

# BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize III/4 (december 1995), Ljubljana

## O DENARNI POLITIKI LETOS IN V 1996. LETU

dr. France Arhar

(Nastop guvernerja Banke Slovenije v Dr`avnem zboru, dne 20.10.1995)

Spoštovane poslanke in poslanci,

Pred tem zborom je bilo ob vsakokratnem poro-ilu o poslovanju Banke Slovenije in ob prora-unskih razpravah ugotovljeno, da Banka Slovenije zakonsko postavljeno nalogo - to je skrb za stabilnost cen - korektno izpolnjuje. Tovrstno obvezo BS izpolnjuje tudi v leto{njem letu in ji bo zvesta tudi v 1996. letu, da bi uresni-ili strate{ki cilj, to je evropsko raven inflacije. Rezultat vztrajne protiinflacijske politike Banke Slovenije v zadnjih {tirih letih je *pri-akovana eno{tevil-na inflacija v 1995. letu*, prvi- po letu 1976 na slovenskih tleh.

*Deklaracija o konvertibilnosti iz za-etka septembra 1995. leta* je lahko za enega le formalizem in za drugega pomemben akt. Za Banko Slovenije je to velik "obligo", ker se zavedamo, kak{ne so na{e obveznosti glede na dolo-ila iz VIII. -lena Statuta Mednarodnega denarnega sklada, in prav zaradi tega nam mora biti to dodatna spodbuda za {e bolj zdravo, trdno in konkuren-no gospodarstvo. Poti nazaj ni. Kar zadeva konvertibilnost lahko pride samo do znane uporabe zdravil s pomo-jo zdravnika, ki se imenuje Mednarodni denarni sklad, kar je biv{a jugoslovanska dr`ava `e prestajala, in kar je `e doletelo nekatere dr`ave v tranziciji. Vsa ta dejstva govorijo le to, da je bitko z inflacijo mogo-e dobiti le ob skupnih prizadevanjih.

Konec septembra so bile *cene na drobno za 10,8% nad ravniyo iz septembra 1994. leta*. Samo v januarju in septembru letos so se cene na drobno pove-ale za ve- kot 1%. V januarju in v septembru letos je bil skok inflacije predvsem posledica rasti nadzorovanih cen: v januarju so se nadpovpre-no dvignile cene kmetijskih proizvodov, septembra pa se je poznala sezonska podra`itev elektrike in povi{anje cen PTT storitev. Porast cen, ki so pod vladnim nadzorom je dal velik pospe{ek skupni inflaciji tudi v juniju. V prihodnje bo potrebna zelo *finna regulacija cen, ki so pod dr`avnim nadzorom*, da bi bila sezonska nihanja cen manj{a, in da podra`itve v cenovno nadzorovanih sektorjih ne bi nasprotno {e pove-ale sezonskih nihanj cen.

Razmerje med rastjo cen *menjalnega in nemenjalnega sektorja* je bilo v prvih osmih mesecih letos stabilno; pa vendarle so cene na drobno v nemenjalnem sektorju v prvih osmih mesecih letos porastle za 16,7%, v menjalnem sektorju pa za 14,4%.

Cene na drobno za *storitve* so se v prvih devetih mesecih letos pove-ale za 18,4%: cene za osebne storitve so bile vi{je kar za 25,6%, cene PTT storitev pa kar za 150,7% glede na primerljivo lansko obdobje, to je od januarja do septembra. Cene na drobno za *blago* so se v prvih devetih mesecih letos pove-ale za 12,7%: najbolj pija-e (24,1%), elektri-na energija za gospodinjstva za 22,3% in `ivila za 17,3%.

Nove, stabilnejše gospodarske razmere pa tudi centralno banko postavljajo pred nove naloge, saj se v gospodarstvu kopi-ijo problemi, ki se v kon-nem slej ko prej odlikajo v mednarodni konkuren-nosti. Ob tem naj ponovno poudarimo, kar smo `e izrazili v tem Parlamentu, da so t.i. oportunitetni stro{ki pri zn`evanju inflacije oziroma pri njenem pribli`evanju evropski ravni bistveno ve-ji kot pa so bili v za-etni fazi, ko je Slovenija pred {tirimi leti pri-ela z denarno samostojnostjo. To dejstvo bi moralo biti izhodi{~na osnova za vse udele`ence na doma-em trgu in hkrati imperativ za ~imbolj sinhronizirano delovanje posameznih politik.

## 1. GOSPODARSKI POLO@AJ V DRUGI POLOVICI 1995. LETA

V 1995. letu se nadaljuje gospodarska rast z okrog 5% letno stopnjo. To je `e tretje zaporedno leto gospodarske rasti ob so~asni protinflacijski dr`i Banke Slovenije. Viri gospodarske rasti so v 1995. letu predvsem: 16% rast investicij v osnovna sredstva, okrog 4% rast zasebne porabe, okoli 3% rast javne porabe in za okrog 5-6% (koli-inska) rast izvoza blaga in storitev. V primerjavi z na-rti je gospodarska rast morda dose`ena, vendar se je u-inkovitost investicij<sup>1</sup> zmanj{ala. Produktivnost v industriji se je v 1994. letu pove~ala za 12,6%, medtem ko zna{a medletna rast produktivnosti v prvih osmih mesecih 1995. leta le 6,2%.

Ko opazujemo prihranke v bankah in hranilnicah lahko ugotovljamo, da se tudi v leto{njem letu realno pove~ujejo in sicer za 83,7 milijard tolarjev oziroma 23% (avgust 1995/december 1994). Pri tem pa ne gre prezreti dejstva, da tovrstna *rast prihrankov* ne izvira le iz novo ustvarjenega dohodka. Po na{i oceni je v prvi polovici leto{njega leta 25% dele` pove~anja prihrankov izviralo iz dejanskih rezerv prebivalstva (v tujih valutah), 75% pa iz *novo ustvarjenega dohodka*. V prvih osmih mesecih pa zna{a to razmerje 15% : 85%. Tako aktivirane rezerve prebivalstva, ki so bile do sedaj alocirane doma in na ta na-in ne v funkciji ekonomije, so za nadaljnjo gospodarsko rast izrednega pomena. Kljub temu tak proces in tovrstne odlo~itve var-evalcev ka`ejo na to, da se *zaupanje v ban-ni sistem pove~uje*, kar je prav gotovo eden od pomembnih rezultatov kredibilno vodene denarne politike.<sup>2</sup> Namre~, prav za mlado dr`avo in centralno banko, ki sta zrastle na pogori{~u hiperinflacije, je zaupanje in njegova rast tista kategorija, ki je nikdar ne smemo prezreti in na katero mora centralna banka neprestano misliti.

Ne glede na to smo v 1995. letu dosegli za majhno dr`avo kriti-no to~ko. Slovenija je pri{la v polo`aj, ko je pove~evanje dele`a investicij v BDP nad 22% mo`no le na podlagi aktiviranja tujega neto zadol`evanja - bodisi kratkoro~nega ali dolgoro~nega. Var-evanje je pomembno, {e zlasti za dr`avo, ki nima v mednarodnem merilu nadpovpre~nega dele`a investicij v bruto doma-em proizvodu, ter zato, ker moramo biti kot majhna dr`ava pripravljeni z rezervo oziroma s prihranki na spremembe v mednarodnem okolju, da bi se jim lahko hitro odzvali.

Da smo pri{li v tak polo`aj je bilo pri-akovano, saj so se problemi slovenskega gospodarstva kopi-ili `e nekaj let, zlasti v izvoznem sektorju. Postavlja se vpra{anje, kaj je

<sup>1</sup> V 1994. letu je bila 5,5% gospodarska rast ( $\Delta Y/Y$ ), dele` investicij v BDP ( $I/Y$ ) pa okrog 19%. Mejni kapitalni koli-nik (ICOR), izra~unan po obrazcu  $\Delta K/\Delta Y$ , kar je enako  $I/\Delta Y = (I/Y)/(\Delta Y/Y)$ , je zna{al v 1994. letu 3,5. V teko-em 1995. letu je potrebno za 1% pove~anje BDP kar 4,4 enot dodatnih investicij, lani le 3,5, kar pomeni poslab{anje u-inkovitosti investicij za okrog 20%.

<sup>2</sup> Ob koncu 1991. leta so imeli ob-ani v slovenskih bankah 70% prihrankov v vlogah, denominiranih v tujem denarju, konec avgusta letos pa 58%.

bilo v zadnjih petih letih narejenega v notranjih pogojih, da se izvozni sektor sre-uje s problemom mednarodne konkuren-nosti. Glede na stanje izpred petih let smo v -asu do tretjega -etrletja 1995. leta:

1. *pove-ali neto pla-e realno za okrog 5%* glede na povpre-je iz 1990. leta, pri -emer so bili drugi prejemki iz delovnega razmerja realno za *55% višji*,
2. *pove-ali za skoraj 25% (realno) socialne transferje*,
3. *za tretjino so se realno pove-ala izpla-ila iz dru`benih dejavnosti, prora-unov, organizacij in skupnosti za osebne prejemke ter nakupe blaga in storitev*,
4. *pla-ila investicij v osnovna sredstva so se zmanj{ala za okrog 25%*.

Nadaljevanje tak{nih gospodarskih gibanj Slovenije ne bo pripeljalo med u-inkovita gospodarstva tr`nega tipa. Realna rast mase pla-, javne porabe in transferjev se lahko v prihodnje pove-uje le ob *so-asnem realnem zmanj{evanju investicij ali pa z neto zadol`evanjem v tujini*. Pri slednjem pa bo morala biti Slovenija zelo previdna, da se ne bi ponovila tragedija iz preteklosti.

Lani je Slovenija pove-ala dolgoro-ni dolg za 428 milijonov dolarjev, vklju-no z u-inkom medvalutnih sprememb. V prvih osmih mesecih letos se je pove-al za 283 milijonov dolarjev. Prezem dolga iz pogajanj o nasledstvu tukaj ni upo{tevan.

Tuje akumulacije (direktne in indirektne investicije - razli-ne vrste kreditnih aran`majev), -etudi bi trenutno pomenila pozitiven glas zaupanja v prihodnost dr`ave, *ni nikakor mogo-e uporabiti za prikrievanje pomanjkanja doma-ih prihrankov*. Da je temu tako, nam izpri-ujejo novi primeri od oddaljene Mehike do sosednje Mad`arske. To pomeni, da sta najzanesljivej{a stebra za trajno gospodarsko rast in `eljeno zaposlenost le doma-i prihranki in vladni prese`ki v prora-unu. Na to bomo morali misliti z vso resnostjo, kajti zavedamo se, da tudi v Sloveniji prihaja obdobje, ko bo tuji kapital ob nadaljevanju privatizacijskih procesov `elel najti svoje mesto v na{i ekonomiji in jo hotel preoblikovati po svoji podobi. Lahko poudarimo, da se tega dejstva {e posebej zaveda centralna banka, kajti kapitalni tokovi s tujino bodo imeli za posledico tudi pomembne premike na doma-em denarnem trgu, za katerega likvidnost pa je v najve-ji meri odgovorna Banka Slovenije skupaj z doma-im ban-nim sistemom.

## 2. EKONOMSKI ODNOSI S TUJINO IN MEDNARODNA KONKUREN^NOST SLOVENIJE

Gospodarska konjunktura je bila v glavnih zahodnoevropskih trgovinskih partnericah Slovenije zelo ugodna v obdobju od zadnjega -etrletja 1993. leta do prvega -etrletja 1995. leta. Sedem najpomembnej{ih zahodnih trgovinskih partnerjev je lani pove-alo koli-insko povpra{evanje za dobrih 6%. Za letos ocenjujemo le 4,7% pove-anje v celem letu, to je pribli`no za eno odstotno to-ko rasti manj kot lani in kar odra`a pe{anje rasti v glavnih trgovinskih partnerjih (na primer v Nem-iji, Italiji, Franciji, V.Britaniji in tudi v ZDA). To se bo nujno odrazilo tudi na izvoznih oziroma pla-ilnobilan-nih rezultatih. In to {e toliko bolj kot ob koncu 80. let, saj vemo, da se je od denarne osamosvojitve naprej ob-utljivost slovenskega izvoza na konjunkturo oziroma recesijo v zahodni Evropi precej pove-ala.

Zaradi ugodne strukture v kakovosti slovenskega uvoza in izvoza bodo trgovci v blagovni menjavi s tujino (po na{i oceni) realizirali pozitivne pogoje menjave ("terms of trade"). K temu bo prispeval na makro ravni tudi neto u-inek v spremembah medvalutnih razmerij.

Kot vemo, u-inek sprememb v medvalutnih odnosih za izvoznike v prvih osmih mesecih 1995. leta ni bil v celoti ugoden. Od februarja letos je bistveno depreciral ameriški dolar, dodatno italijanska lira, španska peseta in portugalski eskudo ter skandinavske valute. Ne gre pa prezreti tudi pozitivnih u-inkov tovrstnih medvalutnih gibanj, kajti znano je, da se ve-ina surovin in pomembnih repromaterialov pla-uje v ameriških dolarjih in italijanskih lirah. Prav razvrednotenje teh dveh valut je pozitivno vplivalo na ceno uvozne substance, ki je prisotna tako pri neto izvoznikih kot tudi neto uvoznikih. Tovrstna gibanja *zahtevajo novo prilagajanje strukture stroškov*, ki v kon-ni fazi bremeni vsak produkt. @elimo namre-poudariti, da se tudi gibanje te-aja tolarja ne sme v vsakem primeru odra`ati v korekciji cen, kajti pri dosednji praksi smo bili ve- ali manj navajeni le na enosmerno spreminjanje, kadar je res {lo za pove{anje cen, z redkimi izjemami morda za njihovo zn`anje. ^e je torej na{ skupni cilj ve-ja storilnost, potem morajo udele`enci na trgu v prvi vrsti misliti na lastno prestrukturiranje stroškov z namenom vzdr`evanja -imbolj stabilne situacije.

Vendar dajejo glavno te`o gibanjem v pla-ilni bilanci v 1995. letu po prvem -etrletju notranji dejavniki. Izvoz blaga in storitev je letos v nominalnih dolarskih zneskih v medletnih primerjavah zelo visok, saj je ameriški dolar glede na leto poprej {ibkej{i. Zato lahko jemljemo kot pravilno merilo za uspeh v zunanji trgovini le koli-inske tokove. Izvoz blaga in storitev v celotno tujino se bo letos po oceni Banke Slovenije koli-insko pove-al za okrog 5%, uvoz blaga za 10-11%, uvoz turizma pa za okrog 14%.<sup>3</sup> Glavni dejavnik uvoza so bili letos nara{-ajo-i doma-i dohodki, atraktivne tuje cene, merjene skozi te-aj tolarja in zaradi depreciacije dolarja, lire in nekaterih drugih omenjenih valut ter kon-no tudi zaradi pove-ane mo`nosti cenej{ega najemanja kreditov v tujini. K temu je prispeval padec t.i. "risk premium", saj se je de`elno tveganje za Slovenijo v 1995. letu zmanj{alo glede na 1994. leto, dasiravno je septembrska ocena nekoliko slab{a od tiste iz marca letos.

V letu 1994. in tudi letos se centralna banka zaveda problemov, s katerimi se soo-a gospodarstvo v tekmi na svetovnem trgu. Na mikro ravni te-aj ni edini element mednarodne konkuren-nosti. Po na{em mnenju moramo konkuren-nost podjetij na svetovnem trgu ocenjevati tudi s kvaliteto izdelkov in storitev, s spo{tovanjem dobavnih rokov, zmo`nostjo prilagajanja standardom in tako naprej. Za tovrstne pogoje samostojno odgovarjajo podjetja. Poleg tega *tudi na narodnogospodarski ravni ni samo te-aj tisti, ki dolo-a mednarodno konkuren-nost*. To je lahko tudi dostopnost na tuje trge, ugodno izvozno kreditiranje opreme in kratkoro-ni izvozni krediti. Med glavne elemente mednarodne konkuren-nosti ponavadi pri{tevamo:

1. produktivnost dela,
2. dav-ne stopnje in razli-ni prispevki na pla-e,
3. efektivni devizni te-aj, ki vklju-uje tudi u-inke sprememb medvalutnih razmerij,
4. doma-o inflacijo, in
5. rast povpre-nih neto pla-.

*ad 1.* V prvih osmih mesecih je bila v Sloveniji rast produktivnosti v industriji glavni vir rasti mednarodne konkuren-nosti. Pove-ala se je za 6,2%.

*ad 2.* Dav-ne stopnje oziroma celotna obremenitev pla- pri nas je bila v prvih osmih mesecih letos glede na primerljivo lansko obdobje manj{a le za 0,5%. V tem relativnem obsegu je prispevala k porastu mednarodne konkuren-nosti. Pla-e so glavni element v kalkulaciji stroškov proizvajalcev. Konkretno navedeno zmanj{anje je posledica zakonskega

---

<sup>3</sup> Rezultati blagovne menjave so v prvih osmih mesecih glede na primerljivo obdobje 1994. leta naslednji: izvoz blaga je koli-insko ve-ji za 9,2%, uvoz pa kar za 21,2%. Pove-uje se le redna blagovna menjava, posli oplemenitenja pa se kr-ijo.

sankcioniranja prekoračevanja pla-, saj so tako pobrani davki - po mejni davni stopnji 100% - omogočile ali kasnejše rahlo zmanjšanje davne obremenitve pla-.

ad 3. *Nominalni efektivni tečaj deviz*, razlika iz tržnih tečajev, je bil v prvih osmih mesecih letos celo za 2,7% nižji, kot v primerljivem obdobju v 1994. letu. *Tečaj nemške marke* na deviznem trgu v Sloveniji (vzeli smo povprečne nakupnih P-B in prodajnih tečajev B-P) je značal v prvih osmih mesecih letos 81,6 SIT, lani v istem obdobju pa 79,1 SIT. Porastel je za 3,2% in s tem prispeval k rasti slovenske konkurenčnosti v Nemčiji in tistih državah, kjer uvozniki fakturirajo na izvoz v nemških markah. Do tega je prišlo navkljub presežni ponudbi na deviznem trgu, z intervencijo Banke Slovenije.

Razliko med porastom tečaja nemške marke (+3,2%) in spremembo nominalnega efektivnega deviznega tečaja (-2,7%) pa lahko pojasnimo s spremembami medvalutnih odnosov v letu (njem nasproti lanskemu letu). V neto izrazu so neugodna gibanja navzkrižnih tečajev v prvih osmih mesecih letos glede na primerljivo obdobje lani (razen na nemškem trgu) zmanjšala konkurenčnost na drugih zunanjih trgih za 5,9%.

ad 4. Cene proizvajalcev so bile v prvih osmih mesecih letos večje za 14,4% glede na primerljivo obdobje v 1994. letu; v tem obsegu so delovale na zmanjšanje mednarodne konkurenčnosti.

ad 5. Nominalne neto plače so bile v prvih osmih mesecih tekočega leta za 15,2% višje na enoto proizvoda kot pa v primerljivem razdobju 1994. leta.

V realnem izrazu pa so bili v tem obdobju stroški dela na enoto proizvodnje višji za 0,1%. To pomeni, da ima rast plač v gospodarstvu svoje ustrezno pokritje v fizični produktivnosti. S tem pa se ne odpira prostor za realizacijo večjih dobičkov, če zlasti, če podjetje prodaja v tujino, kjer prihodki na enoto prodaje zaostajajo za cenami vhodnih stroškov.

V realnem izrazu pa so bile v prvih osmih mesecih letos povprečne plače v negospodarstvu za 4-5% nad rastjo bruto domačega proizvoda, za kar bo v konnem nujno treba izstaviti račun in ga plačati z realnimi viri.<sup>4</sup>

Iz vsega tega podrobnega opisa lahko sicer zaključimo, da se je *obseg stroškov dela slovenskih proizvajalcev* v primerjavi s stroški dela na izvoznih trgih (v času od januarja do avgusta) letos glede na primerljivo obdobje lani povečal kar za 17,3%. Z drugimi besedami lahko strnemo, da je indeks realnega efektivnega deviznega tečaja padel:

- a) merjen na podlagi *relativnih stroškov dela na enoto proizvoda* za 14,7%,
- b) merjen na podlagi *relativnih cen na drobno* za 12,7% ter
- c) merjen na podlagi *relativnih cen proizvajalcev* za 12,3%.

To so po naši oceni temeljni dejavniki, ki so v prvih osmih mesecih določali tokove blaga in storitev s tujino ter iz tega izvedeno ponudbo ter povpraševanje na deviznem trgu. Zaostajanje tečaja za cenami po pravilu paritete kupne moči (PPP) pa je delovalo v smeri neto pritoka kratkoročnega kapitala.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> V prvih devetih mesecih so se realna izplačila (po podatkih APPNI) neto plače povečala za 6,5%, od tega v gospodarstvu za 3,2% in v negospodarstvu za 12,8%. Drugi prejemki iz delovnega razmerja so se realno povečali za 12,9%. Slednji sicer hitro naračajo v neto izrazu. Vendar podjetje manj stane, če enak znesek "plače" izplača preko drugih prejemkov kot pa rednih, saj so davne osnove pri obeh vrstah izplačil različne.

<sup>5</sup> V slovenskih bankah je značala v prvih osmih mesecih letos obrestna mera na 3-mesečno tolarško orožne vloge v povprečju 14,7%, obrestna mera za 3-mesečno DEM vlogo (ravno tako v slovenskih bankah) pa je značala okrog 5%; priemer je bil tečaj BS za nemško marko v avgustu skoraj enak kot januarja. Vendar je obrestni razpon med

Lahko torej sklenemo, da ostaja te-aj tudi v prihodnje eden najpomembnejših dejavnikov bodočega razvoja, hkrati pa eno najpomembnejših stabilizacijskih sider.

### 3. DENARNA POLITIKA BANKE SLOVENIJE, KRATKORO^NI PRETOKI KAPITALA IN STERILIZACIJA

S predstavitvijo elementov mednarodne konkurenčnosti smo `eleli pokazati, da *Banka Slovenije ni edina, ki lahko pove-a konkurenčnost gospodarstva v tujini*. Banka Slovenije bi sicer lahko v ve-jem obsegu vplivala na dvig nominalnega deviznega te-aja s pove-ano ponudbo primarnega denarja oziroma manj restriktivno denarno politiko. *Vendar bi s tem spro`ila spiralo: te-aj - cene - te-aj*. S tem bi ogrozili nadaljnje zni`evanje inflacije, ki je {e vedno previsoka. V Banki Slovenije smo prepri-ani, da bi taka sprememba denarne politike na kratek rok sicer dala dolo-ene pozitivne rezultate, na dalj{i rok pa bi povzro-ila destabilizacijo in rast na nezdravih temeljih. Kredibilnost Banke Slovenije, kot va`nega opornika stabilizacijske politike, bi padla. Tak{en zaokret v denarni politiki lahko od Banke Slovenije zahteva le Dr`avni zbor. Tega dejstva se centralna banka zaveda z vso odgovornostjo. Zato je znano njeno ravnanje iz julija letos, ko ni sprejela predloga Dr`avnega sveta za intervencijo na deviznem trgu v korist razvrednotenja slovenske valute.

Zavedati se namre- moramo, da Banka Slovenije, ko cilja koli-ino denarja v obtoku, gleda predvsem primarni denar. Pri doseganju podrejenega cilja, vi{jega te-aja tolarja, se lahko Banka Slovenije giblje le v omejenem obmo-ju. Namre-, pri danem oziroma pri nespremenjenm obsegu primarnega denarja posku{a dose-i -im vi{ji te-aj. Na primer, povpre-ni obseg primarnega denarja je zna{al junija letos 99,2 milijard tolarjev. Vse do danes, to je do sredine oktobra, ga Banka Slovenije v povpre-ju ni pove-ala niti za 1%. To pomeni, da dr`i centralna banka ponudbo (primarnega) denarja trdno v "vajetih", zavedajo-se bojazni, da ne bi "njena dodatna ponudba" ob hkratnih premikih te-aja tolarja destabilizirala umirjanja cen oziroma pospe{ila inflacije. Kot vemo, pa se je v obdobju od junija do sredine oktobra 1995 povpre-ni te-aj na deviznem trgu dvignil od 81,4 tolarjev na okrog 85 tolarjev za 1 nem{ko marko.

Po na{em trdnem prepri-anju lahko konkurenčnost gospodarstva v tujini na zdravih temeljih v veliki meri pove-ajo predvsem socialni partnerji sami, in sicer z ustreznim dogovorom o izvajanju politike pla-. Za 1995. leto lahko Banka Slovenije predvsem nemo-no ugotavlja, da se dogovor o politiki pla- ne spo{tuje v dovolj u-inkoviti meri.

Ob naslednjem sklepanju Socialnega sporazuma na pomlad 1996. leta bi si morali partnerji prizadevati, da se tudi v ta zelo pomemben dokument vgradi zaveza ciljnega doseganja zmanj{evanja inflacije. ^e bo inflacijski ciljni riziko prakticiran na segmentu dohodkovne politike, potem se moramo zavedati, da nismo dale- od dneva, ko bo ta isti nominalizem pridobil nazaj domovinsko pravico tudi v sferi denarja oziroma obresti. Nadomestitev sedanje prakse, ki ka`e na vrsto kr{itev uveljavljenih dogovorov z novo tovrstno vsebino, je po na{em prepri-anju edina pot, ki je hkrati garancija za zmanj{evanje inflacijskih pri-akovanj, {e ve-jega zaupanja v tolar in prispevek k ve-ji konkurenčnosti majhne slovenske ekonomije na svetovnem trgu. Kot vemo, je pri nas problematika {e toliko ve-ja, ker si

---

tujimi in doma-imi nalo`bami v korist doma-ih zna-Ilnost majhnih gospodarstev, {e posebno, ko gre za plitek finan-ni trg (gre za kazalec M2/BDP). To pa- izvira praviloma iz nekoliko vi{jega de`elnega tveganja za majhne dr`ave v odnosu na velike, pri vseh drugih nespremenjenih pogojih. S tem se bomo morali sprijazniti tudi v Sloveniji, kar pa v ekonomskem smislu deluje v smeri neto pritoka {pekulativnega kapitala.

pla-e pove-ujejo predvsem kapitalno intenzivna podjetja in si na tak na-in jemljejo prostor za investicije iz lastnih dobi-kov.

Tak{ni "rentniki", ki si no-ejo ustvarjati prihrankov, so lahko v dolo-enih regijah tudi "price makerji" na trgu delovne sile za dolo-ene poklice ali pa kar za celotno regijo. Trg delovne sile v Sloveniji pa ni niti geografsko niti kvalifikacijsko dovolj mobilan. Po na{em trdnem prepri-anju je dol`nost centralne banke, da spomni socialne partnerje, da s sedanjo prakso nehalo delati proti sebi in proti bodo-nosti novih generacij, kajti zahteve po konkuren-nosti bodo vedno ve-je. Na tej podlagi naj *vsakdo pretehta svoje zahteve po korekciji kolektivnih pogodb.*

Za ilustracijo naj navedemo, da tudi druge centralne banke - v Nem-iji, [vici - pozivajo predstavnike sindikatov naj ponovno razmislijo o svojih zahtevah za pove{anje pla~, {e zlasti, ko gre za izvozna podjetja, ki imajo svoje trge v ZDA in Italiji. Mislimo, da Slovenija v tem pogledu ni nikakr{na izjema.

Pla-ni nominalizem z vgrajeno ciljno inflacijo ne bi predstavljal destimulacije dobrih gospodarjev in delavcev, temve- bi jim ob letnem ugotavljanju rezultatov dajal prostor za delitev "plusov" oziroma porazdelitev "minusov". Glede na dose`eno stopnjo inflacije gre na{ predlog v smeri letnega in ni- ve- ~etrletnega prilagajanja pla~.

Temeljni dejavniki, ki vplivajo na konkuren-nost v tujini ter neto tokovi tujega kapitala so delno neposredno, delno pa s ~asovnim zamikom povzro-ili, da se je primanjkljaj v teko-ih transakcijah pla-ilne bilance pojavil prvi- po dolgem ~asu aprila letos, najve-ji pa je bil v maju. V kumulativnem izrazu smo v prvih osmih mesecih {e imeli prese`ek, in sicer v vi{ini okrog 50 milijonov dolarjev. Pri-akujemo pa, da bo po dokon-nih podatkih o blagovni in storitveni menjavi s tujino za 1995. leto saldo teko-ih transakcij izravnano.

Primanjkljaj v teko-ih transakcijah v drugem ~etrletju 1995. leta je bil prvi vzrok, da so se poslovnim bankam v Sloveniji v drugem ~etrletju zmanj{ale t.i. "prese`ne devizne rezerve" nad deviznim minimumom. Metodologija za devizni minimum je avtomatizem, ki je podoben sistemu obveznih rezerv.

Banka Slovenije tekom leto{nega leta ni menjala metodologije za izra-un deviznega minimuma, z izjemo spremembe v februarju 1995. leta, po kateri morajo imeti poslovne banke na vpogledne devizne vloge 100% (in ne le 80%) pokritje v nalo`bah v tujini. Banke lahko deviznim var-evalcem ponudijo na vpogledne vloge relativno ni`je obresti od obresti na vezane vloge, da bi stimilirale dolgoro-no var-evanje. S tem pa si banke ustvarijo tudi "prese`ne devizne rezerve", saj morajo banke na devizne vloge nad 1 letom dr`ati le 5% deviznih dobroimetij pri prvovrstnih tujih bankah. Dejstvo pa je, da je devizno var-evanje v Sloveniji predvsem kratkoro-no, saj gre za najve-ji segment kapitalskega trga, na katerem poslujejo gospodinjstva.

V prvem leto{nem ~etrletju so imele poslovne banke v povpre-ju kar 0,5 milijarde dolarjev ve- deviz, kot jih je bilo potrebno glede na obveznost po metodologiji deviznega minimuma. V drugem in tretjem ~etrletju so se "prese`ne devizne rezerve" zmanj{evale, tako da so zna{ale v septembru letos v povpre-ju 170 milijonov dolarjev. Zaradi ni`jih obrestnih mer na devizne kredite od tolarskih pa banke niso pripravljene veliko devizno kreditirati.

V tretjem ~etrletju letos se je zmanj{al neto pritok kratkoro-nega kapitala, zlasti v sektorju prebivalstva. Prebivalstvo je prek menjalnic pove-alo nakupe tujih valut `e v marcu, kot odraz rasti dohodkov prebivalstva (pove-anje drugih prejemkov iz delovnega razmerja v negospodarstvu), pospe{eno pa v maju, ko je pri{lo do pove-anih izpla-il regresov in

drugih prejemkov iz delovnega razmerja ter višjih socialnih transferjev, kar je v konnem spremenilo tudi pri-akovanja o gibanju te-aja v menjalnicah.

Tabela 1: Nekateri kazalci deviznega trga in ekonomskih odnosov s tujino

^etrletje	Povpr.preseganje dev. minimuma bank v -etrletju (mio USD)	Neto odkup deviz na deviznem trgu (mio DEM)	Neto odkup valut v menjalnicah (mio DEM)	Prese`ek v teko-em delu pla-. bilance (mio USD)	Srednji te-aj na deviznem trgu (SIT za 1 DEM)
94 Q1	214,3	193,1	144,0	137,6	78,2
Q2	284,8	349,8	213,6	70,5	79,4
Q3	319,8	298,7	179,8	169,6	79,9
Q4	298,9	389,9	141,6	81,3	81,3
95 Q1	502,6	252,2	89,8	154,0	81,6
Q2	355,3	3,4	-33,8	-98,2	81,3
Q3	180,4	98,1	-118,1	...	82,6

Za gibanja na deviznem trgu pa bi bilo lahko neugodno tudi to, da je dr`ava v prvih osmih mesecih letos za 44 milijonov dolarjev pove-ala obveznosti do tujine, k -emer je v septembru dodala {e dodatnih 60 milijonov dolarjev. Do realizacije ponudbe deviz na trgu iz tovrstne zadol`itve v tujini s strani dr`ave ni pri{lo, ampak jih je Ministrstvo za finance deponiralo pri BS. Podlaga za tak{ne strokovne odlo-itve je dobro sodelovanje med Banko Slovenije in Ministrstvom za finance oziroma Zakladnico, ki je bilo uspe{no tudi v 1995. letu.

Poleg tega sta sklenila BS in Ministrstvo za finance sredi leto{njega leta "Pogodbo o sodelovanju". V njej so dolo-ena pravila za medsebojna finan-na razmerja. Vsebovano je na primer dolo-ilo, po katerem bo MF preneslo sedanje vezane vloge pri komercialnih bankah na Banko Slovenije. S tem se je odprl dodaten "prostor" za intervencije BS na denarnem trgu.

Kon-ni rezultat poslovanja s tujino in operacij Banke Slovenije na deviznem trgu je stanje deviznih rezerv Slovenije skupaj s fiduciarnim ra-unom, ki je zna{alo ob koncu avgusta 3.330 milijonov dolarjev, kar je 463 milijonov ve- kot decembra lani. Stanje tovrstnih rezerv je zna{alo na dan 15. oktobra letos 3.494 milijonov dolarjev.

Ekonomski odnosi s tujino, zlasti pa neto pritok kratkoro-nega kapitala v sektorju poslovanja prebivalstva in podjetij, so lani in v prvih dveh mesecih letos zelo vplivali na denarno politiko. Neto tuja aktiva denarnega sistema je v obdobju januar-februar letos porastla za 19,3 milijard tolarjev, kar predstavlja razmere iz 1992. leta oziroma nadaljevanje razmer iz 1994. leta, ko BS ni mogla pokupiti vseh prese`kov na deviznem trgu. Slednji so izvirali iz ve-jega izvoza nad uvozom in iz neto pritoka kratkoro-nega kapitala iz tujine. V 1994. letu so v Sloveniji na primer doma-ini v neto izrazu ponudili v menjalnicah 367 milijonov dolarjev (kar predstavlja 2,6% BDP), v leto{njem prvem polletju pa neto za 157 milijonov dolarjev v obliki tuje gotovine.

Dovolj o tem pove podatke, da se je *neto tuja aktiva denarnega sistema v 1994. letu pove-ala za skoraj 9% bruto doma-ega proizvoda (BDP)*. S tak{nim potrebnim obsegom "sterilizacije" se niso sre-emale niti nekatere latinsko ameri{ke dr`ave (Meksiko, Venezuela, Brazilija, ^ile itd.) ob koncu 80. in v za-etku 90. let.



Banka Slovenije in Ministrstvo za finance sta imela o tovrstnih operacijah več razgovorov z vodilnimi tujimi ekonomisti in denarnimi strokovnjaki. Ekonomisti so poudarjali, da so tovrstne operacije po svoji vsebini fiskalna oziroma državna naloga, saj značajo stroški ponavadi več kot značaja dobiček centralne banke.

Za operacije "sterilizacije" se je Svet BS odločil v 1992. letu, takšne operacije pa so bile intenzivne šele v 1994. in delno letos. Za njihovo realizacijo in ukrepe za omilitev pretoka kratkoročnega kapitala je Svet BS sprejel med drugim tudi naslednje ukrepe:

- a) BS je odkupovala presežke na deviznem trgu z deviznimi blagajniki (DBZ), z okrog 0,5% nižjo obrestno mero kot jo ponujajo evro-banke;
- b) BS je v 1994. letu in tudi letos izdala BZ BS z nakupnim bonom;  
-) vztrajala je na dokapitalizaciji bank in kontroli kreditne ekspanzije;
- d) BS je v februarju 1995. leta predpisala 40% polog v primeru zmanjšanja kratkoročnega posojila za prodajo deviz na deviznem trgu in s tem konverzijo v tolarje;
- e) BS je v aprilu letos spremenila in poostrišla poslovanje v menjalnicah, ter
- f) spremenila stopnje obveznih rezerv na tolarške vloge ter odstotek izločanja na posebnem račununu obvezne rezerve pri APPNI.

Banka Slovenije pa ni mogla na deviznem trgu pokupiti vseh presežkov nad povpraševanjem, saj ji je za takšen poseg zmanjkalo virov. Gre za to, da bi morala na primer za sterilizacijo 500 milijonov dolarjev v prvem četrtletju 1995. leta Banka Slovenije ponuditi poslovnim bankam obrestno mero na devizne blagajnike (DBZ) v višini obrestnih mer na evrotrgu plus 0,5 do 1,0 odstotne točke pribitka, da bi poslovne banke ponudile devize za devizne blagajnike (DBZ) z ugodno obrestno mero. Od sedanje ravni, ko Banka Slovenije ponuja bankam na DBZ za okrog 0,5% nižjo obrestno mero kot so na evrotrgu, bi potemtakem morali povečati obrestovanje za vsaj 1,5 odstotne točke.

Poleg tega je treba upoštevati, da so vsi vpisani devizni blagajniki (DBZ) z dospelostjo največ do 1 leta. V primeru, ko bi Banka Slovenije za "izločanje deviznega trga" ponudila privlačno obrestno mero, bi morala seveda ob dospelosti DBZ omogočiti njihov ponoven vpis, vendar po ravno tako atraktivnih obrestnih merah. Potemtakem je na dlani, da bi se po enem letu takšnega procesa soočili s situacijo, ko bi imela centralna banka v svoji pasivi lahko tudi do 3 milijarde dolarjev obveznosti do poslovnih bank v obliki DBZ. Stroški servisiranja obresti na letni ravni lahko značajo potem okrog 45 milijonov dolarjev oziroma po zelo grobi oceni 5-6 milijard tolarjev.

Stranski učinek takšne operacije bi bil *dvig obrestnih mer na finančnem trgu*. S tem obsegom intervencije pa bi bilo na deviznem trgu vzpostavljeno šele ravnovesje med ponudbo in povpraševanjem po devizah.

Tolikšnih virov za servisiranje tako velikega dolga centralne banke oziroma para-fiskalnih operacij pa centralna banka nima. Šele v 1994. letu smo zaključili z minimalno pozitivnim rezultatom, podobno pa je tudi v letošnjem letu.

Kot izhaja iz Zakona o Banki Slovenije razpravlja in odloča o finančnem rezultatu centralne banke Državni zbor, kar pomeni, da je v primeru, kadar je rezultat pozitiven, Banka Slovenije dolžna prenesti slednjega v proračun. In obratno, kadar je finančni rezultat Banke Slovenije negativen, je državni proračun dolžan pokriti manjkajoči znesek.

Pri dosedanjem delovanju BS z znano denarno politiko je bil v preteklih letih rezultat za nekaj milijard tolarjev v plusu, na katerem so preko proračuna participirali različni proračunski porabniki. Če bi večji del tega presežka ostal v centralni banki kot pomembna

splošna rezerva (Banka Slovenije nima lastnega kapitala), in bi ta sredstva predstavljala dodaten vir za intervencije na doma-em denarnem oziroma deviznem trgu, bi bili stroški "podpore izvoznikom" prek sterilizacije bistveno nižji, kot pa v primeru klasičnega subvencioniranja izbranih subjektov.

Ne gre prezreti dejstva, da je transakcijska sposobnost centralnoba-nega denarja mnogokrat večja, ob uporabi denarnega instrumentarija preko transmisijskega mehanizma, kot pa subvencijsko financiranje s strani proračuna.

Vlada ponuja drugo - administrativno pot. S tem se želimo približujemo stari jugoslovanski praksi selektivnega subvencioniranja, ki se je pokazala kot neuporabna. V tako majhni državi kot je Slovenija, kjer je zelo pomembna gibkost gospodarstva, ki mora biti zaradi majhnosti nekajkrat večja kot je bila v "stari državi", ker mora biti pripravljena na spremembe svetovnih parametrov, najbrž ni dobro, da eksperimentiramo z ekonomskim instrumentarijem, za katerega se ve, kakšen je prihodovni koncept.

Ker BS do sedaj ni imela dodatnih virov za sterilizacijo deviznih presežkov, je morala tudi sama posesti po omejevanju pretoka kapitala - dasiravno gre za administrativen ukrep, ki pa ni neznan v mednarodni praksi.

BS je z uvedbo depozita na kratkoročno najeta posojila v tujini za konverzijo v tolarje dosegla, da se je ravnost tovrstnih posojil podaljšala. S tem je zagotovljena večja stabilnost (v smislu potencialnega nihanja tečajev) na deviznem trgu, saj se zmanjšuje negotovost v finančnem sistemu. Cilj sicer nepopularnega administrativnega ukrepa je bil tudi, da se zmanjša ponudba deviz iz finančnih posojil za konverzijo v tolarje, preko katerih so spekulanti lahko prišli do dobro obrestovanih tolarjskih naložb. Z novim predpisom o poslovanju menjalnic pa je postrila ravnost poročenja menjalnic, postrila pregled nad tem, kako se financirajo nakupi in prodaje valut, kar v kombinaciji z Zakonom o preprečevanju pranja denarja iz 1994. leta vzpostavlja usklajen sistem za kontrolo manipulacij v pretoku kratkoročnega kapitala.

Tudi v prihodnje bo imela BS pri presoji za sprostitev tovrstnega pretoka kapitala pred oboji argumente za in proti. Ob tem pa Slovenija ni posebnost. S problemi pretoka kapitala se srečujejo države, ki želijo sprostiti pretok kapitala s tujino, na primer Argentina, Čile, Kolumbija, Meksiko, Venezuela, Češka, Slovaška in Brazilija.

Visoka nihanja pretoka kratkoročnega kapitala s tujino povzročajo tečajna nihanja, tudi v nominalnem izrazu. Banka Slovenije ne more nevtralizirati oziroma odkupiti vseh presežkov ponudbe deviz, ki izvirajo bodisi iz tekočih transakcij, predvsem pa takrat, ko gre za presežke deviz, ki izvirajo iz neto kratkoročnih pritokov kapitala prebivalstva in podjetij.<sup>6</sup>

#### 4. OBRESTNE MERE IN BANKE

Banka Slovenije že od spomladi 1994. leta vodi kot podrejen cilj denarne politike tudi *politiko zmanjševanja finančne represije*. To se odraža v njenem postopnem prilagajanju obrestnih mer (aktivnih in pasivnih) obrestnim meram na denarnem trgu. Le-te so se zmanjšale v 1994. letu ter padajo tudi v 1995. letu.

---

<sup>6</sup> Podjetja in banke morajo že vedno ponuditi BS v odkup finančna posojila za konverzijo v tolarje. Dejansko pa BS ponudbe zavrača.

Mar`a finan-nega posredni{tva za celoten finan-ni sistem je imela v zadnjih treh letih izrazit trend padanja. Po metodologiji Banke Slovenije je zna{ala mar`a finan-nega posredni{tva v 1994. letu le 4,4% (glede na aktivo bank), pri -emer je zna{ala obrestna mar`a 3,5% in neobrestna mar`a 0,9%.

K zni`evanju obrestnih mer pa je Banka Slovenije prispevala tudi posredno, skupaj z Ministrstvom za finance, in sicer s predlogom, da poslovne banke v 1995. letu sklenejo "dogovor" o najvi{jih pasivnih obrestnih merah. K takemu dogovoru je Banka Slovenije banke delno tudi prisilila, saj je v novembru 1994. leta tistim bankam, ki so imele nadpovpre-no visoke pasivne obrestne mere nalo`ila, da morajo del obveznih rezerv dr`ati na posebnem izlo-`nem ra-unu.

Da bi Banka Slovenije dosegla ve-jo stabilnost v nominalnih obrestnih merah, je spomladi letos predlagala bankam, da namesto *dnevne indeksacije* na finan-nem trgu, z uporabo mese-nih revalorizacijskih faktorjev (R), preidejo na indeksacijo in revalorizacijo terjatev in obveznosti z dalj{im, vsaj 3-mese-nim rokom. Poslovne banke so predlog sprejele in to bo prispevalo k ve-ji stabilnosti nominalnih obrestnih mer. Banka Slovenije pa nima nikakr{-nega interesa, niti namena, da bi posegala v globlja pravno-upni{ka razmerja, kjer se uporablja indeksacija in revalorizacija. Z drugimi besedami, ob koncu leto{nega leta ima centralna banka namen ponovno analizirati dose`ene rezultate in v odvisnosti od njih uporabljeni model modificirati.

Slovenski finan-ni trg je plitek. Kot smo `e poudarili, Banka Slovenije pozorno spremlja var-`evanje posameznih narodnogospodarskih sektorjev. Eden od na-inov, s katerim lahko centralna banka ukrepa za ve-je narodnogospodarsko var-`evanje, je tudi dokapitalizacija bank. Dokapitalizacija bank je v razmerah velikih neto pritokov kratkoro-nega kapitala iz tujine, kot je bilo to v 1994. letu ter v prvem polletju teko-ega leta, preventiven ukrep. Pomeni, da so banke v dolo-eni meri pripravljene na pove-ana tveganja pri posojilih tistim komitentom, ki so izvozniki ali pa prodajajo doma in v primeru doma-e recesije ne bi mogli vrniti kreditov. Zdaj banke ocenjujejo, da sodi okrog 80% komitentov v skupino A.

Banka Slovenije ocenjuje, da se je v 1994. letu pove-alo zaupanje v finan-ni sistem. To lahko potrdimo na ve- na-inov. V zadnjih letih je centralna banka hitro razvila kontrolo nad bankami in v lanskem in leto{nem letu je bil nadzor {e posebno intenziviran zaradi dokapitalizacije bank in revidiranja ra-unovodskih izkazov uspeha in premo`enskih bilanc bank.

BS je bankam letos svetovala, naj same z objavljanjem poslovnih rezultatov postavijo na oglede svoje delo in rezultate. S tem `elimo, da banke postanejo banke-zaupanja.

V 1994. letu so pozitivno poslovale vse tri banke v sanaciji. Od 35 bank (od tega 2 nista poslujo-i) jih je 18 poslovalo z dobi-kom v vi{ini 8 milijard tolarjev. V preostalih bankah je zna{ala izguba 3,4 milijarde tolarjev. V neto izrazu so torej banke v 1994. letu realizirale dobi-ek v obsegu okrog 2,5% BDP.

V 1994. letu se je izbolj{ala kvaliteta in {tevilo komitentov, saj se {tevilo podjetij {e ve-a. Banke imajo ve- komitentov razvr{-enih v skupini A, to je kot prvovrstne komitente.

Tudi v prvih osmih mesecih 1995. leta se v bankah pove-ujejo viri sredstev - za okrog eno petino - rastejo pa tudi dobi-ki bank. Viri sredstev rastejo v agregatu zaradi procesa dokapitalizacije, kjer je bil rok konec septembra letos ter zaradi pove-anja {tevila komitentov oziroma njihovih vlog. Kar zadeva proces dokapitalizacije do konca septembra je treba poudariti, da formalni postopek {e ni kon-an, in da bodo po kon-anem formalnem postopku banke obve{-ene o tem, s katero licenco bodo poslovale od takrat naprej.

*Ureditev odnosov s tujimi upniki za nealociran dolg držav nekdanje Jugoslavije* je za Slovenijo velik korak naprej, saj se v o-eh tujcev pove-uje zaupanje v Slovenijo. V kolikor se uspe{no zaklju-i podpis sporazuma z upniki, in to v pravno zadovoljivem pogoju za njegovo veljavnost, bo odgovornost za dokon-no ureditev tega problema prene{ena na Dr`avni zbor, ki bo moral trezno presoditi o uspe{nosti pogajanj. V primeru negativne odlo-itive slovenskega Parlamenta pa je treba imeti pred o-mi tudi s tem povezane stro{ke, saj bo v takem primeru nasprotna stranka `elela dobiti popla-ane stro{ke v obliki obresti za -akanje na slovenski strani.

## SKLEPNA UGOTOVITEV

Dovolite, da na koncu sklenemo o glavnih nalogah Banke Slovenije v prihodnjem letu, ki se nam hitro bli`a. Banka Slovenije bo {e naprej skrbela za stabilno valuto in delovala v smeri zmanj{evanja inflacije, s katero bi se v naslednjem letu morda `e lahko pribli`ali nekaterim -lanicam EU. Kot klju-no podporo za uresni-itev te naloge {tejemo realisti-en prora-un, u-inkovito politiko pla-, kot tudi za-etek razprave o temeljnih problemih "socialne dr`ave" - o pokojninskem in zdravstvenem sistemu.

^e Banki Slovenije ta Parlament ne da druga-nega mandata, potem bomo vztrajali na za-rtani poti. Prihodnje leto je lahko tudi preizku{nja za Banko Slovenije, saj vemo, da je v kon-ni vrsti *restriktivna likvidnost* tista, ki ne omogo-a izpla-ila dohodka preko mo`nih okvirov.

Z drugimi besedami, pred nami vsemi je odgovorna naloga: vztrajati naprej na za-rtani poti stabilizacije, kajti le slednja je garant trajnej{e rasti, hkrati pa tudi opomin nam vsem, da je potrebno dober denar, -eprav v majhni ekonomiji, zaslu`iti na trdnih temeljih in na slednjih tudi vzpostaviti za ta trenutek najoptimalnej{e obrestne mere kot tudi ostale parametre, ki spremljajo dogodke, predvsem na doma-em denarnem in deviznem trgu.

*Ljubljana, 20. oktobra 1995*