seveda ugoden za nebančni sektor, v bankah pa to pomeni zniževanje marž. Ker bo nujno zniževanje obrestnih mer moralo priti tudi, če ne kar v večjem delu, iz pravega konkurenčnega boja v bančnem sektorju, je že vidno, da bo večino stroškov zniževanja obrestnih mer moral nositi bančni sektor.

Pravzaprav so tudi pretekla inflacijska gibanja pripomogla k ustvarjanju dobičkov v bankah, kar pokažeta Košak M. in Košak T. (2002, str. 7), ko ugotovita povezavo med variabilnostjo obrestnih mer in indeksacijskega faktorja na eni strani ter neto obrestno maržo na drugi, kar bi lahko pomenilo, da so v razmerah razmeroma visoke mesečne variabilnosti mesečnih inflacijskih stopenj banke zaradi večje negotovosti glede pričakovane inflacijske stopnje

vračunavale v nominalno obrestno mero večjo stopnjo tveganja, kar je imelo za posledico oblikovanje višjih obrestnih marž oziroma njihovo počasnejše zniževanje. Takšna ugotovitev seveda ni presenetljiva, saj tudi v primeru nominalno izraženih obrestnih mer po Fisherjevi enačbi¹¹, kjer je, če poenostavimo, nominalna obrestna mera izražena kot seštevek realne obrestne mere in pričakovane spremembe cen. Opravljene raziskave potrjujejo pozitivno zvezo med nepričakovanimi spremembami inflacije in nominalnimi obrestnimi merami. Za nepričakovano inflacijo se v praksi upošteva razlika med realizirano (ex-post) inflacijo in obrestno mero zakladnih menic. Razlika med obema ugotovitvama pa je, da so v prvem primeru odločitve temeljile na preteklih dogodkih, v drugem pa so bile usmerjene v prihodnost. Ob takšnem razmišljanju je moč sklepati, da samega TOM, če je že široko sprejet v finančnem prostoru, ne bi bilo potrebno ukiniti. Banka Slovenije, glede na preteklo zgodovino, najbrž premore dovolj kredibilnosti, da bi spremenila metodologijo izračunavanja TOM. Zakon o temeljni obrestni meri v izhodišče postavlja določilo, da mora temeljna obrestna mera zagotavljati ohranjanje vrednosti. Banka Slovenije bi lahko višino TOM-a, kljub določenim pomislekom glede nevarnosti arbitriranja pri določanju le-tega, določala v skladu z namenom zakona, torej ohranjanja vrednosti in ne na podlagi nekega povprečja pretekle inflacije (Kordež, 2002, str. 24).

5.3. Oblikovanje referenčne obrestne mere

Čeprav v razvitem tržnem okolju inflacija vpliva na tržno obrestno mero, je osrednjega pomena zanjo obrestna mera centralne banke. V takih primerih je lahko obrestna mera celo realno negativna, kar pa v določenih okoliščinah ni moteče, saj si npr. v obdobju gospodarskega zastoja investitorji želijo predvsem varnosti. Upoštevati je potrebno, da je višina odvisna ne samo od pričakovanih varčevalcev, temveč tudi oziroma predvsem od tistih, ki si sposojajo. Gospodarske združbe so si pripravljene denar izposojati po ceni, ki je odvisna od donosnosti realnih naložb, ta pa se spreminja z gospodarskimi cikli. In čeprav sta gospodarska rast in inflacija visoko korelirani in tako centralna banka znižuje in zvišuje obrestne mere preko sledenja gospodarske aktivnosti tudi v skladu z inflacijskimi pričakovanji, je zasledovanje bolj ali manj stabilnega pribitka nad višino inflacije, ki ga omogoča indeksacija, neustrezno (Škrinjar, 2002, str. 30).

Odmik od takšnega določanja obrestnih mer pa v slovenskih razmerah dodatno otežuje odsotnost tako kratkoročne kot dolgoročne referenčne obrestne mere. Dolgoročno gledano bo, s približevanjem EU in poznejšo vezavo tolarja na evro, tudi v Sloveniji prava in edina referenčna obrestna mera postala EURIBOR.

¹¹ $(1 + i) = (1 + r)(1 + \pi^e)$, kjer je "i" nominalna obrestna mera, "r" realna obrestna mera in " π^e " pričakovana inflacija.

Po drugi strani pa je v relativno kratkem času, ki ga ima Slovenija na voljo pred integracijo z evrofinančnim prostorom, iskanje oziroma ustvarjanje nove referenčne obrestne mere mogoče tudi nesmotrno. Ob sedanjem časovno jasno določenim poteku vključevanja v evropske sisteme se bo vloga EURIBORja vse bolj krepila, na domačem finančnem trgu bo že zaradi dolgoročnih pogodb sočasno prisoten TOM, tako da za še tretjo referenčno obrestno mero ni veliko prostora. To posebej velja, ker je finančni trg razmeroma plitek in vsak večji pritok denarja na trg lahko bistveno vpliva na višino obrestnih mer. Poleg tega pa velja, da mora preteči kar nekaj let, preden ekonomija sprejme neko tržno oblikovano obrestno mero kot standard. Tega časa pa v Sloveniji nimamo več.

Kljub temu je Združenje bank Slovenije pripravilo metodologijo za izračun slovenskih medbančnih obrestnih mer (SMOM) po zgledu oblikovanja LIBORja. Objavljanje SMOMa naj bi bil prvi korak k oblikovanju novih referenčnih obrestnih mer. Da bi takšna obrestna mera postala referenčna in bi bila sploh mogoča normalna uporaba variabilnih obrestnih mer, bo morala biti s strani ekonomskih subjektov spoznana za splošno dobro oziroma se bo morala odzivati na spremembe denarne politike Banke Slovenije, prilagajati splošni likvidnosti bančnega trga, korektno izražati inflacijska pričakovanja ter biti neodvisna od TOM-a. Prav tako bo moral biti vpliv posameznih bank na SMOM marginalen. SMOM bo moral biti tudi v korelaciji z obrestnimi merami državnih vrednostnih papirjev. Vsekakor to ne bo mogoče, če bo oblikovanje takšne obrestne mere pod vplivom samo nekaj bank oziroma velikih (čeprav samo za slovenske razmere) "igralcev", kar je v danih razmerah povsem mogoče. Prav tako medbančna obrestna mera, poleg globine in širine ter obsega trga, nima prave povezave z gospodarstvom.

Nenazadnje je potrebno opozoriti, da še vedno obstaja problem preverjanja doseganja Maastrichtskega kriterija glede obrestne mere. Državna zakladnica bo morala izdati dolgoročne desetletne (kasneje tudi večletne) državne obveznice, ki bodo izdane v slovenskem tolarju, z nominalno obrestno mero brez vgrajene indeksacije na slovensko valuto, z ustrezno apoensko sestavo, razpršenostjo, kotacijo na domači borzi in organizacijo vzdrževalcev njene likvidnosti (Veselinovič, 2002, str. 31). Zato bo potrebno čimprej tudi ustvariti pogoje za izdajo takšnih obveznic.

TABELA 5: Dolgoročne obrestne mere* (v %)

Avstrija	Belgija	Danska	Finska	Francija	Grčija
5.03	5.06	5.08	5.04	4.96	5.20
Irska	Italija	Luksemburg	Nemčija	Nizozemska	Portugalska
5.09	5.10	4.79	4.83	4.96	5.08
Španija	Švedska	VB	EMU (12)	Konv. krit.	Slovenija**
5.04	5.33	4.99	4.99	6.93	12.65

* Povprečje za zadnjih 12 mesecev do septembra 2002.

** Obveznica RS34 je vzeta kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere za Slovenijo. Upoštevane so kuponske (ali nazivne) obrestne mere in ne donosnost do dospelja, kot zahteva Maastrichtski kriterij. Donosnost do dospelja 3-letne RS42 z nominalno obrestno mero, je ob izdaji znašala 9.30%.

Vir: Banka Slovenije, 2002b.

6. SKLEP

V Sloveniji je problem nominalne konvergence pravzaprav problem zniževanja inflacije in obrestnih mer. Postavitev centralne paritete do evra na dolgoročno vzdržni ravni ob vstopu v ERM2 zapoveduje znižanje inflacije do vstopa na raven 3–4% letno. V nasprotnem primeru bi bilo v nevarnosti doseganje nominalnih konvergenčnih kriterijev, in kar je še bolj pomembno, sprožila bi se prilagajanja v realnem sektorju, ki so z narodnogospodarskega vidika povezana z dodatnimi stroški oziroma z upočasnjeno realno konvergenco. Slovenija je do sedaj vseskozi vztrajala na mehkem prehodu, a je ob koncu leta 2002 že jasno, da bo v prihodnjem letu in pol moralo priti do pospešenega zniževanja oziroma zloma inflacije. V takšnih razmerah je nujno potrebna usklajenost med nosilci monetarne in fiskalne politike oziroma politika vlade, ki bo z racionalno porabo javnih sredstev, zmerno rastjo plač v javnem sektorju in omejevanju rasti nadzorovanih cen, nudila podporo denarni politiki.

Denarne oblasti na makroekonomske cilje in inflacijo vplivajo predvsem na strani povpraševanja. Politika upočasnjene depreciacije tolarja z restriktivnim vplivom na inflacijo preko uvoznih cen, ki jo izvaja Banka Slovenije v zadnjem času, prinaša ob nesodelovanju vlade tudi nekaj tveganj. Zniževanje inflacije preko uvoznih cen poteka na račun menjalnega sektorja, ki že sedaj ni generator inflacije. Obstaja tudi možnost, da praznino, nastalo s pritiskom na menjalni prostor, zapolnijo ekonomski subjekti, ki niso pod vplivom deviznega tečaja. Prav lahko pa ima politika zniževanja deviznega tečaja povraten pritisk na inflacijo, saj se ob potrebnem vzporednem zniževanju obrestnih mer lahko pojavijo pritiski na strani povpraševanja. Politika deviznega tečaja tudi ne more biti orodje, s katerim se dosega učinkovito obvladovanje stroškov v ekonomskih subjektih. Drugače je v primeru različne domače in tuje konjunktore, kjer je denarna politika lahko poklicana za blaženje šokov na strani povpraševanja.

Čeprav so se zunanji šoki, kot npr. višje cene energentov, močno odražali na stopnji inflacije pa za same inflacijske diferenciale niso tako pomembni, saj prav tako vplivajo na inflacijo v inflacijsko referenčnih državah. Bolj problematičen je način, kako se eksogeni šoki odražajo na sektorjih, ki niso neposredno soočeni z višjimi stroški. Podobno velja za povezavo stroškov in cen pod neposrednim in posrednim nadzorom vlade, slednje so prekomerne glede na realno stroškovno sestavo. Tako je v letu 2002 že mogoče te inflacijske pritiske ter povečevanje plač v javnem sektorju uvrstiti med systemske in ne več enkratne. Dogajanja v zadnjih dveh letih na teh področjih so opomnila na krhkost dosežene cenovne stabilnosti v Sloveniji.

Problem zniževanja obrestnih mer je mnogoplasten. Uravnavanje deviznega tečaja pri odpravljenih kapitalskih ovirah ne dopušča hkratnega neodvisnega uravnavanja obrestne mere. Mogoče je, da bo problem visokih obrestnih mer v bodoče celo zasenčil problem zniževanja inflacije. Ob čedalje bolj upočasnjeni depreciaciji tolarja bodo obrestne mere ob

upoštevanju načela nepokrite obrestne arbitraže morale pasti. Na drugi strani pa bo centralna banka v razmerah obsežnih kapitalskih prilivov morala zvišati obrestno mero za njene sterilizacijske instrumente, če bo hotela ohranjati trenutno stopnjo sterilizacije. Na drugi strani pa se bo bančni sistem moral spopasti s težavami deindeksacije in pripraviti na vstop v evroobmočje.

7. LITERATURA

1. Backé Peter, Fidrmuc Jarko, Reininger Tomas, Schardax Franz: Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries. Österreichische Nationalbank: Working Paper, 2002, 61, 41 str.
2. Ball Lawrence, Mankiw Gregory: Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations. The Economic Journal, 1994, 104, str. 247-262.
3. Ball Lawrence, Mankiw Gregory: Relative Price Changes as Asymmetric Supply Shocks. Quarterly Journal of Economics, 1995, 110, str. 161-193.
4. Banka Slovenije. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2002q2.pdf], 2002a, 31 str.
5. Banka Slovenije. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2002q4.pdf], 2002b, 46 str.
6. Banka Slovenije: Usmeritve denarne politike Banke Slovenije. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf], 2001, 34 str.
7. Björkstén Nils: Real Convergence in the Enlarged Euro Area: a Coming Challenge for Monetary Policy. Bank of Finland: Economics Department Working Papers, 2000, 1, 34 str.
8. Bohnec Darko: Instrumenti denarne politike na začetku leta 2002. Gradivo seminarja Denarna politika in banke v letu 2002. Ljubljana: CISEF, 2002. 11 str.
9. Bole Velimir: Disinflation and labor market distortions: lessons from Slovenia. [URL: <http://www2.arnes.si/~ljeipf/wp02.pdf>], 2002, 35 str.
10. Brada Josef, Kutun Ali: The Convergence of Monetary Policy between Candidate Countries and the European Union. Center of European Integration Studies: Working Paper, 2001, B07. str. 33.
11. Coricelli Fabricio, Jazbec Boštjan: Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies. CEPR: Discussion Paper, 2001, 2869. 36 str.
12. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan: Accession to the European Union: Real Exchange Rate Dynamics for Candidate Countries. Rivista di Politica Economica, 2002, 1-2, str. 109-138.
13. Corker Robert, Beaumont Craig, van Elkan Rachel, Iakova Dora: Exchange Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. IMF: Policy Discussion Paper, 2000, 3. 24 str.

14. Čihák Martin, Holub Tomáš: Convergence of Relative Prices and Inflation in Central and Eastern Europe. IMF: Working Paper, 2001, 124. 47 str.
15. Čufer Uroš: Gibanje relativnih cen in njihov vpliv na inflacijo. Banka Slovenije: Prikazi in analize IX/1, Ljubljana, 2001, str. 25-35.
16. De Melo Martha, Cevdet Denitzer, Gelb Alan: From Plan to Market. The World Bank: Policy Research Working Paper, 1996, 1564. 63 str.
17. Drenovec Franček: Čudežne formule ni. Trd bo treba biti. Delo: Sobotna priloga, Ljubljana, 25.maj 2002, str. 9-10.
18. Drenovec Franček: Kako se bo zniževala inflacija. Banka Slovenije: Prikazi in analize IX/2, Ljubljana, 2001, str. 63-75.
19. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in evropska monetarna unija. Bančni Vestnik, Ljubljana, 2002, 4, str. 2-8.
20. Fischer Stanley: Relative Shocks, Relative Price Variability, and Inflation. Brookings Papers on Economic Activity, 1981, 2, str. 381-431.
21. Halpern László, Wyplosz Charles: Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. UNECE, 2001, str. 32
22. Jazbec Boštjan, Masten Igor: Na kaj Banka Slovenije lahko vpliva in na kaj ne more. Finance, Ljubljana, 21. november 2002, str. 8.
23. Kopits George: Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe. IMF: Working Paper, 1999, 9. 42 str.
24. Kordež Bine: Ali je odprava TOM-a potrebna. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 3, str. 23-24.
25. Košak Marko, Košak Tomaž: Variabilnost obrestnih mer kot dejavnik oblikovanja obrestne marže pri slovenskih bankah. Bančni Vestnik, Ljubljana, 2002, 5, str. 2-8.
26. Laurence Boone, Mathilde Maurel, Jan Babetski: Does EU Enlarged Towards Eastern Countries Constitute an OCA (Optimal Currency Area). [URL: http://eaces.gelso.unitn.it/Eaces/work/Papers/Babetski_Boone_Maurel.pdf], 2002, 38 str.
27. Maurel Mathilde: On the Way of EMU Enlargement Towards CEECs: What is the Appropriate Exchange Rate Regime. CEPR, 2001. 28 str.
28. Ribnikar Ivan: Denarna politika in privatizacija bank ter drugih podjetij. Gradivo seminarja Denarna politika in banke v letu 2002, Ljubljana: CISEF, 2002. 9 str.
29. Szapáry György: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU. National bank of Hungary: Working Paper, 2000, 7, 22 str.
30. Škrinjar Ladi: Obrestna politika bank v novih razmerah oblikovanja obrestnih mer.

Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, Marec 2002, 3, str. 30-31.

31. Veselinovič Draško: Obrestna politika v luči nominalizma – težavna pot slovenske (de)indeksacije. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 3, str. 31-32.
32. Žumer Tina: Estimation of the Balassa-Samuelson Effect in Slovenia. Banka Slovenije: Analitsko Raziskovalni Center, 2002. 10 str.

8. VIRI

1. Arhiv časovnih vrst do avgusta 2002. Banka Slovenije, 2002d. [URL: http://www.bsi.si/html/financi_podatki/arhiv/slo_ser_2002_08.zip]
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 9 (2002c), 9, 105 str.
3. Statistics in Focus. Eurostat: Prices and Purchasing Power Parities, 2002, 48, 7 str.