

# BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize, V/3 (september 1997), Ljubljana

## DENARNA POLITIKA MAJHNEGA ODPRTEGA GOSPODARSTVA

dr. France Arhar

(Nastop guvernerja Banke Slovenije v Dr`avnem zboru dne 10. septembra 1997<sup>1</sup>)

*Spoštovani poslanke in poslanci!*

Oktobra letos se bo izteklo šest let od vzpostavitve monetarne suverenosti Republike Slovenije. Prva leta samostojnega gospodarjenja so bila leta osamosvojitvenih in tranzicijskih procesov kot so zamenjava trgov, prestrukturiranje, privatizacija, sanacija bank ter dela gospodarstva, postopno odpiranje doma-ega trga itd.

Slovenija je bila v mednarodnem merilu dele`na priznanj za pozitivne gospodarske dose`ke, kot so na primer zni`ana inflacija, izravnost pla-ilne bilance in javnofinan-nih ra-unov, hiter preobrat v rast bruto doma-ega proizvoda na podlagi izvoznih uspehov, visok per capita bruto doma-i proizvod in za mednarodne razmere celo zmerna (po mednarodnih standardih merjena) brezposelnost (-esar pa sami zaradi socialnih konfliktov ne ocenjujemo kot uspeh). Zaradi tak{nih kazalnikov je bila Slovenija po uspe{nih pogajanjih za ureditev obveznosti do tujine<sup>2</sup> dele`na tudi razmeroma visokih (celo najvi{jih med tranzicijskimi dr`avami) ocen de`elnega tveganja.

Ker ni ve- dvoma v namero vstopa Slovenije v Evropsko unijo, s katero na{e gospodarstvo `e zdaj najve- posluje, se moramo zavedati, da se vztrajno pribli`uje -as {e ve-je odprtosti na{ega gospodarstva. Evropa nam je o-itala velik zaostanek na zakonodajnem podro-ju; sami se zavedamo zaostanka za merili iz Maastrichtske pogodbe iz Evropske unije na podro-ju inflacije, obrestnih mer in deviznega te-aja. @e omenjeni tranzicijski procesi {e niso kon-ani, zamujajo nekatere reforme kot so privatizacija, pokojninska reforma, uvedba davka na dodano vrednost, reforma doma-ega pla-ilnega prometa itd.

Banka Slovenije je letos prvi- doslej objavila kvantitativni letni cilj denarne politike. Ta cilj ne pomeni ni- drugega kot stabilen tolar, izra`en z merilom inflacije (doma-imi cenami), s ceno doma-ega denarja (obrestno mero) in ceno tujega denarja (deviznim te-ajem). Na{tete vrste cen niso neodvisne druga od druge, kakor se vse preve-krat razmi{lja, nikakor pa se tudi ne usklajujejo avtomati-no. Zastavitev tega cilja ne pomeni spremembe temeljne usmeritve dosedanje denarne politike, za katero ocenjujejo tudi tujci, da je uspe{na in naravnana k nadaljnji krepitvi stabilnosti. Zato pa cilj jasneje osvetljuje zvezo in pogojenost denarne z drugimi gospodarskimi politikami, predvsem z dohodkovno in fiskalno politiko. Stabilizirane cene, te-aj in obrestne mere predstavljajo tudi idealno podlago vi{jim stopnjam gospodarske rasti, s katerimi bi radi -imprej dohitali Evropsko unijo.

---

<sup>1</sup> Gradivo, posredovano Dr`avne zboru. V samem govoru so bila dodana {e nekatera dejstva in poudarki.

<sup>2</sup> Postopoma se uspe{no ureja tudi terjatvena stran bilance. Ve-letno prizadevanje je na primer letos omogo-ilo Banki Slovenije v-lanitev v ugledno Banko za mednarodne poravnave (BIS).

### *Gospodarska gibanja in denarna politika zelo majhnega odprtega gospodarstva*

H *gospodarski rasti*, ki je značala v letu 1996 po zadnji oceni 3,1%, so nadpovprečno prispevale panoge storitev (3,6%) in gradbeništva (11,1%). Ob lani nekoliko nižji rasti izvoza (2,5%) se je nadpovprečno povečalo domače povpraševanje (3,4%). Investicije v osnovna sredstva so se leta 1996 povečale za 8,9%, medtem ko so bile stopnje njihove rasti v treh preteklih letih višje (zaporedoma 10,7, 12,5 in 17,1%). Po visoki 9% rasti potrošnje prebivalstva (izvirajoče iz visoke rasti plač, iz povečanega zadovoljevanja prebivalstva pri bankah in iz privatizacijskega procesa) leta 1995 je ta lani značala umirjenih 1,8%. Gospodarska rast Slovenije ne more temeljiti na domačem povpraševanju, ker je domači trg za kaj takšnega premajhen, temveč le na izvozu blaga in storitev. Na izvoz pa vplivajo konjunktura naših trgovinskih partnerjev in dejavniki mednarodne konkurenčnosti v našem lastnem gospodarstvu.

*Tuje povpraševanje* je začelo pojemati sredi leta 1995 in šele v lanskem tretjem četrtletju so se pokazali znaki njegovega oživljanja. Letos naj bi se uvoz razvitih držav realno povečal za 5%. V preteklem srednjeročnem razdobju je 1% rast realnega uvoza osmih glavnih trgovinskih partneric (brez Hrvaške) omogočala celo okrog 1,3% rast slovenskega količinskega izvoza v te države. Slovenska industrija je življenjsko odvisna od tujega povpraševanja oziroma izvoza. Kadar znača rast količinskega izvoza 1%, se proizvodnja še v istem četrtletju poveča za 0,3 do 0,4%. Takšne povezave gospodarstva s tujino so ugodne, ko je v tujini gospodarsko okrevanje, v primeru recesije, še posebno nemške, pa je obratno. Tako je imela na primer recesija v Nemčiji v drugem polletju leta 1995 in delno še v prvi polovici leta 1996<sup>3</sup> negativni vpliv na gospodarsko rast v letu 1996.

Našo konkurenčnost v tujini določajo pogoji menjave, predvsem pa endogeni faktorji kot so stroški dela, produktivnost in devizni tečaj. Ob izboljševanju tujega realnega povpraševanja od tretjega lanskega četrtletja dalje pa je v prvi polovici lanskega leta nanjo neugodno vplivalo naraščanje uvoznih cen primarnih surovin, s tendenco umirjanja v tretjem četrtletju. V letošnjem prvem četrtletju beležimo ponovno rast navedenih cen. Dolarska cena nafte se je v 1996. letu povečala za okrog 20%, od lanskega decembra dalje pa je cena nafte na svetovnih trgih zopet padala. Slovenija je bila tako v lanskem letu soočena z negativno spremembo pogojev menjave, ki so zmanjšali njeno kupno moč v tujini. V prvih mesecih 1997. leta so se začeli pogoji menjave nekoliko izboljševati, vendar so še vedno slabši kot v povprečju leta 1996.

*Stroške dela* sestavljajo plače in drugi izdatki za delo z davki in prispevki. Medtem ko se je realni bruto domači proizvod med letoma 1990 in 1996 povečal le za 0,2%, je značalo v istem obdobju realno povečanje povprečnih neto plač 9,4%, agregat neto plač, drugih prejemkov in socialnih transferjev pa je porasel kar za 12%. Tuji konkurenci je izpostavljen tim. menjalni sektor, ki ga poenostavljeno predstavlja industrija. V letu 1996 so se stroški dela na zaposlenega v industriji (bruto plače in drugi izdatki za delo) nominalno povečali za 15,5%, vendar se je produktivnost zaradi 6,6% zmanjšanja zaposlenosti povečala za 7,7%, tako da je značala rast stroškov dela na enoto proizvoda le 7,2% (njihove prodajne cene pa na domačem trgu 6,8% in v tujini, glede na košarico tečajev, 11,6%). Stroški dela na enoto bruto domačega proizvoda so per capita v Sloveniji višji kot v večini razvitih članic OECD. To dejstvo je toliko bolj zaskrbljujoče, ker je našo gospodarstvo na tujem trgu v celoti "price taker", kar pomeni, da bi lahko pri dani svetovni ceni prodalo za nas neomejene, za svet pa še vedno majhne količine.

<sup>3</sup> Gospodarska rast v Nemčiji je značala v letu 1996 1,4%. Za 1997 leto napovedujejo analitiki višjo rast, med 2 in 2,5% (V OECD Economic Outlooku iz junija 1997 je za Nemčijo napovedana 2,2% realno rast bruto domačega proizvoda).

Slovenija je ohranila sistem *drse-ega deviznega te-aja*, ki ga je Banka Slovenije razglasila leta 1991. Gibanje te-aja je odvisno predvsem od tokov v *pla-ilni bilanci*. V zadnjih dveh letih teko-i ra-un ni imel izrazitej{ega salda, tako da je tuj denar pritekal v dr`avo predvsem na podlagi izvirnih finan-nih transakcij kot so posojila podjetjem, bankam in drugim finan-nim posrednikom. Samo neto pritok tujih finan-nih posojil v privatni sektor je zna{al v letu 1996 kljub omejevalnim ukrepom Banke Slovenije kar 530 milijonov USD ali 75 milijard tolarjev. Te pritoke privabljata v Slovenijo razliki med tujimi in doma-imi obrestnimi merami, ter med rastjo deviznega te-aja in inflacijo. Bolj kot rastejo cene in z njo revalorizacijski del tolarjskih obrestnih mer, ve-je je zadol`evanje v tujini in ve-ji je pritisk za apreciacijo tolarja. Banka Slovenije pa ima omejene mo`nosti za nevtraliziranje te-ajnih u-inkov velikega obsega. Stro{ki sterilizacije pritokov tujega denarja namre-obremenujejo `e tako skromni obseg doma-ega var-evanja v ban-nem sistemu. Zgovoren je podatek, da se je neto tuja aktiva<sup>4</sup> denarnega sistema leta 1994 pove-ala za skoraj 9% bruto doma-ega proizvoda. S tak{no dimenzijo problema se niso sre-evale niti mnoge latinsko-ameri{ke dr`ave, ki so bile konec osemdesetih in v za-etku devetdesetih let tega stoletja soo-ene z velikimi finan-nimi pritoki (Brazilija, ^ile, Mehika, Venezuela).

Spomladi leta 1995 je Banki Slovenije v -asu zapadanja deviznih blagajni{kih zapisov za-asno zmanjkalo instrumentov za te-ajno interveniranje. Z nara{-ajo-imi finan-nimi pritoki iz tujine so banke kreditirale doma-e sektorje, zlasti prebivalstvo. Omenjeni velik porast doma-ih ban-nih nalo`b (na ra-un zmanj{anja neto tujih nalo`b) v letu 1995 pa ni pospe{il realne aktivnosti na{ega gospodarstva, ki je do`velo ravno takrat zastoj. Namesto tega je namre- financiral mo-an porast kon-ne potro{nje prebivalstva, katere glavni del je bil uvo`en. V skladu s tem se je v drugem polletju leta 1995 poslab{al tudi teko-i ra-un pla-ilne bilance. Ta ekspanzija doma-ih posojil je trajala do sredine leta 1996, ko se je povsem ustavila. Posledica prekomernega porasta nalo`b je bila sredi prej{njega leta manj{a likvidnostna kriza ban-nega sistema, ki se je kon-ala z likvidacijo ene od bank. Banke so zatem, tudi na podlagi ukrepov centralne banke, svojo posojilno politiko uskladile z likvidnostnimi omejitvami, toda doma-e kreditiranje je za-elo po-asi o`ivljati {ele letos.

*Neposredne nalo`be* tujcev so se do leta 1995 pove-evale (od 1992. leta so zna{ale zaporedoma 111, 113, 128 in 176 milijonov USD). V drugi polovici lanskega leta pa so zaradi dobre ocene de`elnega tveganja pridobile na pomenu *portfolio nalo`be*, ki predstavljajo na-elno mnogo nemirnej{i finan-ni pritok. V letu 1996 je zna{ala vsota neposrednih in portfolio nalo`b 200 milijonov USD. Letos pa so se neposredne nalo`be zopet okrepile, medtem ko se je po februarjski uvedbi skrbni{kih ra-unov zmanj{al pritok tujih portfolio vlaganj.

Nominalni *te-aj* nem{ke marke na deviznem trgu je v celotnem letu 1996 porasel za 2,2%, nominalni efektivni te-aj slovenske ko{arice tujih valut pa 6%. Realni efektivni te-aj je izkazal letno 0,6% apreciacijo, -e ga merimo z relativnimi maloprodajnimi cenami, na podlagi cen industrijskih proizvajalcev 0,6% depreciacijo, deflacioniran z relativnimi stro{ki dela na enoto proizvodnje pa 5,2% depreciacijo. Slednje je posledica porasta produktivnosti ter zmanj{anih stopenj dajatev. Nevtralnno pa ne deluje niti gibanje najpomembnej{i valut menjave s tujino. Razmerje ameri{kega dolarja proti nem{ki marki ka`e na primer po predhodnem zn`evanju `e od sredine leta 1995 (od 1,4) trend nara{-anja (nad 1,8).

Za Slovenijo je zna-ilen velik promet na *menjalni{kem trgu*, ki na primer presega tudi borzno trgovanje. Tako velik obseg trgovanja ka`e, da na tem trgu kupujejo in prodajajo razen prebivalstva in turistov {e predstavniki drugih sektorjev. Za razliko od zadnjih dveh let pa se je v letu 1997 pojavila na tem trgu velika prese`na ponudba tujega denarja, ki je predstavljala dodatni pritisk na tolar.

---

<sup>4</sup> Prese`ek terjatev nad obveznostmi do nerezidentov (tujine).

V dosedanjem obdobju ni bilo mo-nej{ih *javnofinan-nih* pritiskov v tujem denarju, ker je bila konsolidirana bilanca javnofinan-nih blagajn v preteklih letih prakti-no izravnana. Zato so bila neto posojila dr`ave v pla-ilni bilanci v letih 1993, 1994 in 1995 razmeroma skromna (79, 67 in 131 milijonov USD), leta 1996 pa so bila to neto vra-ila v vi{ini 72 milijonov USD. Lani je prora-un izdal po uspe{nem pogajanju s tujimi upniki 812 mio USD obveznic po sporazumu NFA. Avgusta je prora-un iztr`il v tujini {e 321 mio USD Evroobveznic, ki niso bili zamenjani v tolarje, s 125 milijoni USD pa je decembra odpla-al del obveznic prestrukturiranega dolga. ^eprav javnofinan-ne blagajne doslej niso izkazovale primanjkljaja, pa se je javni dolg (in z njim obseg bodo-ih izdatkov za obresti) v zadnjih letih pove-eval zaradi prevzemanja preteklih izgub bank in drugih gospodarskih subjektov.

Banka Slovenije je v letu 1996 neto *izdajala denar* na podlagi deviznih transakcij, medtem ko ga je s tolarскими neto jemala iz obtoka. Primarni denar se je pove-al za 16,8 milijarde tolarjev, monetizacija iz naslova neto odkupa deviz pa je zna{ala 47,5 milijarde tolarjev. Neto tuja aktiva Banke Slovenije je porasla za 78,6 milijarde tolarjev, toda devizne rezerve Banke Slovenije so nastale tudi z neto prodajo deviznih blagajni{kih zapisov v vi{ini 42,1 milijarde tolarjev, zmanj{evale pa so se z neto -rpanjem z ban-nih deviznih ra-unov in dr`ave pri Banki Slovenije. Z neto vrnjenimi posojili je bilo vzeto iz obtoka 16,6 milijarde tolarjev, z zmanj{anjem repojev 5,4 milijarde tolarjev in z neto prodanimi blagajni{kim zapisi 10,5 milijarde tolarjev primarnega denarja.

Dnevna *ponudba primarnega denarja* Banke Slovenije temelji na ciljnem obsegu denarnega agregata M1, sestavljenega iz gotovine v obtoku ter vpoglednih vlog neban-nih sektorjev pri bankah in Banki Slovenije. Cilj je dolo-en mese-no z analizo povpra{evanja po M1 in ob upo{tevanju denarnega multiplikatorja. Cilj M1 je v razmeroma odlo`eni zvezi s kon-nim ciljem denarne politike, rastjo cen. Del za`eljenega u-inka na gibanje cen dosega Banka Slovenije tudi posredno, preko deviznega te-aja. Vendar deluje te-aj kot nominalno sidro predvsem na cene panog menjalnega sektorja in manj na cene drugih panog. Te-aj ne vpliva niti na omenjeno dinamiko pla- v nemenjalnih sektorjih, ki se prena{a v pla-e in stro{ke menjalnega sektorja. V tak{nih okoli{inah je zato v Sloveniji uspe{nost protiinflacijske politike odvisna predvsem od usklajenosti denarne in dohodkovne politike.

Osnovna zakonsko dolo-ena naloga Banke Slovenije je *stabilnost tolarja*, kar pomeni v dosedanjih razmerah predvsem zmanj{evanje rasti cen. Banka Slovenije lahko vpliva le na proste cene. Okrog 30% cen, predvsem na podro-ju infrastrukturnih in/ali monopolnih dejavnosti (elektrika, naftni derivati, komunalne in telefonske storitve) je namre- pod neposrednim nadzorom vlade. Pove-anje nadzorovanih cen pa posredno vpliva tudi na proste cene. Razen v letih 1992 in 1995 je bila rast nadzorovanih cen vi{ja od splo{nega merila inflacije, kar pomeni, da so v teh letih prispevale k njemu ve- kot proste cene. Za Slovenijo pa je {e posebno pomembna razdelitev cen na cene menjalnega in nemenjalnega sektorja (nemenjalne zajemajo predvsem cene monopolnih in dr`avnih gospodarskih panog).

S postopnim zni`evanjem rasti cen se v Sloveniji vseskozi krepí tudi zaupanje v tolar. Medtem ko je imelo prebivalstvo konec leta 1991 le 30% *prihrankov* v tolarjih, pa je zna{al konec maja 1997 ta dele` `e 46% celotnih prihrankov. Rast celotnih prihrankov prebivalstva pri bankah se je v zadnjih dveh letih realno zmanj{ala, medtem ko se je dele` vseh prihrankov v bruto doma-em proizvodu po predlanskem padcu ustavil pod 23%, kar pa je manj kot v letu 1994.

Prihranki so na dalj{i rok tudi nujno potrebni vir *investicij*, motorja razvoja. Rast investicij je bila v preteklih letih nadpovpre-na predvsem zaradi infrastrukturnih investicij javnega sektorja (avtoceste), medtem ko investicije privatnega sektorja zaradi dolge in specifi-ne privatizacije {e niso o`ivele v potrebni meri. Slovenija na kri{i`-u pomembnih trgovskih poti brez dvoma

potrebuje ustrezno kvaliteto infrastrukturo, saj prinača tudi ta koristne razvojne u-inke. Toda te nalo`be morajo biti samo uvod v investicije produktivnih izvoznih kapacitet.

Cena denarja, posojil za investicije, kot tudi za teko-e poslovanje, je *obrestna mera*. Banka Slovenije lahko z instrumenti denarne politike vpliva na obrestne mere le v tolik{ni meri, kolikor ji dopu{-a planirani denarni okvir, to je koli-ina primarnega denarja. Obrestne mere se zni`ujejo z zni`evanjem rasti cen oz. revalorizacijskega dela obresti. Obrestne mere so v Sloveniji ni`je kot v primerljivih dr`avah vzhodne in centralne Evrope (-e{ka, Mad`arska, Poljska in druge). Svet Banke Slovenije je osnovo za izra-un revalorizacijskega faktorja tim. temeljne obrestne mere postopoma raz{iril s 3 na 4, zatem na 6 in nazadnje letos aprila na 12 mesecev. To re{itev so sprejele tudi banke. S tem je postala tolarska obrestna mera bistveno manj ob-utljiva na nihanje inflacije in bolj odvisna od realnega dela obrestne mere.

V leto{njem letu so se *obrestne mere* v primerjavi z lanskim na splo{no zni`ale. Na to zni`anje je vplival predvsem novi medban-ni dogovor o najvi{jih pasivnih obrestnih merah (z veljavnostjo od aprila). Obrestna mera na medban-nem denarnem trgu je zna{ala avgusta okrog 0,5% nad revalorizacijskim faktorjem. Po aprilu so se za-ele hkrati z (deklariranimi) realnimi pasivnimi, zni`evati tudi aktivne obrestne mere bank, kajti medban-ni dogovor zavezuje banke, da v skladu z zni`anjem pasivnih zni`ajo tudi aktivne obrestne mere. K zni`anju posojilnih obrestnih mer je svoje doprineslo tudi priporo-ilo Agencije za sanacijo bank bankama v sanaciji, da zni`ata aktivne obrestne mere najbolj{i komitentov.

*Mar`a finan-nega posredni{tva* ban-nega sistema je imela v preteklem obdobju trend upadanja. Po metodologiji Banke Slovenije je zna{ala mar`a finan-nega posredni{tva leta 1996 6,12%, leto prej pa 6,14% (glede na celotna aktiva bank). Zmanj{anje je posledica zmanj{anja neobrestne mar`e, ki je preseglo pove-anje obrestne mar`e. Pove-anje obrestne mar`e izvira iz ve-jega pove-anja realnega dela obrestne mar`e, kot je zna{alo zmanj{anje njenega revalorizacijskega dela (enakosmerno, a v obratnem razmerju, sta se spremenili tudi sestavini neobrestne mar`e). Najdra`ji finan-ni posredniki ostajajo {e vedno hranilnice, medtem ko so najcenej{e velike poslovne banke.

V letu 1997 sta *banki v sanaciji* po {tirih letih izpolnili zahtevane pogoje za konec sanacijskega postopka. Banki, ki sodita med na{e najve-je in najpomembnej{e banke, se `e pridru`ujeta nekaterim drugim na{im bankam, ki so bile dele`ne zelo dobrih ocen mednarodnih agencij za ocenjevanje bank. Verjamemo, da sta banki sposobni pove-ati konkurenco na trgu ban-nih storitev in tudi s tem upravi-iti vanju vlo`ena javna sredstva. Sanirani banki -aka {e privatizacija, od katere pri-akujejo davkopla-evalci posredno vra-ilo dela vlo`enih sredstev. Med bankami je opaziti tudi nekaj, vendar z vidika evropske konkurence vse preve- srame`ljivega povezovanja.

### *Naloge denarno-gospodarske politike*

Temeljna usmeritev denarne politike Banke Slovenije se z objavo kvantificiranega cilja ni spremenila. Vendar pa je pri njegovi dolo-itvi upo{tevala nekatere predpostavke o gibanju spremenljivk, ki so v pristojnosti drugih gospodarskih politik ali dolo-ene eksogeno. Ob tem pa je Banka Slovenije tudi pozvala socialne partnerje k odgovornemu ravnanju v -asu do polne odprtosti na{ega trga.

Prva predpostavka pri dolo-itvi denarnega cilja v letu 1997 se nana{a na 4% *realno gospodarsko rast*, ki izvira predvsem iz pri-akovane konjunktura v tujini. Za izpolnitev te predpostavke je malo mo`nosti, na kar vpliva predvsem nara{-ajo- razkorak med izvoznimi cenami in stro{ki podjetij ter s tem povezano propadanje marginalnih proizvajalcev.

Ob leto{nji solidni rasti izvoza, naj bi uvoz vendar rasel nekoliko hitreje od izvoza. Zato predpostavlja Banka Slovenije enako kot tudi vlada letos *razmeroma majhen primanjkljaj teko-ega ra-una pla-ilne bilance*. Razen tega naj bi pritok iz naslova finan-nih transakcij s tujino (privatnega sektorja) ne presegal lanskoletnega. Tak{na dinamika je namre- na meji zmo`nosti ban-nega sistema, da nevtralizira njegove denarne in cenovne u-inke.

V skladu s tem po predpostavki *pla-e, drugi prejemki od dela in transferji prebivalstvu v letu 1997 ne bodo presejali rasti cen*.

Banka Slovenije je tudi predpostavila, da *usklajevanje relativnih cen* v nekaterih delih javnega sektorja in drugih nadzorovanih cen ne bo ogrozilo lanskemu podobnega pove-anja cen, kajti denarna politika bo omogo-ala dosego tak{nega cilja.

Zaradi verjetnega vpliva na rast cen, bi radi opozorili {e na vpliv odlo`ene uvedbe *davka na dodano vrednost*. Razen, da je standard Evropske unije, ima davek nesporne prednosti zaradi bolj{ega nadzora zavezancev, {ir{e osnove in manj{ega {tevila stopenj. Priporo-ena enotna evropska stopnja tega davka se dejansko pribli`uje 20% stopnji predloga na{e vlade. Ker zna{a ocenjena povpre-na stopnja sedanjega prometnega davka le okrog 12%, bi s predlo`eno stopnjo ve- kot nadoknadili izpad carin. Nadome{-anje neposrednih davkov z davkom na dodano vrednost bi ugodno vplivalo na stro{ke, hkrati pa bi v na{ih razmerah najverjetneje pove-alo cene (vlada je omenjala 10 odstotnih to-k veliko rast cen!). Zaradi tega nas zamuda pri uvedbi davka na dodano vrednost in nameravano nadaljnje usklajevanje nadzorovanih cen v letih 1999 in 2000, ko bi rast cen bilo potrebno nadalje znatno zni`ati, bistveno oddaljuje od evropsko primerljivih stopenj inflacije.

Banka Slovenije je ob objavi cilja predpostavila tudi *majhen primanjkljaj konsolidiranih javnofinan-nih blagajn*, tako kot je bilo zapisano v izhodi{-ih za pripravo prora-unskega memoranduma. Pozneje se je glede na `elje porabnikov govorilo o vsaj 3% primanjkljaju.

3% primanjkljaja, hkrati tudi meje dopustnega po kriteriju Maastrichtske pogodbe o Evropski uniji, bi bila vesela ve-ina tako razvitih kot tudi tranzicijskih dr`av. Vendar obstaja nekaj razlogov, zakaj si Slovenija ne bi smela privo{-iti hitrega preskoka v tolik{en primanjkljaj (reda velikosti okrog 80 milijard tolarjev). Prvi je skromno doma-e var-evanje, zaradi katerega bi v primeru zadol`itve prora-una na plitvem doma-em kapitalnem trgu dr`avni vrednostni papirji najverjetneje iz ban-nih aktiv (z ve-jo varnostjo in obrestno mero) izrinjali investicijska posojila. Za kako velike spremembe gre, nam pove podatek, da so se tolariska ban-na posojila vsem neban-nim strankam lani pove-ala za 124, v leto{njem prvem polletju pa za 60 milijard tolarjev.<sup>5</sup>

Vlada pa bi se raje zadol`ila na tujih finan-nih trgih, kjer je letos `e prodala za 400 milijonov DEM Evroobveznic. To je zaradi ni`jih obrestnih mer ceneje, omogo-a zamenjavo dra`jega dolga s cenej{im in doprina{a k ve-ji kredibilnosti Slovenije. Toda javne finance bi ohranile svoj nevtralni vpliv na devizni te-aj in na rast cen le v primeru, da tako kot lani ne bi pri{lo do zamenjave tujih posojil ali izkupi-ka od prodaje v tolarje. Po tehtnih tujih spoznanjih in izku{njah je za znosno obvladovanje finan-nih pritokov iz tujine klju-na prav nepopustljiva fiskalna politika.

Dopustni javnofinan-ni primanjkljaj zna{a glede na mo`nosti odpla-evanja in druge narodnogospodarske u-inke (po vladnem izra-unu) 0,9% bruto doma-ega proizvoda. Tolik{en primanjkljaj je {e vedno, -eprav v manj{i meri, vir opisanih gospodarskih motenj. Vendar leto{nji verjetni primanjkljaj ne bo financiral izdatkov za pospe{eno gospodarsko rast, temve- doma-o potro{njo. Povzro-ili so ga namre- prehitro rasto-i stro{ki dela in na

<sup>5</sup> Skupna posojila pa so se zaradi zmanj{evanja deviznih pove-ala {e za manj.

njih vezani transferji prebivalstvu (predvsem nereformiranega pokojninskega zavarovanja). Takšna gibanja pa ne le da ne vzpodbujajo rasti proizvodnje in zaposlenosti, temveč ravno nasprotno, saj povečujejo stroške in cene ter zmanjšujejo mednarodno konkurenčnost. Zaradi tega tudi 0,9% primanjkljaj v Sloveniji nima zanemarljivih učinkov. Razen tega pa ni nobenega zagotovila, da bo letošnji primanjkljaj tudi zadnji.

*Prioritetni nalogi vlade (v povezavi z ostalima socialnima partnerjema), na kateri je Banka Slovenije (tudi s tega mesta) že večkrat opozorila, ostajata tako učinkovitejša dohodkovna politika in začetek reforme pokojninskega sistema.*

Podatki o realnem porastu stroškov dela kažejo, da *dohodkovna politika* vključno z dogovarjanjem socialnih partnerjev doslej ni bila uspešna. Glavni predstavniki narodnogospodarskih upravljalcev, to so vlada, sindikati in delodajalci, se očitno niso zavedali zmoglosti gospodarstva, saj se niso bili pripravljene in/ali sposobni dogovoriti za prilagoditev gospodarstva neugodnim tujim okoliščinam. Po besedilu letošnjega socialnega sporazuma naj bi se plače tako dravnega kot privatnega sektorja podobno kot v urejenih gospodarstvih enkrat letno usklajevale s cenami vključnih potrebčin. Upamo, da je letos v zavest pogajalcev prodrlo spoznanje, da odlaganje veje, na kateri sedimo, ne more več dolgo trajati in da bo sporazum v predloženi obliki tudi podpisan. Vlada je lani februarja in julija vendarle nekoliko zmanjšala prispevne stopnje neposrednih dajatev na plače in s tem nekoliko prispevala k rasti mednarodne konkurenčnosti gospodarstva. Iz naslova lanskoletnega znižanja bo letos povprečna stopnja prispevkov še malce nižja.

Izredno neodgovorno je tudi lahkotno odlaganje *pokojninske reforme*, kajti že tako bistveno previsoki stroški obveznega pokojninskega zavarovanja rastejo hitreje kot se stara prebivalstvo. Razmerje med bruto pokojnino in bruto plačo je značalo v Sloveniji že leta 1995 70%, s čimer je bilo višje od vseh razvitih držav OECD, višji izdatek za pokojnine v bruto domačem proizvodu pa sta imeli istega leta med članicami OECD le Italija in Švedska.

V rasti povprečne plače, na katero so že vedno vezane pokojnine, se odraža tudi vsako zvižanje produktivnosti zaradi odpuščanja delavcev (kjer so praviloma najprej na vrsti slabše plačani delavci). Enako učinkujejo tudi stežaji, ko izgubijo delo delavci, katerim je agonija podjetja predhodno že bistveno znižala plače. Mehanizem usklajevanja pokojnin bi zato lahko upravičeno imenovali avtomatični destabilizator.

Letos aprila so bile javno objavljene namere skupine javnih skladov in podjetij<sup>6</sup> po zadolžitvi v letu 1997 na tujem trgu v obsegu 188 milijard tolarjev (in 250 milijard tolarjev na domačem), ki bi mu v naslednjih letih sledilo zaporedoma še 80, 67 in 63 milijard tolarjev. Tolikšnega dodatnega zadolževanja na tujem trgu si Slovenija ob vseh drugih nespremenjenih okoliščinah ne glede na ničje obrestne mere zanesljivo ne more privoščiti!

Obstoječi, od proračuna ločeni parafiskalni skladi so nastajali na podlagi različne in neuskklajene zakonodaje. Njihova sredstva niso vključena v proračun, nad njimi ni ustreznega nadzora in njihova politika praviloma ni usklajena z vladno. V Sloveniji je že preveč takšnih skladov, da bi specializirana alokacija odtehtala preveliko razpršenost proračunskih sredstev. Kadar je takšnih skladov veliko, se namreč ti ob obilnejših prihodkih in okrepljenem obutku neodvisnosti zelo pogosto zainvestirajo preko svojih možnosti. Nujno potrebna je "inventura" namenskih skladov, s katero bodo pregledani njihovi nameni, razširjenost, koristi in slabosti, ki bodo omogočili skrbnejše njihovega tvevanja. Nad ostankom pa je treba vzpostaviti učinkovit nadzor, saj gre pri njih v končni instanci vselej za denar davkoplačevalcev.

<sup>6</sup> To so: DARS, DRSC (MPZ), Ekosklad, Elektrogospodarstvo, Luka Koper, Pošta Slovenije, Sklad za razvoj, Slovenska izvozna družba, Slovenske železarne, Slovenske železnice in Telekom.

Podobno ureditev zahteva tudi podro-je javnih podjetij in zavodov. Njihovo izgubo je najla`je, ne pa tudi najceneje pokrivati s pove-anjem njihovih cen. Pri teh je potrebna racionalizacija poslovanja, s-asoma verjetno tudi privatizacija (prodaja) njihovega dela.

Ob neodpravljenih navedenih notranjih neravnote`jih pa lahko Slovenijo toliko bolj prizadenejo spremenjeni *tuji pogoji gospodarjenja*. Na tuje denarne trge vna{a na primer veliko mero negotovosti na-rtovana uvedba skupne evropske valute. Mo`ne posledice zajemajo spremenjena valutna razmerja, obrestne mere in tuje povpra{evanje, ki vse mo-neje vplivajo na stabilnost in rast na{ega odprtega gospodarstva.

### Sklep

V letu 1997 je napovedana v Sloveniji 4% rast bruto doma-ega proizvoda. Rast cen naj bi bila ob tem v okviru lanskoletne, kar je mogo-e dose-i ob okrog 18% rasti (s pasom odstopanj med 14 in 22%) denarnega agregata M3 in nekaterih drugih predpostavkah, ki omogo-ajo doseganje tega cilja. Bilanca javnih financ naj bi imela ob tem, enako kot tudi teko-i ra-un pla-ilne bilance, le manj{i primanjkljaj. Razen tega bi za doseganje tega cilja ne smelo biti neobvladljivih finan-nih pritokov, socialni sporazum in/ali dohodkovna politika pa naj bi zadr`ala realno rast stro{kov dela, tako kot je bilo predvideno, a neuresni-eno `e leta 1996. Letos intenzivnej{e vladno usklajevanje nadzorovanih cen naj bi ravno tako ne ru{ilo zastavljenega inflacijskega cilja.

Za vstop v Evropo je 8 do 9% inflacija mnogo previsoka, za dohitevanje Evrope pa 4% rast premajhna! Glavni pogoji za hitrej{o rast in zmernej{o inflacijo so:

- U-inkovito (doslej neu-inkovito) omejevanje realne rasti stro{kov dela, predvsem pla- in nanje vezanih pokojninskih izdatkov.
- Reforma pokojninskega sistema, katere odlaganje gospodarstvo z vsakim dnem ve-stane.
- Javne finance morajo biti zaradi prenizkega doma-ega var-evanja in pritiska na tolar ob zadol`evanju v tujini zelo blizu izravnanim.
- Ne preveliki finan-ni pritoki in odtoki. Izjemno majhno slovensko denarno podro-je je namre- zelo ob-utljivo za vsa ve-ja nihanja.
- Ne preveliko usklajevanje nadzorovanih cen. Vlada lahko svojo usmeritev v zni`anje inflacije doka`e z ustreznim inflacijskim ciljem.

*Banka Slovenije poziva dr`avni zbor, vlado, sindikate in predstavnike delodajalcev k odgovornemu in pravo-asnemu sprejemu potrebnih odlo-itev. ^as za sprejem ustreznih ukrepov je namre-, {e bolj kot s pribli`evanjem Evropi, omejen z `e obstoje-imi narodnogospodarskimi neravnovesji!*