

## VARČEVANJE, DENAR (M3) IN BANKE V RAZMERAH ZUNANJEGA PRIMANJKLJAJA

Franček Drenovec

V zadnjem – recimo – letu in pol se je ekonomsko okolje v Sloveniji temeljito spremenilo. Vse od osamosvojitve je bil zunanji sektor stabilno in zanesljivo izravnano, ali celo v presežku, od začetka leta 1999 naprej pa se generira znaten primanjkljaj. V finančni sferi je vse drugače, kot je bilo prej in kot smo se bili navadili. Na deviznem trgu je stalen neto odliv, banke se pri Banki Slovenije zadolžujejo, namesto obratno, bančne pasive pa rastejo še komaj kaj hitreje od inflacije (in približno vzporedno z M3 stagnira tudi borzni indeks).

Obrestne mere, ki so bile nekdanje »trajno« visoke, so se po prvem polletju 1998 krepko znižale, tako da je večina kratkoročnih obrestnih mer realno, v odnosu do pripadajoče inflacije, že celo nižja od evropskih.

Finančni sektor odlikava spremenjene realne razmere. Navajeni smi bili, da sta domača ponudba in varčevanje rasli skladno z rastjo povpraševanja in porabe dohodka, sedaj pa se porabi precej več. Nacionalno varčevanje, iz katerega se napaja rast bančnih pasiv in kreditnega potenciala, ki ustvarja povpraševanje na borzi itd., se je v letu 1999 realno zmanjšalo oziroma je poraslo nominalno (po grobi oceni) za samo 2%.

V tem prispevku so prikazana osnovna razmerja med realnim in finančnim sektorjem, s poudarkom na tem, kaj se dogaja, kadar je gospodarstvo v zunanjem primanjkljaju. Finančni sistem obravnavamo samo z vidika bančnega sistema. Govorimo o široko opredeljenem denarju (M3), ki aproksimira, upoštevajoč še pripadajoče bančne aktive, celoten obseg bančnih bilanc; gibanje agregata in struktur M3 kaže, kaj se dogaja z bančnim sistemom.

V 1. poglavju so izkazane »realne« kategorije in procesi, ki so se zgodili oz. se dogajajo v »realnem« svetu. V 2. poglavju skušamo ugotoviti, v kakšni zvezi z njimi so, pri dani institucionalni itd. strukturi slovenskega finančnega sistema, osnovni bančni in denarni agregati; kaj vpliva na obnašanje denarja in glavnih struktur bančnih bilanc. V 3. poglavju se usmeri poudarek na denarne učinke iz plačilne bilance in na bolj konkreten pregled procesov v obravnavanem obdobju.

### 1. »REALNI SEKTOR«: VARČEVANJE IN ZUNANJI SALDO

#### 1.1. Varčevanje

Narodnogospodarsko varčevanje je opredeljeno kot  $Y - C_{h+g}$  tj. kot dohodek, zmanjšan za izdatke za končno porabo gospodinjstev in države. (Podjetja ne trošijo za končno porabo: njihova potrošnja materialov itd. je »vmesna«, ki jo odštejemo od bruto vrednosti proizvodnje, da šele dobimo proizvod oz. dohodek, ki pripade lastnikom in zaposlenim ter državi). Govorimo seveda o tokovih, npr. v enem letu, ne o stanjih. Varčevanje je torej:

$$S = BDP - C_{h+g}$$

ali bolj natančno

$$S = BNRD - C_{h+g}$$

kjer je *BDP* bruto domači proizvod, ki je opredeljen kot proizvod ali dohodek, ustvarjen na teritoriju dane države tj. v proizvodnih enotah, ki so domicilne v državi. Če pa (a) gledamo na dohodek z vidika rezidentskega prebivalstva (ne podjetij) in dodamo zato še dohodke od dela in od kapitala, ki jih zaslužijo rezidenti v tujini (obresti in dividende od naložb v tujini, plače itd. od dela v tujini) ter odštejemo ustrezne dohodke tujcev v državi, ter (b) dodamo in odštejemo tekoče transfere s tujino (nakazila pokojnin, državne transfere itd.) – dobimo *BNRD*, bruto nacionalni razpoložljivi dohodek.<sup>1</sup> Kadar želimo gledati po plati dohodka (ne proizvodnje), je to bolj primeren koncept kot *BDP*.

## 1.2. Zunanji saldo

V zaprtem gospodarstvu velja poleg  $BDP = C + S$  iz prve zgornje enačbe tudi  $BDP = C + I$ , kjer je  $C + I$  skupna domača poraba, končna in investicijska. Velja  $S = I$ : investicije so enake varčevanju. Ustvarjeno varčevanje je vir in omejitev za obseg investicij (ali pa je obseg skupne porabe tj. agregatnega povpraševanja omejitev za obseg proizvodnje, dohodka in varčevanja).

V odprtem gospodarstvu teh omejitev ni in velja  $BDP - Ex + Im = C + I$ : obseg skupne domače porabe odgovarja delu *BDP*, ki ni izvožen, plus uvozu (blaga in storitev). Razmerje lahko predstavimo tudi v obliki identitete:

$$BDP + Im = C + I + Ex$$

kjer je  $BDP + Im$  agregatna ponudba (domača in tuja),  $C + I + Ex$  pa agregatno povpraševanje (domače in tuje). V tem okviru je razlika med domačo ponudbo (proizvodnjo) in domačim povpraševanjem (porabo) zunanji saldo, presežek ali primanjkljaj:

$$BDP - (C + I) = Ex - Im$$

ali, z nadomestitvijo  $BDP = C + S$  in krajšanjem:

$$S - I = Ex - Im$$

Zunanji saldo odraža razliko med varčevanjem in investicijami. Lahko rečemo, da kaže sposobnost gospodarstva za avtohtono generiranje rasti. Če ustvarjeno nacionalno varčevanje, ki ostane po končni porabi dohodka, presega dano investicijsko povpraševanje, bo financiralo presežek tj. neto izvoz domače proizvodnje v tujino; če varčevanje ne zadošča za željeni obseg investicij, bo le-ta terjal tudi realne resurse iz tujine, neto uvoz blaga in storitev, financiran z neto zunanjo zadolžitvijo tj. tujim varčevanjem.

Če nadomestimo – tako kot v predhodni točki – *BDP* z nacionalnim razpoložljivim dohodkom,  $BNRD = BDP + Doh + TT$ , kjer je *Doh* saldo dohodkov od dela in kapitala s tujino ter *TT* saldo tekočih transferov, postane zunanji saldo  $Ex - Im + Doh + TT$ , to pa je skupni saldo tekočih transakcij s tujino ali saldo »tekočega računa«. Pred leti so analitiki gledali bolj saldo blaga in storitev (razlika med proizvodnjo in porabo), danes pa se kot najbolj zgovoren indikator spremlja skupni tekoči saldo (razlika med razpoložljivim dohodkom in porabo).

<sup>1</sup> »Bruto« pomeni, da proizvod ali dohodek ne izključuje sredstev za nadomestitev porabe stalnega kapitala (»amortizacijo«). Zato je tudi tako opredeljeno varčevanje »bruto«.

## 1.3. Pregled podatkov za Slovenijo

Tabela 1 kaže podatke za Slovenijo. Izraženi so, konvencionalno, v % BDP in ne BNRD. Razlika je po letu 1991 za Slovenijo majhna, pred tem pa je bil velik sistemski neto transfer, predvsem fiskalni, v »tujino« preostalo Jugoslavijo, kar je zmanjševalo razpoložljivi dohodek, varčevanje in tekoči saldo (ne pa salda blaga in storitev).<sup>2</sup>

Tabela 1: Oblikovanje in poraba bruto nacionalnega razpoložljivega dohodka (v % BDP)

	1990	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Bruto domači proizvod</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
plus: neto dohodki	-1,4	-0,2	0,3	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7	0,5
neto tekoči transferi	-8,5	0,6	0,8	0,9	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6
<b>Bto.nacionalni razp.doh.</b>	<b>90,1</b>	<b>100,4</b>	<b>101,1</b>	<b>101,7</b>	<b>101,6</b>	<b>101,2</b>	<b>101,3</b>	<b>101,3</b>	<b>101,1</b>
manj: Končna poraba	70,6	75,5	79,6	76,9	78,3	77,5	76,9	76,3	77,9
- gospodinjstva	53,2	55,1	58,5	56,7	58,1	57,3	56,5	55,7	...
- država	17,4	20,3	21,1	20,2	20,2	20,2	20,5	20,6	...
<b>Bruto varčevanje</b>	<b>19,5</b>	<b>24,9</b>	<b>21,5</b>	<b>24,8</b>	<b>23,3</b>	<b>23,7</b>	<b>24,3</b>	<b>25,1</b>	<b>23,2</b>
<b>manj: Bruto investicije</b>	<b>17,2</b>	<b>17,6</b>	<b>19,3</b>	<b>20,9</b>	<b>23,4</b>	<b>23,5</b>	<b>24,2</b>	<b>25,2</b>	<b>26,3</b>
- inv. v osnovna sr.	18,8	18,6	18,8	20,1	21,4	22,6	23,5	24,2	...
- sprememba zalog	-1,6	-1,0	0,5	0,8	2,0	0,9	0,7	1,0	...
<b>Presežek tekočih trans.</b>	<b>2,4</b>	<b>7,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>
Poraba stalnega kapitala	16,7	19,9	17,1	17,9	17,6	18,1	18,0	18,2	...
Neto varčevanje	2,8	5,0	4,4	6,9	5,7	5,6	6,3	6,9	...
Neto investicije	0,5	-2,3	2,2	3,0	5,8	5,4	6,2	7,0	...

Viri: SURS, UMAR. Za 1999 lastne ocene na podlagi mesečnih indikatorjev BDP (ARC BS), podatkov plačilne bilance in (lastnih) mesečnih indikatorjev investicijske porabe. Zaradi nezanesljivosti indikatorjev končne porabe je varčevanje ocenjeno prek investicij in salda tekočih transakcij. Mesečne časovne vrste v *sliki 1* so prilagojene letnim podatkom SURS in UMAR.

Zelo kvalitetni makroekonomski politiki gre zahvala, da se v prvih letih osamosvojitve ta del toka BDP, ki se je dotlej transferiral v »tujino«, sedaj pa je postal nenadoma »razpoložljiv«, ni pretil v celoti v tokove končne porabe,<sup>3</sup> temveč v rast deviznih rezerv, tj. v kreditiranje tujine, da je kupovala slovensko blago (kot ga je do tedaj preostala Jugoslavija iz sredstev transferov), s čemer je bil preprečen zlom proizvodnega sektorja. Presežek se je ohranjal toliko časa, dokler ni ta del produkta zaobjela naraščajoča investicijska poraba. Glavne značilnosti preteklega obdobja so torej:

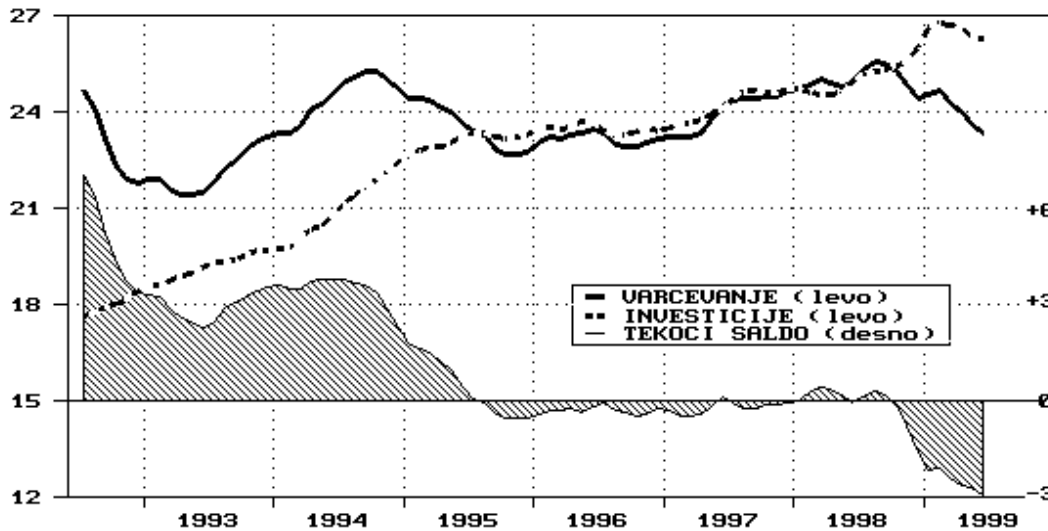
- V povprečju stabilno razmerje med končno porabo in varčevanjem v okviru dane rasti BDP, na ravni okrog 24 odstotne »nagnjenosti« k bruto varčevanju. Nihanje je predvsem v zvezi s tremi obdobji porasta porabe gospodinjstev, na škodo varčevanja, v letih 1993, 1995/1996 in 1999. Rast končne porabe države v glavnem ni presegala rasti BDP, pač pa transferi gospodinjstvom (druga razmerja, ki so vodila v vladni primanjkljaj so nakazana v *tabeli 3*).
- Stabilen delež varčevanja v BDP ali dohodku ne zadošča za – normalno – pospešeno rast investicij. V prvem obdobju je nesorazmerje počasi odpravilo podedovani zunanji presežek; zatem je trend nekaj časa amortiziralo ciklično krčenje porabe prebivalstva

<sup>2</sup> V zadnjih letih je razpoložljivi dohodek v Sloveniji za okrog 1,2% večji od BDP. Povečujejo ga predvsem zaslužki omejenih migrantov v Avstrijo in Italijo, nakazila tujih pokojnin (Italija) in obresti od deviznih rezerv, zmanjšujejo pa nakazila dohodkov od dela in pokojnin v države nekdanje Jugoslavije ter obresti na zunanji dolg (leta 1999 pa prvič v nekoliko večjem obsegu tudi vračanje profitov od tujih neposrednih naložb v Sloveniji).

<sup>3</sup> Precejšen del je povečal končno porabo namesto varčevanja predvsem potem, ko so leta 1992 »ušle« plače.

(tako da je raslo varčevanje vzporedno z investicijami), primanjkljaj pa se je končno pokazal v letu 1999; pokazal bi se v precejšnjem obsegu že leto prej, če ne bi bilo tedanjega »subvencioniranja« domače porabe zaradi ugodnih pogojev menjave s tujino (padanja relativnih uvoznih cen).

Slika 1: Varčevanje, investicije in zunanji saldo (v % BDP; d.sredine 12–center)



Vir: glej opombo k tabeli 1.

Močan preobrat v primanjkljaj v letu 1999 so povzročili tudi posebni dejavniki, zaradi katerih se je zgodila v 2. četrtletju koncentracija izdatkov za investicije in drugih, ki bi se normalno razporedili skozi daljše kasnejše obdobje. V ozadju pa je le nedvoumen trend, opisan v zgornji drugi alineji. Trend se bo, z večjo ali manjši intenzivnostjo, še nadaljeval, predvsem zaradi pričakovanega (in »zelenega«) pospešenega investicijskega procesa.

Za zunanji primanjkljaj lahko rečemo, pogojno tj. če ni prevelik, da je »vzdržen«, če ga povzroča le nadpovprečna rast investicij, ki povečujejo proizvodne in izvozne kapacitete. Zanesljivo je nevzdržen, če ga povzroča nadpovprečna rast končne porabe. Kot je razvidno iz slike 1, sta delovala v letu 1999 oba vzroka. Naloga ekonomske politike je, da uravnesi razmerje končna poraba/varčevanje. V kratkem oziroma srednjem roku pomeni to (a) zagotavljanje cenovne in institucionalne privlačnosti varčevanja nasproti porabi in predvsem (b) nadzor nad rastjo plač.<sup>4</sup>

V začetku leta 2000 je bilo varčevanje še naprej sorazmerno šibko, predvsem v podjetjih zaradi obremenitev z visokimi izplačili plač in davkov, hkrati pa se je ohranjala zvišana raven investicijskih izdatkov.

V mednarodni primerjavi (tabela 2) se kaže raven slovenskega varčevanja kot nadpovprečna (leto 1998, ki je navedeno v tabeli, je bilo netipično – značilna stabilna vrednost je okrog 24%), medtem ko je bila že v preteklih letih raven investicij zelo visoka, za leto 1999 pa bo

<sup>4</sup> Spodbujanje k varčevanju z visokimi obrestnimi merami ima omejen domet. Visoke obrestne mere privabljajo finančne naložbe iz tujine tj. ponudbo tujega denarja, ki hitro nevtralizira takšno »restriktivno« politiko. To se je zgodilo v Sloveniji v letih 1997/98, od leta 1999 naprej pa so transakcije s tujino še bolj sproščene. Visoke obrestne mere imajo v Sloveniji »omejen rok trajanja« že zaradi bodočega vključevanja v EU. Zaradi tega bodo mnoga ravnovesja v naslednjih letih odvisna predvsem od uspešnosti izgrajevanja institucionalnih varčevalnih mehanizmov (pokojninskih, zdravstvenih, stanovanjskih itd.) in od razvoja dolgoročnih finančnih trgov izven bank, ter manj od »makroekonomije«.

Temeljni pogoj je seveda racionalno obnašanje v podjetniškem tj. lastniškem sektorju. Nadzor nad rastjo plač je institucionalna (ali »mikro«) zadeva; makroekonomska regulacija je zelo okorna in nezanesljiva.

ustrezen podatek blizu 26%. Primerljivi tranzicijski državi Madžarska in Poljska sta ustvarili podobne stopnje gospodarske rasti na povsem povprečnih ravneh investiranja in s še nižjim domačim varčevanjem. Propulzivne majhne evropske države označuje nizek delež investicij; rast pri njih je že manj v zvezi z naložbami v osnovna sredstva.

Poučni za nas so podatki za Češko, ki so jim podobni tudi portugalski. Kažejo na *dinamičen ekstenziven* razvoj, v češkem primeru tudi z uspešnim zagotavljanjem varčevanja, v obeh primerih pa z zelo velikim deležem investiranja, financiranega z zunanjim primanjkljajem. Na Češkem se je ta model v obravnavanem letu že zrušil; leta 1998 so potrebni ukrepi zmanjšali zunanji primanjkljaj na 1,9%, gospodarska rast pa je bila naslednji dve leti negativna.

Tabela 2: Mednarodna primerjava (1997, v % BDP)

	Bruto Varčevanje	Bto. Investicije v osnovna sr.	Tekoči saldo	rast BDP v %
<b>Slovenija (1998)</b>	<b>25,1</b>	<b>24,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,6</b>
Nemčija	20,7	19,9	-0,2	2,2
Avstrija	23,0	23,7	-2,4	2,5
Italija	20,4	16,7	2,9	1,5
Švica	29,0	19,6	8,9	1,7
Irska	23,7	18,7	2,8	9,8
Finska	22,3	16,9	5,4	5,5
Portugalska	19,2	25,1	-2,7	3,7
Češka	(26)*	30,7	-6,1	1,0
Madžarska	(20)*	21,0	-2,2	4,6
Poljska	(18)*	21,2	-4,2	6,9
Koreja	34,2	35,0	-1,5	5,0

Vir: OECD Economic Outlook, OECD Main Economic Indicators, dec.1999. \* Kjer nismo našli podatka za varčevanje, je ocenjen iz drugih dveh podatkov.

V Sloveniji je delež investicij v BDP zelo visok, pri čemer se močnejše investiranje v industriji in sorodnih razvojno pomembnih panogah sploh še ni razmahnilo. Ko se bo – kar se pričakuje – se ob predpostavki ohranjenega obsega javnih infrastrukturnih projektov, nacionalni računi ne bodo »zapirali« brez velikih zunanjih primanjkljajev.

#### 1.4. Financiranje

Zunanjemu saldu (tekočega računa) se je reklo včasih »realni« saldo, ta pa je imel ekvivalent – »pod črto« – v finančnem saldu.

Vrzel v »realni« ekonomiji med dohodkom in skupno porabo ali med varčevanjem in investicijami, pozitivna ali negativna, kaže kapaciteto neto financiranja tujine ali potrebo po neto zadolžitvi v tujini. Vrzel je torej enaka saldu finančnega računa plačilne bilance: finančni račun kaže podrobne finančne transakcije države s tujino, ki – neto – pokrijejo saldo »realnih« ali tekočih transakcij.<sup>5</sup> Danes se reče zunanjemu saldu, če ga gledamo po tej plati »neto naložbe(+), neto posojila(-)«. <sup>6</sup>

<sup>5</sup> V veljavnem – novem – sistemu nacionalnih računov »realni« in finančni saldo nista enaka, temveč so vmes še neto kapitalski transferi in »proizvedena nefinančna osnovna sredstva« (patenti, licence itd.) – »kapitalski račun« v novi shemi plačilne bilance. Saldo tega računa je v Sloveniji neznan in znaša okrog 4 mio USD odliva letno.

<sup>6</sup> SURS. Angl. *net lending/borrowing*. Med drugimi, v praksi rabljenimi izrazi se zdi zelo uporaben tudi *net financing capacity/requirement*. S tem ni zanikano, da lahko nastane zunanji primanjkljaj tudi kot posledica presežnega zunanjega financiranja in ne obratno.

### 1.5. Sektorizacija

Tabele dohodka, porabe, varčevanja in končnega salda je mogoče sestaviti tudi za posamezne domače sektorje. Dobimo sektorska varčevanja tj. njihove prispevke k skupnemu varčevanju, in sektorske nefinančne salde, ki predpostavljajo odgovarjajoče tokove financiranja med domačimi sektorji in/ali s tujino. Sektorizirani »realni« in finančni računi se za Slovenijo še ne izdelujejo oziroma je projekt v teku (v Statističnem uradu in Banki Slovenije). Na podlagi nove metodologije javnofinančne statistike je mogoče sestaviti le dokaj korektno oceno osnovnih podatkov za državni sektor, ki je prikazana v tabeli 3.<sup>7</sup>

Tabela 3: Ocena sektorskih računov države (v % BDP)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Tekoči prihodki	43,1	44,6	43,3	43,1	42,7	41,9	43,0	44,1
manj: Tekoči izdatki	38,7	40,3	39,0	38,9	38,2	39,1	39,6	40,2
<b>Bruto varčevanje *</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
<b>manj: Neto kapitalski izdatki</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
- investicije v osn.sr.	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	2,5	3,0
- investicijski transferi **	0,8	0,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,6
<b>Nefinančni saldo</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>
<i>Financiranje:</i>								
Dana posojila, naložbe; kupnine	0,9	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0
Neto domače zadolževanje	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	-0,4	-0,8	0,6
Neto tuje zadolževanje	-0,0	-0,6	-0,3	-0,3	-0,9	-0,7	-0,3	-1,7
Spremembe na računih	0,0	1,0	-0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,4	0,4

Vir podatkov za izračun ocen: Ministrstvo za finance. 1999 predhodni podatki.

\* Dodati bi bilo treba še »prirast zalog«. \*\* Pretežno transferi javnim podjetjem in javnim zavodom.

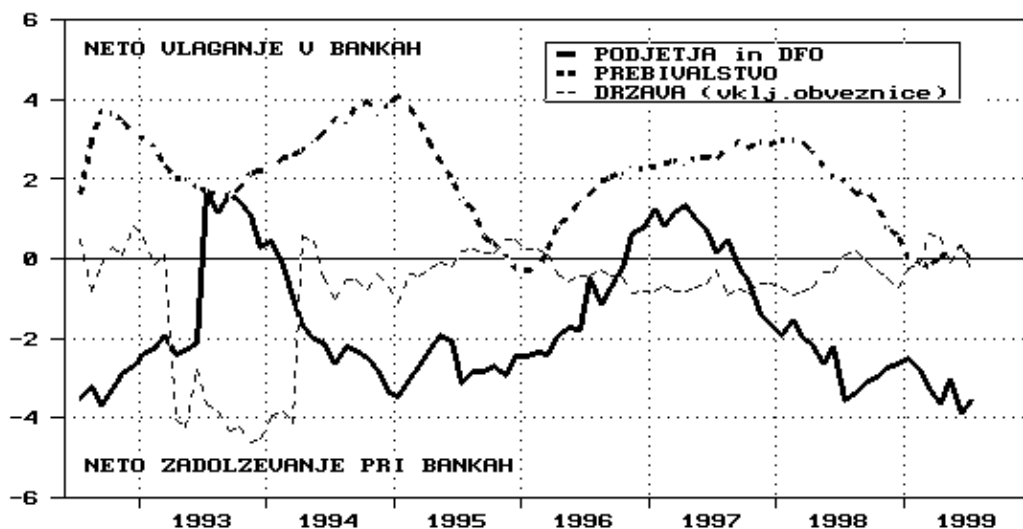
Razvidno je, da se v državnem sektorju ustvarja pomemben delež nacionalnega varčevanja (v višini tekočih prihodkov nad tekočimi – ne kapitalskimi – izdatki), za financiranje lastnih investicij. Varčevanje države je do leta 1993 celo prispevalo k financiranju primanjkljajev drugih sektorjev, in razen v letih 1997 in 1998 je država še naprej oddajala presežek na domačem trgu, ob neto zadolževanju v tujini. Od leta 1997 naprej je skupni končni saldo države negativen, tako zaradi manjšega presežka tekočih transakcij (varčevanja), kot zaradi rasti javnih investicij. Upoštevati pa je treba, da se velik del javnih investicijskih projektov izkazuje statistično v sektorju podjetij (DARS itd.).

Glavnina narodnogospodarskega varčevanja se ustvarja v podjetniškem sektorju kot bruto profit podjetij (statistično »poslovni presežek«, 22% BDP v letu 1998), zmanjšan za davke iz dobička, izplačila dividend itd. in ki vključuje tudi amortizacijo za obnavljanje osnovnih sredstev. Prišteti so tudi prirasti kapitala in rezerv v bančnem sistemu, ki so bili v Sloveniji v preteklem obdobju precejšnji. Lastno podjetniško bruto varčevanje je glavni vir financiranja bruto investicij sektorja. Končni saldo podjetij pa je tipično negativen, in se financira v glavnem s presežkom varčevanja nad investicijami (pretežno stanovanjskimi) sektorja gospodinjstev, od leta 1999 naprej pa tudi iz tujine.

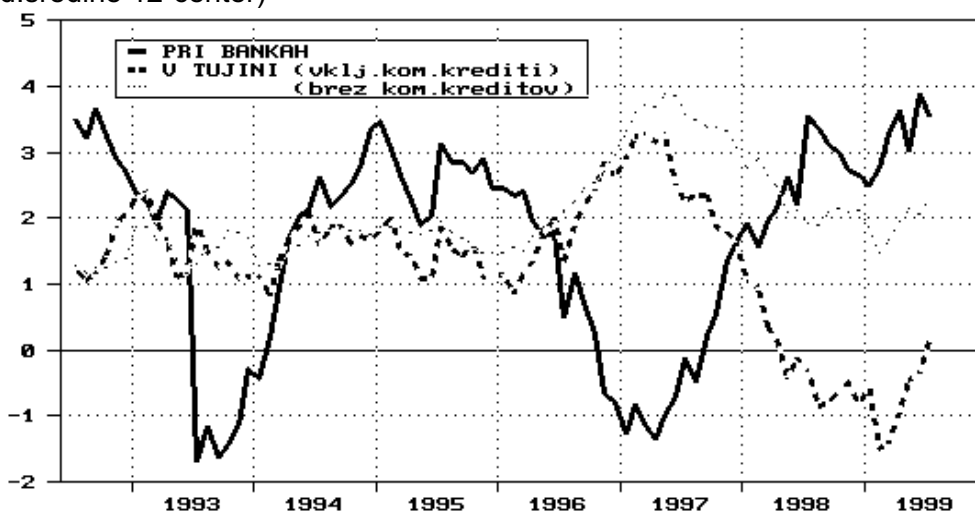
Zaradi prevladujočega položaja bank v slovenskem finančnem posredništvu njihovi podatki do neke mere aproksimirajo domače medsektorsko financiranje. Neto pozicije domačih sektorjev do bank (terjatve manj obveznosti – vlaganje manj izposojanje) so prikazane v sliki 2, naslednji dve sliki pa kažeta, za podjetja in državo, poleg bančnega še neto zadolževanje v tujini.

<sup>7</sup> Metodološki napotki so iz Dušan Murn: Predvidena revizija vladne finančne statistike, Prikazi in analize, Ljubljana, marec 1997.

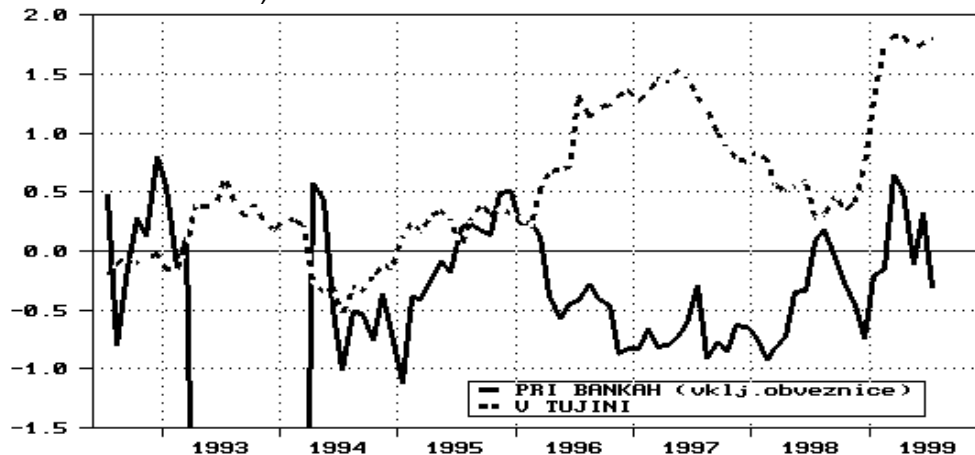
Slika 2: Neto terjatve domačih sektorjev do bank (v % BDP; d.sredine 12-center)



Slika 3: Podjetja in DFO: neto zadolževanje pri domačih bankah in v tujini (v % BDP, d.sredine 12-center)



Slika 4: Država: neto zadolževanje pri domačih bankah in v tujini (v % BDP, d.sredine 12-center)



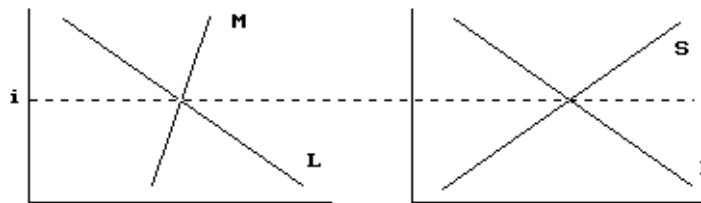
Vir za vse slike: Tabela finančnih tokov, ARC BS. K vlogam države pri bankah so vključene tudi tolarske vloge pri BS, zadolževanje države v tujini pa je zmanjšano za tokove na devizne račune pri BS.

## 2. DENAR IN BANKE: ŠIROKO OPREDELJEN DENAR M3

### 2.1. Varčevanje in denar

Zanima nas, kaj se da o dogajanjih v »realnem« svetu (npr. o varčevanju) sklepati iz podatkov finančne sfere. V bankah, na primer, vidimo kopičenje neporabljenega dohodka v obliki »finančnega varčevanja«. Toda komitenti, ki so v neto dolžniški poziciji do banke, varčujejo (»realno«) najprej z razdolževanjem tj. prek bančne aktive. Upniki investirajo iz bančne pasive in to ne pomeni, da zmanjšujejo (»realno«) varčevanje. Itd. Zveza med realno in finančno ekonomijo ni neposredna, ni prekrivanja agregatov.

Standardni koncept za pojasnjevanje obravnavanih zvez je IS-LM model s slikama realnega in denarnega ravnovesja, ki ju povezuje cena obrestna mera. Na *realnem trgu* je ponudba varčevanje ( $Y-C=S$ ), povpraševanje pa so investicije ( $I$ ). V ravnovesju je  $S = I$ , in zaradi tega tudi agregatno povpraševanje ( $C+I$ ) enako agregatni ponudbi ( $C+S=Y$ , recimo BDP). Na *denarnem trgu* imamo povpraševanje po transakcijem denarju M1 ( $L$ , likvidnostno povpraševanje) in ponudbo denarja od bank ( $M$ ).



Transakcijski denar nima lastne obrestne mere in je njegova cena oportunitetna obrestna mera tj. tista, ki jo dosega denarju alternativna naložba, varčevanje. Pri višji obrestni meri bo motivacija večja za varčevanje ter manjša za končno porabo in za držanje denarja. Obnašalni kriterij tj. smer odzivanja na obrestno mero loči, strogo, denar od varčevanja, tudi če si predstavljamo slednje v finančni obliki (na »kapitalskem trgu« ali kakorkoli).

Vrzel med varčevanjem in investicijami na realnem trgu, zaradi neravnovesne obrestne mere, zapolni zunanji saldo (presežek-primanjkljaj domačega varčevanja) ali inflacija-deflacija (namesto slednje prej zmanjšanje produkta in dohodka pod potencialnega).<sup>8</sup> Ustrezna korekcija obrestne mere pa realni trg uravnovesi. Dejstvo, da so razmere na denarnem trgu povezane z »realnim« svetom – da obstaja tak *transmisijski mehanizem* – je razlog za vlogo denarne politike v gospodarstvu.

### 2.2. Široko opredeljen denar

V resničnem svetu seveda ne obstoja »dolgoročna obrestna mera«, ki je cena varčevanja in oportunitetna cena končne porabe in likvidnosti (M1). V finančnem sistemu vidimo zvezno lestvico obrestnih mer za različne ročnosti itd. (krivulja donosnosti), tudi za vpogledna sredstva. Pri tem ni oprijemljive meje med »nizkimi« obrestnimi merami za likvidnost, promptno ali odloženo, in »pravimi« za varčevanje. Obnašanje ekonomskih agentov je zvezno po celi lestvici alternativnih portfeljev. Enako velja za razmejevanje finančnih imetij. Ni jasno, do kod sežejo sredstva, ki pokrivajo samo »odlaganje porabe« in od kod naprej tista, ki pokrivajo »odrekanje od porabe«.

<sup>8</sup> Kaj se zgodi, npr. v »ekspanzivnih« razmerah - zunanji primanjkljaj ali inflacija, je odvisno od institucionalnih in obnašalnih lastnosti gospodarstva in mednarodnega okolja. Nekaj od teh lastnosti za Slovenijo je nakazanih v Drenovec: Kakšen je transmisijski mehanizem v Sloveniji, Prikazi in analize, Ljubljana, december 1999.



Zaradi navedenega spremljajo centralne banke predvsem široko opredeljene denarne agregate, v katere je vključena čim daljša lestvica (bančnih) imetij upadajočih stopenj likvidnosti. Nemška centralna banka npr. vključuje v denar do M2 vezane vloge do 4 let (prevladujejo vloge do 1 leta), ki jih razume kot »začasno hranjenje kupne moči«, do M3 pa sledijo še hranilne vloge z odpoklicnim rokom nad 3 meseci, ki naj bi bile namenjene »hranjenju vrednosti«. Imetja pri bankah, ki presegajo M3 (»denar«) imenujejo »kapital«.

Najožji denar (M1) je nezanesljiv indikator, in vedno »prepozen«: kadar preveč poraste, je neželeni impulz že realiziran. Bolj ko je denarni agregat širok ali »globok«, bolj naj bi bil stabilen in daljše naj bi bile odložene zveze z »realnim« svetom (transakcijami in porabo) ter boljše informacijsko predhajanje.

Po drugi strani pa, ker vsebuje tako opredeljen denar že očitne sestavine iz sveta varčevanja in financiranja investicij, je tu drug problem: velik del denarja se obnaša kot varčevanje tj. nasprotno obnašanju transakcijskega denarja, meja pa ni jasna. Zato spremlja centralna banka vedno tudi – oziroma še bolj – strukturo agregata in upošteva kompleksnost pomenov z vidika transmissijskega mehanizma.

Če je zastopanost bank v skupnem finančnem posredništvu pomembna, govorimo tudi o »bančnem kanalu« denarne transmisije, to se pravi, da teče posredovanje med LM in IS v veliki meri v okviru bančnih bilanc in prek bančnih obrestnih mer (pasivnih in aktivnih) in ne, kot v elementarnem modelu, da izdajajo banke M1, finančno posredovanje nacionalnega varčevanja pa je drugje.

V široko opredeljenem modelu ni smiselno pojasnjevanje, vsaj ne temeljnih razmerij, z oportunitetno obrestno mero. Na obnašanje vpliva cela lestvica obrestnih mer, lastne obrestne mere posameznih ročnosti pozitivno, ostale negativno. Če prevladujejo v finančnem sistemu banke, so to predvsem bančne obrestne mere, aktivne in pasivne.

V (zelo) širokem denarnem modelu je lahko, očitno, pravilo, da bo količina denarja rasla, kadar bo denarna politika tj. ponudba centralnobančnega denarja (likvidnosti) restriktivna.

### 2.3. Slovenski M3

Slovenski M3 je opredeljen zelo široko. V finančnem sistemu še povsem prevladujejo banke; za finančno varčevanje je še vedno malo alternativ, kot tudi za kredit (razen iz tujine). Transmisija teče zanesljivo prek bančnega kanala, v M3 pa je zajeta skoraj celotna domača pasiva bank razen kapitala.

*Šibka ročnost* bančnih pasiv ne zanikuje, v načelu, uporabljanja M3 kot medija za varčevanje. Tudi kratke ročnosti imajo lahko stabilno obnašanje, s čemer indicirajo – za povprečje vseh komitentov – določeno trajno stopnjo odrekanja od porabe. V tem primeru je za bančni sistem toliko večja zahtevnost *transformiranja ročnosti*, ki je ena od glavnih funkcij bančnega posredništva. Razmejevanje »pravega« varčevanja itak ni natančno in v praksi se morajo gledati tako strukture bančnih pasiv kot aktiv, pa še kaj.<sup>9</sup>

Če si želimo tako opredeljen »trg denarja« predstaviti modelsko, moramo gledati M3 oziroma bančne bilance skozi optiko obeh shem, LM in IS. Brez dvoma se v Sloveniji premeščanje med transakcijsko in varčevalno komponento finančnih imetij, ki spremlja pomike v »realnem« svetu, dogaja bolj v okviru bank in denarja (M1/M3), kot med denarjem

<sup>9</sup> Sposobnost bančnega sistema za podporo domačih razvojnih procesov izničuje »negativna transformacija«, kadar se uporabljajo dolgoročni viri za financiranje končne porabe, kot to počno banke pri kreditiranju prebivalstva za kupovanje avtomobilov.

in drugimi finančnimi instrumenti. In kadar raste nacionalno varčevanje, rastejo tudi bančne bilance – ne obratno.

Ker je razločevanje med obema komponentama v denarni sferi težko oprijemljivo, si lahko sestavimo tudi združeno shemo »bančnega trga«, v kateri se merijo količine M3 in skupnega bančnega kredita. Takšen enoten in zato mešan model za M3 ne nudi povsem enostavne povezave z modelom realnega ravnovesja, saj so potrebne še druge informacije, o strukturi.

*Povpraševanje* v široko opredeljenem modelu je povpraševanje po skupnem bančnem kreditu. V »realnem« svetu na drugem koncu transmissijskega mehanizma se odziva na obrestne mere na enak način (negativno) transakcijsko povpraševanje, vključno z investicijskim. Lahko ga aproksimiramo s skupno domačo porabo ali z BDP, ali s kakšnimi drugimi indikatorji transakcij, o čemer odločajo empirične potrditve.<sup>10</sup>

*Ponudba* je v širokem modelu čisto drugačna, kot v ozkem. V LM modelu se odziva povsem tesno na ponudbo primarnega denarja, saj je prostost bank le v odločitvah o (ne)stiskanju presežne rezerve. V širokem modelu pa je tudi ponudba predvsem funkcija obnašanja komitentov, ki se odločajo o naložbah v bančne pasive. V največjem delu pasiv (M3) je obnašanje primerljivo z obanašanjem varčevanja. Koliko je ta ponudba zadovoljiv vir za »pravi« investicijski kredit je, kot rečeno, še stvar dodatnih informacij. Ponudbo varčevanja zmanjšuje povpraševanje po likvidnem delu pasiv (M1), kar se na agregatu M3 morda ne odrazi, ali pa, najbolj verjetno, negativno.

Navajeni na termine ozkega denarnega modela, govorimo običajno o »povpraševanju po M3« tako, kot govorimo o povpraševanju po M1. Po M3 pa nihče ne povprašuje na tak način, kot povprašuje po likvidnosti. Vezane vloge itd., ki so jedro bančnih pasiv se bankam nudijo, in na tej podlagi oblikujejo banke svojo ponudbo kredita. Povpraševanje je po M1, in po kreditu.

Povpraševanje, ki se ocenjuje v centralni banki v kontekstu širokega modela, je povpraševanje po (skupnem) kreditu. To je prvi korak. Potrebna je še analiza ponudbe, ocenitev razmerja med ponudbo in povpraševanjem, ter določitev ciljev interveniranja, po obeh plateh. »Vmes« pa je seveda, tudi v tem kontekstu, neposredno delovanje edino na trgu likvidnosti. Več o tem v 3. poglavju.

Odločilno je, da se ne spregleduje razlika med »obema denarjema«. Kadar govorimo o ekspanzivnosti ali restriktivnosti denarne politike, imamo v mislih učinkovanje centralnobančne ponudbe na trgu likvidnosti. V institucionalnih razmerah, v katerih močno prevladuje bančno posredništvo, je ta trg zadovoljivo aproksimiran s »trgom primarnega denarja« med centralno banko in bankami.

#### 2.4. Mehanizmi ponudbe

Kadar je denar opredeljen široko, je ponudba v zelo oddaljeni in posredovani zvezi s ponudbo primarnega denarja. Kvantitativno razmerje ponazarja *multiplikator*, zveza sama pa ni enostavna, tako kot je enostavna vsebina multiplikatorja M1, ki je v glavni funkciji predpisane stopnje obvezne rezerve.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> *Transakcije* se odzivajo na obrestne mere v odnosu do *dohodka* (recimo BDP). V funkciji *denarnega* povpraševanja obrestnih mer ni več, če so neodvisna »realna« spremenljivka transakcije, in ne dohodek. So samo še drugi parametri »hitrosti«.

<sup>11</sup> Predpostavljamo, da centralna banka predpisuje obvezno rezervo kot instrument nadzora nad multiplikacijo. V praksi to ni nujno in v mnogih državah so to že opustili. Bančni sistem vzdržuje določeno likvidnostno rezervo iz lastnega previdnostnega motiva, in empirično so izkazana dokaj stabilna odločanja o teh rezervah. Pa tudi če banke sploh ne bi držale rezerv se denar ne bi multipliral neomejeno, saj so glavni mehanizmi nadzora, kot rečeno, drugi.

Ker so bančne pasive na »daljšem« koncu običajno oproščene obvezne rezerve, je po »tehnični« plati formiranje – multiplikacija, izdajanje - teh vlog »zastonj« in povsem neodvisno od ponudbe primarnega denarja oziroma od stanj presežnih rezerv (proste likvidnosti) bank.<sup>12</sup> Količina (ponudba) M3 in na tej podlagi ponudba kredita bank raste tako, kot to želijo komitentni bank. Odločitve komitentov sledijo ravnem dohodka ter preferencam med porabo in varčevanjem. Na slednje vplivajo (poleg drugega) obrestne mere, na le-te pa centralna banka na »svojem« trgu primarnega denarja.

(V tem prispevku govorimo o obrestnih merah in o funkcijskih zvezah denarja, v katerih so pogosto edine neodvisne spremenljivke obrestne mere. V Sloveniji mehanizmi seveda ne tečejo tako gladko, in v denarni sferi delujejo morda še močnejše parametri deviznega trga. Namen prispevka ni, da zaobjame celovit mehanizem, temveč le to plat, ki je bila doslej najmanj obravnavana. Neskladnosti z resničnimi razmerami so navedene sproti, kjer je to najbolj nujno.)

Z odločanjem o ponudbi primarnega denarja cilja centralna banka navedeno odzivanje mehanizma agregatne denarne ponudbe in nikakor, direktno, enostavnega istosmernega gibanja ponudbe M3. Multiplikator M3 ni količnik, ki samo prevaja ponudbo primarnega denarja v ponudbo M3. Odzivanje M3 bo celo bolj verjetno v nasprotni smeri.

Zaradi togosti slovenske transmisije je empirična analiza odzivanja M3 na politiko centralne banke najbolj smiselna direktno prek »količin«. Pri tem ne smemo iskati odzivanja na primarni denar, ker je odvisnost pretežno v nasprotni smeri: povpraševanje po primarnem denarju je določeno z razmerami na »trgu M3«, prek stopenj obvezne rezerve. Iščemo odzivanje sprememb M3 na spremembe presežnih rezerv bank.

Analiza iz leta 1997<sup>13</sup> in lastni preizkusi na novejših podatkih pokažejo značilno pozitivno odzivanje v odlogih približno do pol leta, ter dolg pas še bolj značilnega negativnega odzivanja v odlogih približno od enega leta do dveh let in pol. To odzivanje M3 izvira iz segmenta M3-M1, medtem ko so bili podobni preizkusi z M1 neznačilni.<sup>14</sup>

V starejši analizi je bilo odzivanje M2 (M3 brez deviznih vlog) bolj značilno, v novejši pa mnogo bolj odzivanje skupnega M3. Segment tolarskih vlog (M2-M1) kaže sorazmerno šibke zveze, še ožja skupina dolgoročnih tolarskih vlog pa nobenih, saj se te podskupine agregata M3-M1 že medsebojno substituirajo zaradi gibanja tečaja in relativnih individualnih obrestnih mer.

Rezultati so pričakovani in odražajo sorazmerno manjši delež M1 v slovenskem M3, zaradi česar se obnaša agregat, z nujnim odlogom, v isti smeri kot komponenta M3-M1. Zadržek pa je nujen zaradi rudimentarnosti analize. Zelo dolg proces odzivanja struktur bančnih bilanc na zasuke denarne politike odraža znane togosti transmisije. V praktični uporabi obravnavanih zvez se vedno upošteva tudi (ne)delovanje konkretnih kanalov potovanja impulzov iz smeri centralne banke, oziroma se zateče centralna banka še k drugim vzvodom vplivanja na obrestne mere in »količine« bančnih bilanc, če jih ima.

<sup>12</sup> V Sloveniji za vezane vloge nad 1 letom ni potrebno izločiti obvezne rezerve in samo minimalno tudi za ročnosti nad 3 meseci. Od prvega polletja 1995 do prvega polletja 1998, ko je bilo varčevanje pri bankah zelo privlačno, je zato multiplikator M3 - ob stalnih stopnjah – porasel z 8,5 na blizu 10,5 ali za več kot 20%. Bolj kot obvezna rezerva omejujejo multiplikacijo denarja in kredita bonitetni predpisi ali lastne politike bank o usklajevanju ročnosti aktive in pasive (»likvidnostna lestvica«) ter o zapiranju neto devizne pozicije.

<sup>13</sup> Matjaž Noč: Osnovna razčlenitev ponudbe M3, Prikazi in analize, Ljubljana, december 1997. Tedaj so se lahko iskali samo odlogi do 12 mesecev.

<sup>14</sup> To ni pričakovan rezultat. Glavni moteč dejavnik je bilo izrazito znižanje vpogledne obrestne mere v septembru 1995 (do tedaj je znašala 0,4 ali 0,5 revalorizacije), ki je za eno celo leto zelo vplivalo na dinamiko M1 v smeri, nasprotni gibanju »realnih« dejavnikov povpraševanja po M1.

## 2.5. Denarna politika

V Sloveniji so tudi mnenja, da je politika ciljanja M3 nesmiselna in da centralna banka ne ve, kaj cilja, ali na kaj s tem vpliva.

V Veliki Britaniji, kjer je kanal prek bank manj pomemben in se zato s količinami denarja ne ukvarjajo veliko, kaj šele da bi jih »ciljali«, spremljajo druge finančne institucije in trge, na primer vpliven sistem stanovanjskih hranilnic in njihove obrestne mere. V ZDA spremlja centralna banka v zadnjih letih predvsem borzo in cene delnic. Likvidnost (M1) je, kot povsod, eden od indikatorjev, druge in bogatejše informacije pa iščejo na relevantnih nacionalnih dolgoročnih trgih, in usmerjajo k njim tudi svoje ukrepe.

V Sloveniji je pretežni del »dolgoročnega trga« vključen v bančne bilance. Podobno je npr. v Nemčiji, čeprav manj izrazito. Za centralno banko tedaj sploh ni dileme: transmisija teče prek bank in bančnih obrestnih mer, in če želi dosežati učinke v »realnem« svetu, mora spremljati in delovati prek bančnih bilanc tj. M3. Kompleksnost in, recimo, natančnost politike pa sta seveda taki, kot velja za denarno politiko nasploh.<sup>15</sup>

Transmisija med centralno banko in finančno sfero je na splošno toliko manj učinkovita, kolikor bolj mora teči prek bank. Bančno odzivanje je po naravi togo, v Sloveniji pa še nekoliko bolj. Odzivanje nebančnega (»realnega«) sektorja na bančne obrestne mere pa je normalno, če ne celo večje, kot drugod – z omejitvijo, da so relativne finančne naložbe in relativna zadolženost še precej »plitki« in da zato spremembe obrestnih mer ne prizadenejo ekonomskih agentov tako globoko, kot v večini razvitih gospodarstev.

## 3. DENARNI UČINKI IZ PLAČILNE BILANCE

### 3.1. Definicije

»Klasični« denarni učinki iz plačilne bilance so tisti, ki spremljajo tekoče (realne) transakcije gospodarstva s tujino. Komitenti v bankah *monetizirajo* – spremenijo v domač M3 – svoje izvozne prejemke, ali demonetizirajo – z zmanjšanjem M3 – plačila uvoza.<sup>16</sup> Monetizira se *saldo tekočih transakcij s tujino*.

Precej drugače je, kadar (de)monetizirajo komitenti pri bankah svoje *finančne transakcije s tujino*. Spremembe bančnih bilanc tedaj ne korespondirajo s spremembami v »realnem« svetu. V tem primeru gre za modaliteto splošnega mehanizma variranja ponudbe in povpraševanja po M3 zaradi odločanja ekonomskih agentov o naložbah in kreditu med bančnim sistemom in drugimi finančnimi trgi. Zmanjšanje ponudbe M3 v banke zaradi povečanega kupovanja državnih obveznic, na primer, ne indicira zmanjševanja varčevanja; hkrati je država zmanjšala kreditno povpraševanje v bankah, pri nespremenjenem narodnogospodarskem povpraševanju. V večini držav in zelo izrazito v Sloveniji pa je glavni tak alternativni trg tujina.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Pri tem je sekundarno, ali centralna banka M3 tudi »cilja«. Če bi ciljala Banka Slovenije devizni tečaj, bi morala še vedno nadzirati M3, le mehanizmi denarne intervencije bi bili drugačni. Pomembne spremembe bi se zgodile, če bi drugi finančni trgi prevagali nad bančnim sistemom. Še prej pa se bo itak dogajala še pomembnejša sprememba, ko se bo denarna sfera vse bolj internacionalizirala.

<sup>16</sup> Večinoma gre za konverzijo tujih prilivov/odlivov v tolarje, ni pa to nujno, saj se lahko ustvari (ali umakne) tudi devizni del M3 (M3-M2). To je prav tako »domač denar« v tem smislu, da je terjatev do domače banke in ne do tujine.

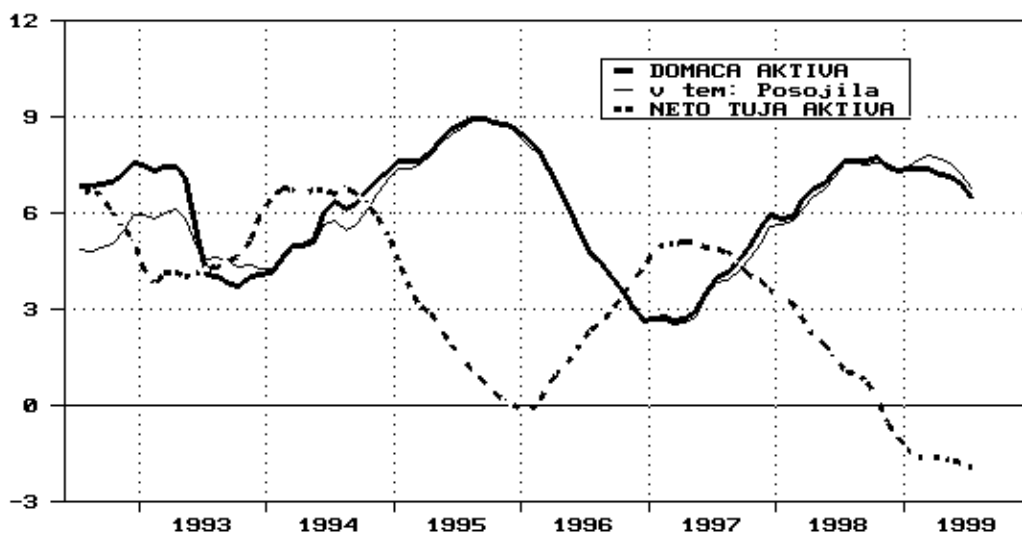
<sup>17</sup> Cenovni in drugi dejavniki, ki sicer povzročajo selitve komitentov v tujino, se realizirajo v Sloveniji v veliki meri tudi znotraj bančnih bilanc oziroma M3, v deviznih vlogah in kreditu. Zaradi možnosti držanja deviznih vlog pri domačih bankah je obnašanje slovenskega M3 mnogo bolj stabilno, kot bi bilo sicer, in korespondira mnogo boljše z dinamiko v »realnem« svetu.

Ne glede na izvor, se pokažejo denarni učinki iz plačilne bilance v bančnih bilancah v *neto tuji aktivih (NTA)*. Ta izvira iz odkupa/prodaje plačilnobančnih tokov komitentov; v Sloveniji so to v glavnem likvidne »devizne rezerve« bank, odkupljene od podjetij ali prek menjalnic. Upoštevajoč še *domačo aktivo (DA)*, je običajen zapis kanalov multiplikacije tj. ustvarjanja ali izdajanja M3:

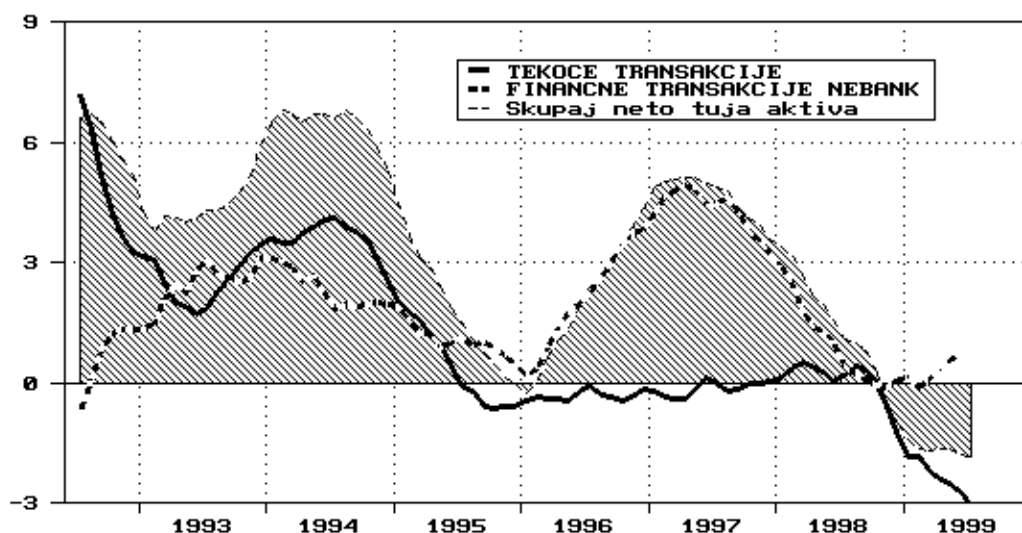
$$M3 = DA + NTA - NOP,$$

kjer je *NOP* neto ostala pasiva, ki jo na naši ravni analize zanemarjamo (v letu 1994, na primer, pa je ob valu dokapitaliziranja nekaterih bank velik del agregatne kreditne ekspanzije povečal *NOP* tj. kapital in ne M3).<sup>18</sup>

Slika 5: Tokovi izdajanja M3 prek DA in NTA (v % BDP, d.sredine 12-center)



Slika 6: Viri izdajanja denarja prek NTA: tekoče in finančne transakcije plačilne bilance (v % BDP, d.sredine 12-center)



Vir za sliko 5 in 6: Tabela finančnih tokov, ARC BS.

<sup>18</sup> Shema predpostavlja »konsolidirano bilanco denarnega sistema«, ki vključuje tudi centralno banko, seveda pa ima komaj kaj spremenjen pomen tudi v ožji analizi bančnih bilanc. Izdelava sheme za Slovenijo je predstavljena v Matjaž Noč: Osnovna razčlenitev ponudbe M3, Prikazi in analize, Ljubljana, december 1997.

M3 prek DA se ustvari z odobritvijo kredita (domačim) komitentom. M3 prek NTA se ustvari, ko komitenti prodajo banki tuj denar, npr. izkupiček od izvoza ali prejetega tujega posojila. Terjatev do tujine tj. kredit tujini prevzame banka; odobrila je kredit in ustvarila M3. *Povpraševanje* po NTA je torej, drugače kot povpraševanje po domačem kreditu, povpraševanje iz tujine, po cenah, ki veljajo v tujini. Banke bodo – samoiniciativno – formirale NTA samo v okviru relativne donosnosti naložb v tujino.

*Slika 5* kaže, kako so se v preteklih letih v Sloveniji izmenjevali kanali izdajanja M3 (za celoten denarni sistem, vključno s centralno banko. Iz podatkov DA za obdobje do leta 1994 je izvzeto pridobivanje državnih sanacijskih in drugih obveznic, s katerimi so se tedaj nadomeščale slabe terjatve bank do Narodne banke Jugoslavije itd. – del NOP.) Razvidna je velika vloga transakcij s tujino v vsem preteklem obdobju. V *sliki 6* je ta kanal razčlenjen po izvoru v tekočih ali finančnih transakcijah plačilne bilance. Monetizirajo se seveda le tuje transakcije nebančnih sektorjev, saj imetja bank niso denar (M3).

Plačilnobilančni učinki so izvirali v prvem obdobju, približno do polletja 1995 v glavnem iz presežka tekočih transakcij (velik del tedanjih finančnih prilivov pa so sestavljale neto prodaje domačega prebivalstva menjalnicam med polletjem 1993 in polletjem 1995). Po tem je bil tekoči račun nevtralen, od 1996:Q2 naprej pa je postala Slovenija privlačna za tuje finančne naložbe, ki so determinirale denarno sfero do polletja 1998. Od konca leta 1998 naprej spet prevladujejo tekoče transakcije, tokrat s primanjkljajem in demonetizacijo.

V nadaljevanju sledi podrobnejši pregled delovanja denarnih mehanizmov v treh različnih plačilnobilančnih situacijah. Z izjemo prve situacije, v kateri ima Slovenija zunanji presežek, gre za pregled *aktualnih dilem denarne politike*. Opisi so ilustrirani s shemami realnega in obeh denarnih trgov, kot so bile opredeljene v predhodni razlagi. Namen grafičnega izkaza je, da prispeva k nazornosti, in ni mišljen kot vaja v modeliranju; glede slednjega natančnost precej verjetno niti ni najboljša.

Sheme »trga M3« kažejo obnašanje segmentov bančnih bilanc nad M1, z upoštevanjem znanih omejitev pa lahko aproksimirajo tudi skupni M3 in skupni kredit. Vse spremenljivke so realne, ne nominalne, »realna« neravnovesja pa se obravnavajo le po plati zunanjega salda, to se pravi, da zanemarjamo vzporedne inflacijske učinke. Nakazana so odzivanja na realno obrestno mero, ki jih v resničnem življenju pogosto ni bilo, predvsem v bančnih aktivah, kjer so tekli procesi prilagajanja količin precej bolj »grob«. Zadržek pa skoraj ne velja za bančne pasive.

### 3.2. Monetizacija tekočih transakcij: presežek

Približno do srede leta 1995 so trajali v Sloveniji obsežni plačilnobilančni prilivi v bančni sistem iz presežka tekočih transakcij. V tej točki zanemarjamo finančne prilive, ki so se tudi že pojavili močneje od srede leta 1993, najprej – kot je to običajno – od domačih sektorjev.

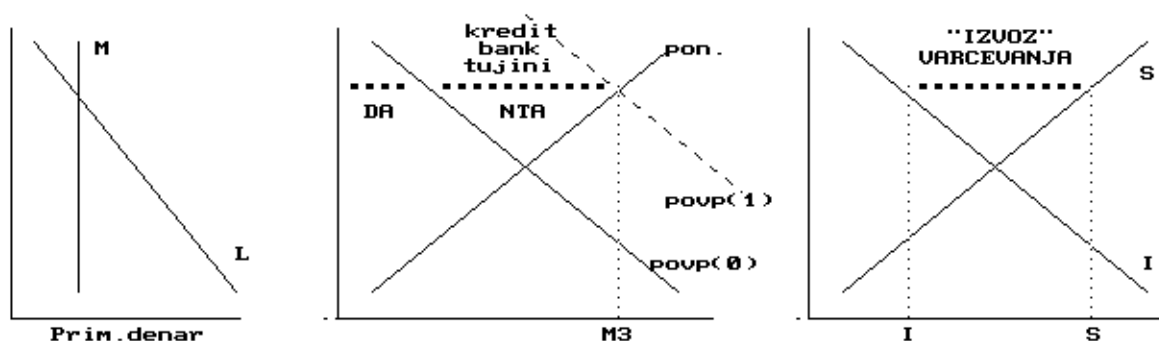
Ker so plačilnobilančni tokovi nebančnih sektorjev le iz realnih transakcij, se odslkava vzporedno neravnovesje tudi na denarnem trgu. Ponudba M3, ki izvira v veliki meri iz dohodka in varčevanja, ustvarjenega z neto izvozom BDP ter iz prodajanja izvoznih zaslužkov bankam, v NTA, se lahko realizira le ob odgovarjajočem povpraševanju, to se pravi povpraševanju tujine po tem obsegu NTA.

Pri dani visoki ravni domačih obrestnih mer, relativno na tuje, pa tega povpraševanja ni. Domača pasiva bank je predraga, da bi obstajal interes za naložbe v tujino. Obravnavana plačilnobilančna situacija je nestabilna in bi se v denarni sferi zelo hitro zrušila tj. uravnovesila, ko bi šibko povpraševanje bank po M3 in – zato – po likvidnosti pripeljalo do znižanja izhodiščne ravni obrestnih mer in, končno, do ravnovesja na nižji ravni BDP v

»realnem« svetu.<sup>19</sup> (V Sloveniji bi se bistveno bolj aktiven proces zgodil izven našega »modela«, zaradi nezadostnega povpraševanja bank na deviznem trgu in apreciacije.)

*Intervencija* v podporo neravnovesju (zunanjemu presežku) je načeloma nesmiselna, Banka Slovenija pa je intenzivno zavirala dinamiko uravnovešanja.<sup>20</sup> Vsebina politike je bila, da je ustvarila *povpraševanje po NTA* in ustrezno povpraševanje bank na deviznem trgu. Predvsem s predpisom o deviznem minimumu je BS banke prisilila k izgrajevanju deviznih rezerv, pretežno na njihove lastne stroške. Bil je tudi prvi, še grob poseg s sterilizacijo tj. z odkupovanjem NTA bank za »normalno« obrestovane domače vrednostne papirje (BZNB).

To politiko, katere cilj je bilo ohranjanje ravni nacionalnega varčevanja in ki je torej spodbujala visoko rast M3, je morala podpirati – očitno – ustrezno zadržana ponudba primarnega denarja. Negativen vpliv le-te na tečaj je bil nevtraliziran z navedenim prisilnim povpraševanjem bank na deviznem trgu.



Ker vključuje v obravnavani situaciji ciljna struktura porabe BDP velik del tuje porabe, ki jo mora pokrivati bančni kredit tujini (NTA), je temu ustrezno nižji domač kredit (DA). V tem primeru ne gre za substitucijo ali izrivanje, saj »financira« NTA ustvarjanje varčevanja in M3, ki ga sicer ne bi bilo. Podjetja, ki prejmejo za vrednost izvoza od bank denar (M3), pa ne potrebujejo kredita; kreditna podpora izvozu je odobrena tujini, ki plača izvoz.

Intervencija je trajala, dokler ni v nekaj zaporednih letih poraslo (eksogeno določeno) investicijsko povpraševanje in je bilo presežka konec – brez izgub BDP (glej *sliko 1*). V zgornjih shemah bi to ponazorili s pomikom v desno krivulje *I* na realnem trgu in krivulje povpraševanja na denarnem trgu. V ravnovesju sta oba trga.<sup>21</sup>

### 3.3. Monetizacija tekočih transakcij: primanjkljaj

V letu 1999 je prešla Slovenija zelo na hitro v novo zunanje neravnovesje. Glavni, trendni sunek je bil od nadaljnje (pretežno eksogene) rasti investicijske porabe, ki je na tej točki presegla okvire rasti BDP in varčevanja. K naglemu preobratu so prispevali še nekateri prehodni dogodki,<sup>22</sup> naslednji vir primanjkljaja pa je bil porast končne porabe, na račun

<sup>19</sup> V shemi realnega trga indicira domačo proizvodnjo ali dohodek  $S (C+S=Y)$ , porabo pa  $I (C+I)$ .

<sup>20</sup> Tržno uravnovešanje bi bilo v enem delu prek zmanjšanja izvoza in BDP (proizvodnih in izvoznih kapacitet), drugi del presežka pa bi izničil v glavnem porast končne porabe in povezanega uvoza.

<sup>21</sup> Zaključek obdobja zunanje presežka v letu 1995 je vključeval še prav nesrečno mešanico prehodnih dejavnikov, zaradi česar je bil vsaj tako nenaden in volatilen, kot prelom v primanjkljaj v letu 1999. V začetku leta so sovpadli trend, cikel in sezonska komponenta inflacije, kar je povzročilo izreden padec indeksacije in vseh obrestnih mer. Eno celo leto pred tem je tolar zelo močno apreciral. Nekaj mesecev pred tem se je preobrnil navzdol tedanji cikel zunanje konjunktore tj. izvoznega povpraševanja. In prav v tem času so se, kot kaže, slovenski trgovci in banke usposobili za moderno in učinkovito kreditno podporo prodaji avtomobilov. Zlom tekočega računa je bil zato silovit in pod močnim neposrednim vplivom uvoza potrošnih dobrin.

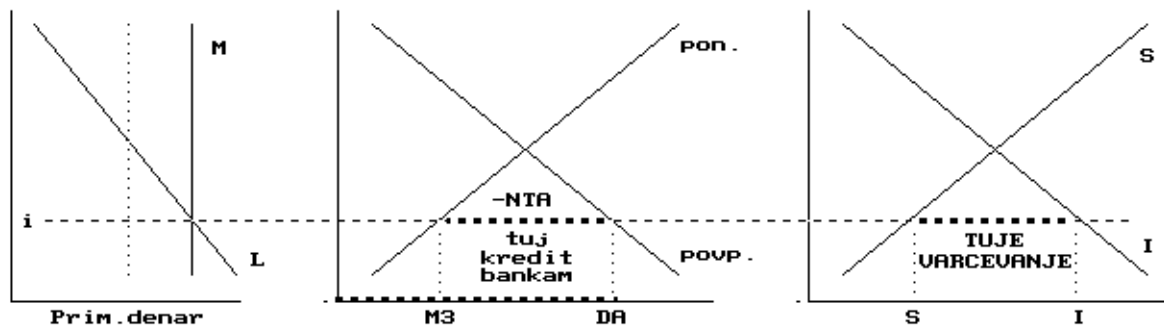
<sup>22</sup> V mesecih pred uvedbo DDV se je zgodila koncentracija investicijske in končne porabe; med polletjem 1998 in polletjem 1999 je prišlo do popolnega zastoja tujega povpraševanja in izvoza (učinki bi bili še precej hujši, če ne bi bilo prav v tem času

varčevanja (glej *slika 1*). Ta dejavnik je v tesni zvezi z velikim znižanjem obrestnih mer po prvem polletju 1998.

V nadaljevanju obravnavamo samo to endogeno komponento neravnovesja, čeprav ni njegov edini vzrok. Še naprej predpostavljamo, da ni finančnih transakcij nebančnih sektorjev s tujino in da so denarni učinki le iz plačevanja v tujino za (neto) uvoz.

Neravnovesje je torej reproducirano tudi na denarnem trgu. Povpraševanje po kreditni podpori je za obseg domače porabe, ki presega ponudbo BDP in varčevanja ter ponudbo M3 v banke. Za to vrzel lahko banke zagotovijo potreben kredit (DA) le z zmanjševanjem svojih tujih naložb oziroma deviznih rezerv (NTA). Zmanjšanje terjatev do tujine je ekvivalentno zadolžitvi v tujini.

Del kredita (DA), ki ustvari komitentom M3, porabijo le-ti za plačevanje uvoza tj. za kupovanje NTA bank. Zato izgleda, kot da M3 »odteka« in da se bančne bilance krčijo. V resnici je M3 pač majhen (raste počasi), ker je majhno varčevanje tj. ostanek dohodka po končni porabi. Banke pa tedaj nimajo kaj dosti za »finančno posredovati«.



Opisana situacija vključuje presežno povpraševanje po M3 in, ustrezno, po primarnem denarju (ter na deviznem trgu). V razmerah brez intervence se dogaja proces uravnovešanja prek rasti obrestnih mer (in depreciacije).

Nastanek neravnovesja je bil v Sloveniji zelo sunkovit in normalno odzivanje centralne banke v takem času je, da zadovolji povečane potrebe bank po likvidnosti in devizah.<sup>23</sup> Seveda pa pomeni akomodiranje tega povpraševanja *denarno akomodiranje realnega neravnovesja*. To je šolski primer »financiranja inflacije« in/ali primanjkljaja. Nasprotno, kadar je neravnovesje neželjeno (za razliko od predhodno obravnavane situacije zunanjega presežka), mora centralna banka pustiti da deluje tržni pritisk. To pomeni: če je na trgu primarnega denarja in na deviznem trgu stiska, naj bo.

Bistveni sta dve omejitvi. Prvič, realna neravnovesja se popravljajo počasi in tak mora biti tudi horizont centralne banke. Drugič, podpora tržnemu pritisku je smiselna do meje med endogenimi in eksogenimi komponentami neravnovesja. Zunanji primanjkljaj ima običajno, ne le v našem primeru tudi vzroke, na katere obrestne mere in devizni tečaj, ali drugi vzvodi denarne politike ne vplivajo, ali šibko. Preko te meje je smiselno, da denarna politika akomodira, problemi pa se morajo reševati drugače ali drugače.

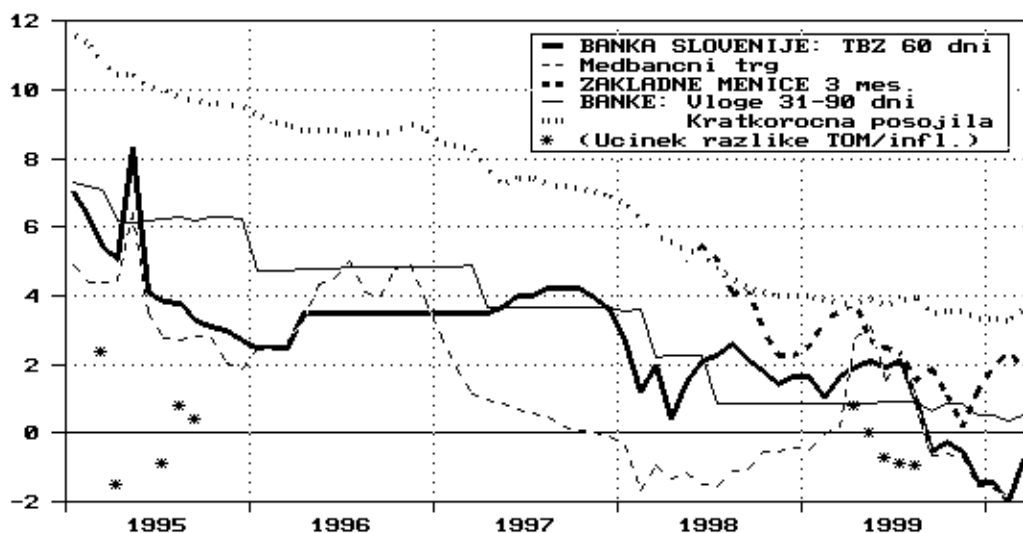
povečane proizvodnje novega modela v Revozu). Veliko zmanjšanje neto izvoznih dohodkov v storitvah, predvsem turizmu, pa se je zgodilo v glavnem pred tem, v letih 1997 in 1998. Tedaj je to poslabšanje sovpadlo z izboljševanjem v blagovni menjavi zaradi ugodnih pogojev menjave (terms of trade) in se ni odrazilo v skupnem tekočem saldu.

<sup>23</sup> Operacija ni bila izpeljana najbolj gladko, ne s strani bank, ne BS, z opravičilom, da je bil šok res velik. Na deviznem trgu so bili še do srede marca 1999, kot v vseh predhodnih letih pozitivni prilivi v banke, in oskrba z likvidnostjo od BS je tekla po ustaljenih kanalih prek odkupovanja deviz; trend je celo rahlo rasel. V zadnjem tednu marca pa so podjetja nenadoma zahtevala nakup več kot 100 mio DEM, in potem s takšnim tempom naprej vse do polletja.



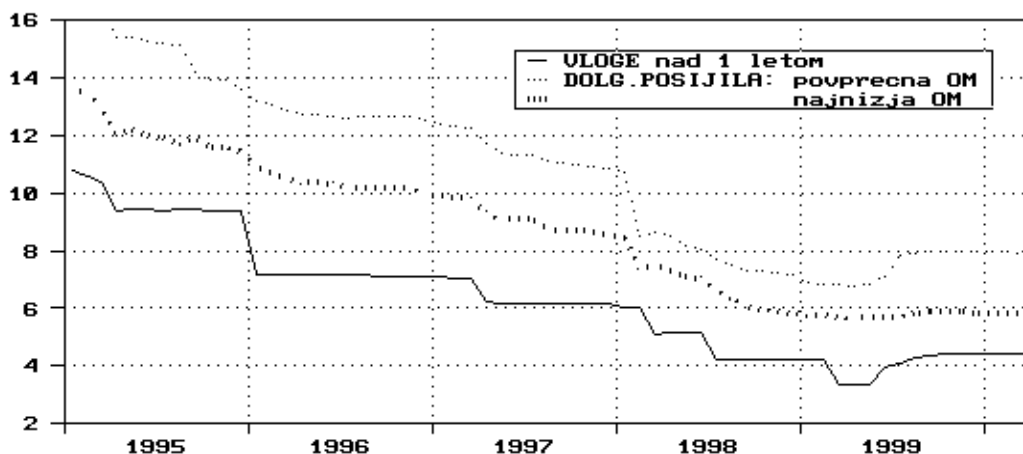
Ne sme se spregledati, da je bilo celotno predhodno obdobje – obdobje z zunanjim presežkom in potem obdobje ravnovesja, vse do leta 1998 – determinirano z *zelo visokimi ravnmi realnih obrestnih mer*. Ravnovesje ni bilo slučajno ali eksogeno. Tedaj se je reklo, da so obrestne mere v Sloveniji »nepomembne«, ker so bile pač vedno in vselej visoke. Vse to se je po letu 1998 radikalno spremenilo in novo makroekonomsko okolje je popolnoma drugačno, kot je bilo prejšnje. (Znižanje dolgoročne ravni obrestnih mer v letu 1998 je opisano v naslednji točki.) Obrestne mere so sedaj »pomembne«.<sup>24</sup>

Slika 7: Realne kratkoročne obrestne mere (v % na letni ravni; deflacioniranje s TOM/R)



\* Učinek razlike TOM/inflacija: realna obrestna mera za TBZ 60 dni, če je deflator dejanska tekoča (desezonirana) inflacija – v dveh obdobjih večjega odstopanja R oz. TOM od percipirane inflacije. Razlika velja ustrezno tudi za druge obrestne mere.

Slika 8: Realne dolgoročne obrestne mere bank (v % na letni ravni; deflacioniranje s TOM/R)



Vir za sliko 7 in 8: Banka Slovenije.

Kot kaže *slika 7*, sta bila oba zadnja valova povečane porabe in uvažanja prebivalstva, v letih 1995 in 1999 povezana s predhodnim občutnim padcem obrestnih mer (obakrat je

<sup>24</sup> Izjemno visoke obrestne mere v prvih letih po osamosvojitvi so odražale predhodno inflacijsko izkušnjo in posebne dejavnike povpraševanja (distressed borrowing, visoko rast plač v podjetjih brez lastnikov). Zniževanje s teh izjemnih ravni, nekako do leta 1996, se pojasnjuje s postopnim umikanjem teh dejavnikov in ne z denarno politiko. Nasprotno, leta 1995 je Banka Slovenije spodbudila medbančni dogovor o pasivnih obrestnih merah prav z namenom preprečevanja preobratov nazaj navzgor, ki so pretili v kontekstu prevladujoče kratkoročne optike bančnih politik.

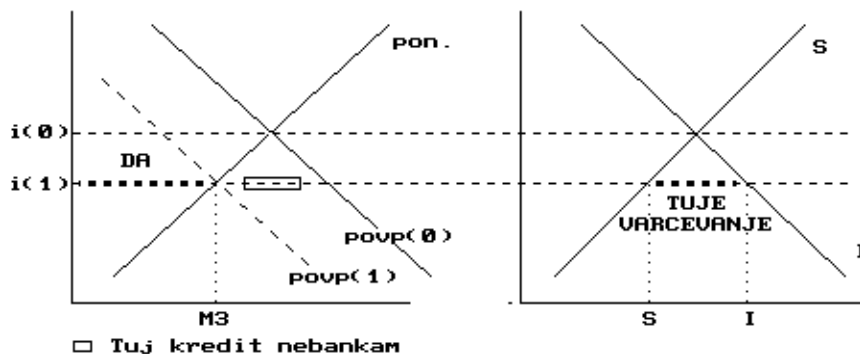
predhodila tudi – večja ali manjša – apreciacija). Zadnje znižanje obrestnih mer traja še naprej v prvem četrtletju 2000.<sup>25</sup>

Za razliko od kratkoročnih, je bilo zniževanje dolgoročnih obrestnih mer sredi leta 1999 zaustavljeno (*slika 8*). Nepovezano s splošno usmeritvijo denarne politike, je bilo to doseženo s posebno močnim »priporočilom« Banke Slovenije bankam. Relativno visoke dolgoročne pasivne obrestne mere so odločilno »sidro« v novih razmerah denarnih trgov.

### 3.4. Monetizacija finančnih transakcij komitentov (nebančnih sektorjev) s tujino

Doslej smo predpostavljali, da ni mednarodne mobilnosti kapitala in da opravlja finančne transakcije s tujino le bančni sektor (ali centralna banka) za pokrivanje danih realnih neravnovesij. V Sloveniji so postali obsežni avtonomni tuji finančni prilivi sestavni del ekonomskih razmer potem, ko so bile objavljene prve in ugodne ocene državnega tveganja pred prvo izdajo državnih obveznic avgusta 1996.

Prvi ali ničelni scenarij je brez intervence. Izhodišče, ki ustreza tedanji slovenski situaciji, so uravnovešeni trgi po usahnitvi dotedanjega zunanjega presežka. Ker so tuje obrestne mere nižje, se začnejo domači sektorji zadolževati direktno v tujini. Zmanjša se povpraševanje po kreditu domačih bank. Tendanca je močna, zato se prej ko slej znižajo tudi domače obrestne mere, to pa zmanjša domačo ponudbo. V »realnem« svetu je pri teh obrestnih merah neravnovesje oziroma zunanji primanjkljaj. (Odgovarjajoči procesi tečejo tudi prek deviznega trga in apreciacije.)



Impulzi so iz denarnega, ne realnega sektorja. Ker je denarni trg odprt navzven doživlja avtonomne procese, spremembe tukaj pa se odrazijo na realnem trgu. Denarno uravnovešanje v smeri manjših količin M3 in DA (ven iz domačega finančnega posredništva) ustvarja na realnem trgu, nasprotno, neravnovesje – ki pa je stabilno, ker je na denarnem trgu, kjer bi se sicer sprožalo korigiranje, ravnovesna točka drugje.

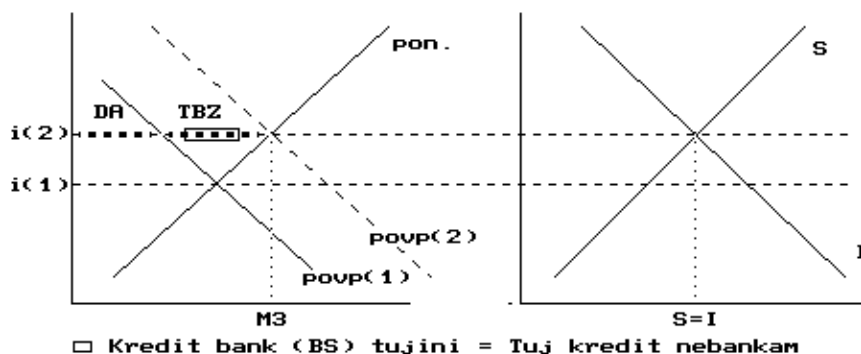
To je »klasičen« scenarij učinka odprtosti kapitalskih trgov na države z relativno visokimi domačimi obrestnimi merami. Tuj kredit ne priteka zato, da se financira realni primanjkljaj, temveč se realni primanjkljaj ustvari zato, ker priteka tuj kredit. Prav tako »klasičen« recept je zato interveniranje, s sterilizacijo denarnih učinkov intervencije.

Za dopolnitev skrčenega povpraševanja po DA ustvari centralna banka dodatno povpraševanje po NTA, tako, da jo prevzema sama, v zameno za možnost naložb bank v »po domače« obrestovane vrednostne papirje. Povpraševanje bank po M3 je temu ustrezno višje, obrestne mere se ne znižajo, ohranita se ponudba M3 in realno ravnovesje.

<sup>25</sup> Ob koncu prvega četrtletja 2000 je znašala 3-mesečna tržna obrestna mera v Sloveniji kakšni 2 odstotni točki nad inflacijo, prav toliko kot v Evropi za EUR. Obrestna mera za bančna kratkoročna posojila za najboljše komitente je znašala v Sloveniji okrog 3 točke nad inflacijo, v Nemčiji okrog 4 točke. Bančne dolgoročne obrestne mere, v aktivih in pasivi, pa so bile v Sloveniji precej višje.

(Odgovarjajoči procesi so na deviznem trgu.) Tuje zadolževanje nebančnih sektorjev dobi protiutež v kreditiranju tujine.

V Sloveniji je BS sistematično intervenirala tj. odkupovala tuje prilive od bank, v zameno pa jim je nudila dobro obrestovane lastne blagajniške zapise (TBZ). Neto prirast emisije TBZ je znašal v letu 1997 preko 2% BDP, kar je (poenostavljena) aproksimacija preprečenega zunanjega primanjkljaja v tem letu.



Recept s sterilizacijo ima pomanjkljivosti. Za centralno banko je zelo drag in ima omejen rok uporabnosti. V Sloveniji je prišla prej do izraza druga težava. Ker se na domačem trgu ohranjajo visoke obrestne mere, se ne zmanjšuje beg kreditnega povpraševanja v tujino. Bolj ko je ohranjanje dane ravni domačega varčevanja in M3 uspešno, bolj se krči DA in raste NTA. V bančnih aktivah je vse manj pravega kredita in vse več sterilizacijskih papirjev (običajno državnih obveznic, v Sloveniji TBZ).

V letu 1997 je neto novo tuje zadolževanje podjetniškega sektorja že preseglo njegovo domače zadolževanje. Banka Slovenije je »obupala« v začetku leta 1998 in ob tem bankam tudi drugače sporočila, da visoke obrestne mere ne vzdržijo več. Prelom je lepo izkazan v *sliki 7*.<sup>26</sup>

Kot kaže slika, so postale razmere na trgu primarnega denarja (ki jih indicira medbančna obrestna mera) »ohlapne« že precej pred tem, v glavnem od začetka sistematične devizne intervencije z neomejenimi količinami ponudbe primarnega denarja. Ohlapnost se ni preselila na trg M3 in na realni trg zaradi togosti transmisije tj. neodzivanja bančnih obrestnih mer, na kar pa so pomembno vplivale tudi visoke obrestne mere na sterilizacijskih instrumentih (TBZ) BS. Kar zadeva politiko centralne banke, so odločale obrestne mere, ne nadzor nad količino primarnega denarja.

Mobilnost kapitala bo slej ko prej izenačevala obrestne mere, z ustreznimi učinki na domače varčevanje in ravnovesje. V tipičnem tranzicijskem gospodarstvu zagotavlja za ravnovesje potrebno ponudbo varčevanja raven obrestnih mer, ki je višja od mednarodnih in ki je zato nevzdržna. Razvojne opcije v takem gospodarstvu se vedno reducirajo, na koncu, na spreminjanje »nagnjenosti k varčevanju«, ki pomika krivuljo ponudbe v desno, to se pravi na ustvarjanje – recimo - dane stopnje prihrankov pri vse nižjih obrestnih merah. Za to se morajo spreminjati motivacije, morajo se nuditi instrumenti in kanali varčevanja; predvsem pa mora rasti učinkovitost generiranja dohodka in profitov v podjetniškem sektorju.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Po zaporedju plačilnobilančnih in finančnih kriz, ki so jih povzročili v nekaterih državah obravnavani mehanizmi, je v letu 1998 močno upešal tudi »push«, tako da se prenehanje finančnih tokov v Slovenijo ne pripisuje samo zniževanju domačih obrestnih mer. V letu 1999 pa so podjetja svoj povečan uvoz že financirala v največji meri s tujimi finančnimi posojili, zadolževale pa so se tudi banke.

<sup>27</sup> Navedeno velja za obnašanje v odnosu do realne obrestne mere. Druga, recimo »makroekonomska« komponenta obrestne razlike je razlika med relativno (domačo in tujo) inflacijo in depreciacijo. Po tej plati je proces, ki odloča o sposobnosti mednarodne integracije gospodarstva zniževanje inflacije.