

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize V/2 (junij 1997), Ljubljana

DENARNA POLITIKA IN INFLACIJA V LETU 1997

(Analitsko raziskovalni center)

1. LETNI CILJ DENARNE POLITIKE

Temeljna usmeritev denarne politike Banke Slovenije je bila v preteklih letih, in je še naprej postopno zmanjševanje inflacije in zagotavljanje stabilnosti doma-e valute. Stopnja inflacije je končni cilj, ki ga centralna banka ne more dosegati neposredno. Posredni cilj Banke Slovenije je količina denarja. V tej politiki velja rešim drse-ega deviznega te-aja; Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu le znotraj okvirov, postavljenih za doseganje denarnega cilja (razlogi za izbor denarnega in ne te-ajnega sidra so obrazlo`eni na kratko v Letnem poro-ilu Banke Slovenije za leto 1996). Namen te politike je, da v nekaj letih zni`a inflacijo na raven evropskih dr`av in da v ustreznih razmerah izvede tudi prehod v rešim stalnega te-aja.

Banka Slovenije zagotavlja dnevno ponudbo primarnega denarja na podlagi ciljnih količin o`jega denarnega agregata M1. Cilje si dolo-a mese-no z analizo povpraševanja po M1 in z upoštevanjem denarnega multiplikatorja. V letu 1997 je Banka Slovenije dopolnila svojo politiko z ve-jim upoštevanjem srednjero-ne komponente tako, da je poleg kratkoro-ne analize in zagotavljanja primarne likvidnosti v odnosu do povpraševanja po o`jem transakcijskem denarju M1, za-ela spremljati in upoštevati tudi gibanje agregata M3.

[iroki agregat, ki vklju-uje tudi komponente denarja, ki niso neposredno razpolo`ljiva kupna mo-, je - po pri-akovanjih - v bolj stabilni in dolgoro-ni zvezi s kon-nimi cilji denarne politike kot so nominalni proizvod ali, posebej, inflacija. Po drugi strani pa je v mnogo bolj posredovani zvezi z instrumenti centralne banke. V povpre-ju leta 1996 je značal multiplikator M1 (razmerje med koli-ino M1 in primarnega denarja) 1,89, multiplikator M3 pa 9,76. Med dejavnostjo centralne banke in formiranjem M3 potekajo mnogo bolj kompleksni procesi, kot od primarnega denarja do M1.

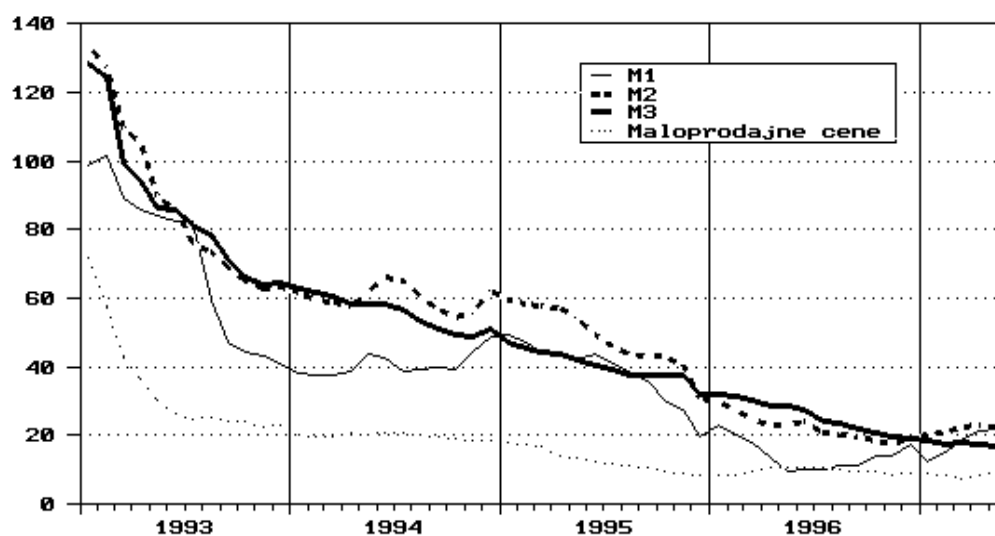
1.1. Denarni agregati

Banka Slovenije je objavila prvo opredelitev slovenskih denarnih agregatov v **Prikazih in analizah, marec 1995**. Podatki se objavljajo mese-no v **Biltenu Banke Slovenije** in sicer formiranje ter podrobnejše strukture po kon-nih mese-nih knjigovodskih podatkih bank in BS v tabelah 1.2. do 1.6., medtem ko nudi tabela 1.1. izbor glavnih podatkov za t.im. statisti-ne definicije agregatov, ki so izra-unani kot mese-na povpre-ja iz dnevni stanj, kar bolj ustreza zahtevam analize in politike.

Slovenski M1 vsebuje gotovino v obtoku in vpogledne vloge neban-nih sektorjev pri bankah in BS. M2 je raz{irjen s tolarskimi hranilnimi vlogami prebivalstva in s tolarskimi vezanimi vlogami neban-nih sektorjev pri bankah in BS (pri BS dr`i del vezanih vlog dr`avni prora-un), M3 pa {e z vlogami v tujem denarju pri bankah. M3 po statisti-ni definiciji vklju-uje le vloge v tujem denarju prebivalstva.

M3 je hibrid v tem smislu, da vklju-uje tudi tuj denar, -eprav v oblki imetij pri doma-ih bankah. Zaradi ve- desetletij dolge inflacijske izku{nje se je razvilo v preteklosti pravo denarno var-evanje v Sloveniji skoraj izklju-no v obliki deviznih vlog ali drugih imetij v tujem denarju. Ob koncu leta 1991 so zna{ale devizne vloge 70,2% vseh sredstev prebivalstva pri bankah, vezane tolarske vloge nad 3 meseci pa le 2,1% (ob koncu aprila 1997 sta bila dele`a 54,8% in 13,5%). Devizne vloge so zato v Sloveniji enakovreden del odlo`ene kupne mo-i, seveda pa precej pove-ujejo kompleksnost upravljanja z narodnogospodarsko likvidnostjo.

Slika 1: Letne stopnje rasti denarnih agregatov, 1993-1997 (v %)



Slika 1 ka`e zadnji del prvotnega obdobja stabilizacije v Sloveniji in zatem obdobje postopnega zmanj{evanja splo{ne nominalne dinamike. Najstabilnej{e je bilo vseskozi gibanje M3, najmanj pa M1. Gibanje M3 relativno na M2 ka`e predvsem prehajanje med tolarskimi in deviznimi vlogami prebivalstva, ki je od za-etka leta 1994 naprej zelo elasti-no na relativno gibanje tolarske revalorizacije in deviznega te-aja; ta proces, v smeri tolarskih vlog, je spet zelo intenziven po leto{njem februarju. Na ravni M3 delujejo ta prestrukturiranja nevtrarno.

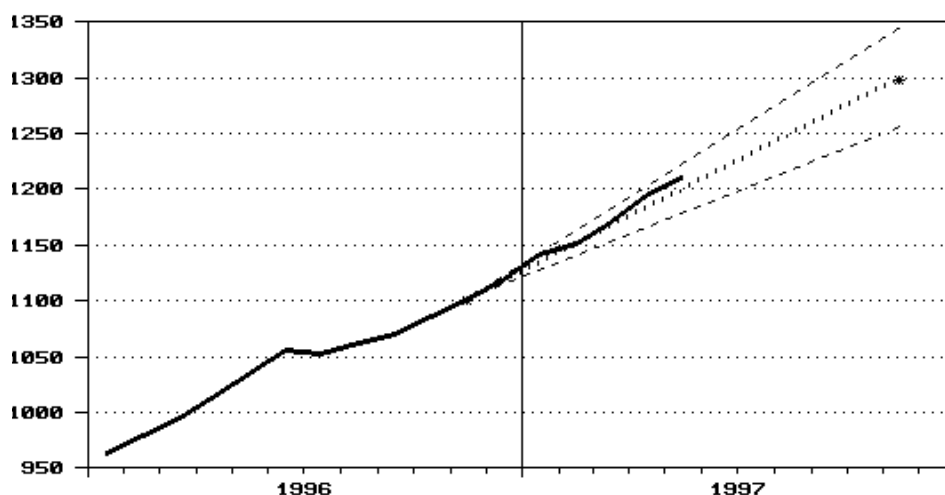
^e dodamo krivulji cen v sliki nekaj odstotnih to-k za letne stopnje rasti realnega BDP ali kak{ne druge mere transakcij, ka`ejo razlike do krivulj rasti denarnih agregatov stopnje zmanj{evanja njihovih obto-nih hitrosti, ali finan-no poglobljanje. Le-to je pri-akovani spremljajo-i proces v tranziciji. Pribli`no do sredine leta 1995 je rast M3 presegala rast nominalnega proizvoda za ve- kot 20% letno, od leta 1996 naprej pa {e zmeraj za okrog 6-10% letno.

Stabilno gibanje M3 odra`a dejstvo, da so se doslej v Sloveniji doma-a finan-na aktiva neban-nih sektorjev oblikovala skoraj v celoti v ban-nem sistemu in v okviru M3 (ob koncu aprila 1997 je zna{ala celotna kapitalizacija Ljubljanske borze -

vklu-no s trgov C - le 24% v primerjavi z M3, nedenarna imetja pri ban-nem sistemu, prete`no po deviznih BZBS, pa le 4%). Zaklju-evanje privatizacijskih postopkov vna{a v te razmere novo nepredvidljivost. Pri-akovani dolgoro-ni trend je rast nedenarnih finan-nih nalo`b in zmanj{evanje povpra{evanja po M3 v tistem delu, ki predstavlja danes v njem kapitalu sorodno var-evanje. Bolj prisotne kratkoro-ne tendence pa so predvsem v smeri pove-evanja koli-ine o`jega denarja M1, ob vnov-evanju certifikatov in delnic, tj. preteklih privatizacijskih transferjev v sektor prebivalstva. Vkolikor poteka ta proces med doma-imi osebami, je na ravni M3 formalno nevtralen, vendar pa spreminjanje strukture tj. rast M1 na ra-un var-evalne komponente M3 zelo verjetno spreminja zvezo med M3 in potro{njo ter inflacijo. Vkolikor so v odkupovanje vrednostnih papirjev od prebivalstva vklju-eni denarni pritoki iz tujine, pa so denarni u-inki {e mnogo {ir{i.

Navedeni procesi, ki so se za-eli krepiti v drugem polletju 1996 so poglobitni razlog za raz{iirjeni pas okrog cilja denarne politike Banke Slovenije za leto 1997. Sicer pa je tak ali najve-krat {e {ir{i varnostni pas splo{na zna-ilnost politik denarnega ciljanja. Za primerjavo: nem{ka centralna banka je za leto 1997 dolo-ila ciljno denarno rast 5% s pasom 3 odstotnih to-k, to se pravi, da je ciljno obmo-je raz{iirjeno na 3,5% do 6,5%. Predpostavljena inflacija je 1,5-2%. Prete`no zaradi volatilnosti deviznih transakcij, ki so v Nem-iji vselej tok iz M3 ali v M3, je bil v ve- kot dvajsetletni zgodovini denarnega ciljanja v Nem-iji letni cilj dose`en v povpre-ju samo polovi-no. Zaradi tega kredibilnost denarne politike seveda ni trpela.

Slika 2: Gibanje M3 do maja 1997 ter cilj za leto 1997 (v mlrd SIT)

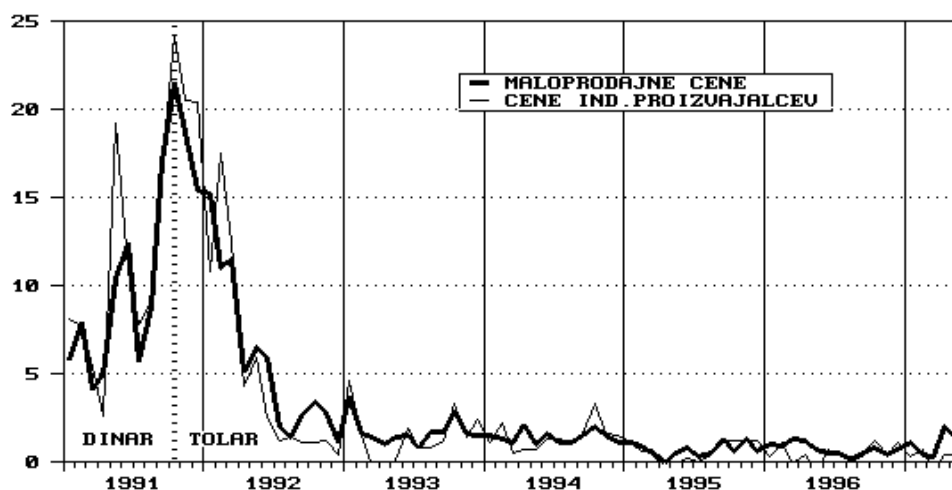


2. INFLACIJA

Slika 3 kaže gibanje slovenske inflacije od leta 1991 oziroma uvedbe tolarja dne 8. oktobra 1991. Uvodno obdobje protiinflacijske politike je bilo zaključeno do junija 1992, ko so se spustile inflacijske stopnje pod 5% mesečno, zatem pa je sledilo postopno zmanjševanje.

Z vidika ciljev in politike centralne banke je treba razločevati med "prostimi" cenami, ki jih določajo različni dejavniki na trgu, in nadzorovanimi cenami, v Sloveniji pretežno v energetiki (elektrika in naftni derivati), o katerih odloča neposredno Vlada. Razlog za nadzor so v nekaterih primerih posebne vladne politike, v glavnem pa gre za nujni vladni korektiv monopolnih razmer v določenih panogah (tipično: v komunalnih storitvah, nacionalni RTV ipd.). Delež nadzorovanih cen v skupni slovenski statistični košarici maloprodajnih cen znaša

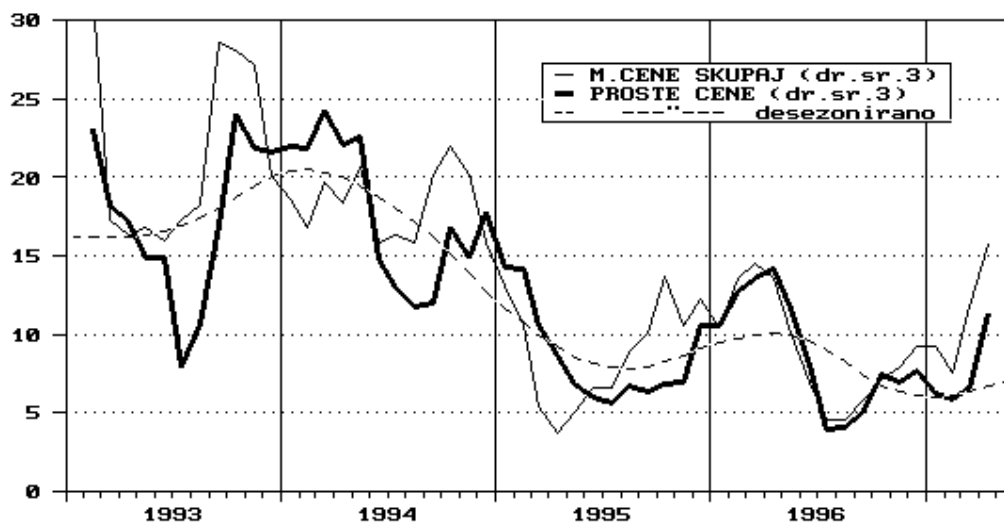
Slika 3: Inflacija v Sloveniji 1991-1997, mesečne stopnje rasti (v %)



okrog 30%. V okviru protiinflacijske politike je Vlada v letu 1992 zadrževala rast teh cen, do letne stopnje rasti 52% (v primerjavi s skupno inflacijo 93%), zatem pa se je razlika postopoma zmanjševala, z rastjo 39% (23%) v letu 1993, 20% (18%) v letu 1994, 8,5% (8,6%) v letu 1995 in 9,5% (8,8%) v letu 1996. Preseganje splošne rasti cen je spet bolj izraženo od začetka 1997 naprej. V petih mesecih do maja je pri skupni inflaciji 5,2% skupina nadzorovanih cen porasla za 9,1%.

Dinamiko prostih cen v zadnjih letih kaže **slika 4**. Če merimo slovensko inflacijo po tem segmentu cen, je padla tekoča trendna dinamika pod 10% letno le v začetku 1995. Podobne, oziroma še za 2-3 odstotne točke nižje stopnje rasti kažejo od tedaj tudi (skupne) cene industrijskih proizvajalcev. V prvih petih mesecih 1997 je značala tekoča dinamika prostih maloprodajnih cen okrog 9% na letni ravni, upošteva (nezanesljivo) sezonsko komponento pa okrog 6%. Cene industrijskih proizvajalcev so porasle v tem času za samo 1,3%.

Slika 4: Maloprodajne cene skupaj in proste cene, 1993-1997 (teko-e stopnje rasti v % na letni ravni)



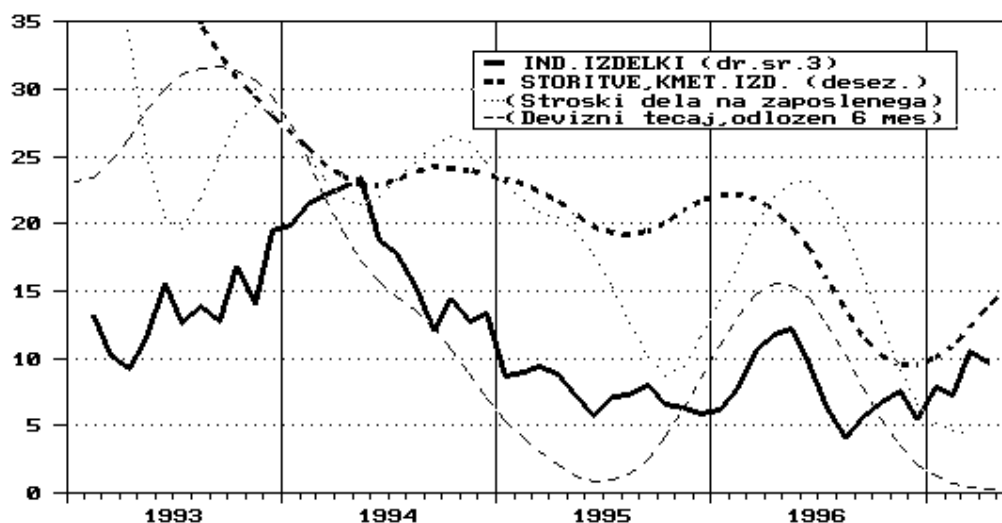
2.1. Cene menjalnega in nemenjalnega sektorja

Na gibanje prostih cen delujejo različni dejavniki. Poleg denarnega povpraševanja, ki ga indicirajo denarni agregati in ki deluje s sorazmernim odlogom, je v Sloveniji seveda zaznaven zlasti vpliv gibanja deviznega tečaja. Upoštevati je treba, da je analiza vzročnosti zelo otežena zaradi kratkega preteklega obdobja, v katerem je mogoče ugotovljati značilne zveze.

Pomembno dejstvo, ki je znano tudi iz izkušenj drugih držav je različno delovanje posameznih dejavnikov na različne skupine cen. Pri tem je najznačilnejše razločevanje cen menjalnega in nemenjalnega sektorja. Menjalni (ali "mednarodni") sektor vključuje proizvajalce blaga in storitev, katerih ponudba se na trgu sooča s tujo konkurenco, bodisi doma ali v tujini, nemenjalni (ali "doma-i") sektor pa tiste, ki uživajo določeno zaščito pred zunanjim okoljem (tipično: cene storitev). V nemenjalni sektor tejemo seveda tudi proizvajalce, katerih cene so - prav zaradi tega - pod neposrednim vladnim nadzorom. V tako majhnem gospodarstvu, kot je slovensko, so razmere na strani ponudbe v nemenjalnem sektorju obično v precejšnji meri monopolne.

Analize za Slovenijo kažejo, da deluje gibanje deviznega tečaja močneje na cene menjalnega sektorja, čibkeje pa na cene nemenjalnega. Količina denarja je v mnogo bolj čibki zvezi s cenami menjalnega sektorja. Tudi podražitve v segmentu nadzorovanih cen se prenašajo veliko bolj sproščeno, tj. z večjo multiplikacijo v cene storitev, na primer, kot v cene industrijskih izdelkov.

Slika 5: Aproximacija cen menjalnega in nemenjalnega sektorja, 1993-1997 (teko-e stopnje rasti v % na letni ravni)



Slika 5 kaže eno od mnogih aproksimacij obeh skupin v okviru prostih maloprodajnih cen. Nemenjalne cene so nakazane s cenami storitev in cenami svežih kmetijskih izdelkov (ki imajo v vsem preteklem obdobju zdaj največjo rast, vendar je njihov delež v skupni ceni le nekaj več kot 2%), menjalne cene pa s segmentom prostih cen v celi skupini industrijskih izdelkov. Zaradi ponazoritve zveze je vrisana še krivulja tečaja DEM, poenostavljeno z enakomernim odlogom 6 mesecev. Razvidno je, kako je v preteklih letih šibka nominalna dinamika deviznega tečaja zadrževala rast tega indikatorja menjalnih cen, ne pa rasti cen storitev in kmetijskih izdelkov.

K nemenjalnemu sektorju je treba dodati poleg segmenta, ki je prikazan v **sliki 5** še večino panog, ki ne prodajajo na drobno, vključno z državnim sektorjem (nekdanjim "negospodarstvom"). Rast plač, ki se oblikuje v tem sektorju skladno z njegovimi specifičnimi razmerami, se prenaša tudi v menjalni sektor in določa rast njegovih stroškov. V **sliki 5** je zato dodana še krivulja tekočih stopenj rasti stroškov dela na zaposlenega v Sloveniji, za ponazoritev tesne zveze gibanja plač z gibanjem cen nemenjalnega sektorja, in velikih razlik med tem gibanjem in gibanjem prodajnih cen menjalnega sektorja. Za proizvajalce, ki se soočajo s tujo konkurenco na domačem trgu, še bolj pa za izvoznike, se škarje med rastjo stroškov in prihodkov nenehno razpirajo.

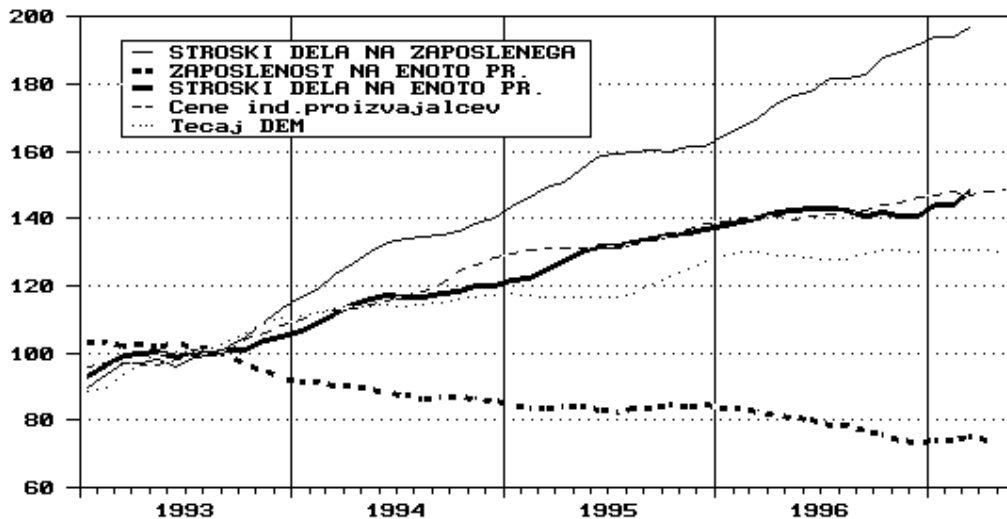
2.2. Posledice distorzij med cenami menjalnega in nemenjalnega sektorja

V podjetjih menjalnega sektorja, soočenih z razprtimi škarjami med rastjo nominalnih stroškov in prihodkov, se lahko problem rešuje z najmanjšim posojil za financiranje izgub, ali pa, ko banke za takšna tveganja niso več pripravljene, z odpuščanjem delavcev zaradi zniževanja stroškov na enoto proizvodnje - s kontroliranim odpuščanjem, ali s stežaji, kadar je to prepozno. Če aproksimiramo - zelo poenostavljeno - slovenski menjalni sektor s celotno industrijo, kažejo podatki za leto 1996 naslednje:

- * Letna rast nominalnih stroškov dela (bruto pla- in drugih izdatkov za delo) na zaposlenega je značala 15,5% (v vseh panogah skupaj 18,1%).
- * Zaradi zmanjšanja zaposlenosti za 6,6% (v vseh panogah za 2,1%) se je v industriji pri rasti proizvodnje za 1,0% povečala produktivnost za 7,7%.
- * Nominalni stroški dela na enoto proizvodnje so zaradi tega porasli ne za 15,5%, temveč za 7,2%. S to rastjo stroškov je industrija v letu 1996 ostala v okviru rasti svojih prodajnih cen, ki je značala 6,8% na doma-em trgu (cene industrijskih proizvajalcev; vse stopnje rasti so za povprečje/povprečje) ter med 8,2% (tečaj DEM) in 11,6% (košarica tečajev) na tujih trgih.

Razlika med rastjo stroškov dela na delavca v industriji, ki je približno ustrezala soasni rasti cen nemenjalnih sektorjev, in rastjo povprečnih prodajnih cen industrije je značala skoraj natančno toliko, za kolikor se je v industriji zmanjšala zaposlenost. [karje stroški/prihodki je zaprlo zmanjšanje števila delavcev v enem letu za 6,6%.

Slika 6: Stroški dela na enoto proizvodnje v industriji, 1993-1997 (indeksi 1993=100)



3. INFLACIJA IN DEVIZNI TEČAJ

Gibanje deviznega tečaja, ki deluje kot močno cenovno sidro (samo) v menjalnem sektorju, je določeno primarno s tokovi v plačilni bilanci. Od začetka leta 1995 naprej so tekoče transakcije Slovenije s tujino v povprečju v manjšem primanjkljaju, tako da povzročajo pritek tujega denarja v glavnem avtonomne finančne transakcije, doslej pretežno posojila podjetjem, raznim finančnim posrednikom in bankam. V letu 1996 je značal neto pritek samo po tujih finančnih posojilih v privatni sektor, kljub restrikcijam Banke Slovenije, 530 milijonov USD ali okrog 75 milijard tolarjev.

Banka Slovenije ima omejene možnosti za nevtraliziranje tečajnih učinkov pritokov takega obsega. Sterilizacija pomeni prevaljevanje teh tokov v breme skromnega domačega varčevanja; red velikosti problema ponazarja podatek, da je značal v letu 1996 prirast celotnega slovenskega M3 okrog 150 milijard tolarjev (brez revalorizacije in tečajnih razlik). Če v teh razmerah je preprečevanje nominalnega padanja tečaja

(te-ajev tujih valut) skrajno ote`eno, razmere pa se bodo zaradi neizogibnega liberaliziranja deviznega re`ima v bodo-e prej slab{ale, kot bolj{ale.

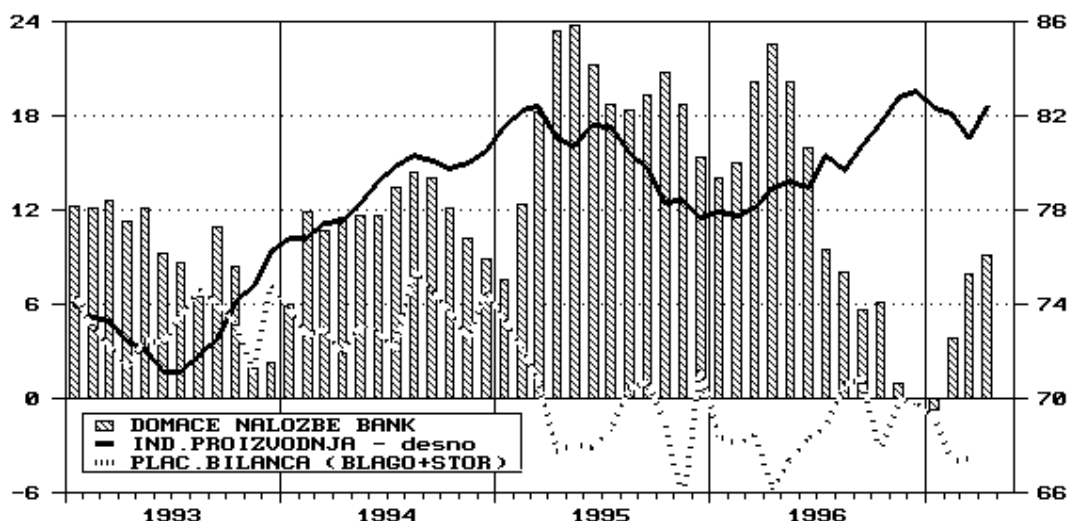
Pla-ilnobilan-ni pritoki so posledica relativno visoke donosnosti tolarskih nalo`b (ali cenenosti tujih virov). Vzroka sta dva: "strukturni", ki odra`a splo{ne tranzicijske razmere (visoke realne obrestne mere, pri-akovana visoka srednjero-na donosnost kapitalskih nalo`b) in drugi, ki ga dolo-a razlika med pri-akovanjem rasti deviznega te-aja in doma-o inflacijo oziroma revalorizacijskim delom obrestnih mer. Vi{ja ko je slovenska inflacija in z njo tolarske obrestne mere, bolj spodbuja zadol`evanje v tujini in pritisk v nasprotno smer na devizni te-aj.

Tudi za del formiranja deviznega te-aja je vzrok neposredno v doma-i inflaciji. V pogojih visokih neto pritokov iz pla-ilne bilance je razpiranje ali zapiranje "{karij" v menjalnem in izvoznem sektorju odvisno skoraj v celoti, tako na strani stro{kov kot prihodkov, samo {e od nominalne dinamike - cen, pla-, obrestnih mer - ki se generira v doma-ih sektorjih.

3.1. Izku{nja iz let 1995/1996

Sredi prvega polletja 1995 je Banki Slovenije za dolo-en -as zmanjkalo vzvodov za te-ajno intervencijo, prete`no zaradi mo-nega vala zapadanja deviznih blagajni{kih zapisov (ki je bil zadnji -len v verigi ukrepov sterilizacije iz predhodnega leta). Nara{-ajo-i finan-ni pritoki iz tujine so prenehali te-i v devizne rezerve, temve- so jih banke usmerile v doma-o kreditno ekspanzijo, zelo izrazito v posojila prebivalstvu (*slika 7*).

Slika 7: Kreditna ekspanzija v letih 1995/1996 (tokovi v mlrd SIT mese-no po stalnih cenah dec.1996; industrijska proizvodnja 1990=100, desezonirano)



Razmah doma-ega povpra{evanja ni spodbudil proizvodnje in zaposlovanja. Nasprotno, ciklus je sovpadal z zastojem doma-e proizvodnje, povpra{evanje pa je {lo prete`no v tujino in povzro-ilo v samo 4-5 mesecih nastanek zunanjega primanjkljaja na ravni blizu 3% BDP (blago in storitve). Do poletja 1996 je ban-ni sektor zaradi nalo`b v - kot se je izkazalo - slabe projekte `e zabredel v manj{o

krizo, ki je dosegla vrhunec v likvidaciji ene od bank. Banke so zatem v drugem polletju 1996 zaostriale kreditno politiko, še nekaj mesecev prej pa je začelo naglo zmanjševanje zaposlenosti v industriji.

Prva vsebina te izku{nje je, da v Sloveniji scenarij rasti, spodbujene z doma-im povpra{evanjem, ni zdr`al dalj kot nekaj mesecev, -e je kak u-inek na rast sploh bil. V zelo majhnem odprtem gospodarstvu, kot je slovensko, so narodnogospodarski rezultati `e na zelo kratek rok izklju-no v zvezi z dinamiko njegovega mednarodnega sektorja in parametrov, ki jo dolo-ajo, to pa so parametri mednarodne konkuren-nosti: poleg produktivnosti stro{ki dela in devizni te-aj.

Druga vsebina opisane izku{nje je, da je delovanje ekonomske politike na enega od obeh makroekonomskih parametrov - na devizni te-aj - `e {ibko in nezanesljivo, in da so lahko posledice tega dejstva zelo nenadne in ostre. V ozadju drugega parametra je inflacija, ki se producira zaenkrat {e precej nebrzdano v doma-ih za{-itenih sektorjih.