

# BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize XII/1 (julij 2004), Ljubljana

## DENARNA IN FISKALNA POLITIKA V PRIMERLJIVIH DRŽAVAH PRED IN PO VSTOPU V ERM

Hana Genorio\*, mag. Mojca Roter\*\*, mag. Andreja Strojhan-Kastelec\*\*, mag. Tina Žumer\*\*\*

### Povzetek:

*V članku predstavljamo nekaj značilnosti ekonomskih politik pred in po vstopu v ERM ter do uvedbe eura. Pri tem primerjamo tri manjše evropske države, Grčijo, Dansko in Finsko, ki so lahko zanimive tudi kot primerjava s Slovenijo.*

*Omenjene države so sicer imele različno zgodovino gibanja tečaja in ciljev denarne politike, ob približevanju datuma vstopa v ERM pa so vse skušale čim bolj stabilizirati devizni tečaj (tečaj domače valute do ECU oziroma kasneje do eura). Paritetno vrednost, ki jo je potrebno določiti pri sodelovanju v ERM, so praviloma postavile v bližini deviznega tečaja, ki je že prevladoval nekaj časa pred vstopom v ERM. Pri tem je bila izjema le Grčija. Na fiskalnem področju so vse tri države vzdrževale presežek oziroma zniževale javno-finančni primanjkljaj ter zniževale javni dolg v skladu z maastrichtskimi kriteriji.*

Ključne besede: Grčija, Danska, Finska, ERM, denarna politika, fiskalna politika

### Abstract:

*Some characteristics of economic policy before and after the ERM entry and up to the euro introduction are presented. Three smaller European countries (Greece, Denmark and Finland) were compared, as they may serve as a benchmark for Slovenian case.*

*Although the above mentioned countries have had different experiences regarding the exchange rate management and monetary policy targets, they have all tried to stabilise the exchange rate (of their national currency against the ECU and later against the euro) just before the ERM entry. The central parity on the ERM entry was in most cases set close to the level of exchange rate that persisted in the period before entering ERM. The only exception in this regard was Greece. In the field of fiscal policy, all countries had maintained a surplus or had been reducing the deficit, while the public debt has been reduced, both in line with Maastricht criteria.*

Key words: Greece, Denmark, Finland, ERM, monetary policy, fiscal policy

---

\* Študentka podiplomskega študija na College of Europe, Brugge.

\*\* Analitsko-raziskovalni center Banke Slovenije.

\*\*\* Evropska centralna banka. V času nastanka članka je bila avtorica zaposlena v Analitsko-raziskovalnem centru Banke Slovenije.

## PRIMERI DENARNIH IN TEČAJNIH POLITIK PRED IN PO VSTOPU V ERM

### 1. DENARNA IN TEČAJNA POLITIKA GRČIJE

Primer grške denarne politike je zanimiv za Slovenijo, saj je njihova izbira centralne pariteta in dinamike deviznega tečaja ena od pomembnejših opcij za vodenje denarne politike Banke Slovenije.

#### a) Obdobje pred vstopom Grčije v ERM

Na začetku devetdesetih je grška centralna banka (BoG) vodila politiko denarnega ciljanja z bližnjim ciljem M3. Inflacijske stopnje so bile dvoštevilkne, drahma je do evropskih valut nominalno deprecirala (med 8 in 12% letno) ter realno aprecirala okrog 4,5% letno.

Po liberalizaciji kapitalskih tokov leta 1994 je BoG denarni cilj zamenjala s tečajnim, pri čemer je deprecijacijo drahme določila v skladu s procesom zniževanja inflacije (t.i. hard drahma policy). Stopnja deprecijacije drahme je zaostajala za razliko v inflaciji med Grčijo in njenimi trgovinskimi partnericami<sup>1</sup>; leta 1995 je drahma deprecirala za 3% pri inflaciji 8,9% leta 1996 za 0,4% pri inflaciji 8,1% ter leta 1998 za 2,3% pri inflaciji 5,5%.

Oktober 1997 so se pojavili pritiski na tečaj drahme. Finančna kriza v Aziji ter dvomi o monetarni integraciji Grčije, ki so nastali zaradi vse slabše ekonomske situacije, so povzročili velike špekulacije na finančnih trgih. Da je BoG ubranila tečaj, je močno dvignila obrestne mere. Pritiski na tečaj drahme so se ohranjali štiri mesece, vse dokler drahma ni začela sodelovati v ERM.

#### b) Tečajna in denarna politika v obdobju 1998-2000

Drahma se je pridružila ERM 16. marca 1998, s centralno pariteto 357 GRD za ECU in pasom nihanja +/- 15%. V naslednjih dveh letih je bila centralna pariteta spremenjena dvakrat, pas nihanja pa je ostal nespremenjen.

Pariteta je bila določena 12,3% nad tržnim tečajem drahme do ECU ob vstopu v ERM. BoG je ocenila, da bo s tem grškemu gospodarstvu povrnjena konkurenčnost, ki se je poslabšala po tem, ko je drahma realno močno aprecirala. Depreciacija drahme ob vstopu je predstavljala nevarnost inflacijskih pritiskov, zato je BoG na začetku sodelovanja v ERM prenehala intervenirati na trgih tujega denarja. To se je odrazilo v takojšnji nominalni apreciaciji drahme, ki je dosegla tudi do 9 % glede na centralno pariteto. Učinek devalvacije na inflacijo je bil tako zelo majhen<sup>2</sup>, proces zniževanja inflacije pa je bil prekinjen samo za dva meseca. Zaradi velikih kapitalskih prilivov je BoG sredi avgusta 1998 ponovno pričela s tečajnimi intervencijami, tečaj drahme pa se je kljub temu ohranjal močno pod centralno pariteto.

Od januarja 1999 je drahma sodelovala v ERM II, ki je nasledil ERM. Ker se je z novim tečajnim mehanizmom spremenila osrednja valuta, na katero so vezani tečaji sodelujočih

---

<sup>1</sup> Tečaj drahme je bil najprej vezan na košarico valut, nato na ECU oziroma euro ob njegovi uvedbi 1. januarja 1999.

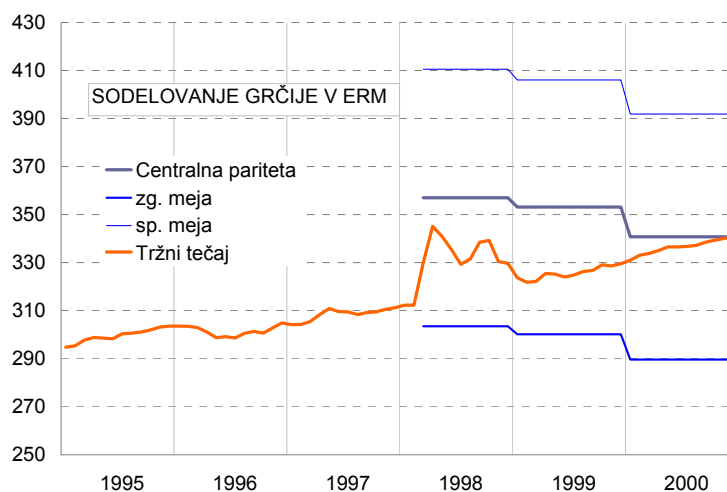
<sup>2</sup> Po ocenah BoG je devalvacija drahme ob vstopu v ERM prispevala k letni rasti CPI okoli 1 odstotno točko.

držav (iz ECU v euro), se je nekoliko spremenila pariteta, ki je od takrat znašala 353,109 GDR za EUR<sup>3</sup>.

17. januarja 2000 je BoG centralno pariteto reevalvirala za 3,5% na 340,75 GDR za EUR. Ker je drahma vse od začetka sodelovanja v ERM bila pod centralno pariteto, je BoG centralno pariteto približala tržnemu tečaju. Ta pariteta je bila končna pariteta za zamenjavo drahme z eurom. S tem, ko je BoG zmanjšala razliko med centralno pariteto in tržnim tečajem drahme, je zmanjšala tudi potrebno deprecijacijo drahme do vstopa v EMU in s tem inflacijske pritiske zaradi zmanjšane pričakovane deprecijacije. Tržni tečaj je kljub reevalvaciji paritete še naprej ostal nižji od paritete, vendar se je razlika med njima postopoma zmanjševala. BoG je na to vplivala z zniževanjem obrestnih mer in zmanjševanjem razlik med obrestnimi merami v Grčiji in euroobmočju. Dokončno je na konvergenco tržnega tečaja in paritete vplivalo poročilo Evropske komisije junija 2000, v katerem so objavili datum vstopa Grčije v EMU.

Temelj denarne politike v obdobju sodelovanja v ERM je bilo postopno zniževanje obrestnih mer BoG, v kombinaciji z intervencijami na trgih tujega denarja<sup>4</sup> in denarnih trgih<sup>5</sup>. Za znižanje inflacije je za denarno politiko v obdobju 1998-2000 bila pomembna zaveza BoG za delovanje v smeri inflacijskega cilja. BoG je v svojem poročilu objavila, da je znižanje inflacije njena primarna naloga in da ne bo intervenirala na trgih tujega denarja, če bi to ogrozilo proces zniževanja inflacije. To je bil eden od razlogov, da je BoG ob vstopu v ERM določila pariteto, ki je bila močno nad tržnim tečajem in s tem vplivala na to, da se je tečaj drahme ves čas gibal pod centralno pariteto. Poleg tega je uspešno zniževanje inflacije omogočal tudi široki pas nihanja, ki je dopuščal precejšnjo apreciacijo drahme glede na centralno pariteto<sup>6</sup>.

Slika 1: Tečaj drahme do eura (do ECU pred 1. januarjem 1999)



<sup>3</sup> Razlika je nastala zaradi izračuna paritet ERM II valut do eura preko tečaja nemške marke. Ker je ECU do nemške marke od marca 1998 depreciral (zaradi šibkejšega britanskega funta), je glede na marko deprecirala tudi pariteta drahme do ECU.

<sup>4</sup> V letih 1998 in 1999 je BoG devize večinoma kupovala, leta 2000 pa prodajala.

<sup>5</sup> BoG je aprila 1999 uvedla tudičasne omejitve pri kreditiranju domačih bank, da ne bi prišlo do povečanega trošenja zaradi zniževanja obrestnih mer BoG in bank, ki so zaradi povečane konkurence še dodatno zniževale obrestne mere. In sicer so banke, ki so kredite povečevale po več kot 12-odstotni letni stopnji, bile zavezane sredstva v višini dodatnih kreditov imeti na neobrestovanem računu pri BoG za šest mesecev.

<sup>6</sup> Danska je, na primer, izbrala pas nihanja +/- 2,25%, kar bi za Grčijo pomenilo, da bi drahma bila šibkejša, kot je bila pri pasu +/- 15%.

*Pomembno je k zniževanju inflacije po letu 1998 prispevala tudi vlada z ukrepi fiskalne politike, in sicer z znižanjem neposrednih davkov ter z dogovorom o cenah industrijskih proizvajalcev<sup>7</sup> ter strukturnimi reformami na trgu dela, ki so poleg stabilizacijsko naravnane politike plač vplivale na večjo rast produktivnosti dela ter manjšo rast stroškov dela na enoto proizvoda.*

## 2. DENARNA IN TEČAJNA POLITIKA FINSKE

### a) Obdobje pred vstopom Finske v ERM

*Za finsko marko je bil od konca druge svetovne vojne dalje značilen režim fiksne deviznega tečaja. Finska marka je bila nekje do začetka sedemdesetih let vezana na ameriški dolar, kasneje pa na košarico valut. Širina pasu dovoljenega nihanja tečaja v sicer fiksnem režimu je bila različna in se je gibala med 4,5% in 6%. Ob koncu tega obdobja (novembra 1988) je bilo dovoljeno nihanje  $\pm 3\%$  od paritetne vrednosti. Devizni tečaj se je večinoma gibal znotraj dovoljenih mej.*

*Finska je 7. junija 1991 finsko marko vezala na ECU, še isto leto pa je prišlo do špekulativnega napada na tečaj. Ob vezavi na ECU je širina dovoljenega pasu nihanja ostala 6%. Glede na povprečni tečaj finske marke v predhodnih letih, je bil tečaj v začetku leta 1991 za okoli 20% realno precenjen. V letu 1991 je nastopila močna gospodarska in kasneje še bančna kriza. Vzroki zanjo so bili med drugim v močni domači valuti in prehitro ukinjenih kapitalskih omejitvah<sup>8</sup>. Ukinjanje kapitalskih kontrol je sicer potekalo postopoma (trajalo je deset let), dokončno pa je bila liberalizacija kapitalskega trga uvedena v letu 1991 (oktobra 1991 je bila umaknjena zadnja omejitev, ki se je nanašala na najemanje kreditov fizičnih oseb v tujini). V novembru 1991 je bil izveden špekulativni napad na finsko marko, zato je tečaj devalviral za 12%. Po enem dnevu drsečega tečaja je bila ponovno vzpostavljena širina dovoljenega nihanja v višini 6%. Centralna banka je zaradi špekulativnega napada, kljub recesiji gospodarstva, morala zadrževati visoke obrestne mere (obrestna mera za likvidnostno posojilo pri centralni banki je znašala 15%).*

*Pritiski na tečaj so se nadaljevali in Finska je septembra 1992 prešla na režim drsečega deviznega tečaja. Nekaj časa po špekulativnem napadu je tečaj finske marke zelo nihal. Centralna banka je morala večinoma prodajati tujo valuto in zniževati svoje devizne rezerve, da bi ubranila tečaj. Ker devizne rezerve sčasoma niso več zadoščale za intervencije, je bil 8. septembra 1992 uveden režim drsečega deviznega tečaja in vrednost finske marke je upadla za 10%.*

*Februarja 1993 je centralna banka uvedla inflacijsko ciljanje. Inflacijski cilj je bil postavljen v višini 2% neto inflacije v letu 1995 in je bil takrat tudi dosežen. Devizni tečaj je ostal zelo turbulenten in centralna banka je pogosto intervenirala na deviznem trgu (v obe smeri). Kljub temu so postopoma zniževali obrestne mere, dokler niso postale približno enake nemškimi. Tečaj je pričel postopno aprecirati (brez usmerjanja s strani centralne banke), kar je pomagalo tudi pri doseganju inflacijskega cilja. Inflacijski cilj je podprla tudi vlada, svoje pa sta k izpolnjevanju cilja prispevali še šibka gospodarska rast, šibka rast plač v tem obdobju in enkratno znižanje cen hrane zaradi vstopa v EU v letu 1995.*

---

<sup>7</sup> Čeprav je vpliv takšnega dogovora na inflacijo vprašljiv, saj je verjetno, da se po začetnem znižanju kasnejše cene zvišajo.

<sup>8</sup> Ostali vzroki so bili še visoka rast stroškov podjetij, presežno domače povpraševanje, upad izvoza v Sovjetsko Zvezo (ob razpadu federacije) in visoko zadolžena domača podjetja.

*Do vstopa v ERM oktobra 1996 je devizni tečaj finske marke še vedno močno nihal. Poleti 1994 je bila deprecijacija tečaja povezana z negotovostjo v zvezi z referendumom za vstop v EU. Referendum je uspel in Finska je postala članica EU v začetku leta 1995 (skupaj s Švedsko in Avstrijo). Vendar ob vstopu v EU Finska ni vstopila tudi v ERM (tako kot je to storila Avstrija), saj je bil v tistem obdobju tečaj finske marke še vedno preveč turbulenten. Tečaj je tekom leta 1995 nadaljeval trend apreciacije (vračanja na nivo vrednosti finske marke pred tečajno krizo). Ob koncu leta 1995 in v začetku 1996 pa se je trend obrnil v smeri deprecijacije zaradi špekulacij o vstopu finske marke v ERM. V tem času je centralna banka povečala svoje intervencije na deviznem trgu in je prodala (promptno) več kot 10% deviznih rezerv. Ker se je postopno začelo krepiti zaupanje glede vstopa v ERM, je pričel pritekati na Finsko tuj kapital. To je povzročilo apreciacijo tečaja od maja 1996 dalje.*

*Obrestne mere je centralna banka spreminjala skladno z gibanjem obrestnih mer v tujini, tečaja in inflacije. Namen teh sprememb je bil čim bolj približati domače obrestne mere nemškimi (to je pomenilo njihovo zniževanje). Konec leta 1994 in pretežno skozi celo leto 1995 je centralna banka zviševala obrestne mere zaradi naraščanja obrestnih mer v tujini (predvsem v Nemčiji). Zniževanje obrestnih mer je konec leta 1995 omogočalo padanje inflacije, kasneje (predvsem od sredine leta 1996 dalje) je bilo zniževanje mogoče zaradi apreciacije tečaja.*

#### *b) Obdobje od vstopa v ERM do uvedbe eura*

*Oktobra 1996 je Finska vstopila v sistem ERM, da si je s tem zagotovila vsaj 2 letno sodelovanje v tem sistemu pred uvedbo eura (januarja 1999). Paritetna vrednost finske marke do ECU je bila določena na podlagi gibanja tečaja med finsko marko in nemško marko. Dvoletno sodelovanje v ERM je namreč eden od pogojev za uvedbo eura (v sklopu Maastrichtskih kriterijev). Ključni element vstopa v ERM je bila določitev paritetne vrednosti do ECU. Čeprav se je paritetna vrednost finske marke določala napram ECU, je predstavljal osnovo za njeno izbiro tečaj finske marke do nemške marke. Ta pa je tekom devetdesetih let precej variiral. Dejstvo, da je bil tečaj finske marke že nekaj časa pred vstopom v ERM drseč, je olajšalo določanje centralne paritete. Zadnji dve leti pred vstopom v ERM se je tečaj gibal okoli 3 finske marke za nemško marko, kar je tudi prevladalo kot odločilen faktor pri določanju paritete (kljub številnim študijam, ki so kazale precej različne izračune paritete). Paritetna vrednost finske marke do eura je bila tako postavljena v višini 5,80661 finske marke za ECU, kar je ustrezalo tečaju 3,0400 finske marke za nemško marko (v tistem obdobju je bila nemška marka glede na dolar močna). Dovoljeno odstopanje od paritetne vrednosti je bilo v skladu z ERM postavljeno v višini (približno)  $\pm 15\%$ . Te meje so veljale za bilateralne tečaje valut članic ERM (in ne za tečaj med valuto članice ERM in ECU).*

*Ob vstopu v ERM je centralna banka obdržala tudi inflacijsko ciljanje. Gibanje obrestnih mer je bilo zato v naslednjih letih skladno z doseganjem inflacijskega cilja. Centralna banka si je hkrati tudi prizadevala za stabilen tečaj finske marke, tako da je zadrževala fluktuacije tečaja v razponu od 1% do 2% okoli paritete.*

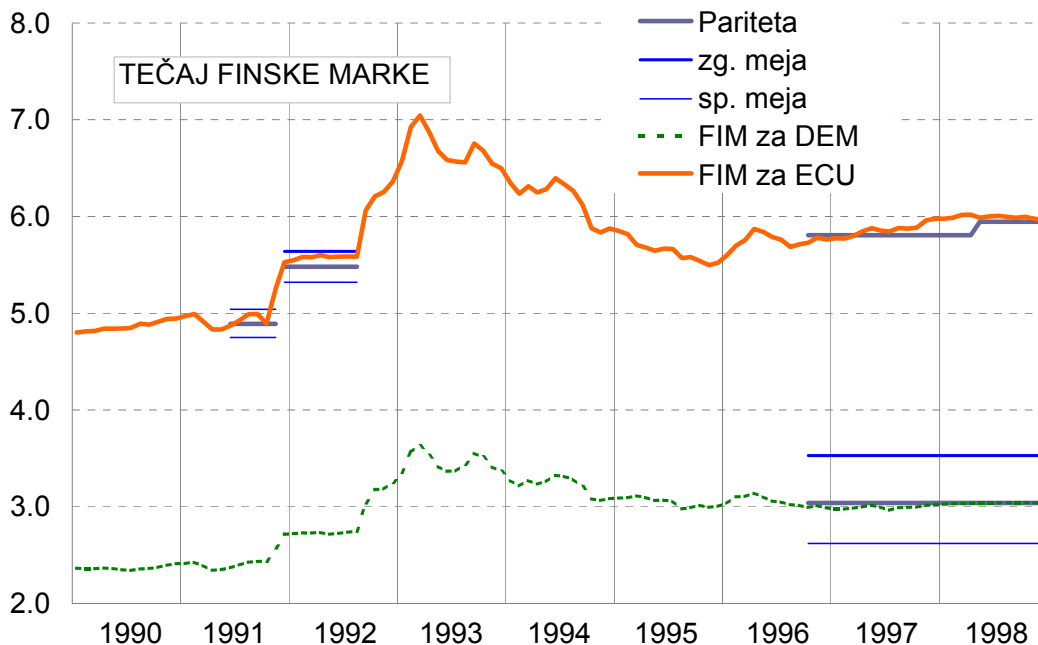
*Sčasoma se je izkazalo, da je bila pariteta postavljena razmeroma nizko. Namreč tečaj ECU in kasneje eura je do dolarja večinoma depreciral, kar je pomenilo, da je (napram ne-euro valutam) deprecirala tudi finska marka. To je precej izboljšalo tekoči račun finske plačilne bilance, ki je na prehodu tisočletja izkazoval okoli 7% BDP presežka.*

*Zaradi dobrega stanja gospodarstva in vztrajnega presežka na tekočem računu plačilne bilance, so tuji investitorji ocenili, da je pariteta in gibanje tečaja finske marke na prenizki ravni. To je privedlo do špekulativnega napada na tečaj januarja 1997. Tako so tujci precej povečali nakupe finske marke in povzročili apreciacijo finske marke do nemške marke za*

5%. Centralna banka je morala kupovati tujo valuto, da bi ubranila tečaj. Januarja 1997 so se zato devizne rezerve centralne banke podvojile, intervencije na deviznem trgu pa so presegale 5% BDP. Da bi ublažila veliko povečanje likvidnosti, je centralna banka v tem času sklepala forward posle. S tem je nevtralizirala tretjino presežnega domačega denarja. Kljub špekulativnemu napadu centralna banka ni spremenila obrestnih mer. Po nekaj dneh se je tečaj finske marke ponovno dvignil na nivo pred napadom in ostal relativno stabilen. Nekaj turbulence v tečaju finske marke do nemške marke je kasneje povzročalo predvsem gibanje tečaja med nemško marko in dolarjem. Jeseni 1997 so bile obrestne mere nekoliko zvišane zaradi porasta inflacije in dvigov tujih (nemških) obrestnih mer.

Maja 1998 je bila sprejeta odločitev o državah, ki so uvedle euro s 1. januarjem 1999. Takrat so bili tudi določeni fiksni devizni tečaji valut teh držav do eura. To je precej omililo fluktuacijo deviznih tečajev bodočih članic euro območja. Tečaj finske marke do eura je bil postavljen v višini 5,94573 finske marke za euro. Mesec pred uvedbo eura so vse članice euro območja izenačile centralnobančne obrestne mere, tako da je vodilna obrestna mera znašala 3%. Za Finsko je to pomenilo znižanje obrestnih mer za 0,4 odstotne točke. Znižanje v tistem trenutku ni predstavljalo ravno najbolj optimalnega ukrepa monetarne politike, saj je bila gospodarska rast razmeroma visoka in tudi inflacija je rasla. Ob prevzemu monetarne politike ECB so bili instrumenti centralne banke že prilagojeni instrumentom ECB. Za Finsko je bila novost le spremljanje referenčne vrednosti rasti denarnega agregata, saj Finska centralna banka v preteklosti ni nikoli ciljala količine denarja. Medbančno obrestno mero Finske (Helibor) je sprva spontano, kasneje pa tudi na zakonski osnovi nadomestil Euribor.

Slika 2: Tečaj finske marke do ECU



### 3. DENARNA IN TEČAJNA POLITIKA DANSKE

#### a) Obdobje pred vstopom v ERM II

*Od konca druge svetovne vojne dalje je bila danska krona v režimu fiksne devizne tečaja. Centralna pariteta je nespremenjena že od leta 1987, pred tem je večkrat devalvirala. Od leta 1945 do leta 1973 je bil tečaj danske krone fiksiran glede na dolar (Bretton Woods sistem). Po razpadu tega sistema je Danska od leta 1972 do leta 1979 sodelovala v sistemu "kača v tunelu". Danska je bila članica evropske skupnosti menjalnih tečajev (EMS), od leta 1979 dalje pa je danska krona tudi sodelovala v sistemu ERM. Pritiski na centralno pariteto so bili med letoma 1979 in 1987 v smeri devalvacije, tako je v tem obdobju centralna pariteta devalvirala 7 krat. Centralna pariteta danske krone do DEM, ki velja tudi danes (vendar do eura), je bila določena že leta 1987, kar kaže na uspešno vodenje denarne politike in visoko stopnjo konvergence.*

*Cilj za katerega se je prizadevala centralna banka do 31. decembra 1998, je bil držati stabilno krono napram glavnim valutam držav članic EMS (nemške marke, nizozemskega guldna, belgijskega franka, francoskega franka in od leta 1995 tudi avstrijskega šilinga). Leta 1988 so bila liberalizirana vsa kapitalska gibanja s tujino. Tečaj je denarni politiki ves čas služil kot nominalno sidro za zniževanje (dvoštevilične) inflacije. Proces zniževanja inflacije, ki je trajal skoraj desetletje, je bil uspešno izveden z ukrepi monetarne in fiskalne politike. V začetku osemdesetih let je vlada s pomočjo deindeksacije v kratkem času prepolovila inflacijo (iz okoli 14% na 7%). V začetku devetdesetih pa je inflacija na Danskem znašala le še približno 3%.*

*Februarja leta 1993 je bil izveden špekulativni napad na dansko krono zaradi splošne tečajne krize v sistemu ERM. Danska centralna banka je zato razširila pas dovoljenega nihanja tečaja okoli centralne paritete (iz  $\pm 2,25\%$  na  $\pm 15\%$ ) ter zvišala obrestne mere. Z nakupi krone je danski centralni banki, v boju proti preveliki depreciaciji krone, pomagala tudi nemška Bundesbanka in še nekatere druge banke. Sčasoma se je tečaj zopet umiril v bližini paritete in centralna banka je dovoljene meje nihanja tečaja ob vstopu v ERM II (v dogovoru z ECB) zožila nazaj na  $\pm 2,25\%$ .*

#### b) Obdobje po vstopu v ERM II

*Danska je od leta 1999 prostovoljno vključena v ERM II in je trenutno edina država, ki je vključena v omenjen sistem. Tečaj je fiksiran na 746,038 kron za 100 eurov in se zaradi visoke stopnje ekonomske konvergence z državami euro območja in po dogovoru z ECB giblje v pasu  $\pm 2,25\%$ . V obdobju, odkar je Danska v ERM II, se je krona nahajala blizu paritetne vrednosti, ki je nespremenjena že od leta 1987.*

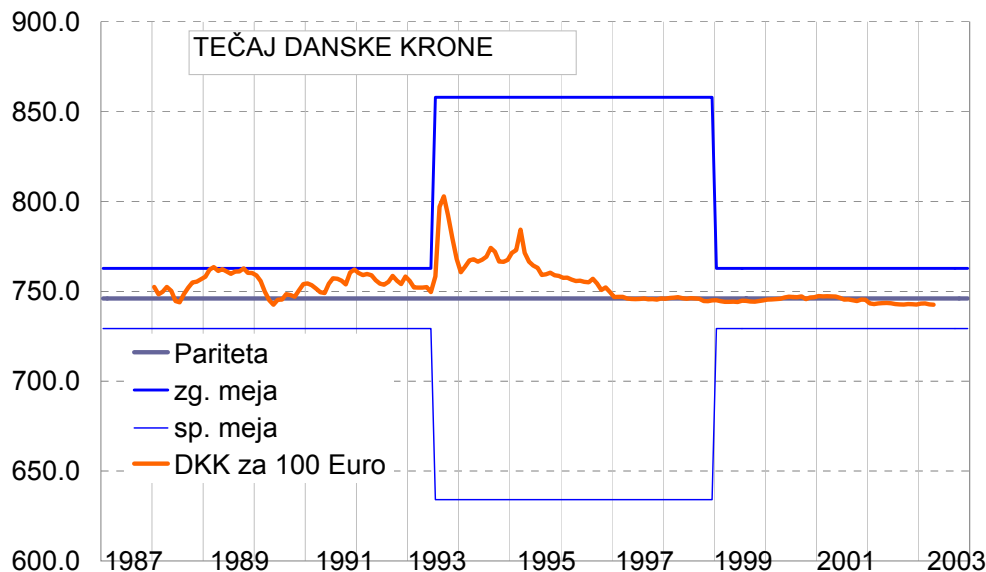
*Danska centralna banka ohranja stabilen tečaj krone tako, da intervenira na deviznem trgu z nakupom ali prodajo tuje valute ter z regulacijo obrestne mere. Če je devizni trg uravnotežen, danska centralna banka sledi gibanju obrestne mere, ki jo določa ECB (pred ustanovitvijo ECB je sledila Bundesbanki). Če trg ni uravnotežen, danska centralna banka kupuje/prodaja eure in spreminja obrestne mere neodvisno od ECB, tako da ohranja obrestno pariteto. Tak način vodenja denarne politike je bil značilen za Dansko že pred vstopom v ERM II. Le da je pred vstopom v ERM II referenčno valuto predstavljala nemška marka in ne euro. Tako je na primer oktobra 1997 centralna banka zvišala obrestne mere, ker je sledila zvišanju repo obrestnih mer nemške Bundesbanke.*

*Po negativnem izidu referendumu 28. septembra 2000 za vstop v euro območje se fiksni tečaj ni spremenil. V letu 2000 je danska centralna banka, tako kot ECB, večkrat dvignila*

obrestne mere. Razmik med vodilnima obrestnima merama ECB in danske centralne banke se je povečal zaradi odliva deviz ter tendence po depreciaciji krone. V pred-referendumskem obdobju so se kratkoročne obrestne mere dvignile vendar niso povzročile večjih sprememb na deviznem tečaju. Velika količina neto tujih nakupov vrednostnih papirjev je v nekaterih obdobjih leta 2000 prispevala k depreciaciji krone. Da bi se Danska centralna banka izognila fluktuaciji krone je v letu 2000 morala intervenirati na trgu s prodajo deviz.

*Od vključitve danske krone v ERM II dalje je tečaj do eura stabilen in znotraj koridorja  $\pm 2,25\%$ . Avtonomne spremembe obrestnih mer so razmeroma majhne. Uravnavanje tečaja poteka s prodajo in nakupi deviz ter s spremembami obrestnih mer. V začetku leta 1999 je centralna banka avtonomno zniževala obrestno mero zaradi vse večjega pritoka deviz, kasnejše spremembe obrestne mere v tem letu so sledile spremembam obrestnih mer ECB. Podobno je tudi v letu 2001 centralna banka sledila zniževanju obrestnih mer ECB, vendar je hkrati še dodatno zniževala svojo posojilno obrestno mero, da je ohranjala krono stabilno. Zaradi razmeroma majhne razlike med obrestnimi merami danske centralne banke in ECB, so avtonomne spremembe obrestne mere tudi majhne in običajno znašajo 0,05 odstotne točke. Razlika med vodilno obrestno mero ECB in vodilno obrestno mero danske centralne banke je na primer konec leta 2002 znašala 0,20 odstotnih točk. V tem letu je danska centralna banka trikrat avtonomno znižala obrestno mero, vsakič za 0,05 odstotne točke. Sicer je v letu 2002, podobno kot tudi v predhodnih letih, sledila gibanju obrestnih mer ECB.*

Slika 3: Tečaj danske krone do eura



## PRIMERI FISKALNIH POLITIK PRED IN PO VSTOPU V ERM

### 1. FISKALNA POLITIKA NA DANSKEM

*V zadnjih desetih letih so se na Danskem javne finance bistveno izboljšale, pri čemer je polovica izboljšanja rezultat strukturnih dejavnikov. Javne finance so leta 1993 izkazovale primanjkljaj v višini 2,9% BDP, po vključitvi v ERM II pa izkazujejo presežke na ravni okoli 2-3% BDP. Polovica izboljšanja je na račun strukturnih dejavnikov (npr. reforme trga dela), kar pomeni relativno močno konsolidacijo javnih financ. Druga polovica izboljšanja izvira iz*



cikličnih dejavnikov, t.j. okrepitve gospodarske aktivnosti in s tem povezanega cikličnega zmanjšanja nezaposlenosti (IMF, 2002). Delež izdatkov je v tem obdobju upadel za okoli 7 odstotnih točk BDP: najbolj so se zmanjšali transferi in izdatki za obresti. Javni dolg se je v desetih letih zmanjšal za preko 30 odstotnih točk v BDP.

*Kljub omenjenim dobrim rezultatom, je bila fiskalna politika manj uspešna pri omejevanju javne potrošnje, saj ni postavljene obvezujoče zgornje meje za izdatke. Največji spodrsaljaji so bili narejeni na nivoju lokalnih oblasti<sup>9</sup>, posebej pri izdatkih za zdravstvo. Prav tako je Danska ena izmed držav z največjimi davčnimi bremenimi, saj je delež izdatkov v BDP še vedno na ravni preko 57%. Po davčni obremenjenosti je Danska druga država v Evropski uniji.*

#### *a) Obdobje pred vstopom v ERM II*

*Fiskalna politika na Danskem je imela v obdobju pred vstopom v ERM II dolgo tradicijo delovanja v režimu fiksnega deviznega tečaja, kjer obrestne mere in spremembe deviznega tečaja niso bile na razpolago za makroekonomsko stabilizacijo. Tako je bila fiskalna politika glavni instrument za uravnavanje smeri gospodarske rasti in za podporo nizki in stabilni inflaciji. Fiskalna politika je v sredini 80-ih in v poznih 90-ih pomagala upočasniti močno ekspanzijo domačega povpraševanja. V obdobju recesije v začetku 90-ih pa je fiskalna politika s spodbudami prispevala k omejevanju ekonomskega zastoja, kar je bilo mogoče zaradi dobrega stanja javnih financ.*

*Danska je država z visokim deležem javnih financ v BDP. V štirih letih pred vstopom v ERM II je delež prihodkov povprečno znašal 58,5% BDP, delež odhodkov pa je bil še nekoliko višji in je znašal 58,9% BDP. Javne finance so izkazovale primanjkljaj do vključno leta 1996, od takrat dalje pa so v presežku. Tudi sicer sta se primanjkljaj in javni dolg v obdobju pred vstopom neprestano zmanjševala.*

*Danska od vključno leta 1998 izpolnjuje oba fiskalna maastrichtska kriterija. Primanjkljaj je bil celotno obdobje 90-ih let pod 3% BDP, medtem ko se je javni dolg znižal pod raven 60% BDP v letu 1998. Danska je namreč v drugi polovici 90-ih let vodila ob proračunskih presežkih politiko zmanjševanja javnega dolga in ni zmanjševala (visokih) davčnih bremen. V desetih letih je tako uspela prepолоviti delež izdatkov za obresti v BDP in zmanjšati javni dolg za dobrih 30 odstotnih točk BDP.*

*Danska je izvedla v 90-ih letih dve davčni reformi, ki sta bili uveljavljeni v letih 1994 in 1999. Spremembe so bile uvedene na področju obdavčitve osebnih dohodkov (znižanje davčnih stopenj in širjenje davčnih osnov), podjetij in na področju onesnaževanje okolja. Obe reformi sta prinesli približno 0,2% BDP pozitivnega učinka na prihodke.*

*Omejitve monetarne politike, ki so izhajale iz režima deviznega tečaja, so zahtevale, da fiskalna politika poskrbi za omejevanje rasti povpraševanja, vendar najavljeno omejevanje izdatkov ni bilo v celoti doseženo. Vlada je v letu 1997 objavila srednjeročni načrt konsolidacije imenovan Denmark 2005. V njem je kot cilj navedla zmanjšanje javnega dolga na 40% do leta 2005, tako da je omejila realno rast javne potrošnje na 1% letno in ob tem predvidela več strukturnih izboljšav. Preveliki javni izdatki so namreč povzročili izrinjanje*

---

<sup>9</sup> Po reformi leta 1970 se je decentralizacija javnega sektorja močno povečala. Danes lokalne ravni (*counties and municipalities*) nudijo okoli 80% javnih storitev in upravljajo vse sheme socialnih transferov. Danska ima največji delež izdatkov na lokalni ravni (v skupnih izdatkih ali kot delež v BDP). Lokalne skupnosti imajo veliko pristojnosti tudi pri obdavčitvi (določajo npr. stopnjo davka na dohodek), več le na Švedskem.

privatne zaposlenosti in izvoza, ob visokem domačem povpraševanju pa se je poslabšal tekoči račun plačilne bilance. Junija 1998 je bil najavljen paket ukrepov za obdobje 1999-2002, ki naj bi omejil potrošnjo in stanovanjsko povpraševanje in povečal spodbude za delo in varčevanje.

*b) Obdobje po vstopu v ERM II*

*Delež javnega sektorja v BDP se je po vstopu v ERM II v letu 1999 zmanjšal. Delež prihodkov je v letih 1999-2002 povprečno znašal 58,1% BDP, delež odhodkov pa 55,5%. To so še vedno zelo visoki deleži, kar pomeni, da Danska v prihodnosti ne bo mogla povečevati prihodkov za pokrivanje rastočih izdatkov.*

*Fiskalna politika daje še naprej prednost zniževanju dolga pred zniževanjem davkov ali povečanjem izdatkov, saj želijo biti pripravljeni na izzive staranja prebivalstva. Dansko Ministrstvo za finance ocenjuje trenutno stanje fiskalne politike kot vzdržno tudi na dolgi rok. Ocenjuje, da je na dolgi rok potrebno ohraniti povprečni presežek javnih financ med 1,5 in 2,5% BDP do leta 2010, kar bo omogočilo zadostno znižanje plačil obresti, da bo kompenziralo neto učinek staranja prebivalstva na javne finance. V leta 2001 predstavljenem srednjeročnem okviru imenovanem *Denmark 2010* se ohranja omejitev realne rasti javne potrošnje na ravni 1% do leta 2005 in nato znižanje na 0,5% do 0,75% rast do leta 2010. Delež javnega dolga v BDP naj bi se znižal na 35% do leta 2005 ter 20-25% do leta 2010.*

*Danska je v začetku leta 2002 sprejela odločitev za zamrznitev davkov (tax freeze), ki ima za cilj znižati davčno obremenitev. Ukrep pomeni, da se davčne stopnje in davki, izraženi kot vrednosti v danskih kronah, ne bodo povečali. Primarni prihodki naj bi se do konca tega desetletja znižali za približno 3 odstotne točke BDP, pretežno zaradi zmanjšanja davčnega bremena. S tem postane zaveza za obvladovanje izdatkov pomembnejša, saj se sicer direktno poslabša saldo javnih financ.*

*Strukturne reforme trga dela so še potrebne. Danska je trg dela reformirala večkrat v zadnjih 15 letih, s čimer se je zmanjšala strukturna brezposelnost. Zadnji ukrepi na tem področju so bili sprejeti v letu 2002 v okviru akcijskega načrta *More People in Work*. Na podlagi tega načrta naj bi se zaposlenost povečala za 10.000 ljudi.*

*Tabela 1: Fiskalni položaj na Danskem 1993-2002*

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
		(v % BDP)									
<i>Prihodki</i>	1	...	...	58.0	58.8	58.3	58.7	59.5	57.2	58.0	57.8
<i>Odhodki</i>	2	...	...	60.3	59.8	58.0	57.6	56.3	54.7	55.3	55.8
<i>Saldo</i>	3=1-2	-2.9	-2.4	-2.3	-1.0	0.4	1.1	3.3	2.6	3.1	1.9
V tem: centralna država	4	-3.7	-3.5	-3.6	-1.5	-0.1	0.4	1.8	1.1	1.5	0.8
<i>Strukturni saldo*</i>	5	-0.1	-2.2	-2.2	-1.1	-0.2	0.6	2.5	1.6	2.4	2.1
<i>Dolg</i>	6	78.0	73.5	69.3	65.1	61.2	56.2	53.0	47.4	45.4	45.2

\* OECD metodologija  
Viri: New Cronos, OECD.

## 2. FISKALNA POLITIKA NA FINSKEM

### a) Obdobje pred vstopom v ERM II

*Javne finance na Finskem so tradicionalno izkazovale presežek. Večji primanjkljaj se je pojavil v začetku devetdesetih let kot posledica gospodarske recesije. Z oživiljanjem gospodarstva in krčenjem odhodkov je primanjkljaj ponovno prešel v presežek. Primanjkljaj iz začetka devetdesetih let je Finska postopno zniževala in leta 1997 (torej leto po vstopu v ERM) je padel pod maastrichtsko mejo, saj je dosegel 1,5% BDP. Zniževanje primanjkljaja je po eni strani potekalo s krčenjem izdatkov, po drugi strani pa je na rast prihodkov ugodno vplivalo oživiljanje gospodarske rasti. Pri izdatkih se je predvsem varčevalo na področju transferov lokalnim ravnom države, prispevkov za brezposelne, otroških dodatkov, pomoči študentom in upokojujencem. Od leta 1998 dalje je saldo javnih financ ponovno v presežku.*

*Javni dolg v zadnjih desetih letih ni nikoli presegel 60% BDP. Kot posledica nastajanja primanjkljaja javnih financ v začetku devetdesetih let je naraščal tudi javni dolg. Najvišji je bil v letu 1994, ko je dosegel 58% BDP. S krčenjem primanjkljaja in kasneje z nastajanjem presežkov javnih financ je javni dolg upadal. Poleg tega so skladi socialnega zavarovanja (predvsem pokojninski) kupovali obveznice države (kar se konsolidira). To pomeni, da Finska že ves čas izpolnjuje maastrichtski konvergenčni kriterij v zvezi z javnim dolgom.*

### b) Obdobje po vstopu v ERM II

*Finska je vstopila v ERM oktobra 1996. Pred uvedbo eura (januarja 1999) je morala izpolnjevati oba fiskalna maastrichtska kriterija, kar ni predstavljalo problema. Kriterij glede višine primanjkljaja javnih financ Finska izpolnjuje od leta 1997 dalje, kriterij javnega dolga pa je bil izpolnjen ves čas.*

*Fiskalna politika je, zaradi manjšega manevrskega prostora centralne banke ob vstopu v ERM in kasneje ob uvedbi eura, več pozornosti namenila inflaciji. Inflacija se je v času sodelovanja v ERM gibala pod 2%, po uvedbi eura pa je porasla proti 4% in se je kasneje ponovno znižala. V zvezi z inflacijo so postala predvsem pomembna pogajanja o plačah. Izidu pogajanj (ki potekajo vsako leto) je namreč vlada podredila velikost vsakoletnega znižanja davkov od leta 2000 dalje (gre predvsem za znižanje dohodnine in prispevkov za socialno varnost). Reforma davčnega sistema je namenjena vzpodbujanju zaposlenosti, kar je tudi glavni cilj vlade. Znižanje davkov na delo vlada nadomešča z višjimi davki na kapital, energijo in okolje.*

*Kot večja problema, s katerima se je soočala fiskalna politika, je vlada, poleg večanja zaposlenosti, izpostavila zniževanje relativno visokega javnega dolga in zniževanje visoke davčne obremenitve. Za zniževanje dolga se uporablja del privatizacijskih prihodkov ter presežek javnih financ. V zvezi z zniževanjem visoke davčne obremenitve je skušala vlada zadrževati realno velikost odhodkov na ravni iz leta 1999, da bi s tem omejila pritiske s strani odhodkov na večanje prihodkov javnih financ. To ji je uspelo vse do leta 2002, ko so bili odhodki realno višji od omenjenega cilja. Poleg tega znižuje davčno obremenitev dela, kot smo že omenili.*

*Vlada se tudi pripravlja na večanje pritiskov na odhodke zaradi staranja prebivalstva. Z zniževanjem javnega dolga in ustvarjanjem presežka javnih financ nastaja »prostor« za kasnejše pritiske na višje izdatke za pokojnine in zdravstvo. Poleg tega so bile pripravljene tudi različne vzpodbude za daljšanje delovne dobe. Zasebno varčevanje za čas po upokojitvi je prisotno že dalj časa.*

Tabela 2: Fiskalni položaj na Finskem 1993 – 2002

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
		(v % BDP)									
<i>Prihodki</i>	1	57.1	57.2	55.7	56.7	55.1	54.4	54.2	56.1	54.1	54.1
<i>Odhodki</i>	2	64.3	63.0	59.6	59.6	56.3	52.7	52.1	49.0	48.9	49.9
<i>Saldo</i>	3=1-2	-7.3	-5.7	-3.7	-3.2	-1.5	1.5	2.0	6.9	5.1	4.7
V tem: centralna država*	4	-10.6	-10.8	-8.7	-7.2	-3.7	-1.4	-0.8	3.4	2.0	1.7
<i>Strukturni saldo**</i>	5	1.0	1.0	1.1	0.8	0.2	1.9	2.3	5.5	5.1	5.3
<i>Dolg</i>	6	56.0	58.0	57.1	57.0	54.0	48.6	47.0	44.5	43.8	42.7

\* Saldo lokalne ravni države (občin) je večinoma izravnano, saldo socialnih skladov pa je v presežku okoli 3% BDP (zaradi pokojninskih skladov).

\*\* OECD metodologija.

### 3. FISKALNA POLITIKA V GRČIJI

#### a) Obdobje pred vstopom v ERM II

Na fiskalnem področju je približevanje uvedbi ERM in kasneje zamenjavi grške drahme za euro pomenilo, da je morala Grčija znižati fiskalni primanjkljaj in javni dolg. Leta 1994 je primanjkljaj javnih financ znašal 9,4% BDP in delež javnega dolga 108% BDP. Leto pred vstopom v ERM je Grčija uspela znižati primanjkljaj javnih financ na 4,0% BDP, dolg pa je še vedno znašal 108% BDP. Torej ob vstopu v ERM še niso bili izpolnjeni fiskalni maastrichtski konvergenčni kriteriji, ki jih je morala Grčija izpolniti najkasneje do uvedbe eura.

#### b) Obdobje po vstopu v ERM II

Grčija je vstopila v ERM marca 1998. V tem letu se je lotila tudi reforme javnih financ, ki je primanjkljaj javnih financ znižala pod 3%. Reforma javnih financ v letu 1998 je privedla predvsem do povišanja prihodkov, medtem ko so odhodki ostali na enakem nivoju kot v predhodnem letu. Na prihodkovni strani se je reforma nanašala predvsem na uvedbo diskrecijskih davkov na nekaterih področjih in učinkovitejše pobiranje davkov. Na odhodkovni strani pa so skušali predvsem omejiti rast odhodkov za plače in zdravstvo, vendar pa so se večali odhodki na druga področja, tako da do nižanja deleža odhodkov v BDP ni prišlo.

Po vstopu v ERM in devalvaciji drahme, se je fiskalna politika odločila za dodatno krčenje odhodkov, ki je presegalo okvire prej omenjene reforme, da je s tem omejila inflacijske pritiske devalvacije. Pri omejevanju inflacijskih pritiskov je država, kot eden izmed pogajalskih partnerjev, v dogovorih o plačah skušala zadrževati rast plač v javnem in zasebnem sektorju. Dodatni ukrepi za krčenje odhodkov javnih financ v letu 1998 so se nanašali na legalizacijo ilegalnih delavcev (zaradi pobiranja socialnih prispevkov), krčenje investicij, pričetek reforme socialnega sistema in omejevanje ostalih odhodkov proračuna. Tako prvotna reforma, kot dodatno krčenje izdatkov sta v letu 1998 ohranila raven odhodkov javnih financ na ravni 47,8% BDP, doseženi primanjkljaj pa je znašal 2,5%. Javni dolg je upadel na 106% BDP predvsem zaradi večjega primarnega presežka javnih financ in zaradi privatizacijskih prihodkov.

Tudi po znižanju primanjkljaja javnih financ pod 3% BDP se je zniževanje primanjkljaja nadaljevalo. Do marca 2000 je Grčija izpolnila vse maastrichtske konvergenčne kriterije za prevzem eura in z januarjem 2001 uvedla euro. V letu 1999 je primanjkljaj javnih financ upadel na 1,8% BDP. Vzroka za izboljšanje sta bila pretežno v večanju prihodkov javnih financ in v zniževanju obveznosti za izplačilo obresti. Kot posledica privatizacijskih pritokov se je nadaljevalo zniževanje javnega dolga. Že konec leta 1999 je Grčija izpolnjevala štiri maastrichtske konvergenčne kriterije, peti kriterij – vsaj dve leti sodelovanja v ERM – je bil izpolnjen marca 2000. Tako je bil lahko s 1. januarjem 2001 uveden euro.

Po uvedbi eura in izgubi lastnega vodenja monetarne politike se je še povečal pomen fiskalne politike pri vplivu na inflacijo in gospodarsko rast. Vlada se je zavzela, da bo vzpodbujanje gospodarske rasti in zniževanje inflacije skušala dosežati preko ustrezne alokacije izdatkov javnih financ in davčnih vzpodbud, s strukturnimi reformami in preko večje liberalizacije trga. Poleg tega je nadaljevala s krčenjem primanjkljaja javnih financ in zniževanjem javnega dolga. Ukrepi, ki so se nanašali na omenjena področja so zajemali:

- Z namenom izboljšanja gospodarske rasti se je v letu 2000 pričelo z reformo davčne politike, ki še traja. Reforma prinaša nekaj davčnih vzpodbud za sektor podjetij ter tudi večjo preglednost davčnega sistema, večjo enakost davkoplačevalcev (manjšo davčno obremenitev prebivalstva z nižjimi dohodki) in še nekatere druge spremembe. Ocenjuje se, da bodo zaradi davčne reforme prihodki javnih financ v letih 2003 do 2004 nižji za okoli 0,8% do 1,0% BDP.
- Na strani izdatkov se reforma nanaša predvsem na izboljšanje upravljanja z javnimi sredstvi, večjo notranjo kontrolo poslovanja države in postavitvijo sistema (kvantitativnih) ciljev proračuna. Postavljeno je bilo tudi t.i. »zlato pravilo«, ki dovoljuje zadolževanje države samo za namen investicij ali nakupa vojaške opreme. Od leta 2002 do 2004 se načrtuje za okoli 1% BDP večje izdatke javnih financ zaradi priprav na olimpijske igre.
- Strukturne reforme se dotikajo pretežno privatizacije in povečanja zaposlenosti. S pomočjo privatizacijskih prihodkov je Grčija tudi zniževala javni dolg.
- Liberalizacija trga, ki je namenjena zniževanju inflacije, zajema trg telekomunikacij in energetike. V letu 2001 je država tudi podelila koncesiji za UMTS (izkupiček je znašal 484 mio EUR) in CGM (162 mio EUR). Obe koncesiji pa, v skladu z metodologijo po ESA 95, nista prikazani kot proračunska prihodka.
- Srednjeročni cilj vlade je znižati javni dolg na okoli 60% BDP do leta 2010. Primanjkljaj javnih financ naj bi, v skladu z načrti vlade, prešel v presežek leta 2005.

Ena večjih reform s katerimi se ubada fiskalna politika, se nanaša tudi na reformo socialnega sistema (pokojninsko in zdravstveno varstvo), kar je povezano s problemom staranja prebivalstva in vzdržnostjo javnih financ.

Tabela 3: Fiskalni položaj v Grčiji 1993 – 2002

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
		(v % BDP)									
Prihodki	1	38.6	40.7	40.9	41.7	43.7	45.3	46.1	48.2	46.7	46.1
Odhodki	2	52.0	49.9	51.0	49.2	47.8	47.8	47.9	50.1	48.1	47.3
Saldo	3=1-2	-13.4	-9.4	-10.2	-7.4	-4.0	-2.5	-1.8	-1.9	-1.4	-1.2
V tem: centralna država	4	-15.1	-12.3	-12.4	-10.2	-6.5	-4.8	-4.2	-4.3	-4.1	-4.7
Strukturni saldo*	5	-11.8	-8.3	-8.5	-5.9	-3.1	-1.2	-0.7	-1.4	-2.0	-1.6
Dolg	6	110.1	107.9	108.7	111.3	108.2	105.8	105.1	106.2	107.0	104.9

\* OECD metodologija

LITERATURA:

Daugaard Steen: *Enhancing Expenditure Control with a Decentralised Public Sector in Denmark*, Economics Dept. Working Papers No. 320, OECD, Februar 2002.

Denmark: *Selected Issues – The Danish Fiscal Framework – Looking Back and Ahead*, 2002, IMF

Finansministeriet: *Convergence Programme for Denmark, Updated programme for the period 2002-2010*, November 2002.

Hellenic Republic Ministry of National Economy and Finance: *Convergence Programme 1998 – 2001 (update)*, June 1998

Hellenic Republic Ministry of National Economy and Finance: *The 2000 Stability and Growth Programme 2000 - 2004*, December 2000

Hellenic Republic Ministry of Economy and Finance: *The 2001 Update of the Hellenic Stability and Growth Programme 2001 - 2004*, December 2001

Hellenic Republic Ministry of Economy and Finance: *The 2002 Update of the Hellenic Stability and Growth Programme 2002 - 2006*, December 2002

Korhonen Tapio: *Finnish Monetary and Foreign Exchange Policy and the Changeover to the Euro*. Bank of Finland Discussion Papers, 2001, 49 str.

Ministry of Finance: *Finland's Stability Programme*, September 1998

Ministry of Finance: *Stability Programme for Finland*, September 1999 (update)

Ministry of Finance: *Stability Programme for Finland*, September 2000 (update)

Ministry of Finance: *Stability Programme for Finland*, November 2001 (update)

Ministry of Finance: *Stability Programme for Finland*, November 2002 (update)

National Bank of Denmark. *Annual Report and Accounts (1997-2002)*;

National Bank of Denmark. *Monetary Review* 2003, 1. Quarter

National Bank of Denmark. *Monetary and Exchange rate Policy in Denmark*. Presentation given to Bank of Slovenia, 2003.