

KAKŠEN JE TRANSMISIJSKI MEHANIZEM V SLOVENIJI

Franček Drenovec

Transmisijski mehanizem označuje "kanale", prek katerih poteka delovanje ukrepov oz. instrumentov ekonomskih politik na njihove končne cilje. Pojem se običajno uporablja za analizo delovanja denarne in (manj) fiskalne politike prek tržnih instrumentov (pri danih institucionalnih in strukturnih razmerah). Končni cilji so običajno opredeljeni kot inflacija in zaposlenost, natančneje stabilnost cen ob (dosegljivi) polni zaposlenosti. Konkretno za denarno politiko je v novejšem obdobju prevladalo načelo, da naj centralne banke kot svoj končni cilj deklarirajo samo inflacijo; mogoče je podvomiti, koliko se centralni bankirji tega čisto zares držijo.

V tem prispevku bomo kot končne cilje denarne politike v Sloveniji obravnavali inflacijo in proizvodnjo, slednjo v smislu omejitve (*constraint*), ki jo upošteva centralna banka v naravnavanju protiinflacijske politike. V 2. poglavju bo pokazano, da se reducira ta omejitev praktično v celoti na zunanji primanjkljaj, ki ponazarja, v kratkoročnem horizontu, dolgoročno vzdržnost danega zmanjševanja inflacije in rasti proizvodnje.

V kanalih transmisije med centralno banko in končnimi cilji si lahko zamislimo nekaj "etap"; centralna banka ne dosega s svojimi instrumenti direktno končnih ciljev. V tem prispevku se ukvarjamo z *najbolj odmaknjeno "etapo"*, to se pravi, da bomo poskusili identificirati dejavnike, ki so najbližje končnim ciljem in imajo na njih neposreden vpliv. Med temi dejavniki so nekateri (z vidika centralne banke) eksogeni, drugi pa so že v dometu instrumentov denarne politike.

V osrednjem delu prispevka predstavlja rdečo nit zaporedje izkazov regresijskih enačb za posamezne končne cilje in z njimi povezane agregate. Empirična analiza ni glavni namen prispevka. Glede tega smo v glavnem posneli pristopa in strukturi dveh analiz, ki sta bili že objavljeni v preteklem letu za področji cen in menjave s tujino. Lahko bi jima rekli cenovni in zunanjetrgovinski model ARC BS. Reproduciralimo smo ju v enostavnem kratkoročnem modelu, ki je bolj površen kot sta oba izvornika, ki pa smo mu dodali še nekaj novih členov. Glavni namen je bil, da povzamemo že opravljene analize in jih - z dodatki - združimo v medsebojno povezan pregled dejavnikov, ki posredujejo med centralno banko in končnimi cilji denarne politike.

V 1. poglavju je pregled cenovnega modela, v 2. poglavju enačba proizvodnje in v 3. poglavju zunanjetrgovinski model. V vseh poglavjih so na koncu sestavljeni povzetki ugotovitev, v 4. poglavju pa je narejen povzetek na ravni celotnega pregleda. Le-ta je hkrati napotek za nadaljnje poizvedovanje, predvsem v "kanale" denarne transmisije politike centralne banke. Na koncu je v 5. poglavju še prikazano, kakšne so opcije politike zmanjševanja inflacije v okviru ugotovljenega transmisijskega mehanizma, na podlagi izkušenj in prakse Banke Slovenije.

Rezultati večine dosedanjih analiz so postavili težišče na *zunanje dejavnike* inflacije in proizvodnje, kot sta tuja konkurenca na domačem trgu in tuje povpraševanje po domačih proizvodih, ter na *devizni tečaj* kot relevantni cenovni parameter in neposredni cilj intervence

(dejansko "vmesni cilj") v tako determiniranih zvezah. Po osamosvojitvi in skrčenju gospodarskega prostora so postala obnašalna razmerja drugačna kot pred tem v okviru Jugoslavije. Gibanje deviznega tečaja je predvsem v prvem obdobju učinkovalo zelo radikalno na potek inflacije in zunanjšega salda, trendi evropske konjunktura pa so postali nesporen glavni dejavnik slovenskega proizvodnega cikla.

V našem pregledu smo poskusili v navedene prevzete modele vključiti več *domačih dejavnikov*, to se pravi, dopolniti analizo tudi s podrobnejšo identifikacijo mehanizmov "nemenjalnega sektorja" in domačega povpraševanja. Razlogov za to je zadosti. Razburkano dogajanje v prvem polletju 1999 (katerega značilni parametri pa se vlečejo že iz leta 1998 in še prej) je bilo očitno inicirano pretežno na domačih tleh, in morda je prešel ta "šok" tako neovirano tudi zaradi nezadostnega poznavanja delujočih kanalov posredovanja.

Metoda kvantitativnega izkaza je enostavna regresija, v četrtni frekvenci, za obdobje od 1994:Q1 do 1999:Q2 (22 opazovanj; za odložene vrednosti neodvisnih spremenljivk se priključijo podatki pred letom 1994 tj. obdobje se ne krajša, razen če je poseg pred leto 1992). V vseh enačbah - z izjemami, kjer pa je to navedeno - so dodane spremenljivke za sezono. Vsi podatki so v obliki verižnih indeksov, tako da je mogoče koeficiente brati kot elastičnosti. Test stacionarnosti (ADF) pokaže, da so tako opredeljene časovne vrste skoraj vse integrirane reda 1, s posameznimi izjemami v nekaterih enačbah z integracijo reda 0.¹

1. MODEL INFLACIJE

Pristop je povzet po (Drenovec, 1998²); tam je navedena tudi druga literatura z analizo slovenske inflacije po osamosvojitvi. *Indeks cen življenjskih potrebščin (CPI)* je razčlenjen na proste in nadzorovane cene. Nadzorovane cene so za nas eksogena spremenljivka, proste cene pa so razčlenjene naprej na cene industrijskih izdelkov, ki indicirajo cene menjalnega sektorja, cene storitev, ki indicirajo nemenjalni sektor (kamor spadajo seveda, ali predvsem, tudi nadzorovane cene) ter cene prehrabnih izdelkov, ki imajo svojstveno obnašanje³. V letu 1999 je znašal delež nadzorovanih cen v skupni košarici CPI (po metodologiji ARC BS) 19%, delež prostih cen industrijskih izdelkov 37%, prostih cen storitev 19% in prostih cen hrane 25%. Glavni podatki so prikazani v *slikah 1 do 3*.

1.1. Menjalni sektor

$$CPIINPq = 0,64*DEMa + 0,25*DEMa(-4) + 0,01*CARq + 0,23*TUJEPa(-1) - 12,6 \quad (1)$$

(8,4) (7,1) (2,0) (3,0) (1,0)

$R^2 = 0,96$; $R^2_{adj.} = 0,95$; $D.W. = 1,91$; $F(7,14) = 55$

kjer je *DEM* tečaj DEM, izražen v SIT, *CAR* efektivna carinska stopnja⁴, *TUJEP* tuje povpraševanje (realna vrednost uvoza 8 največjih zunanjetrgovinskih partneric Slovenije, brez Hrvaške).

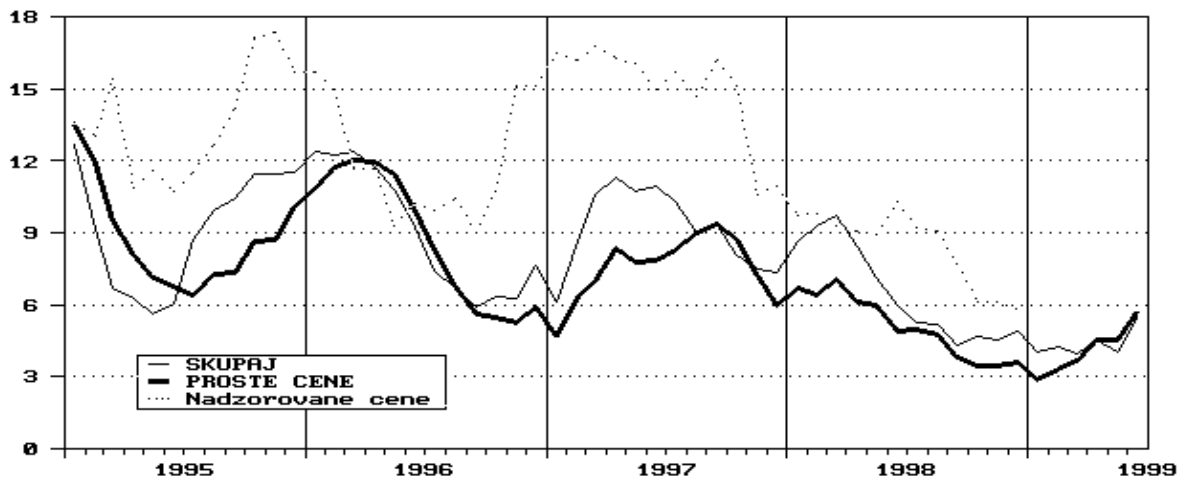
Slika 1: Inflacija: proste cene (desezonirano) in nadzorovane cene (12-mesečne d.sredine); mesečne st.rasti na letni ravni v %

¹ Za svetovanje pri statističnih preizkusih se zahvaljujem g. Feliksu Cimpermanu. Odločitve o uporabi posameznih metod in o tolmačenju rezultatov pa so izključno avtorjeve.

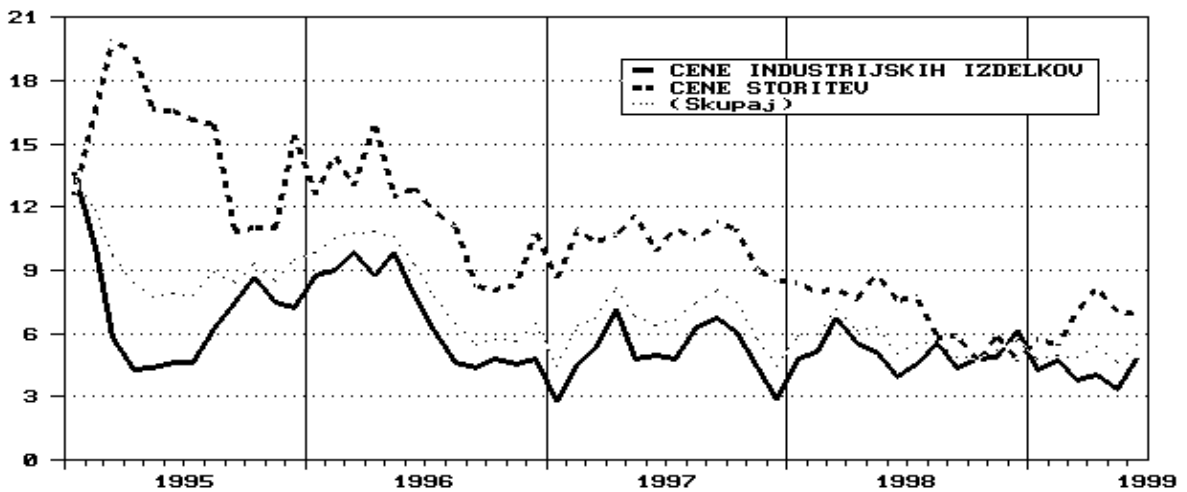
² Franček Drenovec: Indeks cen življenjskih potrebščin (CPI); pregled inflacije 1995-1998; Prikazi in analize, ARC BS, Ljubljana, september 1998.

³ Sveži in industrijsko predelani prehrabni izdelki, vključno z brezalkoholnimi pijačami.

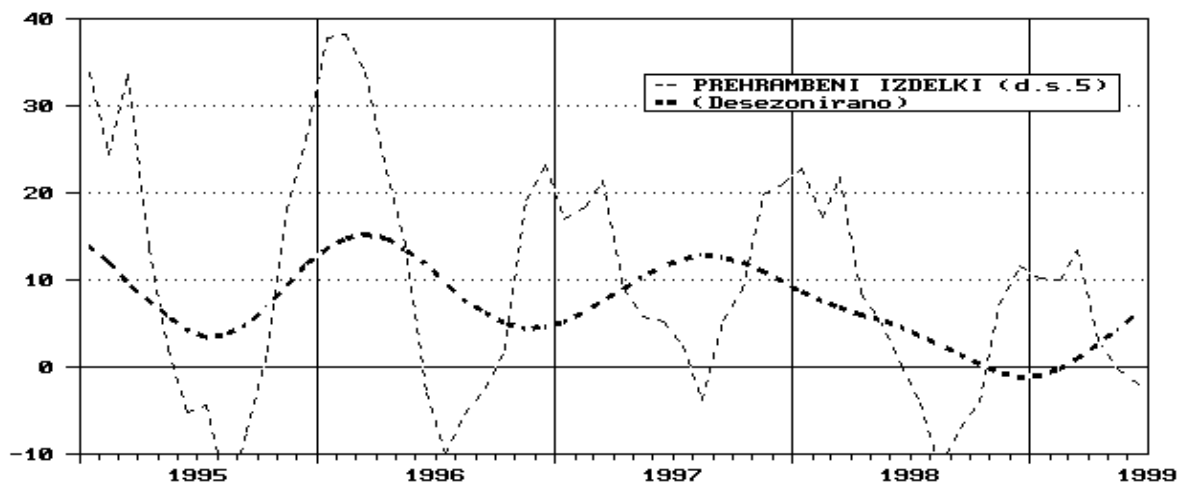
⁴ Efektivna carinska stopnja je izračunana kot razmerje med realiziranim prilivom carin in vrednostjo uvoza potrošnih in investicijskih dobrin v predhodnem mesecu.



Slika 2: Proste cene menjalnega in nemenjalnega sektorja (mesečne st.rasti na letni ravni v %, desezonirano)



Slika 3: Proste cene prehrabnenih izdelkov (mesečne st.rasti na letni ravni v %)



V vseh enačbah pomeni končnica spremenljivke q verižni četrtletni indeks spremembe, končnica a pa povprečje preteklih štirih sprememb tj. dejansko letno stopnjo rasti,

preračunano na četrletno raven. V oklepajih ob spremenljivkah je število (četrletnih) odlogov.

Proste cene industrijskih izdelkov zelo rigorozno sidra devizni tečaj in sicer izravnano povprečje sprememb iz preteklega skoraj dvoletnega obdobja, večja teža (koeficient) pa je na zadnjem letu. Ni posameznega odloženega četrletja, ki bi izstopalo. Značilna je tudi spremenljivka carinske stopnje, ne pa spremenljivke tujih cen (preizkusili smo nemške CPI in PPI ter svetovne borzne cene surovin in posebej industrijskih surovin). Zanimiva je nakazana zanesljiva zveza s spremenljivko tujega povpraševanja, ki ni bila nepričakovana: v razmerah ugodne tuje konjunktore se domači proizvajalci manj "trudijo" s cenovno konkurenco na domačem trgu, in obratno.

Obnašanje te skupine cen je popolnoma "menjalno". Indikatorji stroškov dela in domačega povpraševanja se niso izkazali; morda bi lahko vključili tudi enkrat odloženo spremenljivko skupnih nadzorovanih cen.

1.2. Cene hrane

$$CPIHPP_q = 0,94 \cdot DEM_q(-1) + 0,06 \cdot CAR_q(-2) + 0,07 \cdot TUJEHP_q(-2) + 0,51 \cdot CPIOZK_q(-1) - 5,61 \cdot ss_{941-56,1}$$

(5,1) (3,0) (2,0) (4,4) (3,9) (2,4)

$R^2 = 0,95$; $R^2_{adj.} = 0,92$; $D.W. = 1,99$; $F(8,13) = 31$ (2)

kjer je *DEM* tečaj DEM, izražen v SIT, *CAR* efektivna carinska stopnja, *TUJEHP* svetovne borzne cene prehrambenih surovin (izražene v EUR), *CPIOZK* nadzorovane cene prehrambenih artiklov. Proste cene hrane se odzivajo, zelo značilno in zelo elastično, na samo enkrat odložene zasuke deviznega tečaja, ter na enako odmaknjene zasuke nadzorovanih cen hrane. Spremenljivke plač in povpraševanja niso značilne.

V lanski analizi je ostala enačba kljub tem zanesljivim zvezam nezadovoljiva, tako da je bil nakazan še verjeten vpliv spreminjanja kmetijske zaščitne politike (od vzdrževanja visokih cen k subvencioniranju), ker je bilo slabo pojasnjeno predvsem izrazito usihanje rasti cen hrane nekako od začetka leta 1998 naprej. Ta primanjkljaj pa, kot kaže, zelo dobro zapolnita spremenljivki tujih cen hrane in zunanjetrgovinske liberalizacije, indicirane z efektivno carinsko stopnjo. Obnašanje prostih cen hrane ima torej po eni strani vse lastnosti cen menjalnega sektorja, s posebnostmi (hitro odzivanje na tečaj; panožne tuje cene), po drugi strani pa kaže močno odvisnost od vladne cenovne politike tj. od rasti cen nadzorovanih prehrambenih artiklov. Dvojnost je odraz heterogenosti košarice te cenovne skupine.

Cene hrane (komponenta svežih prehrambenih izdelkov) imajo močno izraženo sezonsko nihanje. V enačbo smo vključili še slepo spremenljivko za nepojasnjeno odstopanje vrednosti prvega podatka obdobja (1994:Q1).

1.3. Nemenjalni sektor

Drugače kot v menjalnem sektorju, kjer je ponudba zaradi prostega dostopa tujega blaga praktično neomejena, ceno tuje konkurence pa določa devizni tečaj, je opredelitev nemenjalnega sektorja v zelo majhnem gospodarstvu povezana tudi z določeno stopnjo nekonkurenčnosti nasploh. Ponudniki se lahko na zasuke povpraševanja odzivajo s cenami. Rast cen se mnogo lažje prilagaja rasti stroškov, ali pa takšno rast celo generira. V začetku tranzicije pričakujemo na trgu storitev celo sistematično neravnovesje v smislu nezadostne ponudbe, kar lahko daje - dokler traja - cenam še poseben vzgon. Po drugi strani pa se s časom tudi na teh trgih povečuje konkurenca in se obnašanje spreminja (npr. v gostinstvu⁵).

⁵ Cene gostinskih storitev sestavljajo v letu 1999 kar 28% celotne košarice storitev v CPI, oziroma 38% v prostih cenah storitev.

V referenčni analizi (Drenovec) se je rast prostih cen storitev pojasnjevala predvsem z rastjo plač, poleg tega pa še z M3 in deviznim tečajem. Ker je bila izkazana tudi nasprotna zveza od cen storitev k (nominalnim) plačam, so bila takrat ta razmerja raztolmačena kot posebna inercialna sprega med plačami in cenami v nemenjalnem sektorju. Dejansko je izkazano precejšnje prepletanje v gibanju "domačih" parametrov *cen storitev, plač, končne porabe prebivalstva in realnega M3*.

Proste cene storitev se pojasnjujejo z regresijo še najboljše samo s skupnimi povprečnimi neto plačami (*WSK*), značilno v vrsti odlogov do skoraj dveh let nazaj, ki jih vključujemo v spodnjo enačbo v obliki letnih indeksov rasti plač (koeficient pa je precej večji za bližnje odloge):

$$CPISTPq = 0,60*WSKa + 0,12*WSKa(-4) + 28,1 \quad (3)$$

(5,0) (2,5) (3,0)

$R^2 = 0,87$; $R^2_{adj.} = 0,83$; D.W. = 1,99; $F(5,16) = 22$

Zelo podobne enačbe je mogoče sestaviti tudi z neodvisnima spremenljivkama porabe prebivalstva, v istih odlogih (ali s skupno porabo prebivalstva in države, vendar spremenljivka državne porabe samostojno ni značilna) in z realnim M3, odloženim več kot dve leti.

Kakšno je razmerje med plačami (dohodkom) in porabo prebivalstva? *Slika 4* kaže absolutne velikosti agregata treh glavnih virov dohodka prebivalstva, ki ga nudi statistika⁶, in agregata izdatkov za končno porabo, *slika 5* pa dinamiko. Čeprav sestavljajo neto plače manj kot polovico dohodkovnega agregata, so se pokazale v vseh zvezah kot najboljši indikator dinamike, in sicer povprečne plače. Glavno vsebino zveze med plačami in porabo pa ilustrira naslednja enačba:

$$PORCa = 0,91*WSKa + 0,001*M1APq(-1) - 0,005*MQAPq(-1) + 0,004*POSPq(-1) + 10,1 \quad (4)$$

(7,3) (1,5) (2,3) (2,2) (0,8)

$R^2 = 0,84$; $R^2_{adj.} = 0,76$; D.W. = 1,75; $F(7,14) = 11$

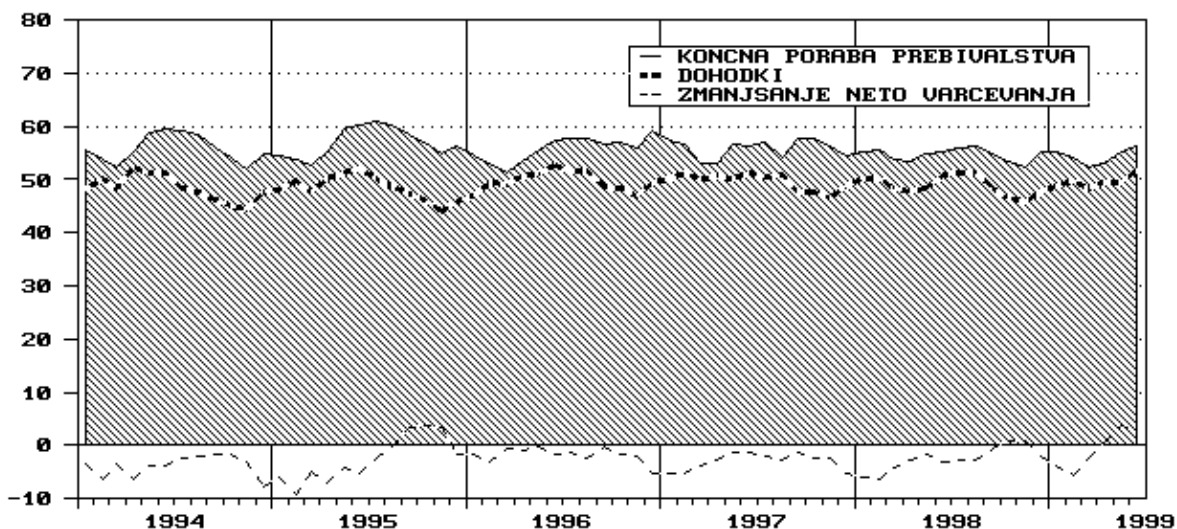
kjer je *PORC* končna poraba prebivalstva,⁷ *M1AP* M1 prebivalstva (vključno s "hranilnimi vlogami"), *MQAP* M3-M1 prebivalstva (brez "hranilnih vlog"), *POSP* pa posojila bank prebivalstvu; *q* označuje četrtletne spremembe (veržne indekse) tokov, ne stanj, primerljivo s tokovi plač, porabe in drugimi.⁸ Zadnji dve spremenljivki indicirata spreminjanje neto varčevanja prebivalstva pri bankah, M1 pa je v tem kontekstu morda tudi odveč. Enačba je šibka, saj manjkajo informacije o drugih virih dohodka, o izdatkih, ki niso del končne porabe (investicije - stanovanja), o finančnih imetjih izven bank in druge.

Slika 4: Viri končne porabe prebivalstva: dohodki (plače + drugi prejemki od dela + transferni prejemki), spremembe finančnega premoženja (zmanjšanje vlog + povečanje posojil); v % BDP, d.sredine

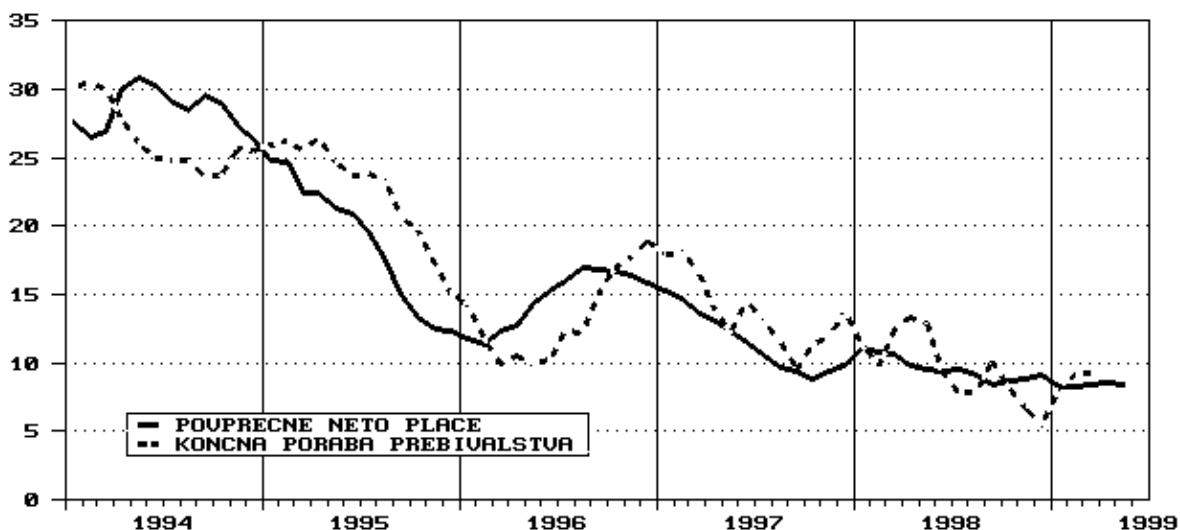
⁶ "Masa" neto plač (45% v letu 1998), drugih prejemkov iz delovnega razmerja in dohodkov od pogodbenega dela ipd. (20%) ter transfernih prejemkov, pretežno pokojnin (35%). Vir: podatki plačilnega prometa (APP).

⁷ Letni podatki nacionalnih računov (SURs), prevedeni v četrtletno frekvenco prek dinamike mesečnih časovnih vrst ustreznega indikatorja EIPF (Gospodarska gibanja, Ekonomski inštitut Pravne fakultete, Ljubljana, različne številke). Na enak način smo sestavili tudi agregata "G" in "I", na podlagi realnih nacionalnih računov pa odgovarjajoče realne agregate.

⁸ Vir: Tabela finančnih tokov, ARC BS. Preizkusili smo različno opredeljene denarne agregate, med katerimi so se izkazali za najbolj značilne takšni, v katerih se tolarške hranilne vloge (ki so skoraj v celoti vpogledne) vključujejo v M1 in ne v širši denar (torej drugače kot v "statistični definiciji" denarnih agregatov). Skupni agregati, za denar vseh sektorjev, ne kažejo zveze s končno porabo prebivalstva.



Slika 5: Letne st.rasti (v %) povprečnih plač in končne porabe prebivalstva (d.sredine)



Enačba in še bolj obe sliki kažejo povsem prevladujoče generiranje tekoče porabe ali povpraševanja prebivalstva v gibanju njegovega tekočega dohodka, z zamikom, krajšim od enega četrletja, če sploh. Dinamika spremlja še najbolj dinamiko povprečnih plač. Izkazan je tudi kanal oblikovanja povpraševanja iz (pozitivnih ali negativnih) sprememb neto finančnega premoženja oziroma varčevanja, vendar - za obravnavano obdobje - zelo podrejeno. Zaradi tega je tudi mogoče pri pojasnjevanju rasti cen nemenjalnega sektorja zamenjevati spremenljivke plač in porabe. Hkrati pa prav zaradi tega ne moremo sklepati o tem, koliko se cene odzivajo na plače tudi v smislu stroška.

Je mogoče opredeliti bolj natančno mesto M3 v mehanizmih nemenjalne inflacije? Kot je bilo pokazano zgoraj, denarna ponudba v obravnavanem obdobju vsaj na povpraševanje prebivalstva ni mogla vplivati pomembneje drugače, kot prek *plač*. Kadar so se sprožili sunki povpraševanja zaradi znižanja realnih obrestnih mer, so bili v primerjavi z redom velikosti toka porabe iz tekočega dohodka šibki ali kratkotrajni.

Rast nominalnih plač se, kot že rečeno, vklaplja v "splošno" nominalno dinamiko nemenjalnega sektorja, v okviru katere je izkazano tudi značilno, precej odloženo predhajanje cen plačam (z odlogi približno od pol leta do leta in pol). V nadaljevanju dodajamo še enačbo realnih plač, s katero poskušamo ugotoviti dejavnike, ki vplivajo na rast

v odnosu do "referenčne" dinamike. Gibanje plač vključuje močno sezonsko nihanje, ki zaradi sprememb v režimih družbenega dogovarjanja v analiziranem obdobju ni bilo enotno, tako da te komponente ni mogoče izločiti. Zato uporabljamo povsod za plače celoletne indekse rasti.⁹

$$WSKR_a = 0,25 \underset{(9,5)}{M3Ra(-4)} + 0,42 \underset{(4,5)}{VARNEDa(-7)} + 0,26 \underset{(5,7)}{DEMRA(-3)} + 6,9 \underset{(0,5)}{\quad} \quad (5)$$

$R^2 = 0,88$; $R^2_{adj.} = 0,86$; $D.W. = 2,00$; $F(3,15) = 37$

kjer je $M3R$ $M3$, deflacioniran s CPI , $VARNEDa$ realna dodana vrednost vseh panog razen predelovalnih dejavnosti, $DEMRA$ tečaj DEM , izražen v SIT , deflacioniran s CPI (realni tečaj DEM , ne SIT). Lahko pričakujemo, da je gibanje plač tudi pod močnim vplivom institucionalnih dejavnikov, predvsem stopnje efektivne privatizacije in drugih razmer na trgu dela. Seveda je institucionalna determinanta že to, da se rast plač ne pojasnjuje močnejše s parametri trga dela, na katerem je bila v vsem obdobju presežna ponudba, temveč še najbolj z indikatorji dohodka izplačevalcev plač. Preizkusili smo (s slepimi spremenljivkami), če se najdejo znaki spremembe obnašanja znotraj obdobja, pa se niso.

Realna dodana vrednost "neindustrije"¹⁰ je značilna v nekaj zaporednih, precej oddaljenih odlogih, najbolj v sedmem četrtletju. Sočasne ali bolj bližnje zveze ni, oziroma so predznaki celo negativni. S samo nekoliko slabšimi rezultati bi lahko namesto neindustrije vključili dodano vrednost podagregata neindustrije brez državnih panog¹¹ ali skupni realni BDP, ne pa dodane vrednosti predelovalnih dejavnosti ali državnih panog. Morda je najpomembnejša informacija, ki jo nudi ta člen enačbe pozitivna zveza s storitvenim sektorjem in neobstoj zveze s predelovalnimi dejavnostmi. Tudi enačba za realne plače v predelovalnih dejavnostih, ki je zelo podobna zgornji, vsebuje to spremenljivko in ne npr. dodano vrednost predelovalnih dejavnosti.

Za tečajno spremenljivko sta mogoči dve razlagi. Lahko je parameter rasti dohodka v predelovalnih dejavnostih in indicira vpliv tega segmenta plač v okviru povprečja, ali impulze, ki generirajo agregatno rast iz tega sektorja. Lahko pa je psihološki indeks, ki ga upoštevajo v pogajalskih procesih sindikati, ali obe (vse tri) strani; lahko je tudi nekaj vmes. V vsakem primeru je ta značilna zveza, ki se je kazala tudi v enačbi nominalnih plač, pomembna informacija za ekonomsko politiko.

Najbolj trden pojasnjevalni člen enačbe plač je *denarni agregat M3*. Realni $M3$ je zelo grob indikator denarne ponudbe. Poznati bi morali gibanje $M3$ relativno na povpraševanje, za kar pričakujemo, da bi lahko izražale določene obrestne mere, "v bližini" Banke Slovenije še najbolj obrestna mera medbančnega trga. Predpostavljamo da zadošča, kot prva aproksimacija, tudi enostavno deflacioniranje. Izkazana zveza opozarja na kanale transmisije, ki so še nezadostno raziskani. Glede na značilnosti slovenskih finančnih trgov se seveda ponuja analiza bančnega "kreditnega kanala". Pri tem je treba upoštevati, da teče ponudba $M3$ v Sloveniji enakovredno prek domačega kredita in prek (pozitivne ali negativne) monetizacije prilivov iz tujine.

1.4. Povzetek modela inflacije

1. Še močnejša, kot je izgledala doslej se kaže različnost in avtonomnost mehanizmov determiniranja inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju. Za menjalni sektor je izkazano popolno prevladovanje zunanjih dejavnikov in predvsem deviznega tečaja - slednjega pretežno s precej odloženim in izravnanim učinkom.

⁹ Ker so v enačbi (5) tudi vse neodvisne spremenljivke opredeljene z letnimi stopnjami rasti, je ta enačba brez dodanih sezonskih spremenljivk.

¹⁰ Izraz ni natančen: z industrijo se v slovenski statistiki, kot je običajno, pojmuje širša skupina predelovalnih dejavnosti, rudarstva in energetike.

¹¹ Uprava, izobraževanje in zdravstvo. *Slika 7* kaže gibanje posameznih skupin dejavnosti gospodarstva.

2. Za cene nemenjalnega sektorja, ki smo jih aproksimirali s prostimi cenami storitev, je izkazano prav takšno prevladovanje domačih dejavnikov. Gibanje cen je najbolj povezano z gibanjem plač. Ni bilo mogoče določiti, ali učinkujejo plače v smislu stroška, ki ga lahko nekonkurenčni sektor prevljuje v cene, ali prek generiranja povpraševanja, saj se gibanje končne porabe prebivalstva navezuje kar najtesneje na gibanje plač. Prisotna je tudi močna zveza nemenjalne inflacije z denarnim agregatom M3, odloženim okrog dve leti. Ker je bila v obravnavanem obdobju rast povpraševanja, ki bi se pojasnjevala z odločitvami med porabo in varčevanjem tj. neodvisno od gibanja plač - šibka, je pri tem relevantna predvsem zveza med denarno ponudbo in plačami. Razen na M3 se odziva rast realnih plač še na precej odloženo rast realne dodane vrednosti oziroma dohodka v neindustriji (ne pa v predelovalnih dejavnostih) ter na devizni tečaj.

3. Zaradi izpostavljenega položaja M3 v spregi dejavnikov, ki opredeljujejo nemenjalno inflacijo, bi bila za analizo mehanizmov tega sektorja potrebna predvsem natančnejša raziskava kanalov transmisije prek denarne sfere, konkretno prek ponudbe kredita (domačega in tujega) v bančnih aktivah.

4. Upoštevajoč relativne deleže posameznih skupin cen v košarici CPI, bi bil mogoč grob zaključek o približno enaki zastopanosti mehanizmov menjalnega in nemenjalnega sektorja. Ker se giblje podagregat nadzorovanih cen brez cen elektrike in derivatov (ki tehtajo 10% skupne košarice CPI) že od leta 1996 naprej skoraj vzporedno s prostimi cenami storitev, je pomen obravnavanih virov rasti cen v nemenjalnem sektorju še toliko večji. Razmere v tem sektorju determinirajo slovensko inflacijo bolj, kot bi se zdelo; stopnja internacionalizacije je komaj - recimo - polovična.

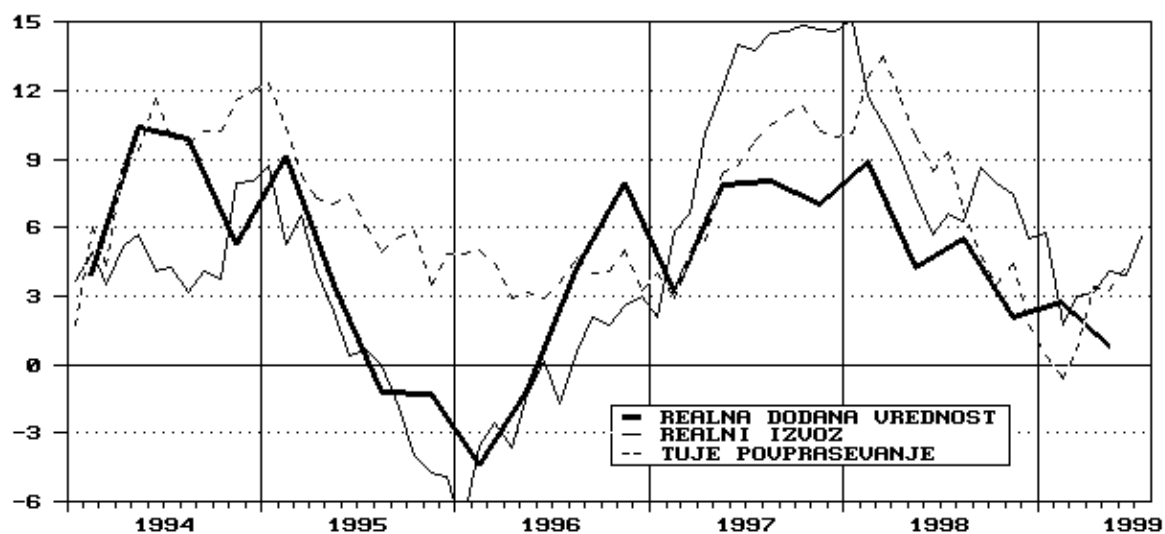
2. PROIZVODNJA

Najbolj nas zanima proizvodnja v *predelovalnih dejavnostih*, ki so glavno področje interesa makroekonomskih politik, saj so absolutno prevladujoči slovenski izvozni sektor, mimo katerega ni dolgoročno vzdržne gospodarske rasti. Osnovni podatki so prikazani v *sliki 6*. V obravnavanem obdobju so delovale na rast v tem sektorju strukturne in institucionalne spremembe, mogoče pa je sestaviti tudi elementaren kratkoročni "model" na podlagi tujega in domačega povpraševanja ter z uvozom, ki substituirata domačo proizvodnjo.

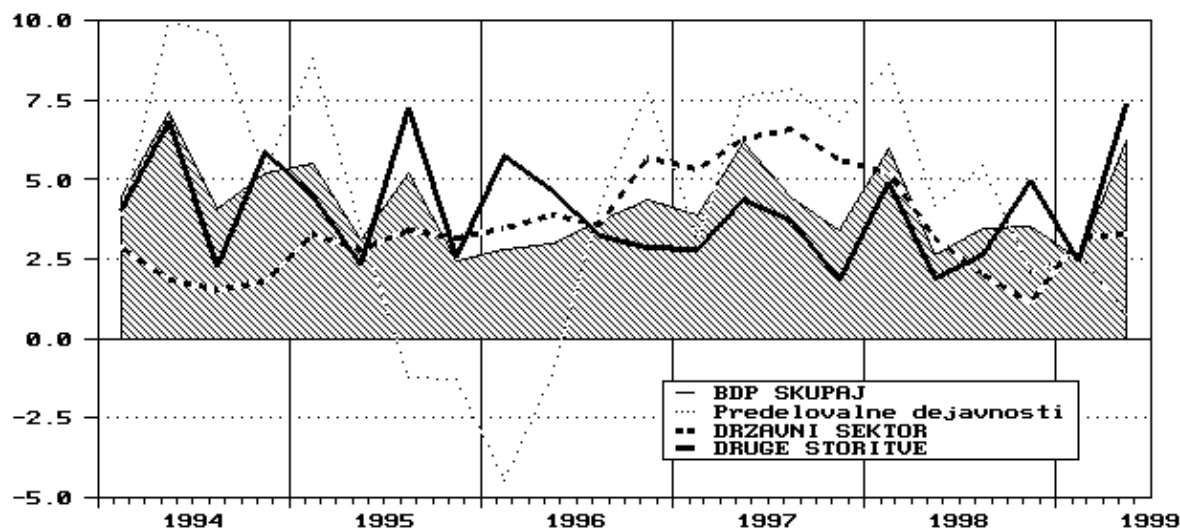
$$\begin{aligned}
 VARDq = & 0,60*EXRq + 0,21*PORCGRq - 0,12*IMPOTRq - 0,35*IMREPRq - 6,03*ss953 + 68,0 \quad (6) \\
 & \quad (5,3) \quad (2,2) \quad (2,2) \quad (2,8) \quad (3,3) \quad (5,4) \\
 R^2 = & 0,94; R^2_{adj.} = 0,91; D.W. = 2,29; F(8,13) = 28
 \end{aligned}$$

kjer je *VAR*D realna dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih, *EXR* realni izvoz, *PORCGR* realna privatna in državna končna poraba, *IMPOTR* realni uvoz potrošnih dobrin, *IMREPR* realni uvoz repromaterialov. Dodana je slepa spremenljivka za globok padec proizvodnje v 1995:Q3 (avgusta), glede katerega je že tedaj kazalo na statistično napako¹². Odločilni dejavnik rasti je izvoz. Rast domače končne porabe vpliva pozitivno (vplivnejši *Slika 6*: Dodana vrednost predelovalnih dejavnosti, skupni izvoz blaga in tuje povpraševanje (letne st.rasti v %)

¹² Gospodarska gibanja, Ekonomski inštitut Pravne fakultete, Ljubljana, september 1995.



Slika 7: Realni BDP ter dodane vrednosti predelovalnih dejavnosti, državnih panog (uprava, izobraževanje, zdravstvo) in ostalih panog (letne st.rasti v %)



člen je poraba prebivalstva), vendar samo če ni premočno uvozno usmerjena, to se pravi, da uvozna komponenta ne poraste mnogo bolj kot agregat, kajti uvoz domačo ponudbo izpodriva (glej tudi *točko 3.5.*). Domače povpraševanje bi lahko indicirali tudi z realnim M3, z odlogi v širšem pasu okrog dveh let, koeficienti pa niso zadosti značilni.

Povečevanje uvoza repromateriala ne kaže pozitivnega prispevka k industrijski aktivnosti; na kratek rok so očitno relevantni le dejavniki povpraševanja. Učinkov investicijskega povpraševanja na aktivnost predelovalnih dejavnosti ni bilo zaznati. Za iskanje prispevka investiranja tj. povečevanja kapacitet k proizvodnji pa ta model itak ni primeren. Podobno velja za razčlenjevanje na zaposlenost in produktivnost: zaposlenost se je v vsem obdobju zaradi predhodne prezaposlenosti trendno zmanjševala, kratkoročni zasuki produktivnosti pa so samo zrcalili zasuke proizvodnje, spodbujene s povpraševanjem in tujo konkurenco.

Za *agregatno rast (realni BDP)* nismo uspeli sestaviti enačbe. Leta 1998 je bil delež predelovalnih dejavnosti v skupni dodani vrednosti 27%. Vladne panoge (uprava,

izobraževanje in zdravstvo) so prispevale 17%, podagregat ostalih dejavnosti, ki zajema pretežno storitve pa 55% (glej *sliko 7*). Kratkoročnega pojasnjevanja tudi za ta podagregat nismo mogli najti, najverjetneje zato ne, ker je le precej heterogen in bi bila potrebna dodatna razčlenitev. Lahko predpostavimo, da določajo rast v tem sektorju predvsem domači dejavniki, spremlja pa jo neto uvoz. Predpostavimo lahko predvsem mnogo močnejši vpliv, kot v predelovalnih dejavnostih, domačega povpraševanja, eksogenega (npr. državne investicije) in endogenega.

2.1. Zaključek

Proizvodnja slovenskih predelovalnih dejavnosti sovпада v kratkoročnem kontekstu zelo izrazito z gibanji v zunanjetrgovinski menjavi, predvsem izvozu. Povečevanje zunanjega primanjkljaja indicira po obeh straneh, izvozni in uvozni, zmanjševanje proizvodnje. V neindustriji je uvoz z rastjo povezan pozitivno, vendar je ta struktura rasti dolgoročno nevzdržna in ima tudi ta sektor svoje omejitve v performansah industrije. V okviru končnih ciljev ekonomske politike je zato neposredna omejitev *zunanji primanjkljaj*. Za oceno transmisijskih kanalov, ki učinkujejo na proizvodnjo, je potreben predvsem pregled dejavnikov, ki vplivajo na izvoz in uvoz.

3. MODEL ZUNANJEGA PRIMANJKLJAJA

Struktura analize je povzeta po (Strojan, 1999¹³); tam je navedena tudi druga literatura za to področje. Predmet je blagovna menjava s tujino. Spremenljivke izvoza in uvoza so "količinske", ocenjene prek ustreznih cenovnih deflatorjev (SURs). Izvoz se obravnava v agregatu, uvoz pa v treh skupinah, posebej za repromaterial, investicijske dobrine in potrošno blago. V letu 1998 je znašal slovenski uvoz repromateriala 57% skupnega, uvoz investicijskih dobrin 18% in potrošnega blaga 25%; v zadnjih letih raste najhitreje uvoz investicijskih dobrin. Osnovni podatki so prikazani v *slikah 8 do 10*.

Pokazalo se je, da je zunanjetrgovinski model težje postaviti v izključno kratkoročnem horizontu, kot je bilo to mogoče in smiselno za cenovni model. V referenčni analizi je uporabljen ECM pristop, ki združuje dolgoročni in kratkoročni pogled. Zato se bomo sklicevali tudi na rezultate Strojaneve iz analize obdobja 1993:Q1 do 1998:Q3 oz. Q4.

3.1. Izvoz

$$EXRq = 1,47 * TUJEPq - 1,54 * SDZDRq(-1) + 6,88 * ss984 - 7,40 * ss992 + 109,1 \quad (7)$$

$$R^2 = 0,90; \quad R^2_{adj.} = 0,85; \quad D.W. = 2,11; \quad F(7,14) = 18$$

kjer je *TUJEP* tuje povpraševanje in *SDZDR* realni stroški dela na zaposlenega v predelovalnih dejavnostih.¹⁴ Tečajna spremenljivka je pomembna v dolgoročni zvezi (ECM, Strojan), ni pa značilna v kratkoročni. Na kratek in dolgi rok pojasnjuje izvoz najboljše spremenljivka tujega povpraševanja, ki je seštevek podatkov o realnem uvozu 8 največjih zunanjetrgovinskih partneric Slovenije (brez Hrvaške). Zaobjem dogajanja na slovenskih izvoznih trgih s to spremenljivko seveda ni popoln. En znani posebni dogodek smo zajeli s slepo spremenljivko *ss984*, ki pokriva koncentracijo izvoznih pošiljk avtomobilov po programu francoske multinacionalke v 1998:Q4. Druga slepa spremenljivka *ss992* pokriva negativni učinek anticipacije DDV v zadnjih mesecih pred uvedbo le-tega.

¹³ Andreja Strojan: Analiza blagovnih tokov z modelom popravljanja napak; Prikazi in analize, ARC BS, Ljubljana, marec 1999.

¹⁴ Bruto plače in "drugi prejemki od dela in iz delovnega razmerja".

Indikatorji domačega povpraševanja se niso izkazali za značilne, na podlagi česar lahko sklepamo, da substituiranje s domačim trgom ni dejavno v večjem obsegu. Razcvet domače porabe ne zmanjšuje opazno izvoza, in obratno (na 20-milijonskem jugoslovanskem trgu je bilo seveda drugače). Morda preseneča - vendar je zelo čvrsta - prisotnost "dolgoročnega" člena stroškov dela na zaposlenega, s samo enim četrtletnim odlogom. Tak člen je pojasnjeval tudi enačbo dolgoročnega ravnovesja ECM (čeprav tam manj značilno, morda zaradi manj natančne opredelitve spremenljivke).

3.2. Uvoz repromateriala

$$IMREPRq = 0,28*EXRq + 0,22*PORGRq(-3) - 0,85*DEMRq - 0,12*CARq(-2) + 5,23*ss992 + 144,3$$

(2,0) (3,7) (2,6) (3,3) (2,1) (3,7)

$R^2 = 0,96$; $R^2_{adj.} = 0,94$; D.W. = 1,74; $F(8,13) = 43$ (8)

kjer je *EXR* realni izvoz, *PORGR* realna končna poraba države, *DEMR* realni tečaj DEM (tečaj DEM, ne tečaj tolarja), *CAR* efektivna carinska stopnja. Uvoz repromateriala vlečeta izvoz in končna poraba države (ki seveda ne vključuje le potrošnih dobrin). Za slednjo kot dejavnik uvoznega povpraševanja lahko sklepamo, da se obnaša bolj eksogeno, to se pravi neodvisno od cene itd., za uvoz podjetij pa je izkazano tudi prilagajanje zasukom deviznega tečaja. Dodana je slepa spremenljivka za obdobje neposredno pred uvedbo DDV, ki deluje podobno kot v izvozni enačbi, seveda z obratnim predznakom.

Spremenljivka carinske stopnje se ne zdi smiselna v pojasnjevanju uvoza repromateriala. Tolmačimo jo tako, da indicira širši sklop zunanjetrgovinske liberalizacije, predvsem v kontekstu urejanja odnosov z EU po letu 1995.

3.3. Uvoz investicijskih dobrin

Za uvoz investicijskih dobrin nismo uspeli sestaviti kratkoročne enačbe. V okviru ECM modela Strojanove je bila pojasnitev zadovoljiva z dolgoročnimi in kratkoročnimi zvezami z realnim BDP in realnim deviznim tečajem. Vsekakor lahko na tem področju, za obravnavano obdobje, predpostavimo velik vpliv posebnih eksogenih dejavnikov, predvsem z ozirom na velik delež državnih infrastrukturnih in drugih projektov v skupnih investicijah.

3.4. Uvoz potrošnega blaga

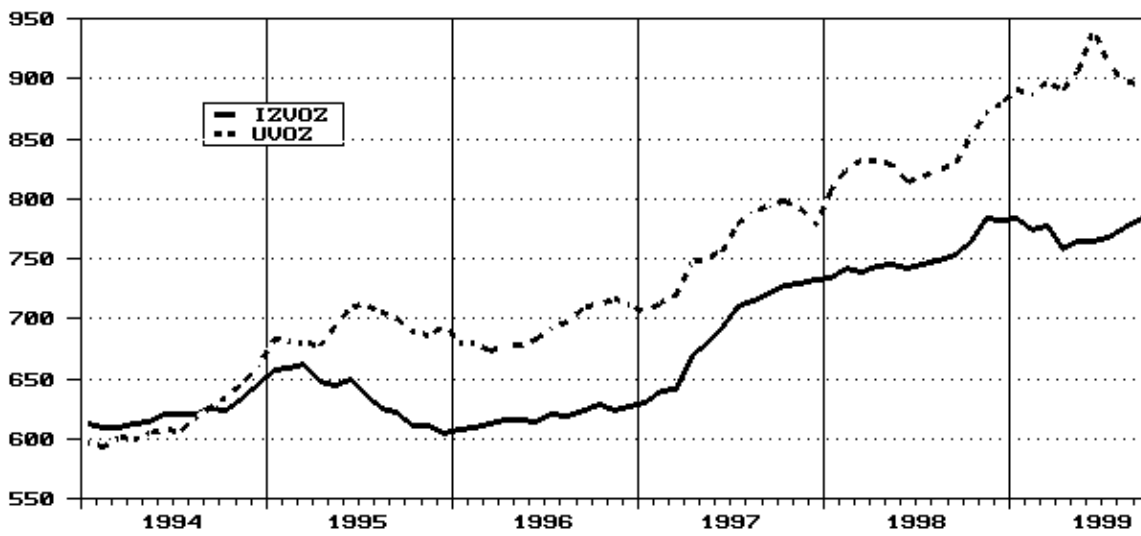
$$IMPOTRq = 0,28*PORGRq - 2,00*DEMRq(-3) - 0,24*CARq + 290,0$$

(2,6) (5,2) (3,6) (7,2)

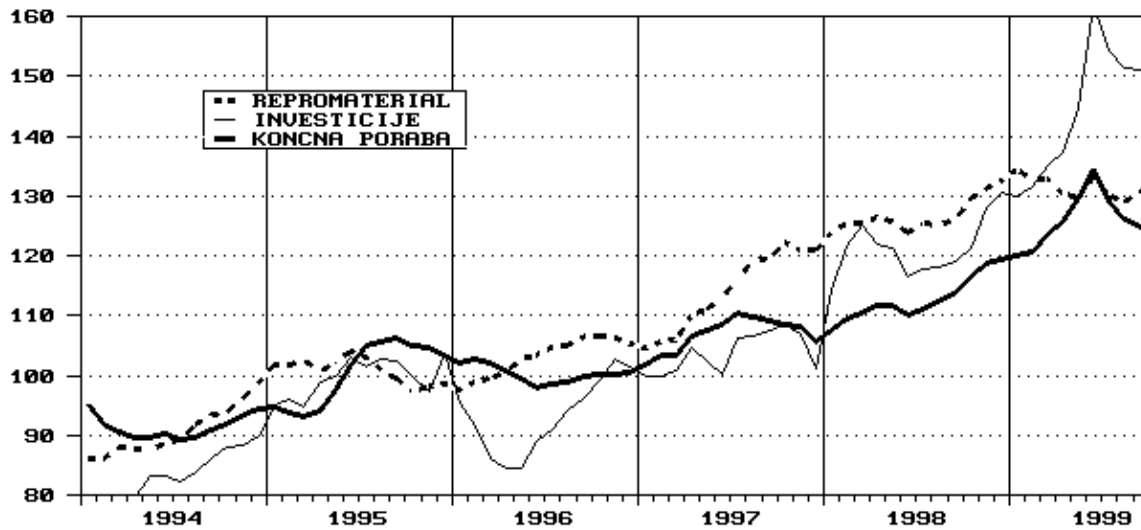
$R^2 = 0,96$; $R^2_{adj.} = 0,94$; D.W. = 1,95; $F(6,15) = 59$ (9)

kjer je *PORGR* realna končna poraba države, *DEMR* realni tečaj DEM (tečaj DEM, ne tolarja), *CAR* efektivna carinska stopnja. Uvoz potrošnega blaga je zelo elastičen na spremembe realnega deviznega tečaja, najbolj značilno z odlogom treh četrtletij, zamik pa bi lahko opredelili tudi kot povprečje celega predhodnega leta. Tečajni člen dopolnjuje, smiselno, carinska stopnja. Domače dejavnike je mogoče indicirati z BDP ali plačami, vendar je prispevala najbolj k skupni pojasnjevalni moči enačbe spremenljivka državne porabe, poraba prebivalstva pa manj. Tako kot pri enačbi uvoza repromateriala si to razlagamo tako, da je uvozno obnašanje prebivalstva pojasnjeno pretežno s cenovnimi parametri, medtem ko je obnašanje države bolj neelastično. Slepa spremenljivka za čas pred uvedbo DDV (1999:Q2) je - presenetljivo - pod običajnimi mejami značilnosti.

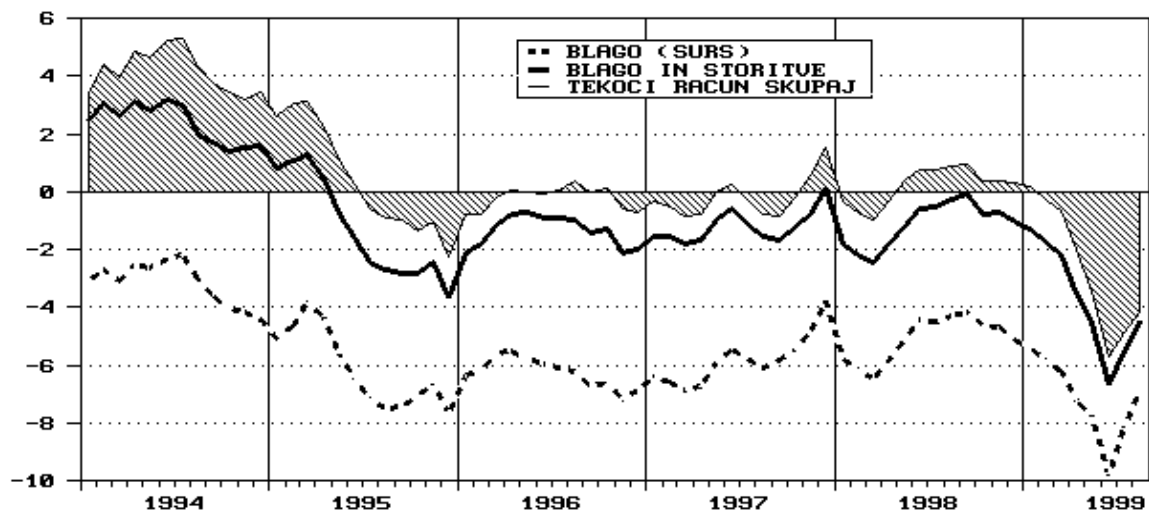
Slika 8: Realni izvoz in uvoz blaga (v mio USD mesečno, cene 1998; sezonsirano)



Slika 9: Realni uvoz blaga po namenskih skupinah (indeksi 1995=100; desezonirano)



Slika 10: Zunanji saldi v % BDP (desezonirano)



3.5. Uvoz - poraba - varčevanje

Dejstvo, da je mogoče gibanje uvoza potrošnih dobrin pojasniti (razen s povpraševanjem države) mnogo bolje z deviznim tečajem kot s skupno končno porabo prebivalstva indicira, da je uvozni segment porabe prebivalstva sorazmerno avtonomen in variabilen v okviru agregata. To potrjuje tudi negativna zveza med uvozom potrošnih dobrin in proizvodnjo predelovalnih dejavnosti v enačbi (6): rast uvoza zmanjšuje nakupe blaga domačih proizvajalcev.

Še dodatno informacijo daje spodnja enačba, ki jo je treba primerjati s podobno enačbo (4) za skupno porabo prebivalstva. $M1APR$ je realni M1 prebivalstva (vključno s "hranilnimi vlogami"), $MQAPR$ realni M3-M1 prebivalstva (brez "hranilnih vlog"), $POSPR$ realna posojila prebivalstvu; q označuje četrtletne spremembe (verižni indeksi) tokov, ne stanj. $JDEFRa$ so zneski (v mlrd SIT) letnih sprememb deflaciranega javnega salda. Ta člen indicira – posredno - uvozno povpraševanje države, drugi členi pa sektor prebivalstva. Devizni tečaj v tej enačbi ni več značilen, ohranja pa se spremenljivka efektivne carinske stopnje. Prikazane zveze ugotovimo šele na podatkih obdobja po letu 1994 (tukaj 1995:Q1 do 1999:Q2).

$$\begin{aligned}
 IMPOTRq = & - 0,19*CARq + 0,01*M1APRq - 0,03*MQAPRq + 0,02*POSPRq - 0,24*JDEFRa + 112,0 \\
 & \quad (3,6) \quad (4,1) \quad (4,1) \quad (3,9) \quad (2,0) \quad (22,6) \\
 R^2 = & 0,98; \quad R^2_{adj} = 0,96; \quad D.W. = 2,00; \quad F(8,9) = 53 \quad (10)
 \end{aligned}$$

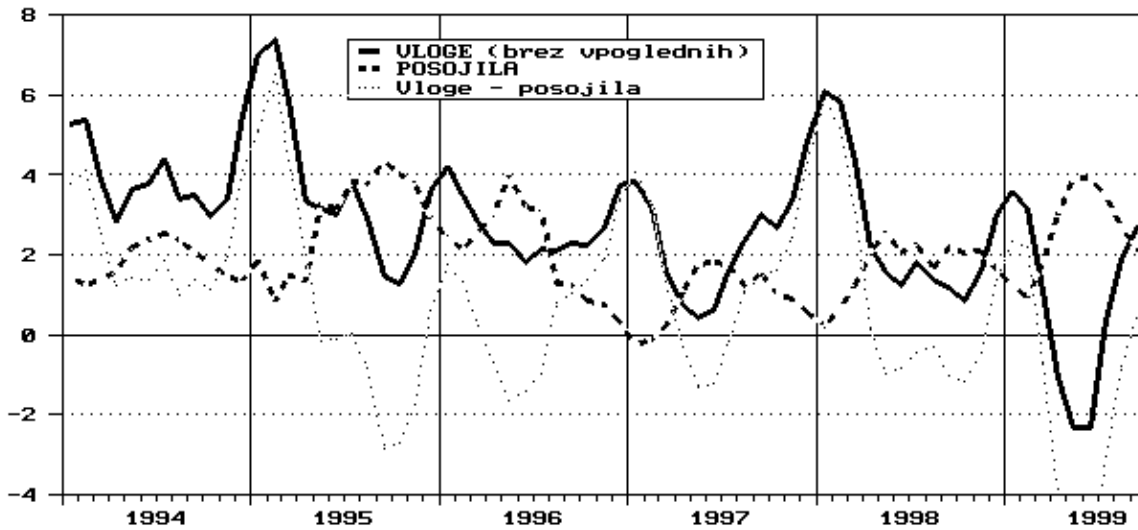
Enačba ni pojasnjevalna, tako kot pojasnjuje gibanje uvoza devizni tečaj, kaže pa zelo značilno sovpadanje uvoza s spremembami neto finančnega premoženja (varčevanja) prebivalstva, ne pa s plačami. Vzorec je prav nasproten tistemu, ki velja za skupno končno porabo prebivalstva, kjer je zveza tesna s plačami (dohodkom) in zelo šibka s premoženjem. Sklepali bi, da je tisti del rasti skupne porabe, ki odstopa od rasti dohodka in se financira iz premoženja, nadpovprečno povezan z uvozom.

Ker uvoz ni zelo skromen ali zanemarljiv v okviru skupne porabe prebivalstva, sta si obe dokazovanji (o šibkem generiranju skupnega povpraševanja iz premoženja, ter o močnem za uvozno povpraševanje) v nasprotju. Upoštevamo, da uporabljamo v tem prispevku samo najbolj rudimentarno statistično orodje. Drugi vir problema pa je dejanska nestabilnost obnašanja v analiziranem obdobju. Vzpostavil se je cikel z dvema izstopajočima epizodama uvažanja avtomobilov (1995/96 in 1999), financiranega s posojili in s črpanjem iz varčevanja; med sunki pa se je izločalo, sorazmerno stabilno, iz dohodka pozitivno varčevanje (glej *sliki 11 in 12*; za uvoz potrošnih dobrin glej *sliko 9*).

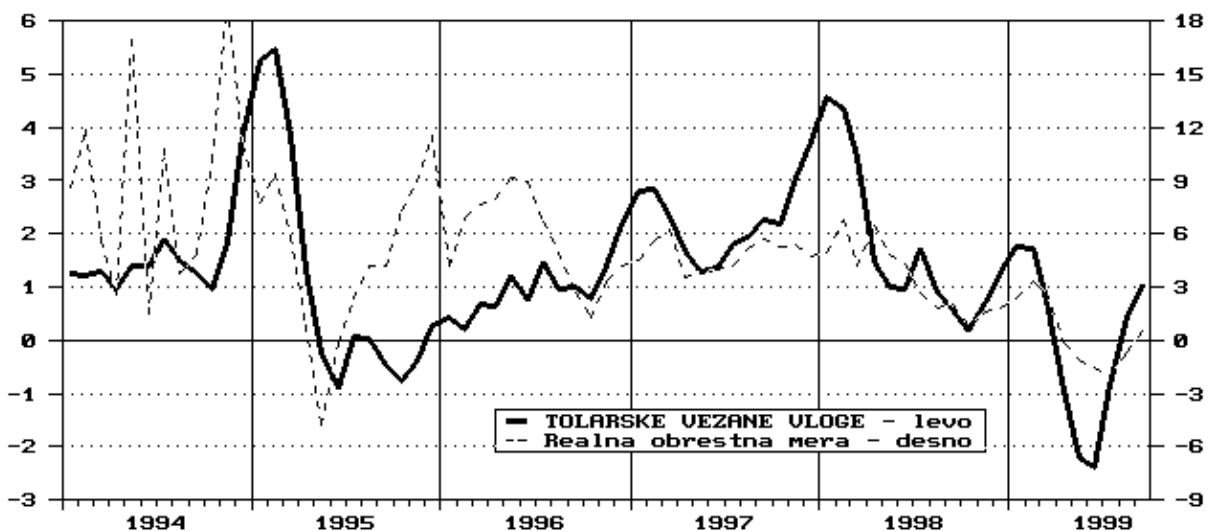
Močno zvezo med varčevanjem in uvozom lahko verjetno razložimo predvsem z navedenim ciklusom. Za ostalo - "normalno", neciklično, "osnovno" - porabo pa je veljalo precej bolj stabilno razmerje z dohodkom, ki ga indicirajo plače. Na uvozno komponento v okviru tega dela porabe vpliva realni tečaj. To je, tudi brez "dokazovanja", logičen model.

V tem prispevku se nismo (in se ne bomo) spraševali o mehanizmih, ki povzročajo premike med varčevanjem in porabo, tako kot smo se spraševali za plače kot vir porabe. V večini obravnavanega obdobja so bile *realne obrestne mere* kljub trendnemu zniževanju na sorazmerno visoki ravni, in to dejstvo je treba upoštevati kot pomemben dejavnik v ozadju ugotovljenih zvez, npr. tiste o povprečno šibkih tokovih iz premoženja v porabo. Negativni prelomi v ravni obrestnih mer - večinoma prehodni - ki so se zgodili v letih 1995, 1998 in 1999, pa so bili vedno povezani z odzivanjem varčevanja in uvoza (glej *sliki 12 in 9*).

Slika 11: Varčevanje prebivalstva pri bankah: mesečni prirasti vlog (tolarskih in deviznih) in posojil, v % BDP (d.sredine)



Slika 12: Vezane tolarske vloge prebivalstva (mesečni prirasti v % BDP, d.sredine) in realne obrestne mere bank (31-90 dni); deflator = pričakovana inflacija = povprečje inflacije preteklih 8, tekočega in naslednjih 3 mesecev



Naslednje takšno znižanje, nič več prehodno, pričakujemo sredi leta 2000. Pri trajno nevisoki ravni obrestnih mer bodo lahko vzorci obnašanja precej drugačni, kot dosedanji. Zaradi tega bi bila za analizo transmisijskega mehanizma, s pogledom naprej, zelo pomembna dodatna raziskava kanalov, v katerih se sprožajo odločitve o varčevanju in porabi, ter tistih, prek katerih lahko vpliva na obrestne mere bank centralna banka.

3.6. Povzetek modela zunanjega primanjkljaja

1. Izvoz determinira (kratkoročno) praktično v celoti tuje povpraševanje. Odzivanja na devizni tečaj ni videti, niti večjega substituiranja s prodajami na domačem trgu (domače povpraševanje). Morda preseneča tudi za kratek rok izkazano negativno vplivanje rasti stroškov dela.

2. Kratkoročna variabilnost uvoza se pojasnjuje (a) z realnim deviznim tečajem; zelo pomemben vpliv je imelo v preteklih letih, izgleda, tudi zmanjševanje carinskih stopenj oz. celoten proces zunanjetrgovinske liberalizacije; ter (b) z domačim povpraševanjem. Le-to lahko razdelimo na tisto, ki je elastično na devizni tečaj in katerega obnašanje zato opredeljuje ta spremenljivka, ter na "eksogeni" del. Glede slednjega so pokazale enačbe močno direktno zvezo rasti uvoza z rastjo državne končne porabe, v podobnem kontekstu pa je treba razumeti tudi izkazano eksogenost uvoza investicijskih dobrin. Zelo velik del uvoza se obrača v neposredni spregi z izvozom (repomaterial).

3. V skupnem povzetku za *zunanji primanjkljaj* je na prvem mestu vsekakor dolgoročno determiniranje tako izvoza kot uvoza z deviznim tečajem. V kratkem roku imamo na eni strani eksogeno tuje povpraševanje, ki vleče izvoz in nanj vezan uvoz, na drugi strani pa determinante domačega uvoznega povpraševanja: devizni tečaj za elastični segment povpraševanja, ter pretežno državni sektor v ozadju eksogenega segmenta. Ni dobro prezreti, da se kar velik del uvoza in zunanjega primanjkljaja generira po kanalih, ki so neobčutljivi na devizni tečaj.

4. Gibanje uvoza potrošnega blaga je v obravnavanem obdobju značilno sovpadalo s spreminjanjem neto finančnega premoženja (varčevanja) prebivalstva. V ozadju sta bili predvsem dve epizodi povečanega uvoza avtomobilov, na kateri je vplival širši sklop dejavnikov, med njimi pa zelo verjetno (nismo testirali) tudi zasuki obrestnih mer. Ker je bila raven realnih obrestnih mer v večini obdobja vseeno visoka, je bilo v povprečju generiranje skupne porabe prebivalstva iz varčevanja skromno. Visoka raven obrestnih mer pa ni več zagotovljena za v bodoče, zaradi česar bi bila čimprej potrebna podrobnejša analiza tega mehanizma povzročanja porabe in zunanjega primanjkljaja.

4. ZAKLJUČEK: TRANSMISIJSKI MEHANIZEM INFLACIJE

Inflacija se generira v dveh zelo različnih kanalih: (a) na trgih, ki so integrirani v mednarodno okolje, na katerih je ponudba mednarodna in v principu neomejena, ter (b) na trgih, ki so objektivno (npr. mnoge storitve) ali zaradi državne zaščite v veliki meri izolirani od tuje konkurence. V košarici CPI je razmerje med tema dvema podskupinama cen še vedno zelo blizu pol-pol.

4.1. Menjalni sektor

V prvem kanalu tj. v menjalnem sektorju vplivajo na inflacijo parametri mednarodnega okolja (tuje cene¹⁵), predvsem oziroma povsem prevladujoče pa domača cena uvoza tj. *devizni tečaj*. V obravnavanem obdobju so bili zaznani tudi pozitivni učinki zunanjetrgovinske liberalizacije, indicirani z zmanjševanjem efektivne carinske stopnje. Devizni tečaj je spremenljivka, ki je direktno v dometu instrumentov centralne banke in je lahko "vmesni cilj" denarne politike.

4.2. Nemenjalni sektor

Inflacijo nemenjalnega sektorja določajo precej drugačni mehanizmi, saj pomeni omejenost tuje konkurence v Sloveniji v večini panog tudi omejenost konkurence nasploh in temu primerno obnašanje ponudbe. Cene naftnih derivatov in elektrike, ki sestavljajo skupaj okrog

¹⁵ Identificiran je bil vpliv gibanja tujih cen hrane na domače cene, drugi vplivi pa ne, to se pravi, da je prenos šibak oziroma zelo razpršen. K temu prispeva predvsem mehanizem določanja cen naftnih derivatov. Zmanjšanje inflacije v letu 1998 je bilo v Sloveniji mnogo manj, kot v drugih tranzicijskih državah povzročeno s padanjem svetovnih cen nafte, saj so tudi v tem letu cene derivatov v Sloveniji porasle nadpovprečno tj. za 10,5%.

10% košarice CPI, se oblikujejo eksogeno po diskreciji Vlade.¹⁶ Za proste cene (in v zadnjih letih tudi za druge nadzorovane cene) pa je izkazana tesna povezanost z gibanjem *plač*, *končno porabo prebivalstva in realnim M3*.

Gibanje povpraševanja (porabe) prebivalstva sledi, povsem tesno, gibanju *plač*. V obravnavanem obdobju je bilo formiranje povpraševanja iz neto varčevanja prebivalstva (ne iz tekočega dohodka) v povprečju skromno in osredotočeno v dveh "špicah" uvažanja avtomobilov (1995/96 in 1999), vmes pa se je iz dohodka sorazmerno stabilno izločalo pozitivno varčevanje. Zaradi tega se pojasnjuje rast nemenjalnih cen najbolje z rastjo *plač* - kot (najboljšim) indikatorjem povpraševanja na domačem trgu, morda pa tudi kot indikatorjem stroškov.

Glede na majhno težo, ki jo je imelo v obravnavanem obdobju generiranje povpraševanja na domačem trgu iz varčevanja, je treba močno zvezo *M3* z nemenjalno inflacijo razumeti predvsem v kanalih determiniranja dohodka oziroma *plač*. *Plače* niso instrumentalna spremenljivka, ki bi bila povsem zadovoljivo v dosegu "dohodkovne politike". V dolgem roku predpostavljamo pomembno ali kar odločilno vlogo institucionalnih dejavnikov. Pričakovati je treba "eksogeno" motivirane impulze iz državnega sektorja. Za srednji rok (letne stopnje rasti) pa je bilo ugotovljeno odzivanje rasti realnih *plač* na realni tečaj in na precej odloženi realni dohodek neindustrije, ter še najbolj na okrog eno leto odloženi realni *M3*.

M3 je instrumentalna spremenljivka in primarni "vmesni cilj" protiinflacijske politike centralne banke. Kanale denarne sfere, prek katerih poteka vpliv ponudbe širokega denarja oziroma skupnega kredita na *plače* pa bi bilo koristno še podrobneje raziskati.

Drugi kanal, prek katerega vpliva denarna ponudba na povpraševanje (prek cene varčevanja) je bil v preteklem obdobju - kot že rečeno - v povprečju šibak. Morda sta med razlogi sorazmerno nizka povprečna raven realnega dohodka in majhna akumulirana zaloga (globina) finančnega premoženja. Zanesljivo je bila med razlogi visoka raven realnih obrestnih mer v obdobju. V sektorju prebivalstva je prevladoval (šibek) pozitiven tok neto varčevanja iz tekočega dohodka, ki je bil dvakrat prekinjen oziroma obrnjen, obakrat pa približno sočasno z občutnimi - prehodnimi - negativnimi zasuki realnih obrestnih mer.

Če je bila v obravnavanem obdobju variabilnost skupne porabe prebivalstva mnogo bolj v zvezi z variabilnostjo *plač* kot varčevanja, pa to ne drži za uvozni segment porabe. Negativni zasuki varčevanja so bili izrazito korelirani z uvozom potrošnega blaga. Obe pretekli epizodi sta bili specifični, vseeno pa je lahko to tudi splošna lastnost tega kanala generiranja povpraševanja, za razliko od pričakovane tesnejše zveze "stalne" komponente porabe s tekočim dohodkom, oziroma še najbolj prav s *plačami*.

Nekako do polletja 2000 se bo v Sloveniji še ohranjala sorazmerna "restriktivnost" zaradi vztrajanja inflacijskega učinka DDV v TOM, neodvisno od politike centralne banke. Zatem pa se bo raven realnih obrestnih mer - ceteris paribus - dokončno znižala značilno pod ravni iz preteklega obdobja.¹⁷ Zato se zdi - zaradi pogleda naprej - zelo pomembno čimprej raziskati še kaj več o teh kanalih, ki bodo postali čez kakega pol leta mnogo bolj dejavni, kot so bili doslej.

4.3. Dolgi rok

¹⁶ Eksogenost velja samo za kratek rok, že na srednji rok pa se morajo cene derivatov vsaj do neke mere prilagajati svetovnim cenam, na daljši rok pa je za obe skupini ekonomskopolitični cilj, da cene v nekaj letih dosežejo "evropske ravni". To pomeni, da je že konec pospešene rasti cen elektrike, in obratno za derivate.

¹⁷ Pribitek nad TOM ("mali r") v bančnih obrestnih merah se je v letu 1998 sistematično zniževal. Že v drugem polletju 1998, zelo izrazito pa v prvem polletju 1999 (ko so hkrati porasla inflacijska pričakovanja nad TOM) je bila pospešena rast uvoza potrošnih dobrin. Od jeseni 1999 naprej TOM - obratno - presega tekočo in vse bolj tudi pričakovano inflacijo, kar samodejno zvišuje realne obrestne mere, od začetka drugega polletja 2000 naprej pa jih ne bo več in bodo realne obrestne mere spet, in sedaj trajno, približno na ravni "malega r".

V tem prispevku nismo obravnavali strukturnih in institucionalnih dejavnikov, ki spreminjajo obnašalna razmerja skozi daljši rok. Očiten je predvsem pomen procesov, ki poglobljajo konkurenco - zunanjetrgovinska liberalizacija, rast učinkovitosti trgovine v posredovanju najprej tuje ponudbe, sedaj pa vse bolj tudi domače, rast ponudbe v predhodno deficitarnih storitvenih sektorjih itd. Proces je tekel manj ali bolj intenzivno v obravnavanem obdobju in morda še bolj v letih pred 1994, vplival pa bo še naprej tudi v naslednjih letih.

5. POLITIKA ZMANJŠEVANJA INFLACIJE

5.1. Devizni tečaj

Denarna politika upošteva med končnimi cilji - kot omejitve - učinek, ki ga imajo instrumentalne spremenljivke na proizvodnjo. V makroekonomskem kontekstu se v Sloveniji dejavniki proizvodne rasti v predelovalnih dejavnostih skrčijo v glavnem na dejavnike, ki vplivajo na izvoz in uvoz. Proizvodnjo vleče tuje povpraševanje oziroma izvoz, uvoz (repromateriala in potrošnih dobrin) pa jo zmanjšuje. Predelovalne dejavnosti vleče tudi domače povpraševanje, vendar z omejenim dometom, saj imajo večji prirasti domače porabe naraščajočo uvozno komponento. Predpostavljamo, da je odzivanje na domače povpraševanje precej večje v neindustriji, ki pa je v povprečju skromen izvoznik in močnejši uvoznik, katerega izolirana rast dolgoročno ni vzdržna (zaradi česar ima ekonomska politika interes, da je usklajena rast zagotovljena že na srednji rok). Zaradi vsega navedenega se kaže pogled makroekonomske politike v sfero proizvodnje predvsem v obliki želje po nadzoru zunanje primanjkljaja.

Gibanje izvoza se pojasnjuje na kratek rok skoraj v celoti z gibanjem tujega povpraševanja; ni videti omejitev na strani ponudbe tj. inputov, niti zaradi substituiranja z domačim trgom. Uvozno povpraševanje je - razen tistega, ki je v funkciji izvoza - v precejšnjem delu eksogeno, za uvoz države in uvoz investicijskih dobrin, sicer pa zelo elastično na realni tečaj (zaznan pa je bil tudi močan učinek zmanjševanja carinskih stopenj). V dolgoročnem horizontu je izkazan velik vpliv realnega tečaja tako na uvoz kot na izvoz. Dolgi rok je tisti, v katerem se povečajo ali zmanjšajo (likvidirajo) proizvodne kapacitete, zaradi česar je sem osredotočen tudi pogled ekonomske politike.¹⁸

Če sprejemamo zunanji primanjkljaj kot omejitve na ravni končnih ciljev, dobimo zelo obvezujoče kvantitativne omejitve za uporabo deviznega tečaja v politiki zmanjševanja inflacije. Meje niso toge ali nedvoumne, saj je treba "kombinirati" z vplivanjem, ki ga imajo na primanjkljaj drugi dejavniki. Gre za dodatne omejitve, če je smer vplivanja drugih dejavnikov neželena, v nasprotnem pa za dobrodošle stopinje prostosti. Ta manevrski prostor je zelo pomemben, saj ga je v vseh ozirih protiinflacijske politike zelo malo; če ni izrabljen, je razmerje med inflacijskim in zunanjetrgovinskim učinkom deprecijacije zanesljivo precej slabše, kot kadar je "ciljanje" natančno.

V tem prispevku nismo obravnavali druge omejitve na uporabo deviznega tečaja v dezinflaciji, ki izvira iz namena nadzora *kapitalskega ali finančnega računa* plačilne bilance. Finančni tokovi s tujino se generirajo v veliki meri avtonomno tj. neodvisno od razmer v tekočem (realnem) saldu. Ta "trg" je volatilen, horizont je kratkoročen, potencialni

¹⁸ V enačbah zunanjetrgovinskega modela smo uporabljali enostavno in konvencionalno merilo realnega tečaja - nominalni tečaj, deflacioniran s CPI. V resnici so na kratek rok tiste domače cene, ki vplivajo na odločitve o uvozu blaga samo cene blaga (industrijskih in kmetijskih izdelkov), še bolj natančno cene blaga menjalnega sektorja. Vsaj za industrijske izdelke te cene itak sledijo - z zamikom in izravnanjem - tečaju, tako da kaže razlika tj. realni tečaj le kratkoročno variabilnost. Za dolgi rok in za ekonomsko politiko pa je najbolj merodajno, za uvoz in izvoz, razmerje med tečajem in plačami ali kakšnim drugim indikatorjem stroškov dela. (Deflator CPI je nekje "vmes" med obema dejanskima deflatorjema.)

obseg neravnovesja in učinka na devizni tečaj in zunanji primanjkljaj itd. iz tega vira pa je v zelo majhnem gospodarstvu večji od potenciala nastajanja primanjkljaja prek procesov v realnih transakcijah.¹⁹ Zaradi tega je vloga te omejitve tečajne politike, predvsem v kratkem roku, še večja od predhodno obravnavane. V tej sferi se gibanje deviznega tečaja primerja z obrestnimi merami, domačimi in tujimi, upoštevati pa je treba še močan eksogen segment kapitalskih tokov, v zunanjih dejavnikih (mnenja o deželnem tveganju; dolgoročni oziroma neprofitni motivi) in doma (zakonske omejitve; zadolževanje države).

Če upošteva ekonomska politika omejitvev zunanje primanjkljaja, bo njena pozornost usmerjena primarno k "vmesnemu cilju" deviznemu tečaju, v funkciji zagotavljanja ravnovesja v realnih in finančnih transakcijah s tujino.²⁰ V naboru instrumentalnih spremenljivk, ki so prisotne v transmisijem mehanizmu *inflacije* je v tem primeru tečaj sorazmerno pasiven (dejansko endogen); aktivno instrumentalen je le znotraj opisanega "manevrskega prostora" v okviru omejitev. Aktivna protiinflacijska politika se skrči pretežno na nemenjalno inflacijo in na dejavnike le-te v sferi generiranja domačega povpraševanja.

5.2. Domače povpraševanje

Po standardni shemi monetarne transmisije dosega centralna banka svoje končne cilje prek vzvodov, ki jih ima v odnosu do reguliranja domačega nominalnega povpraševanja. V najbolj tipičnem modelu računa centralna banka na stabilno zvezo med svojo (kratkoročno) obrestno mero in drugimi obrestnimi merami finančnih trgov (*yield curve*), le-te pa usmerjajo odločitve med varčevanjem in izposojanjem ter porabo, končno in investicijsko. Premiki porabe tj. povpraševanja vplivajo na inflacijo in/ali proizvodnjo oziroma zaposlovanje. Med najbolj upoštevanimi kriteriji o tem, kaj od tega dvojega povzroči denarna ekspanzija ali restrikcija je izkoriščenost proizvodnih kapacitet (*output gap*): dokler izkoriščenost ni visoka se pričakuje, da sprožajo ekspanzivni impulzi predvsem hitro odzivanje aktivnosti, in šele zatem rast cen. Restriktivnost ne deluje simetrično, zaradi togosti cen navzdol. Za dolgi rok pa velja, da učinki (samo) denarne politike na proizvodnjo splahnijo, to se pravi da jih ni.

Za zelo majhno gospodarstvo, kot je slovensko, je bil opisan velik pomen zunanje sektorja v primerjavi z domačim, in zato velik relativen pomen cenovnega parametra deviznega tečaja. Kljub temu nas zanimajo tudi mehanizmi v "domačem" sektorju. Kot rečeno, ne obravnavamo "etap" transmisije v ožjem denarnem sektorju tj. najbližje centralni banki; utemeljeno predpostavljamo posredovanje prek bančnega sistema, saj so drugi finančni trgi (še) plitki in niso sposobni prenašati pomembnejših informacij.

V Sloveniji se za *rast povpraševanja* ni pokazalo, da bi vplivala na rast cen menjalnega sektorja, saj so kapacitete ponudbe - vključno s tujo - praktično neomejene. Cene nemenjalnega sektorja pa se zanesljivo odzivajo že znotraj "output gapa". Če izvira prirast povpraševanja iz neto varčevanja je zelo verjetno, da bo usmerjeno v veliki meri v artikle iz uvoza tj. direktno v zunanji primanjkljaj. Odločilni kanal vplivanja na povpraševanje pa teče posredno prek bančne aktive (kredita) v dejavnike rasti plač, in prek le-te v rast nemenjalnih cen. Pričakujemo lahko tudi pozitivne impulze proizvodnji, čeprav v industriji manj, ker se realizira impulz delno tudi v povečanem uvozu (sploh ob upoštevanju realne apreciacije iz

¹⁹ Neto finančni tok v Slovenijo, merjen v % BDP, je znašal leta 1995 2,7%, leta 1996 4,6%, leta 1997 3,5% in leta 1998 1,0% (vir: Denarni pregled, ARC BS), saldo tekočih transakcij pa je bil od leta 1996 naprej okrog nič. Obsežna intervencija Banke Slovenije je v letih 1996 in 1997 preprečevala neželjeno apreciacijo in ekvivalentno (v % BDP) formiranje zunanje primanjkljaja, določene posledice pa so bile verjetno, kljub sterilizaciji, v prekomerni rasti M3. Zaradi interesa "emitivnih" držav je postala tečajna intervencija s tem namenom "legitimna" šele v letih 1997 oz. 1998, po plačilnobilančnih zlomih v Aziji in tranzicijski Evropi.

²⁰ V kratkem roku se notranje ravnovesje podredi zunanjemu. Ker (še) obstaja močan "domač" sektor, neintegriran v mednarodno okolje, ki generira svojstveno rast domačih stroškov in "domačega" segmenta inflacije - je želja politike, da zagotavlja prilagajanje rasti prodajnih cen menjalnega sektorja tej rasti stroškov, oziroma raven tujih obrestnih mer (vključno s komponento tečaja) domačim. Če takšnega prilagajanja ni tj. če se dopusti večja razlika med obema inflacijama, je posledica neskladja zunanji primanjkljaj.

cenovnega učinka); rast v predelovalnih dejavnostih je bistveno bolj odvisna od tujega povpraševanja. V celoti vzeto se takšna "pospeševalna" politika ne zdi smotrna niti v kratkem roku.

Restriktivna politika se zdi smotrna v kanalu, ki teče prek pasive bank in ki (ob restriktivnosti) usmerja tekoči dohodek v varčevanje. Depresivni učinki so tukaj bolj na uvoz, kot na "stalno" komponento porabe, ki vleče nadpovprečno domačo proizvodnjo. Po drugi strani oziroma prav zaradi tega pa je skromen direkten protiinflacijski učinek. V prevladujočem kanalu prek bančne aktive tj. ponudbe domačega kredita pa je trade-off med učinki na nemenjalni in menjalni sektor, ter med učinki na plače/cene in proizvodnjo, očitno, zelo tesen.²¹

Druga omejitev za restriktivno denarno politiko pa je spet kapitalski račun plačilne bilance. Visoke obrestne mere v odnosu do pričakovanj o rasti deviznega tečaja pritegnejo (upoštevajoč še stanje eksogenih dejavnikov) ponudbo tujega kredita, ki lahko v zelo majhnem denarnem prostoru hitro nevtralizira ali obrne usmeritev, ki jo zasleduje centralna banka prek domačega kredita. Zaradi porasta tuje komponente v agregatni denarni ponudbi (M3) pa spremlja le-to še potencialna apreciacija. Potencial alternativne denarne ponudbe iz tujine postavlja objektivne omejitve za restriktivno naravnost denarne politike sploh.²²

5.3. Sklep

Prisotnost razprostranjenega neinternacionaliziranega ter z naravnim monopolom ali državnim varstvom zaščenega sektorja, sploh če mu prištejemo še obnašalne značilnosti države, predstavlja splošno omejitev učinkovitosti makroekonomskih politik. Tu se generira svojstvena "domača" inflacija (cen in plač), proti kateri je denarna politika - po definiciji - omejeno učinkovita oziroma učinkovita samo z velikimi narodnogospodarskimi stroški. Stabilizacijska drža politike je bolj uresničljiva v odnosu do "endogenega", konkurenčnega dela gospodarstva, vendar bi taka politika ustvarjala v tem sektorju neskladja med prodajnimi cenami in stroški, ki bi vodila v zunanji primanjkljaj in na daljši rok ogrozila sam obstoj sektorja. Zaradi tega politika z instrumentalnimi spremenljivkami menjalnega sektorja (deviznim tečajem) ta neskladja, nasprotno, zmanjšuje in dopušča prilagajanje inflacije menjalnega sektorja "domači".

Druga in še resnejša ekonomskopolitična omejitev je iz kapitalskega računa plačilne bilance. Velik potencial denarne ponudbe iz tujine postavlja zelo stroge meje restriktivni naravnosti denarne politike sploh, prek deviznega tečaja in/ali prek obrestnih mer. Ravni ali spremembe teh cen, ki delujejo restriktivno navznoter, vplivajo spodbudno na tuje vire denarja in kredita, potencial le-teh pa je večji od domačega.

Pri opisanih mehanizmih transmisije, ki terjajo skrbno balansiranje politike med različnimi omejitvami, se skrči domet protiinflacijske politike v glavnem samo na zadrževanje inflacije

²¹ Glede na to, da tečejo monetarni kanali v Sloveniji pretežno prek bančnega sistema, ter posebej po aktivni in po pasivi, bi si centralna banka zanesljivo želela dosežati po obeh straneh diferencirane učinke. Vprašanje je, koliko je to, brez pretirane represije, sploh mogoče. V vsakem primeru bi bilo takšno diferencirano interveniranje omejeno z *obrestno razliko* tj. razliko med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami bank, ki bankam še zagotavlja primeren profit. Do leta 1998 se je obrestna razlika zniževala. Tudi na tem področju pa se bo pozitiven trend - ceteris paribus - sredi leta 2000 obrnil, ko se bo zaradi trajnega znižanja TOM znižal "emisijski" dobiček bank od vpoglednega dela pasive.

²² Denarna politika Banke Slovenije je bila precej restriktivna približno do leta 1996, tudi zaradi tedaj še zelo ohlapnih razmer v institucijah (mehanizmih) reguliranja plač. Zaradi neizogibnega usihanja predhodnega visokega zunanjskega presežka je v tem času domača realna poraba (predvsem državna) sicer krepko porasla, vendar samo do izravnane zunanjskega salda in (tedaj) nič več. Restriktivnost se je obnesla zaradi ocene tujih finančnih trgov o visokem slovenskem deželnem tveganju. Ko so se ta "vrata" leta 1996 močneje odprla in ob zatečeni zeli visoki ravni obrestnih mer, so povzročili tuji prilivi v agregatni denarni ponudbi preobrat, ki se je umiril, kljub uvajanju kapitalskih zapor, šele s spremembami (preplahom) v mednarodnih razmerah leta 1998. Zaradi različnih togosti so se bančne obrestne mere odzivale tj. zniževale z velikim zamikom, v glavnem šele tekom leta 1998. Do tedaj je bil domač kredit še naprej "restriktiven", ne pa tuj, in so začela posojila tujih bank veselo izpodrivati s trga slovenski bančni sistem. Ko so se domače obrestne mere znižale, pa je to - verjetno - tudi prispevalo k zmanjšanju tuje ponudbe.

znotraj tj. do ravni pritiska, ki ga generirajo strukturne in institucionalne razmere. Predpostavka je, očitno, da instrumenti denarne politike nimajo (zadostne) moči za spreminjanje le-teh; samo makroekonomski učinki, ki niso podprti v "globini", pa dolgoročno niso vzdržni. Prav s spoštovanjem omejitev, ki so v funkciji vzdrževanja primarnih makroekonomskih ravnovesij, prispeva denarna politika še največ k pozitivnemu razvoju - v času - institucionalnih itd. razmer, in s tem k vzdržnemu zniževanju inflacije.²³

Strukturne in institucionalne omejitve hitrejšemu zmanjševanju inflacije pa bi lahko opredelili v glavnem kot naslednje:

(a) tiste, ki določajo relativen obseg nekonkurenčnega (monopolnega) in zaščitene delo gospodarstva; tu se problemi vse bolj reducirajo na državni oziroma javni sektor - ki je za denarno politiko sorazmerno eksogen; in

(b) tiste, ki določajo obnašalne funkcije poraba/varčevanje v sektorjih prebivalstva, podjetij (plače/profit) in države, pa tudi "nagnjenost" k investiranju in rasti v podjetjih.²⁴ Ta sklop opredeljuje potencialni obseg narodnogospodarske vrzeli med varčevanjem in investiranjem tj. potencialni zunanji primanjkljaj, ki ga politika, kot je bilo opisano, odvrta tudi v inflacijo. Od leta 2000 naprej bo zanesljivo glavni problem za denarno, pa tudi za državno politiko - ne le v odnosu do inflacije - kako pomikati agregatno varčevalno funkcijo navzdol, tako da bodo ravnovesne točke pri vse nižjih (ciljno: mednarodno primerljivih) obrestnih merah.²⁵ Od uspešnosti uresničevanja tega cilja bo poleg drugega odvisen tudi bodoči obstoj ali neobstoj (vegetiranje) domačega bančnega sistema.

²³ Kot že rečeno, je bila denarna politika nekako do leta 1996 bistveno bolj aktivna, ko je bil problem še v veliki meri v "njeni" sferi, v obliki vztrajanja visokih tečajnih in inflacijskih pričakovanj, po postopnem zlomu le-teh pa še nekaj časa v takšnem tj. "mark-up" obnašanju plač. Politiko tega obdobja opisuje Velimir Bole v: *Stabilization in Slovenia: From High Inflation to Excessive Inflow of Foreign Capital*; v Blejer in Škreb: *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge University Press, 1997.

²⁴ Vsako povečanje deleža državne porabe v BDP zmanjša (manj ali bolj) nacionalno varčevanje, ne glede na to, kako je financirano, s povečanimi davki ali zadolžitvijo.

²⁵ Zelo relevantna je tudi ročna struktura tj. zagotavljanje dolgoročnega varčevanja za investicijsko povpraševanje podjetij, ki se krepi po letu 1997. Zadovoljiva struktura se še ni vzpostavila, zaradi česar se podjetja za dolgoročno financiranje obračajo sistematično k tujim bankam (domače dolgoročno tolarsko kreditiranje podjetij se zmanjšuje že od začetka leta 1998 oziroma raste - skromno - samo če dodamo domača devizna posojila, ki jih odobravajo banke na podlagi lastnega zunanjega zadolževanja). V predhodnih letih se je agregatno ravnovesje med investiranjem in varčevanjem ohranjalo prek sterilizacijskih operacij Banke Slovenije, ki je usmerjala domače varčevanje vsaj v financiranje deviznih rezerv tj. tujim posojilom ekvivalentnih terjatev do tujine. Za to so zadoščali kratkoročni domači viri: banke so s svojimi kratkoročnimi pasivami pokrivalo le rast deviznih rezerv ali naložb v BZ BS. Za lastno razvojno servisiranje gospodarstva bi potrebovale povsem drugačno ročno strukturo virov in, seveda, le-to pri nižjih obrestnih merah.