

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA MAKROEKONOMSKIH PROBLEMOV PRED
VSTOPOM V EMU**

Ljubljana, marec 2004

TINA DORNIK

IZJAVA

Študentka TINA DORNIK izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. BOŠTJANA JAZBECA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PROCES USTANOVITVE EVROPSKE MONETARNE UNIJE IN UVEDBA EVRA	2
1.1 Faze oblikovanja EMU	2
2 FAZE UVEDBE EVRA DRŽAV KANDIDATK ZA PRISTOP K EMU IN MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI	3
2.1 Tri faze uvedbe evra	3
2.2 Maastrichtski konvergenčni kriteriji	4
2.2.1 Monetarni kriteriji	4
2.2.2 Fiskalna kriterija	5
2.3 Pakt stabilnosti in rasti	5
3 NOMINALNA KONVERGENCA V DRŽAVAH KANDIDATKAH	5
3.1 Proces nominalne konvergence v Sloveniji	6
3.1.1 Inflacija	6
3.1.2 Obrestne mere	8
3.1.3 Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg	8
3.2 Primerjava izpolnjevanja nominalnih konvergenčnih kriterijev v državah CEE-5	10
4 ERM II	12
4.1 Kaj je ERM II ?	13
4.2 Cilj ERM II	13
4.3 Značilnosti ERM II	14
4.4 Formalna procedura vstopa v ERM II	15
4.5 Tečajne intervencije v okviru ERM II	16
4.5.1 Mejne intervencije	17
4.5.2 Intervencije znotraj meja dovoljenega nihanja	17
4.5.3 Zelo kratkoročno financiranje.....	17
4.6 Tveganja povezana z vstopom v ERM II	18
5 BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK IN KAPITALSKI PRITOKI V DRŽAVAH CEE-5	20
5.1 Balassa-Samuelsonov učinek v državah CEE-5	21
5.2 Kapitalski pritoki	24
5.2.1 Obseg kapitalskih pritokov v državah CEE-5.....	26
5.2.2 Struktura kapitalskih pritokov.....	27
6 KONFLIKTNOST PRI SOČASNEM DOSEGANJU STABILNEGA DEVIZNEGA TEČAJA IN INFLACIJSKEGA KRITERIJA TER NOMINALNE IN REALNE KONVERGENCE	29

6.1 Trade-off med stabilnostjo deviznega tečaja in inflacijskim ciljanjem	29
6.2 Trade-off med nominalno in realno konvergenco.....	29
7 DINAMIKA VSTOPA V ERM II IN KJUČNI DEJAVNIKI MEHKEGA	
<u>PRISTANKA V EMU.....</u>	30
7.1 Dinamika in strategija vstopa v ERM II.....	30
7.1.1 Tveganja povezana s prezgodnjim vstopom v ERM II.....	31
7.1.2 Tveganja povezana z odlogom vstopa v ERM II.....	32
7.2 Ključni dejavniki mehkega pristanka v EMU.....	32
7.2.1 Makroekonomska stabilnost	32
7.2.2 Vloga ekonomskih politik v ERM II in EMU	33
7.2.3 Režim deviznega tečaja v državah kandidatkah	34
7.2.4 Možni režimi deviznih tečajev do vključitve v EMU.....	36
7.2.4.1 Režim trde vezave v okviru sistema fiksne deviznega tečaja	37
7.2.4.2 Režim mehke vezave v okviru sistema fiksne deviznega tečaja oziroma režim prilagodljivo fiksne deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja.....	37
7.2.4.3 Režim uravnava fleksibilnega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem.....	38
7.2.5 Razvitost finančnega sektorja	39
7.2.5.1 Finančni sektor v državah kandidatkah.....	40
SKLEP	41
LITERATURA.....	43
VIRI.....	45
PRILOGA	
SEZNAM KRATIC	

UVOD

Države pristopnice so končale pogajanja o članstvu v Evropski uniji (EU) in 16.4.2003 v Atenah podpisale pogodbo za vstop v EU, v katero naj bi dokončno vstopile 1. maja 2004. Članstvu v EU bo sledilo tudi postopno vključevanje držav v Evropsko monetarno unijo (EMU). Slovenija in ostale države pristopnice si za razliko od nekaterih dosedanjih članic EU niso izborile t.i. pravice »opt-out¹«, kar pomeni da je uvedba evra zanje obvezna. Pred tem pa bodo morale nove članice EU izpolniti t.i. maastrichtske kriterije, med katerimi kriterij deviznega tečaja od držav zahteva dvoletno sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev ERM II. Prav to obdobje pa bo za države kandidatke predstavljalo največjo nevarnost.

Glede na to se postavlja vprašanje, ali so države kandidatke pripravljene za vstop v ERM II in kaj vstop v ta mehanizem zanje pomeni. Namen diplomskega dela je prikazati temeljne značilnosti ERM II ter analizirati glavne nevarnosti in probleme, ki jim bodo države kandidatke izpostavljene pred dokončnim vstopom v EMU. V svojo analizo bom poleg Slovenije vključila še ostale štiri srednje evropske države (CEE-5)².

Diplomsko delo je sestavljeno iz sedmih poglavij. Uvodnemu delu sledita prvo in drugo poglavje. Prvo poglavje vsebuje kratek pregled treh faz oblikovanja EMU, v drugem pa so predstavljene faze, skozi katere morajo države kandidatke, ki želijo postati članice EMU in nominalne omejitve, s katerimi je članstvo v EMU pogojeno.

Tretjemu poglavju, v katerem je ocena trenutnega stanja na področju nominalne konvergence v državah CEE-5, sledi četrto, v katerem sem se osredotočila na ERM II ter povzela tveganja, katerim bodo države izpostavljene v času sodelovanja v tem mehanizmu.

Za države kandidatke bo največjo nevarnost predstavljajo prav obdobje pred vstopom v EMU in po vstopu v EU. V tem obdobju lahko kot posledica liberalizacije kapitalskega računa namreč pričakujemo povečane pritoke kapitala v nove države članice EU, ki bodo v povezavi s t.i. Balassa-Samuelsonovim učinkom pritiskali na realno apreciacijo valute v teh državah. Teoretična predstavitev ter ocena teh dejavnikov je podana v petem poglavju, šesto poglavje pa izpostavi konflikt med sočasnim doseganjem tečajnega in inflacijskega kriterija ter nominalne in realne konvergence.

V osmem poglavju so prikazane možne strategije vstopa držav kandidatk v ERM II ter obravnavani ključni dejavniki, ki se jim morajo države kandidatke posvetiti, če želijo, da bo njihov prehod v EMU čim manj boleč.

¹ Ni jim potrebno uvesti evra, tudi če izpolnjujejo zahtevane konvergenčne kriterije.

² Oznaka CEE-5 se nanaša na pet srednje evropskih držav: Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija.

1 PROCES USTANOVITVE EVROPSKE MONETARNE UNIJE IN UVEDBA EVRA

Kmalu po II. svetovni vojni se je med zavezniki začel proces zasnove povojne mednarodne monetarne unije in evropske države so se na različne načine politično, ekonomsko in denarno povezovale. Prvi poskusi oblikovanja evropske monetarne unije segajo v 70-eta leta in so povezani z Wernerjevim poročilom³, uvedbo prvega skupnega mehanizma deviznih tečajev, t.i. kače v tunelu ter z ustanovitvijo Evropskega monetarnega sistema (EMS) leta 1979, ki je uveljavil prvotno različico ERM, s +/- 2,25% pasom nihanja (oz. 6% za šibkejšje valute).

1.1 Faze oblikovanja EMU

Dokončno so se EMU odprla vrata s podpisom Delorsovega poročila leta 1989 in s podpisom maastrihtske pogodbe leta 1991. Delorsovo poročilo je pripravilo predlog oblikovanja EMU postopno v treh fazah (Fujs, 2001, str. 615-618):

Prva faza oz. pripravljalna faza se je pričela 1. 7. 1990 in trajala do konca leta 1993. V prvi fazi so države članice EU napravile precejšen napredek na področju liberalizacije kapitalskih tokov. Doseženo je bilo večje sodelovanje na področjih gospodarske, finančne in denarne politike ter sistemu mehanizma deviznih tečajev. V tej fazi je bil tudi dokončno oblikovan enoten evropski trg in ustanovljen Odbor za denarno politiko, ki je imel le svetovalno vlogo. Leta 1993 je na podlagi razmerij definiranih leta 1989 prišlo do zamrznitve košarice ECU. (Ješovnik, 2000, str. 52). V okviru ERM so morale vse države preiti na ozek pas nihanja (+/- 2,25%). Ker pa je prišlo v letih 1992-1993 do krize EMS, ki bi lahko ogrozila njegov obstoj, so leta 1993 sprejeli radikalen ukrep in razširili mejo dopustnih nihanj okrog uradnega deviznega tečaja na +/- 15%.

V Drugi fazi oz. fazi konvergence se je začela 1. januarja leta 1994 z ustanovitvijo Evropskega monetarnega inštituta (EMI) kot predhodnika sedanje ECB, končala pa 31. decembra 1998. Glavni nalogi EMI sta bili usklajevanje denarnih politik držav EU in nadzor nad delovanjem EMI. Države članice EU so si v tej fazi prizadevale za izpolnitev konvergenčnih kriterijev in sicer v smeri ekonomske, denarne in fiskalne konvergence. Druga faza je od držav članic predvidevala urejene javne finance in odpravo prekomernih proračunskih primanjkljajev. Vsaka članica si je prizadevala tudi za neodvisnost centralnih bank. Na srečanju Evropskega sveta v Madridu decembra leta 1995 je bil sprejet časovni okvir in datum začetka tretje faze ter določeno novo ime skupne valute (evro). Na podlagi makroekonomskih podatkov iz leta 1997 je Svet EU v začetku leta 1998 odločil, katere države bodo postale članice EMU. Istega leta so bili določeni tudi fiksni bilateralni menjalni tečaji držav članic ter imenovan upravni odbor ECB.

³ Cilj v desetih letih, torej do leta 1980, oblikovati evropsko monetarno unijo.

Poleg tega so leta 1998 določili roke za uvajanje evra ter določili tiskanje bankovcev in kovancev evra.

Tretja faza se je začela 1. januarja leta 1999 in enajst držav (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija) je tako vstopilo v EMU z enotno monetarno politiko, skupno evropsko valuto ter nepreklicno določenim fiksnim tečajem valut članic glede na novo enotno valuto. Od držav, ki so izpolnjevale kriterije za vstop, sta se Danska in Velika Britanija odločili, da v EMU še ne bosta vstopili, Grčija in Švedska⁴ pa nista izpolnjevali maastrichtskih kriterijev. Euro je bil sprva uveden le kot knjižni denar, 1. januarja 2002 pa so uvedli gotovinski evro in v obtok so prišli evro bankovci in kovanci. Določeno obdobje so bili v obtoku hkrati novi evro bankovci ter kovanci in bankovci in kovanci valut držav evroobmočja, vendar so se slednji postopoma umikali iz obtoka in 28. 2. 2002 bili dokončno umaknjeni. Od 1. 3. 2002 je evro edino zakonito plačilno sredstvo v državah članicah EMU.

2 FAZE UVEDBE EVRA DRŽAV KANDIDATK ZA PRISTOP K EMU IN MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI

2.1 Tri faze uvedbe evra

Svet EU je na zasedanju 7. novembra leta 2000 določil proces prevzema evra v državah pristopnicah, ki bo šel skozi tri zaporedne faze (Lavrač, 2003, str. 3-5):

Predpristopna faza bo trajala do vključitve držav v EU maja 2004. Ta faza dopušča državam še vedno dovolj prostora za vodenje neodvisne monetarne politike. Tudi glede izbire politike deviznega tečaja do vstopa v EU ni nikakršnih formalnih pogojev. V tej fazi lahko torej države pristopnice vodijo takšen režim deviznega tečaja, kot same želijo. Pomembno je, da strategije deviznega tečaja podpirajo druge elemente ekonomske politike, kar bo omogočilo, da bodo države dosegle napredek na področju realne in nominalne konvergenca. Pred vstopom v EU se od držav zahteva popolna sprostitvev kapitalskih tokov.

Pristopna faza se začne z vstopom držav v EU in zaključi z njihovim vstopom v EMU. Kdaj naj bi se ta dejansko končala, je težko napovedati. Glede na to, da konvergenčni kriterij povezan s stabilnostjo deviznega tečaja zahteva od držav članic EU vsaj dveletno sodelovanje le-teh v mehanizmu deviznih tečajev – ERM II⁵ pred uvedbo evra, lahko sklepamo, da bo trajanje pristopne faze vsaj dve leti, če ne celo več. V pristopni fazi države izgubijo že precejšen

⁴ Grčija tedaj ni izpolnjevala nobenega od nominalnih konvergenčnih kriterijev in se je EMU pridružila 1.1.2001, Švedska pa ni želela v EMU in se zato ni vključila v ERM in tako formalno ni izpolnjevala tečajnega konvergenčnega kriterija.

⁵ Ang. » Exchange Rate Mechanism «

delež denarne suverenosti, politiko deviznega tečaja pa bodo morale nove države članice obravnavati kot zadevo skupnega interesa. To pomeni, da bodo države morale voditi takšno politiko deviznega tečaja, ki ne bo ogrožala ostalih članic ali tekoče delovanje notranjega trga. Prepovedane so devalvacije zaradi spodbujanja izvoza in doseganja konkurenčnih prednosti. Od novih držav članic EU se pričakuje, da bo vstopu v EU sledila tudi vključitev v ERM II, kar pa ni nujno, da se zgodi istočasno z vstopom v EU. Pred vstopom v zadnjo fazo morajo države pristopnic izpolniti vse nominalne konvergenčne kriterije.

Zadnja faza pomeni vstop držav v EMU ter prevzem evra za svojo valuto. V tretjo fazo vstopijo države potem, ko so izpolnile vse zahtevane konvergenčne kriterije.

Države pristopnice se trenutno nahajajo na pragu druge faze, saj bodo maja letos končno vstopile v EU. Poleg nominalne konvergence, ki je pogojena z izpolnitvijo maastrichtskih kriterijev in predstavlja formalne pogoje za vstop v EMU, si morajo države prizadevati tudi za ustrezen potek realne konvergence⁶. Realna konvergenca ni nikjer neposredno omenjena kot kriterij za vstop v EMU, nanaša pa se na postopno odpravljanje razlik v gospodarski razvitosti med državami pristopnicami in državami EU.

2.2 Maastrichtski konvergenčni kriteriji

Decembra leta 1991 so bili v okviru maastrichtskega sporazuma določeni konvergenčni kriteriji, ki jih morajo države članice EU izpolniti pred vstopom v EMU. Namen maastrichtskih kriterijev je zagotoviti vstop v EMU samo tistim državam, ki imajo dovolj stabilne makroekonomske politike, predvsem monetarno in fiskalno, da bo evro lahko dovolj stabilen.

2.2.1 Monetarni kriteriji

Inflacija: stopnja inflacije države EU ne sme presežati povprečja inflacije treh držav članic EU z najnižjo inflacijo za več kot 1,5 odstotne točke, pri čemer se upošteva enoletno obdobje pred oceno konvergenčnega poročila.

Dolgoročne obrestne mere: kriterij višin dolgoročnih obrestnih mer od držav članic EU zahteva, da ima povprečno nominalno dolgoročno obrestno mero največ za dve odstotni točki večjo kot znaša povprečje treh članic EU z najnižjo stopnjo inflacije, pri čemer se upošteva enoletno obdobje pred oceno konvergenčnega poročila.

Stabilnost deviznega tečaja: Država članice EU mora vsaj dve leti pred ocenjevanjem za vstop v EMU sodelovati v mehanizmu deviznih tečajev (ERM II). V času sodelovanja v ERM

⁶ Realno konvergenco delimo na dohodkovno in strukturno konvergenco. Dohodkovna se nanaša na raven BDP na prebivalca, strukturna pa zajema reformo institucionalnega okvira, v katerem posluje gospodarstvo (Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 30).

II država članica ne sme devalvirati bilateralnega deviznega tečaja svoje valute proti valuti katerekoli druge države, ki sodeluje v tem mehanizmu.

2.2.2 Fiskalna kriterija

Javni dolg: Javni dolg države članice EU v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU ne sme presežati 60 odstotkov BDP države.

Javnofinančni primanjkljaj: Javnofinančni primanjkljaj države članice EU v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU ne sme presežati 3 odstotkov BDP države.

Za oba fiskalna kriterija se v izjemnih okoliščinah dopušča fleksibilnejša interpretacija oz. določeno odstopanje od predpisanih referenčnih vrednosti. To velja predvsem, če so težnje glede doseganja referenčnih vrednosti v pravi smeri in dovolj intenzivne.

2.3 Pakt stabilnosti in rasti

Da bi se države članice EMU tudi po izpolnitvi maastrichtskih kriterijih in vstopu v EMU izogibale pretiranim fiskalnim primanjkljajem ter še naprej vodile zdrave javne finance, so leta 1997 v Amsterdamu dopolnili Pogodbo o Evropski uniji iz Maastrichta iz leta 1992 s Paktom stabilnosti in rasti. Pakt stabilnosti in rasti naj bi urejal fiskalno disciplino v EMU in od držav članic zahteva, da imajo javnofinančni proračun srednjeročno izravnani ali v presežku ter da v primeru preseženega proračunskega primanjkljaja sprejmejo ustrezne ukrepe za odpravo le-tega najkasneje leto dni po njegovi ugotovitvi.

Izjemoma se dovoljuje preseganje predpisanega praga in sicer v primeru močnejše recesije, ki predstavlja padec BDP za več kot 2% letno. V primeru padca BDP v meji 0,75 – 2% je ocena glede upravičenosti preseganja fiskalnega primanjkljaja stvar pogajanj. Država, ki neupravičeno presega dovoljeno mejo ter ne sprejme ustreznih ukrepov za odpravo fiskalnega primanjkljaja, je podvržena sankcijam v znesku 0,2 do 0,5% BDP (Mrak, 2002, str. 413).

3 NOMINALNA KONVERGENCA V DRŽAVAH KANDIDATKAH

Pred vstopom v EMU in prevzemom evra je naslednja postaja držav kandidatk ERM II. Kljub temu da izpolnitev Maastrichtskih kriterijev ni formalen pogoj za sodelovanje v ERM II, je za države priporočljivo, da že pred vstopom v ERM II dosežejo neko vzdržno stopnjo nominalne konvergence, ki bo v času bivanja v ERM II omogočila izpolnitev maastrichtskih kriterijev.

Preden natančneje predstavim ERM II ter izpostavim tveganja, s katerimi se bodo države pristopnice soočile ob vstopu v ta mehanizem, bom predstavila trenutno stanje Slovenije in ostalih držav CEE-5 pri izpolnjevanju nominalnih konvergenčnih kriterijev.

3.1 Proces nominalne konvergence v Sloveniji

3.1.1 Inflacija

Slovenija še vedno ne izpolnjuje kriterija glede inflacije, po katerem stopnja inflacije ne sme presežati povprečja inflacije treh držav članic EU z najnižjo inflacijo za več kot 1,5 odstotne točke, saj je le-ta trenutno opazno višja kot v EU.

TABELA 1: Inflacije in devizni tečaj v Sloveniji

	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Inflacija v % (povprečje leta)	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	3,0
Inflacija v % (konec leta)	8,9	7,0	7,2	4,6	3,6	2,9
Devizni tečaj (EUR/SLO)	205,0	217,2	226,2	233,7	238,9	241,8

Opomba: * napoved UMAR

Vir: Jesensko poročilo, 2003, str. 67.

Inflacija v Sloveniji se je v zadnjih letih ustrezno nižala. Na podlagi podatkov iz Tabele 1 vidimo, da je inflacija konec leta 2001 dosegla 7%. Leta 2002 pa je kljub prvotnim bolj optimističnim napovedim (okoli 6%), na koncu leta znašala 7,2%. Vzroki za višjo inflacijo so bili poleg visoke rasti cen nafte na svetovnih trgih tudi povečanje davčne stopnje pri davku na dodatno vrednost z 8,0% na 8,5% in z 19% na 20%, višje trošarine na alkoholne in tobakne izdelke ter podražitev telekomunikacijskih storitev.

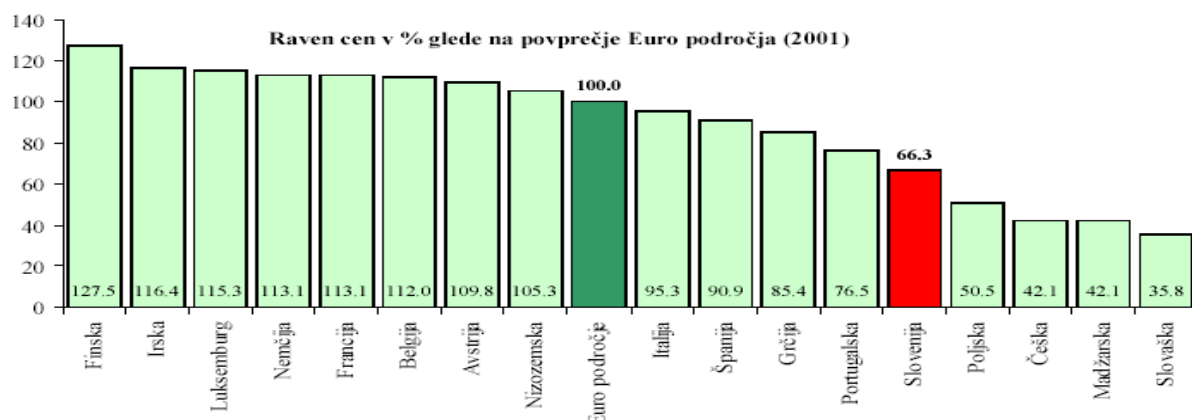
Pomembno znižanje inflacije se je pričelo v drugi polovici leta 2002 in se nadaljevalo v letu 2003 in sicer se je po 7,2% rast cen življenjskih potrebščin v letu 2002 inflacija v letu 2003 znižala na 4,6%. To kaže, da se inflacija ustrezno znižuje in bliža konvergenčnemu kriteriju.

Poleg usklajenega delovanja Banke Slovenije in Vlade RS v smeri restriktivnejših makroekonomskih politik, je k nižji inflaciji v letu 2003 pripomogle tudi šibko domače trošenje in relativno ugodne razmere v mednarodnem okolju. Med dejavniki iz mednarodnega okolja, ki vplivajo na gibanje domačih cen, je najpomembnejša cena nafte na svetovnih trgih, pri čemer je k zmanjšanju posrednega vpliva višjih cen nafte in umirjanju inflacijskih pričakovanj prispevalo aciklično prilagajanje trošarin pri tekočih gorivih. Prispevek reguliranih cen k inflaciji v letu 2003 je bil v skladu z načrti vlade in je znašal 0,6 odstotne točke, kar je za 0,7 odstotne točke manj kot v letu 2002. Davčni ukrepi, med katerimi sta pomembnejša povišanje trošarin za cigarete in zvišanje DDV za vino, so v letu 2003 k inflaciji prispevali 0,7 odstotne točke. Administrativni ukrepi so na inflacijo v letošnjem letu prispevali okoli 0,3 odstotne točke (Napoved inflacije za leti 2004 in 2005, 1/2004, str. 2).

Posledica usklajenega delovanja politike, reguliranih cen, fiskalne in denarne politike ter strukturnih reform naj bi bila ustrezno znižanje inflacije na raven, primerljivo z državami EU tudi v prihodnjih letih. Glede na napovedi naj bi inflacija konec leta 2004 kot tudi medletna rast življenjskih potrebščin ob koncu leta 2004 bila 3,6%, konec leta 2005 pa se pričakuje zmanjšanje inflacije še za 0,7 odstotne točke in sicer na 2,9%. Na nižjo inflacijo v naslednjih letih naj bi vplivala upočasnjena rast reguliranih cen in zmanjšan prispevek davčnih sprememb k inflaciji. Poleg tega naj bi se v skladu z ukrepi za doseg maastrichtskih kriterijev nadaljevalo upočasnitev depreciacije tolarja proti evru, s tem pa bi se zmanjševal tudi vpliv tečaja na rast cen (Napoved inflacije za leti 2004 in 2005, 1/2004, str. 2).

Slika 1 kaže, da je skupna raven cen v Sloveniji leta 2001 znašala okrog 66% ravni cen v Euro področju. Glede na to, da sta raven cen in rast cen negativno povezani (cene rastejo hitreje v državi z nižjo ravni cen), lahko ob prisotnosti realne konvergence takšno gibanje pričakujemo tudi v prihodnje.

SLIKA 1: Raven cen v % glede na Euro področje leta 2001



Vir: Program vstopa v ERM II in prevzema evra, 2003, str. 88.

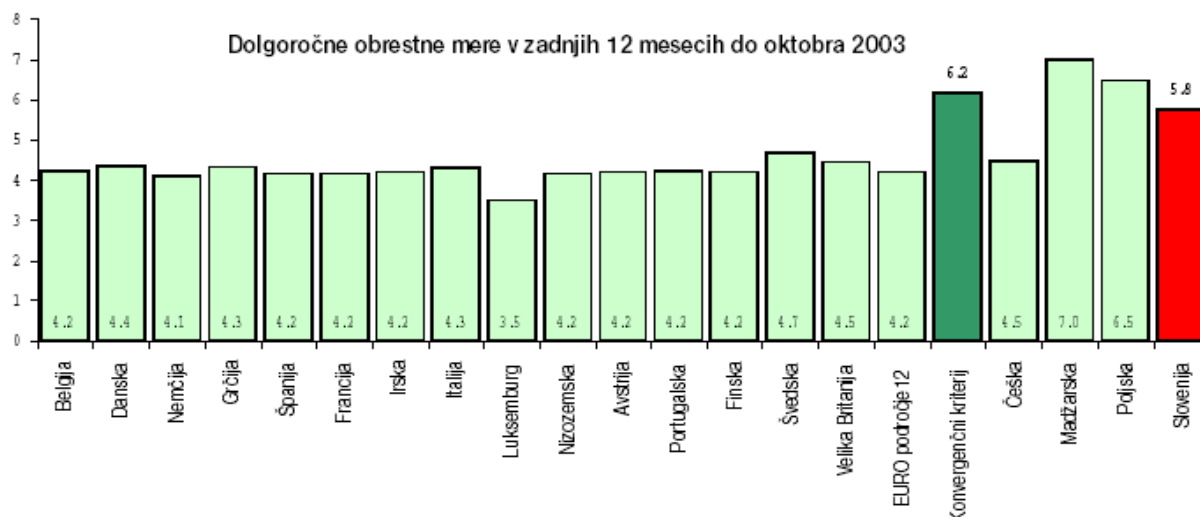
Torej lahko pričakujemo, da bo inflacija ob vstopu v ERM II predvidenem v začetku leta 2005 zagotovo presegala raven, ki je določena z maastrichtskim kriterijem. To lahko povezujemo s t.i. Balassa-Samuelsonovim učinkom, ki je aktualen za tranzicijske države in je posledica različnih stopenj rasti produktivnosti med gospodarstvi. Po ocenah Urada za makroekonomske raziskave bo mogoče Balassa-Samuelsonovemu učinku pripisati za 1 do 2 odstotni točki⁷ višjo stopnjo inflacijo v Sloveniji v naslednjih letih.

⁷ Vir: Jesensko poročilo, 2003, str. 94.

3.1.2 Obrestne mere

Banka Slovenije si bo do vstopa v ERM II prizadevala za postopno konvergenco nominalnih obrestnih mer, ki naj bi razliko med obrestnimi merami v Sloveniji in v EU približala toliko, da bo možna stabilizacija tečaja. Konvergenca obrestnih mer v Sloveniji sledi inflacijski, saj je dinamika zniževanja domačih nominalnih obrestnih mer omejena s še vedno relativno visoko domačo inflacijo. V letu 2003 je ministrstvo izdalo prvo desetletno tolarsko nominalno obveznico, ki naj bi postala referenčna obveznica za merjenje izpolnitve maastrichtskega kriterija, ki se nanaša na dolgoročno obrestno mero (Program vstopa v ERM II in prevzema evra, 2003, str. 37, 38 in 44). Kot je razvidno iz Slike 2, bi Slovenija glede na kriterij iz oktobra leta 2003 izpolnjevala nominalni konvergenčni kriterij dolgoročne obrestne mere.

SLIKA 2: Dolgoročne obrestne mere v % v zadnjih dvanajstih mesecih do oktobra 2003



Vir: Program vstopa v ERM II in prevzema Evra, 2003, str. 92.

3.1.3 Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg

V Sloveniji definiramo javnofinančni primanjkljaj kot primanjkljaj konsolidirane bilance javnega financiranja štirih javnofinančnih »blagajn« (državni proračun, obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje, obvezno zdravstveno zavarovanje in občinski proračuni). Po nacionalni metodologiji se je torej javnofinančni primanjkljaj povečal od 0,6% BDP v letu 1999 na okoli 1,3% v letih 2000 do 2002. V letu 2002 se je proračunsko leto uskladilo s koledarskim letom in so se torej celotni odhodki državnega proračuna realizirali z enajstmesečnimi prihodki davka na dodano vrednost in trošarin (brez prihodkov DDV in trošarin, vplačanih januarja leta 2003). Izkazani tekoči javnofinančni primanjkljaj v letu 2002 se je tako povečal za t.i. izravnalni proračunski primanjkljaj in tako dosegel 3% BDP

(Pomladansko poročilo, 2003, str. 115). Podatki v Tabeli 2 kažejo na ponovno znižanje javnofinančnega primanjkljaja v naslednjih letih in sicer v letu 2003 naj bi znašal 1,5% v letu 2004 pa 1,7%.

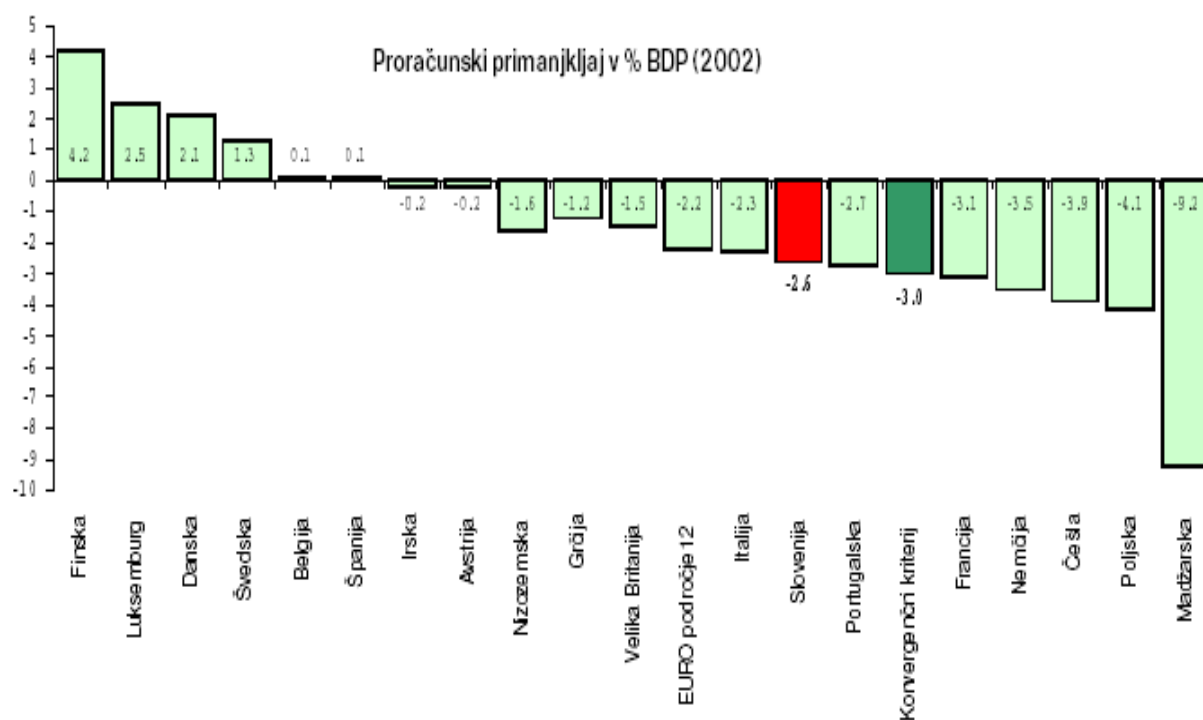
TABELA 2: Konsolidirana bilanca javnega financiranja po metodologiji GFS-IMF in javni dolg v % BDP

	2000	2001	2002	2003*	2004*
Javnofinančni primanjkljaj v primerjavi z BDP v %	-1,3	-1,3	-3,0	-1,5	-1,7
Javni dolg v % BDP	27,6	27,5	28,3	n.p.	n.p.

Opomba: * Napoved UMAR

Vir: Jesensko poročilo, 2003, str. 145.

SLIKA 3: Proračunski primanjkljaj po metodologiji ESA 95 v % BDP leta 2002

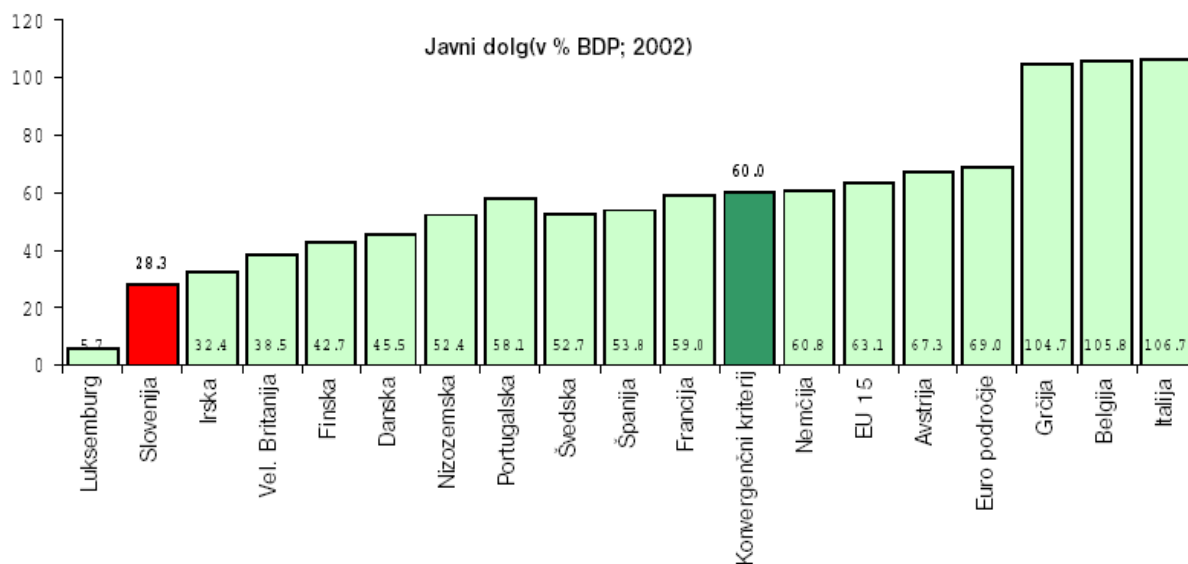


Vir: Program vstopa v ERM2 in prevzema evra, 2003, str. 93.

Z vidika doseganja Maastrichtskih kriterijev je za Slovenijo pomembno prikazovanje javnofinančnega primanjkljaja po metodologiji Evropskega sistema računov iz leta 1995 (ESA 95). Kljub temu, da javnofinančni primanjkljaj v Sloveniji ustreza maastrichtskemu kriteriju (3% BDP), pa se po metodologiji ESA 95 njegovo gibanje bliža meji in je leta 2002 znašal 2,6%.

Javni dolg v Sloveniji se zadnja leta nahaja na ravni okoli 30%. Čeprav se je v zadnjih letih stanje javnega dolga nekoliko povečalo, se javni dolg še zmeraj giblje precej pod mejo 60%. Kot je razvidno iz Slike 4 je leta 2002 znašal 28,3 % BDP in je precej nižji kot v večini evropskih držav.

SLIKA 4: Javni dolg po metodologiji ESA 95 v % BDP leta 2002



Vir: Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 94.

3.2. Primerjava izpolnjevanja nominalnih konvergenčnih kriterijev v državah CEE-5

Na podlagi podatkov iz Tabele 3 (glej Tab. 3, na str.11) vidimo, da nominalna konvergenca še v nobeni CEE-5 državi ni v celoti končana (glej tudi Prilogo 1).

Kriterij, ki ga trenutno izpolnjujejo vse države, je le kriterij javnega dolga. Medtem ko je Slovenija nekoliko oddaljena predvsem od izpolnitve inflacijskega kriterija, so ostale države oddaljene od tistih, ki odražajo javno-finančno stabilnost, če ne celo od vseh. Velja omeniti, da naj bi se inflacija v Sloveniji postopoma zmanjševala in leta 2005 dosegla raven, ki ustreza mastrichtskemu kriteriju. V boljšem položaju glede inflacije se nahaja Poljska. Glede na napovedi naj bi bila inflacija na Poljskem leta 2003 že tretje leto zapored pod inflacijskim ciljem centralne banke. V skladu z inflacijskim ciljanjem, s katerim je Poljska centralna banka pričela leta 1998, je inflacijski cilj za konec leta 2003 postavljen v obliki cilja 3% z možnim odstopanjem za +/- 1% (Inflation Report of National Bank of Poland 2002, 9/2003, str. 96). Poljska pa ima težave na področju javnih financ. Če sta bila tako javnofinančni primanjkljaj kot javni dolg še leta 2000 v okviru mastrichtskega konvergenčnega kriterija, pa trenutno predvsem proračunski deficit precej presega povprečje EMU.

TABELA 3: Nominalni konvergenčni kriteriji

Maastrichtski kriterij	Inflacija v % zadnjih 12 mesecev (1)	Dr. OM v % zadnjih 12 mesecev (1)	Javnofinančni deficit v % BDP 2002	Javni dolg v % BDP 2002
EURO področje 12	2,2	4,16	-2,2	69,0
Grčija (1998)	4,5	9,8(5)	-2,5	105,4
Konvergenčni kriterij	2,7	6,12	-3,0	60,0
CZ	-0,1	4,50(3)	-3,9	27,1
HU	4,6	6,99(3)	-9,2	56,3
PL	0,6	6,47(3)	-4,1	41,8
SK	9,8	6,3(4)	-7,2	42,6
SLO	5,9	5,75(2)	-2,6	28,3

Opombe: (1) Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno novembra 2003

(2) Za Slovenijo je kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere vzeta obveznica RS54 (izdana v oktobru 2003). Upoštevane so kuponske (ali nazivne) obrestne mere in ne donosnost do dospelja, kot zahteva Maastrichtski kriterij.

(3) Donosnost do dospelja 10-letne državne obveznice, 23. oktober 2003 (ni povprečje 12 mesecev).

(4) Bribor

(5) podatek za leto 1997

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja, 12 / 2003; National Bank of Slovakia Annual Report 2002, 2003, str. 59; Fujs, 2001, str. 620.

Če imajo ostale države težave s previsoko stopnjo inflacije, se na Češkem srečujejo z deflacijo. Že leta 2002 je bila inflacija pod ciljem⁸ Češke centralne banke, januarja 2003 pa so zabeležili celo deflacijo. Največ težav povzroča Češki proračunski deficit, ki se vse od leta 1998 giblje nad maastrichtskim kriterijem. Zaradi previsokega fiskalnega primanjkljaja vlada pripravlja reformo javnih financ, v skladu s katero naj bi primanjkljaj do leta 2006 padel na 4% BDP. Za razliko od proračunskega primanjkljaja je javni dolg še vedno opazno nižji od maastrichtskega kriterija, vendar pa zadnja leta vseskozi narašča in sicer je leta 1998 znašal 13,7% BDP, leta 2002 pa že 27,1%. Glavni vzrok za naraščanje javnega dolga izhaja iz povečanja proračunskega primanjkljaja .

Velike preglavice z javnofinančnim deficitom imajo tudi na Slovaškem in Madžarskem. Fiskalna konvergenca je do leta 2000 na Madžarskem sicer potekala ugodno. Tako javni dolg kot javnofinančni primanjkljaj sta se do leta 2000 ustrezno zmanjševala in leta 2000 bila v okviru maastrichtskega kriterija. Leta 2001 in 2002 je javnofinančni primanjkljaj ponovno

⁸ V skladu z inflacijskim ciljanjem, s katerim je Češka CB pričela leta 1998, je Češka CB postavila cilj v obliki intervala, ki je v stalnem padanju iz 3-5% v januarju leta 2002 do 2-4% v decembru 2005 (Regular report on Czech Republic's progress towards accession, 2001, str. 33).

presegel mejo 3% in sicer je znašal kar 9,2% BDP, javni dolg pa se giblje le malo pod 60% BDP. Po prvotnih napovedih naj bi javnofinančni primanjkljaj v letu 2003 znašal 4,5% BDP (glej Priloga 1, Tabela 2). Glede na to, da tečajni cilj ni več uspeval v znižanju inflacije, saj je bila inflacija leta 2001 kar 9,2 odstotna, je Madžarska centralna banka leta 2001 pričela z inflacijskim ciljanjem. V letu 2002 se je inflacija znižala na 5,3%, s čimer je bil inflacijski cilj Madžarske centralne banke za leto 2002 dosežen. Inflacijski cilj je centralna banka postavila v obliki intervala. Za december 2002 je ta bil v višini 4,5 odstotne inflacije z možnostjo odstopanja za +/- 1%. Inflacijski cilj za leto 2003 in 2004 predvideva inflacijo v višini 3,5% +/- 1% ob koncu leta. Pričakuje se, da bo tudi ob koncu leta inflacijski cilj presežen. Glede na to, da se v začetku prihodnjega leta napoveduje zvišanje davčnih stopenj DDV in spreminjanje trošarin, se tudi v letu 2004 pričakuje nekoliko višjo inflacijo. Po napovedih naj bi konec leta 2003 bila 5,2 odstotna leta 2004 pa 5,8 odstotna (Hungarian Central Bank Quarterly Report on Inflation, 8/2003, str. 17). Obrestne mere na Madžarskem so se v obdobju od leta 1998 do leta 2003 sicer zniževale, kljub temu pa se maastrichtskim kriterijem še niso približale.

Med vsemi obravnavanimi državami je trenutno v najslabšem položaju Slovaška, ki izpolnjuje samo en kriterij od petih, to je kriterij javnega dolga, pa še pri tem se v slabšem položaju od nje nahaja le Madžarska. Predvsem inflacijska konvergenca zelo počasi napreduje in je v leta 2003 napram letu 2002 celo nazadovala. Leta 2002 je inflacija znašala 3,1%, novembra 2003 pa že 9,8%. Tudi pri fiskalni konvergenci se Slovaška ni preveč dobro odrezala, saj javnofinančni primanjkljaj še zmeraj precej presega povprečje EMU.

Medtem ko so ostali kriteriji nominalne konvergenca kvantificirani, je izpolnjevanje tečajnega kriterija pogojeno z vsaj dveletnim sodelovanjem države članice EU v mehanizmu deviznih tečajev ERM II. Izpolnitev nominalnih kriterijev ni formalni pogoj za vstop v ERM II, vendar bi bistveno odstopanje v nominalni konvergenci od ostalih držav EMU lahko podaljšalo njihovo bivanje v ERM II, kar bi ogrozilo vključitev v EMU. Torej je za države pristopnice pomembno, da že pred vstopom v ERM II dosežejo neko vzdržno konvergenco, ki bo v času članstva v ERM II državam omogočila izpolnitev maastrichtskih kriterijev in tako prevzem evra v najkrajšem predvidenem času.

4 ERM II

Nove države članice EU bodo na določeni točki po pristopu vstopile v mehanizem deviznih tečajev II, v katerem morajo sodelovati vsaj dve leti. V tem času morajo države izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije, ki so pogoj za prevzem evra. ERM II je bil ustanovljen z resolucijo Evropskega sveta z dne 16. junija 1997 in je nadomestil prvotni mehanizem deviznih tečajev, ki je deloval v okviru Evropskega monetarnega sistema, ustanovljenega leta 1979. Tako je z začetkom tretje faze ekonomske in monetarne unije 1. januarja 1999 ERM II nadomestil do tedaj obstoječi Evropski denarni sistem. Medtem ko so bili v sklopu ERM centralni tečaji določeni večstransko-nasproti vsaki valuti države članice EU, pa je ERM II

bilateralni režim deviznega tečaja, v katerem so devizni tečajji določeni le dvostransko in sicer nasproti evru . Osrednjo vlogo v mehanizmu ERM II ima ECB.

Poleg resolucije Evropskega sveta o ustanovitvi mehanizma deviznega tečaja v tretji fazi ekonomske in monetarne unije na podlagi katerega je ERM II nastal, so osnovni elementi tečajne ureditve med državami evroobmočja ter ostalimi članicami EU določeni še z enim pravnim aktom in sicer s Sporazumom med ECB in nacionalnimi CB držav članic izven evroobmočja. Ta določa operativne postopke za delovanje mehanizma deviznih tečajev v tretji fazi ekonomske in monetarne unije (Majcen, 2002, str. 19).

4.1 Kaj je ERM II ?

ERM II je večstranski sistem deviznih tečajev, ki sloni na principu fiksnih, vendar prilagodljivih tečajev, s standardnim pasom nihanja okrog centralne paritete +/- 15%. Za valuto vsake države članice EU se ob vstopu v ERM II določi uradni tečaj nacionalne valute proti evru. Na zahtevo države članice EU, ki vstopi v ERM II se lahko izjemoma formalno sporazumejo o ožjem razponu nihanja, če se smatra, da je takšna poteza primerna za doseganje konvergence. Odločitev o centralnem tečaju in standardnem oz. ožjem razponu nihanja sprejmejo po medsebojnem dogovoru ministri za finance držav članic evroobmočja, ECB ter ministrov za finance in guvernerjev držav članic, ki še niso uvedle evro in sodelujejo v novem mehanizmu (Fölsz, 2003, str. 4).

4.2 Cilj ERM II

ERM II je bil ustanovljen z namenom povezati valute držav članic EU izven evroobmočja z evrom ter urediti odnose med državami izven evroobmočja in članicami EMU. Države članice EU naj bi v dvoletnem obdobju članstva v ERM II dokazale, da so sposobne voditi ekonomske politike, ki ohranjajo devizni tečaj dovolj stabilen, ter se tako postopoma pripravijo na dokončen prevzem evra ter se odpovejo nacionalnim valutam. Za dobro delovanje enotnega trga, višje investicije ter višjo rast in zaposlenost je potrebno stabilno ekonomsko okolje. Enotni trg ne sme biti ogrožen s prilagoditvami realnih deviznih tečajev ali prekomernimi nihanji nominalnih deviznih tečajev med evrom in ostalimi valutami EU. To bi lahko ogrozilo trgovinske tokove med državami članicami. Po vstopu v EU morajo zato države članice voditi tečajno politiko kot zadevo skupnega interesa (Economic and Monetary Union, 1999, str. 137).

Glavne cilje ERM II lahko strnemo v naslednjih točkah:

- stabilnost deviznih tečajev držav članic EU zunaj evroobmočja
- usmeriti države članice EU zunaj evroobmočja, ki sodelujejo v ERM II k stabilizacijskim

- politikam in pospešiti konvergenco v teh državah
- pomoč in priprava članic za vstop v EMU
 - povezanost med evrom in valutami tistih držav članic EU, ki niso uvedle evra.

4.3 Značilnosti ERM II

Temeljne značilnosti ERM II (Lavrač, 2003, str. 5-13):

- ERM II ni režim deviznega tečaja, pač pa okvir za različne možne režime deviznega tečaja. Režimi deviznega tečaja, ki niso ustrezni za državo članico ERM II so: popolnoma prosti devizni tečaj, uravnavano drseči devizni tečaj, kjer ni bilo sporazumno določen tečaj valute te države z evrom, režim plazeče vezave ter trdne vezave valute države na neko drugo valuto in ne na evro. Države z valutnim odborom kot enostransko zavezanostjo načeloma lahko sodelujejo v ERM II, pri čemer bo ECB od primera do primera preučila, ali je takšna ureditev združljiva z zahtevami ERM II.
- Preden država vstopi v ERM II mora biti članica EU. Sodelovanje v ERM II je za članice EU, ki niso uvedle evra, prostovoljno. Kljub temu se od držav pričakuje, da bodo prej ali slej pridružile mehanizmu, saj je dvoletno sodelovanje v ERM II nujno za dosego maastrichtskega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja in torej predpogoj za dokončen prevzem evra. S tega vidika je dvoletno sodelovanje v ERM II pravzaprav obvezujoče in država lahko prostovoljno odloča le o dinamiki vstopa v mehanizem.
- Država, ki želi sodelovati v ERM II, mora podati izjavo o tem, da želi postati članica mehanizma, pri čemer mora s strani ECB in Evropske komisije dobiti ustrezno oceno o pripravljenosti za vstop v ERM II. Proces nominalne in realne konvergence v državi mora potekati ugodno. Pomembna je tudi disciplinirana in odgovorna denarna politika, katere cilj je stabilnost cen ter zdrava fiskalna in strukturna politika.
- Pred vstopom držav kandidatk v EU so sicer možni neformalni pogovori o vstopu v ERM II, vendar pa EU ni dolžna začeti pogajanj do dejanskega vstopa držav kandidatk v EU. Dejanska pogajanja o datumu vstopa, centralni pariteti ter razponu nihanja med državami pristopnicami ter ECB se bodo pričela šele po vstopu držav v EU, kar pomeni, da je hkratna vključitev držav v EU in ERM II malo verjetna.
- Odločitev o centralni pariteti nacionalne valute proti evru je sprejeta v medsebojnem dogovoru ministrov držav članic evroobmočja, ECB ter ministrov za finance in guvernerjev CB držav članic izven evroobmočja, ki sodeluje v ERM II. Pri postopku sodelujeta tudi Evropska komisija ter Ekonomski in finančni odbor. V postopku smejo biti vključeni tudi

ministri in guvernerji centralnih bank držav članic, ki ne sodelujejo v ERM II, vendar ti nimajo pravice glasovanja (Economic and Monetary Union 1999, str. 137-139). Osrednja pariteta mora biti določena na ravni, na kateri valuta na bo ne precenjena niti podcenjena.

- Standardni razpon nihanja znaša +/- 15% od centralne paritete. Na zahtevo države članice, ki zaprosi za vključitev v ERM II, se lahko dogovori tudi o razponu nihanja, ki je ožji od standardnega. Tudi pri sprejetju teh odločitev sodelujejo v prejšnji točki omenjene strani. Znotraj teh meja sme devizni tečaj prosto drseti, medtem ko je na mejah obvezna intervencija tako s strani ECB kot tudi CB države članice.
- ERM II mora delovati tako, da ne ogroža primarnega cilja ECB, tj. stabilnosti cen in CB držav EU izven evroobmočja.

4.4 Formalna procedura vstopa v ERM II

Pravni temelj sodelovanja v ERM II je pogodba in sicer gre za medsebojni dogovor finančnih ministrov držav evroobmočja, ECB in finančnega ministra in guvernerja centralne banke države, ki se pridružuje ERM II. Pred sklepom pogodbe je potrebno še mnenje Evropske komisije ter Ekonomsko-finančnega odbora (Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 47).

Pred vstopom v ERM II in podpisom pogodbe se morajo države pogoditi o centralni pariteti do evra, vstopnem tečaju, dovoljenem razponu nihanja ter izstopnem tečaju ob prevzemu evra, pri čemer je postopek določanj teh dejavnikov predmet pogajanj med organi omenjenimi v prejšnjem odstavku.

Centralna pariteta je določena vrednost domače valute z evrom. Izbrana centralna pariteta praviloma ne sme bistveno odstopala od ravnovesnega tečaja, ni pa nujno, da je centralna pariteta za posamezne članice ob vstopu in času trajanja članstva v ERM II enaka ravnovesnemu tečaju. Centralna pariteta mora biti določena na podlagi najboljše možne ocene ravnovesnega deviznega tečaja ob času vstopa v ERM II, ki naj bi temeljila na vrsti gospodarskih kazalcev in gibanj. Upoštevati mora tudi tržni tečaj (Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 47-48).

Vstopni tečaj je tržni tečaj ob vstopu v ERM II in lahko odstopa od centralne paritete bodisi zato, ker tržni tečaj ob vstopu v ERM II ne odraža ravnovesnega tečaja⁹, lahko pa tržni tečaj odraža ravnovesni tečaj, vendar je centralna pariteta postavljena tako, da vsebuje pričakovane

⁹ V času se lahko tudi spreminja, kar je odvisno predvsem od dolgoročnih dejavnikov kot sta produktivnost in strukturne reforme.

spremembe ravnovesnega tečaja, do katerih bo prišlo zaradi vpliva pričakovanih strukturnih in drugih sprememb (Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 47-48).

Poleg določene fleksibilnosti, ki jo ERM II dovoljuje v višini določenega razpona nihanja okrog centralne paritete, je v obdobju sodelovanja v ERM II možna tudi sprememba centralne paritete. Začasni pritiski na devizni tečaj se absorbirajo z nihanjem deviznega tečaja v mejah dovoljenega nihanja in z avtomatično in količinsko neomejeno tečajno intervencijo ECB, ko doseže devizni tečaj skrajno vrednost. V primeru stalnih nevzdržnih pritiskov na devizni tečaj je v okviru ERM II možna tudi sprememba centralne paritete. Pri tem revaloracija ne pomeni neizpolnjevanje maastrichtekega kriterija, v primeru devaloracije pa se sprememba smatra kot neizpolnitev maastrichtskega kriterija in se tako čas sodelovanja v ERM II avtomatično podaljša.

Primer spremembe centralne paritete v času članstva v ERM II je zabeležila tudi Grčija, ki je leta 2000 revalorirala centralno pariteto za 3,5% nasproti evru, pri čemer Grčija sama ni smela samostojno spreminjati osrednjega tečaja med drahmo in evrom, temveč je bila odločitev o revaloraciji sprejeta v medsebojnem dogovoru z odgovornimi organi evro območja (Majcen, 2002, str. 20).

Tečaj določene valute znotraj ERM II torej lahko niha glede na evro, niso pa dovoljene devaloracije, ki bi spodbujale izvoz in doseganje konkurenčne prednosti do ostalih držav, ki sodelujejo v ERM II in EMU.

4.5 Tečajne intervencije v okviru ERM II

V Sporazumu med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic zunaj evroobmočja so natančneje določeni operativni postopki sodelovanja v ERM II. Poleg določb o centralnem tečaju, razponu nihanja, tesnejšem sodelovanju na področju deviznega tečaja, spremljanju delovanja sistema ter obveščanja trga vsebuje sporazum tudi odločbe o intervencijah na mejah dovoljenega nihanja ter znotraj mej dovoljenega nihanja. Na voljo je tudi kratkoročno financiranje.

Tečajne intervencije v okviru ERM II se smejo uporabljati le kot podporni instrument, ki se ga uporablja v kombinaciji z ostalimi ukrepi ekonomske politike, vključno z ustrežno monetarno in fiskalno politiko, ki omogočata ekonomsko konvergenco ter stabilizacijo deviznega tečaja. Izvajajo se v evrih ter valutah držav članic EU. Centralne banke držav članic ERM II in ECB se morajo medsebojno obveščati o vseh tečajnih intervencijah, ki se nanašajo na ohranjanje kohezivnosti ERM II ter o vseh ostalih posegih na deviznem trgu (Economic and Monetary Union, 1999, str. 141). Intervencije delimo na mejne intervencije in intervencije znotraj meja dovoljenega nihanja, na voljo je tudi zelo kratkoročno financiranje.

4.5.1 Mejne intervencije

V primeru dosega zgornje ali spodnje meje je intervencija načeloma avtomatična in neomejena. Samo v primeru ogrožanja cenovne stabilnosti kot primarnega cilja ECB lahko le-ta in nacionalne CB začasno ustavijo intervencijo. ECB in CB članice ERM II morata monetarnim oblastem, ki jih prekinitev intervencije zadeva, čimprej in strogo zaupno posredovati to namero. V primeru prenehanja intervencije je potrebno upoštevati tudi ostale relevantne faktorje, predvsem tiste, ki vplivajo na kredibilno delovanje ERM II (Economic and Monetary Union, 1999, str. 142).

4.5.2 Intervencije znotraj meja dovoljenega nihanja

Po dogovoru med ECB in državo članico ERM II so možne usklajene tečajne intervencije tudi pri obrambi tečaja valute že pred dosego spodnje ali zgornje meje dovoljenega nihanja. V tem primeru govorimo o intervencijah znotraj meja dovoljenega nihanja. Za razliko mejnih intervencij intervencije znotraj meja niso obvezne, zato je njihov obseg omejen. Izjemoma je možno tudi preseganje dovoljenega obsega, vendar le ob soglasju CB, ki intervencijsko valuto izdaja. Stroške vzdrževanja znotraj dogovorjenih meja si razdelijo CB članic ERM II ter ECB (Economic and Monetary Union, 1999, str. 142).

4.5.3 Zelo kratkoročno financiranje

Ko začne CB države članice EU sodelovati v ERM II, podpiše z ECB tudi sporazum o mehanizmu zelo kratkoročnega financiranja. Sporazum predvideva, da ECB in vse sodelujoče nacionalne centralne banke izven evroobmočja medsebojno odprejo zelo kratkoročne kreditne linije. Začetna dospelost zelo kratkoročnih finančnih virov je 3 mesece, pri tem je mogoče na prošnjo centralne banke dolžnice kredit enkratno obnoviti avtomatično za tri mesece. Vsaka nadaljnja obnova je možna le ob soglasju CB kreditodajalke. Finančne operacije v okviru zelo kratkoročnih finančnih virov vključujejo le spot prodaje in nakupe valut oz. prodaje in nakupe valut po tekočem deviznem tečaju. Datuma valute finančne operacije je enak datumu valute intervencije na deviznem trgu (Economic and Monetary Union, 1999, str.142-144).

Mehanizem zelo kratkoročnega financiranja je v primeru financiranja mejnih intervencij na razpolago avtomatično ter v neomejenem obsegu. Od banke dolžnice se pričakuje, da bo pred uporabo mehanizma zelo kratkoročnega financiranja za namene intervencije ustrezno porabila svoje mednarodne denarne rezerve. Tudi v primeru zelo kratkoročnega financiranja smeta ECB in sodelujoča NCB prekiniti avtomatično financiranje v primeru, da je le-ta v nasprotju s prvotnim ciljem CB.

Nasprotno je za financiranje intervencij znotraj meja dovoljenih nihanj na razpolago le z dovoljenjem CB, ki izdaja intervencijsko valuto. Pri tem je potrebno upoštevati, da kumulativni

znesek kratkoročnega zadolževanja ne presega dovoljene meje, določene za posamezno državo. Poleg tega se od CB dolžnice pričakuje, da za namene intervencije predhodno ustrezno uporabi svoje mednarodne denarne rezerve.

4.6 Tveganja povezana z vstopom v ERM II

V času sodelovanja v ERM II bodo države izpostavljene številnim nevarnostim, ki lahko povzročijo prevelika nihanja tečaja in tako prekoračitev omejitev ERM II, kar bi po vsej verjetnosti podaljšalo članstvo držav v ERM II. Težave lahko nastopijo tudi v primeru povečanih makroekonomskih neravnovesij, ki bi lahko podaljšala čas sodelovanja v ERM II neposredno preko neizpolnitve nominalnih konvergenčnih kriterijev ali posredno preko vpliva na preveliko nihanje tečaja.

Glede na to, da z vstopom v ERM II denarna politika izgublja svojo avtonomnost, tečajna politika pa že po vstopu v EU postane stvar skupnega interesa, je pomembno, da države povečajo učinkovitost ostalih politik, predvsem fiskalne, ki bo po vstopu v EU nosila večji del bremena. Tudi uporaba fiskalne politike bo ob vstopu v EU omejena in sicer s t.i. Paktom stabilnosti in rasti. Ključno vlogo med mehanizmi za zagotavljanje stabilnih gospodarskih razmer in ublažitve potencialnih šokov bo tako imela fleksibilnost trga. Predpogoj za doseganje makroekonomske stabilnosti so tudi ustrezne strukturne reforme, saj bi upočasnjeno izvajanje teh ogrozilo vključitev držav v EMU.

Velik izziv državam po vstopu v EU in kasneje ERM II bodo predstavljali tudi veliki kapitalski pritoki, ki jim bodo nove članice EU po vsej verjetnosti izpostavljene v naslednjih letih. Države kandidatke so omejitve pri pretoku kapitala začele opuščati v zadnjem desetletju. V skladu z zahtevami, ki jih morajo države pristopnice izpolniti pred vstopom v EU, se od držav pričakuje dokončno sprostitev kapitalskih tokov ob vstopu v EU. Tuj kapital priteka v državo zaradi večje pričakovane donosnosti kot na mednarodnem trgu. Vzrok večje pričakovane donosnosti v državah pristopnicah je višja gospodarska rast v teh državah, ki je posledica realne konvergence ter nekatere druge značilnosti teh držav, ki delajo države bolj privlačne za tuj kapital. Poleg številnih koristi, ki jih tuji pritoki kapitala prinašajo državam prejemnicam kapitala, pa kapitalski pritoki omenjene države izpostavljajo tudi številnim tveganjem. Preko apreciacije domače valute lahko obsežni pritoki kapitala ogrozijo konkurenčno sposobnost gospodarstva, možna zamenjava domačih prihrankov s tujimi pa lahko pripelje do zmanjšanja domačega varčevanja. Povečani pritoki kapitala povečuje tudi izpostavljenost države prejemnice kapitala zunanjim šokom (Mrak, 2002, str. 570). Na realno apreciacijo lahko države odgovorijo s sterilizacijo kapitalskih pritokov, vendar je ta povezana z določenimi stroški. Sterilizacija tudi ogroža fiskalna konvergenčna kriterija ter se odraža v višjih obrestnih merah, kar pa še dodatno privablja kapital iz tujine.

Z vstopom v ERM II se občutljivost držav na pritoke kapitala iz tujine še poveča. Posledica t.i. konvergenčne igre naj bi bili povečani špekulativni prilivi kapitala. V skladu z nominalnimi konvergenčnimi kriteriji bodo nove članice EU v času sodelovanja v ERM II skušale zniževati obrestno mero, kljub temu pa bodo v želji po dosegu inflacijskega cilja monetarne oblasti držav pristopnic obrestne mere vzdrževale na nekoliko višji ravni v primerjavi z ostalimi državami EU (Szápary, 2000, str. 10).

Povečani pritoki kapitala lahko v trenutku spremenijo smer. Nenadna sprememba smeri kapitala, ki tako prične v veliki količini zapuščati državo, je običajno posledica izgube zaupanja tujih investorjev v državo. Možno je, da pride do množičnega bega kapitala iz države brez kakršnih koli racionalnih temeljev (Begg et al., 2002, str. 27). V takšni situaciji lahko pride do finančne krize.

Do dodatnega pritiska na rast cen in padanje realnih deviznih tečajev v državah pristopnicah prihaja tudi zaradi naravnega pojava značilnega za tranzicijske države, ki ga opisuje t.i. Balassa-Samuelsonov učinek (BS-učinek)¹⁰. V tem primeru govorimo o ravnotežni apreciaciji, ki je posledica različnih stopenj rasti produktivnosti med sektorji gospodarstva, medtem ko je rast plač precej bolj izenačena.

Problem se lahko pojavi tudi pri hkratnem doseganju nominalne in realne konvergence, saj obstaja nevarnost, da bi se države kandidatke v želji po čimprejšnjem vstopu v EMU začasno odpovedale delu gospodarske rasti.

Dokaz omenjenih nevarnosti so pogoste finančne krize v devetdesetih letih, ki so predvsem krize finančno-kapitalskih delov plačilnih bilanc. Vse te države so v letih pred izbruhom krize beležile visoke neto pritoke kapitala, nato pa so ti zaradi izgube zaupanja tujih investorjev v državo nenadoma spremenili smer.

Finančne krize v manj razvitih državah niso bile le posledica liberalizacije finančno-kapitalskega dela plačilne bilance in posledično velikih neto pritokov kapitala. Razlogi, ki so povzročili nastanek kriz v manj razvitih državah v devetdesetih letih, so bili med državami zelo podobni in sicer slabo upravljanje z dolgom; slabosti v finančnem sistemu, predvsem v bančništvu; nestabilne politične razmere; problem pomanjkanja informacij; itd. Poleg tega je večina teh držav imela domačo valuto vezano na eno od vodilnih svetovnih valut.

Lavrač (2003, str. 6) vidi v ERM II »training igrišče«, na katerem naj bi se države kandidatke naučile živeti v sistemu prilagodljivo fiksnega režima deviznih tečajev, preden dokončno in nepreklicno fiksirajo nacionalne valute na evro. ERM II naj bi torej vodil države kandidatke do deviznotečajne stabilnosti. Po drugi strani pa sodelovanje v ERM II izpostavlja države

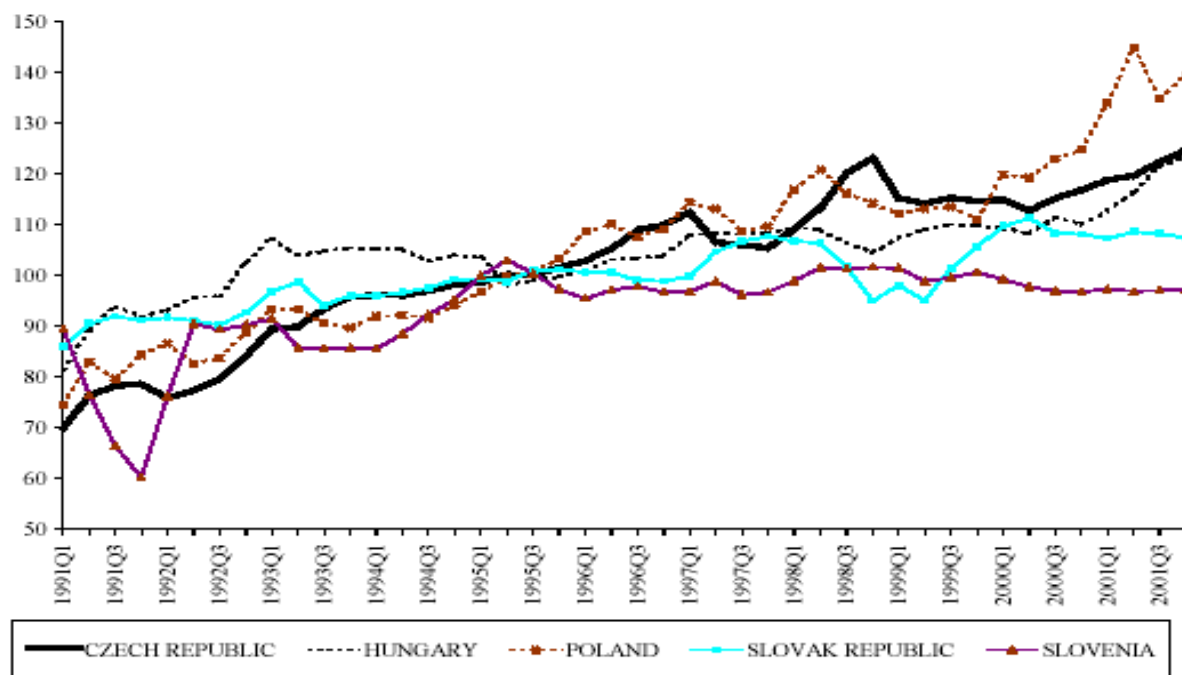
¹⁰ Več o tem v Poglavju 6.

številnim tveganjem, pri čemer poglavitno tveganje izhaja iz pomanjkanja usklajenosti ekonomskih politik ter iz dejstva, da denarna in deviznotečajna politika že ob vstopu v ERM II izgubita večji del svoje avtonomnosti.

5 BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK IN KAPITALSKI PRITOKI V DRŽAVAH CEE 5

Kot je razvidno iz Slike 5 se države CEE-5 v zadnjem desetletju soočajo s trendom realne apreciacije domače valute. Ta trend je bil močnejši predvsem v prvi polovici devetdesetih let, sicer pa je relna apreciacija, ki so jo beležile države CEE-5 v letih 1991-2001 znašala približno 2-6% letno (Kovács, 2002, str.1).

SLIKA 5: Indeks realnega efektivnega deviznega tečaja v državah CEE-5 v letih 1991-2001 na osnovi indeksov cen življenjskih potrebščin (1995 = 100)



Opomba: *Naraščanje vrednosti indeksa pomeni apreciacijo domače valute, padanje pa depreciacijo.

Vir: Kovács, 2002, str. 2.

Kot pravita Coricelli in Jazbec (2001), je gibanje realnega deviznega tečaja pod močnim vplivom strukturnih reform predvsem v prvih petih letih tranzicijskega procesa, po tem obdobju pa na apreciacijo valute pričnejo pritiskati predvsem drugi faktorji (Coricelli, Jazbec, 2001, str. 31-32). Poleg BS-učinka, ki ima dominanten vpliv na gibanje deviznih tečajev držav CEE-5, bodo v skladu z zahtevo po odpravi kapitalskih omejitev izziv državam predstavljali povečani pritoki kapitala, ki bodo prav tako pritiskali na nihanja realnega deviznega tečaja. Z dokončanjem reform, povezanih s tranzicijo, se bo vpliv strukturnih sprememb na gibanje realnega deviznega tečaja manjšal. Torej postaja za države vse bolj pomembno, da ocenijo

kolikšen vpliv imajo na apreciacijo deviznega tečaja poleg BS-učinka tudi povečani kapitalski pritoki.

5.1 Balassa-Samuelsonov učinek v državah CEE-5

BS-učinek implicira realno apreciacijo valut v manj razvitih državah, ki stopajo na pospešeno pot realne konvergence in je posledica dolgoročnega dohitevanja produktivnosti, dosežene v najrazvitejših državah EMU. Če želijo manj razvite države doseči realno konvergenco, morajo dovolj dolgo vzdrževati stopnjo gospodarske rasti, ki je višja od stopnje rasti v bolj razvitih državah. To je možno le v primeru, da tudi produktivnost v manj razvitih državah narašča hitreje kot v razvitih.

BS-učinek izhaja iz razlik v stopnjah rasti produktivnosti med državami in menjalnim ter nemenjalnim sektorjem gospodarstva, ob sočasnih težnjah po izenačitvi rasti plač v obeh sektorjih (Szapáry, 2000, str. 5). Do tendence po izenačevanju plač v gospodarstvo prihaja na podlagi teženj gibanja ponudbe delovne sile na trgu dela v smeri bolj plačanih del ter pritiskov sindikatov na delodajalce v smeri zmanjševanja razlik med plačami (Begg et al., 2002, str. 43).

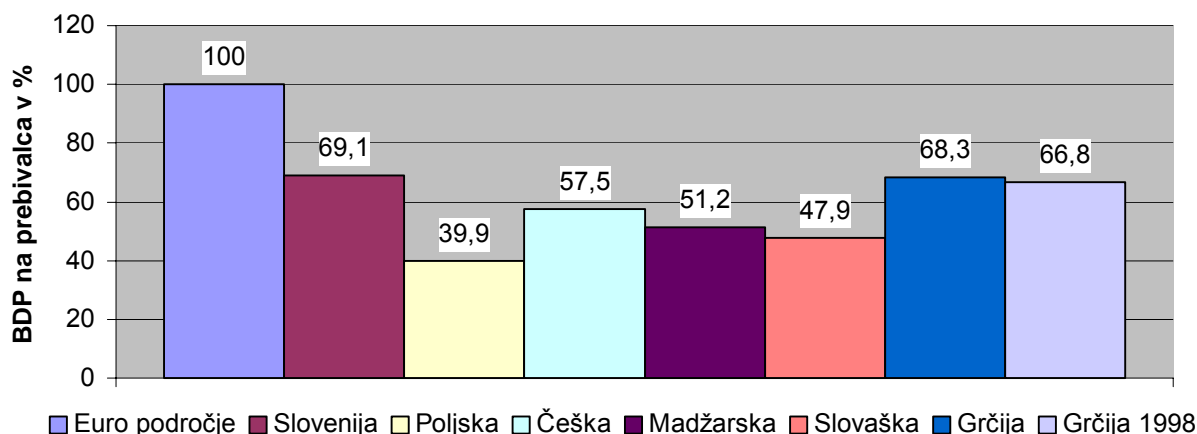
Medtem ko menjalni sektor vstopa v mednarodno menjavo, je izpostavljen konkurenci in se torej cene med državami ne razlikujejo mnogo, pa je nemenjalni sektor pogosto zaščiten. Težnje po izenačitvi rasti plač med sektorjema vodijo k višjim plačam v nemenjalnem sektorju. Rast produktivnosti je praviloma hitrejša v menjalnem sektorju, saj ta vstopa v mednarodno menjavo, preko katere pridobiva nova znanja ter modernejšo tehnologijo. Zaradi večje produktivnosti v menjalnem sektorju morajo v omenjenem sektorju rasti tudi realne plače, pri čemer proizvajalci menjalnih dobrin pokrivajo višje stroške dela z višjo produktivnostjo. Višje plače v nemenjalnem sektorju, ki se sooča z nižjo produktivnostjo, je mogoče izplačati le na račun višjih cen. Hitrejša rast produktivnosti v menjalnem sektorju torej pritiska na višje plače tako v menjalnem kot nemenjalnem sektorju. Zaradi nižje produktivnosti v nemenjalnem sektorju, je povišanje plač v tem sektorju možno le ob povečanju relativne cene nemenjalnih dobrin. Torej bodo cene nemenjalnih dobrin naraščale hitreje od cen menjalnih dobrin.

Na podlagi višje rasti produktivnosti, značilne za manj razvite države v procesu dohitevanja najrazvitejših držav evroobmočja, BS-učinek implicira, da bo stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin v manj razvitih državah presegala rast cen v evroobmočju. Glede na to, da države za merjenje stopnje inflacije običajno uporabljajo indeks cen življenjskih potrebščin, bo tudi skupna inflacija, kot povprečje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju v manj razvitih državah presegala inflacijo v evroobmočju (Szapáry, 2000, str. 6-8).

Kako dolgo bo inflacija v državah kandidatkah presegala inflacijo v evroobmočju, je odvisno od časa in intenzivnosti, ki ga bodo gospodarstva držav potrebovala za dohitevanje najrazvitejših držav EMU. Slika 6 kaže, da so razlike v BDP na prebivalca (merjen po pariteti

kupnih moči) med obravnavanimi državami kandidatkami in članicami EU še precejšnje. V najboljšem položaju se trenutno nahaja Slovenija, ki celo presega Grčijo, ki je članica EMU postala januarja leta 2001. Pričakujemo lahko, da bo proces dohitevanja trajal še dolgo in sicer po nekaterih ocenah od dvajset do trideset let. (Program vstopa v ERM II in prevzema evra, 2003, str. 22). Torej obstaja v državah kandidatkah še precej prostora za BS-učinek.

SLIKA 6: Primerjava razvitosti držav CEE-5 in Grčije, merjene z BDP na prebivalca glede na povprečje EMU v letu 2001 (po PKM)



Vir: Program vstopa v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str.11.

TABELA 4: Povprečna realna apreciacija v državah CEE-5 na osnovi indeksa cen življenjskih potrebščin ter ocenjen vpliv BS-učinka na le-to v devetdesetih letih, ob upoštevanju Nemčije kot primerjalne države v %

	Letna realna apreciacija (1993-2001)	Ocena velikosti BS učinka v devetdesetih letih
Češka	4,9	1,6
Madžarska	2,4	1,9
Poljska	5,8	1,2-1,5
Slovaška	4,3	1,0-2,0
Slovenija	2,2	0,7-1,4

Vir: Kovács, 2002, str. 3.

Vpliv BS-učinka na realno apreciacijo v državah kandidatkah zadnja leta proučujejo in empirično dokazujejo številni avtorji. Kovács ocenjuje, da je realna apreciacija v državah CEE-5 v letih od 1993 do 2001 v povprečju znašala 3,9%, pri čemer lahko BS-učinku pripišemo v povprečju 1,5% letno realno apreciacijo.

Do podobnih ugotovitev sta prišla De Brok in Slok (2001), ki sta ocenila, da rast produktivnosti industrijskega sektorja v državah kandidatkah napram državam EMU za 1 odstotno točko povprečno povzroči 0,4% realne apreciacije domače valute v državah kandidatkah. Glede na to sklepata, da trenutno proces dohitevanja v produktivnosti povzroča v povprečju 1,5% letno realno apreciacijo v državah kandidatkah. Nasprotno pa Pelkmans et al. napovedujejo precej višjo ravnotežno letno realno apreciacijo v državah kandidatkah, ki jo ocenjujejo od 3,5 do 4% letno. Pri tem je treba povedati, da njihova ocena temelji na osnovi relativnih cen in ne na razlikah v rasti produktivnosti (Buiter, Grafe, 2002, str. 40-41).

Égert (2001, str. 20) prav tako trdi, da obstajajo empirični dokazi, ki govorijo v prid BS-učinka za države CEE-5 in sicer ob upoštevanju Nemčije kot primerjalne države ocenjuje, da je BS-učinku mogoče pripisati za 0 do 1,5 odstotne točke višjo stopnjo inflacije na Češkem in Slovaškem ter v Sloveniji in za 1 do 3,8 odstotnih točk višjo stopnjo inflacije na Madžarski in Poljski glede na nemški indeks cen življenjskih potrebščin.

Tudi v Sloveniji, kot v večini tranzicijskih držav, je prisotna realna apreciacija. Pri tem Rother (2000) ocenjuje letni vpliv BS-učinka na realno apreciacijo tolarja v višini 2,5% (Buiter, Grafe, 2002, str. 40). Žumer (9/2002, str. 29) pa na podlagi preprostega modela za oceno BS-učinka ocenjuje, da je bil v Sloveniji ta učinek prisoten, vendar ni bil zelo izrazit. Pri tem ugotavlja, da je ocenjeni BS-učinek v Sloveniji ob upoštevanju Nemčije kot primerjalne države v obdobju 1993 do 2001 znašal 0,7% letno, v obdobju 1997 do 2001 pa 1,4%. Iz tega lahko sklepamo, da je BS-učinek postal izrazitejši v drugem delu tranzicije.

Razlike v ocenah številnih avtorjev izhajajo iz različnih metod ter različnih definicij menjalnega in nemenjalnega sektorja, ki so jih avtorji uporabili za ocenjevanje BS-učinka. Pomanjkljivost študij je tudi razpoložljivost podatkov za študije, ki so omejeni na relativno kratko časovno obdobje, to pa ne omogoča izključitve cikličnih faktorjev. Kljub temu lahko na podlagi različnih ocen sklepamo, da je BS-učinku mogoče pripisati za od 1,5 do 2,5 odstotno letno realno apreciacijo v državah kandidatkah. Torej lahko pričakujemo, da bo inflacija v državah CEE-5 presegala povprečno inflacijo EMU za od 1,5 do 2,5 odstotnih točk (Buiter, Grafe, 2002, str. 40).

Poudariti moramo, da takšna vrsta inflacije ni nezaželen učinek, ki bi moral biti spremljan s protiukrepi s strani nosilcev ekonomske politike in ni izraz neravnotežja v gospodarstvu, pač pa le posledica odpravljanja razlik v produktivnosti in gospodarski razvitosti, kar zahteva tudi prilagoditev cen in plač.

5.2 Kapitalski pritoki

Vzroke, ki spodbujajo val pritokov v razvijajoče se države, lahko razdelimo na zunanje¹¹ in notranje dejavnike (Mrak, 2002, str. 565). Med zunanje dejavnike oz. dejavnike potiskanja kapitala vključujemo dejavnike, ki tuje investitorje spodbujajo, da investirajo izven svojega matičnega gospodarstva. Ti vključujejo številne strukturne in ciklične spremembe na mednarodnih finančnih trgih držav izvoznic kapitala, zaradi katerih se donosi na teh trgih zmanjšajo, bodisi zaradi nižjih obrestnih mer, recesije gospodarstev itd. Notranji dejavniki oz. dejavniki pritegovanja tujega kapitala pa vključujejo številne dejavnike, ki delajo državo neto uvoznico kapitala bolj privlačno za tuj kapital. Poleg liberalizacije kapitalskih tokov, ki postaja vse bolj aktualna v razvijajočih se državah, so dejavniki ki privabijo tuj kapital v državo predvsem izboljšani makroekonomski položaj držav, napredek v strukturnih reformah v manj razvitih državah, politična stabilnost, minimalna birokracija, odsotnost deviznih omejitev, zaščita lastninskih pravic, nediskriminatorno obnašanje in drugi razvojni dejavniki, ki delajo te države bolj privlačne.

Države kandidatke se morajo zavzemati za privlačnost svojih gospodarstev za tuje investitorje. To predvsem velja za manjše in manj razvite države, ki nimajo dovolj lastne akumulacije za potrebne investicije. Pritok kapitala iz tujine pomeni dodaten vir financiranja, ki državam omogoči, da v kombinaciji z domačim varčevanjem država doseže višjo stopnjo investicij in posledično višjo gospodarsko rast. Predvsem so v vsakem gospodarstvu zaželeno neposredne tuje investicije, ki omogočijo dostop domačim ekonomskim subjektom do modernejše tehnologije in novega znanja. Pozitivne učinke prinašajo tudi t.i. portfeljske investicije, ki pozitivno vplivajo na razvoj in širjenje domačih trgov kapitala ter povečujejo likvidnost domačih trgov lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev.

Kljub številnim pozitivnim lastnostim, ki jih prinašajo s seboj tuji pritoki kapitala, pa ti po drugi strani povečujejo ranljivost gospodarstva. Predvsem to velja za manj razvite ekonomije, ki se soočajo s številnimi slabostmi v finančnem sektorju, predvsem bančnem.

Prva nevarnost, ki jo prinaša liberalizacija kapitalskega računa, je realna apreciacija domače valute, ki je posledica daljših obdobj prilivov tujega kapitala v državo, prek te pa ogrožajo konkurenčno sposobnost gospodarstva. Kapitalski pritoki vplivajo na realni devizni tečaj preko BS-učinka in preko pritiskov na nominalni devizni tečaj (Begg et al., 2002, str. 47). Kapitalski pritoki so pomemben dejavnik za hitrejše naraščanje produktivnosti v državi in s tem za realno apreciacijo domače valute. V skladu z BS-učinkom predstavljajo kapitalski pritoki dolgoročni trend realne apreciacije, zaradi vpliva na ravnotežje na deviznem trgu in špekulativne narave kratkoročnega kapitala pa kratkoročni trend.

¹¹ angl. zunanji - »push« factors, notranji - »pull« factors

S tega vidika je pomembna ocena nosilcev ekonomske politike, ali gre za začasno ali trajno povečanje kapitalskih pritokov. V primeru začasnih pritokov kapitala je pomembno, da se uprejo pritiskom po realni apreciaciji nad tisto, ki izvira iz povečane produktivnosti oz. BS-učinka. Daljša obdobja realne apreciacije domače valute namreč zmanjšujejo konkurenčnost domačih proizvajalcev napram tujim in tako zmanjšujejo izvoz. Ta je predvsem za mala gospodarstva glavna gonilna sila za rast (Drabek, Griffith - Jones, 1998, str. 9-10). Oblasti morajo biti pozorne predvsem na kratkoročne pritoke kapitala, ki veljajo za najbolj nestabilne in med katere kamor uvrščamo portfeljske investicije in bančne kredite.

Druga nevarnost povečanih pritokov kapitala izhaja iz nezmožnosti absorpcije le-teh. Absorpcija je avtomatična le v primeru, da nenadno povečanje pritokov kapitala sovpada s hkratnim povečanjem povpraševanja po denarju. V nasprotnem primeru lahko pride do inflacijskih pritiskov. Na vsako povečanje ponudbe denarja povzročeno s strani povečanih pritokov kapitala, ki ne sovpada z ustreznim porastom povpraševanja po denarju, se je potrebno odzvati s primerno ekonomsko politiko (Drabek, Griffith-jones, 1998, str. 11). Najmanj škodljive so v tem primeru neposredne tuje investicije, ki imajo vpliv na gospodarsko rast ter rast dohodka in tako povečujejo povpraševanje po denarju. Tudi v tem primeru je absorpcija le postopna, zaradi česar morajo monetarne oblasti v primeru večjega obsega neposrednih tujih investicij poskrbeti, da ne pride do prehitre realne apreciacije domače valute, ki bi poslabšala konkurenčnost gospodarstva.

Dodatno težavo predstavlja nestabilna narava pritokov kapitala. Kapitalski tokovi lahko zelo hitro spremenijo smer. Do nenadnega bega kapitala iz države lahko pride bodisi zaradi izgube zaupanja investitorjev v določeno državo ali pa tudi brez kakršnih koli racionalnih temeljev, pač pa le na podlagi črednega obnašanja investitorjev. Visoka stopnja spremenljivosti kapitalskih tokov, ko se obdobje povečanih pritokov kapitala iznenada spremeni v obdobje velikih odtokov kapitala lahko povzroči velike težave v financiranju primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance, ki se kažejo skozi izgubo mednarodnih denarnih rezerv. V takšni situaciji obstaja nevarnost špekulativnih napadov na valuto, posebej v primeru, če v državi vlada politična nestabilnost in je večji del tujega dolga kratkoročne narave. Valutna kriza lahko preraste celo v bančno krizo v primeru, da v bankah ob devalvaciji nastajajo negativne tečajne razlike zaradi odprtih deviznih pozicij. Zaradi nestabilne narave kapitalskih tokov je pomembno, da so države poleg hitrega porasta kapitalskih pritokov, pripravljene tudi na nenaden odtok kapitala iz države, pri čemer je v primeru trajnega padca kapitalskih pritokov nujno plačilnobilančno prilagajanje, ki ponovno vzpostavi zunanje ravnovesje (Drabek, Griffith, Jones, 1998, str. 13).

Izvajalci ekonomskih politik imajo na razpolago različne ukrepe za obvladovanje obsežnih pritokov kapitala, pri čemer je ustrezna kombinacija instrumentov odvisna tudi od ekonomskih politik značilnih za posamezno državo. Pri tem morajo nosilci ekonomskih politik oceniti vrsto, izvor ter glavne razloge, ki so privabili pritoke v državo. V primeru, da so vzroki

povečanih pritokov kapitala predvsem trajni dejavniki, mora država na te odgovoriti z novo kombinacijo denarne, fiskalne in tečajne politike. Pritoke, ki so posledica začasnih dejavnikov, mora ekonomska politika nevtralizirati oziroma omejiti negativne vplive teh pritokov.

Izvajalci ekonomskih politik imajo za obvladovanje tveganj, nastalih zaradi povečanih pritokov kapitala, številne možnosti (Mrak, 2002, str. 570):

- sterilizacija
- restriktivna fiskalna politika
- liberalizacija mednarodne menjave
- nadzor uvoza kapitala
- liberalizacija izvoza kapitala
- tečajna politika
- ukrepi za krepitev finančnega sektorja.

5.2.1 Obseg kapitalskih pritokov v državah CEE-5

TABELA 5: Velikost kapitalskih pritokov CEE-5 državah (% BDP)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CZ	n.p.	n.p.	7,0	11,3	17,6	6,0	2,8	5,9	4,9	5,1	5,4
PL	-6,4	-1,4	3,0	0,0	7,0	4,8	6,5	7,9	9,4	5,4	2,5
HU	4,2	1,2	17,5	8,6	17,8	1,1	1,9	7,0	9,1	4,7	1,2
SK	n.p.	n.p.	4,8	3,3	7,6	13,1	10,6	8,1	10,2	7,6	n.p.
SLO	n.p.	n.p.	-0,8	0,7	1,6	3,2	7,2	1,5	2,9	3,8	6,4

Vir: Capriolo, Lavrač, 2001, str. 7; Kennen, Meade, 2003, str. 13.

Države CEE-5 so se že v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja soočile z velikimi pritoki kapitala iz tujine in sicer se je relativna velikost kapitalskih pritokov v obdobju nenadnih povečanj gibala med 10 in 15% BDP. Nasprotno je bila povprečna relativna velikost kapitalskih pritokov med članicami EU, ki so se soočile z občutnejšimi pritoki kapitala¹² le med 4 in 6 % BDP (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 5).

Med obravnavanimi državami je bila le Slovenija precejšnja izjema, ki je v primerjavi z ostalimi državami izbrala previdno politiko odpiranja kapitalskega računa. Povprečna velikost kapitalskih pritokov v Sloveniji je bila le 2,9% BDP, kar je daleč najmanj med petimi obravnavanimi državami. Predvsem v prvem obdobju po osamosvojitvi so bili kapitalski tokovi v Sloveniji relativno majhni, kmalu potem pa so začeli naraščati.

¹² Grčija, Italija, Irska, Portugalska, Španija

Država, ki je dokaj hitro liberalizirala kapitalske tokove in se soočila z ogromnimi pritoki kapitala je Češka. Prav primer Češke kaže na potencialne nevarnosti povezane z visokimi pritoki kapitala in njegovim nenadnim begom iz države. Po razmeroma obsežnih začetnih devalvacijah je Češka v začetku leta 1990 vpeljala režim fiksnega deviznega tečaja in fiksirala tečaj med krono in dolarjem z zelo ozkim pasom nihanja okrog paritete +/- 0,5%. Trg deviznega tečaja je bil nato v prvi polovici devetdesetih let relativno stabilen, dokler se situacija sredi devetdesetih ni poslabšala. V letih, ki so sledila, se je Češka soočila z rastočimi neravnovesji. Posledica liberalizacije kapitalskega računa so bili veliki neto kapitalski pritoki iz tujine, ki so leta 1994 dosegli 11,3% BDP naslednje leto pa kar 17,6%. Gospodarstvo ni bilo sposobno absorbirati vseh dodatnih sredstev in tako je rast denarne ponudbe preseгла rast nominalnega outputa, kar je sprožilo inflacijske pritiske. Da bi preprečila pritoke kratkoročnega špekulativnega kapitala, je Češka centralna banka leta 1996 razširila pas nihanja krone iz +/- 0,5% na +/- 7,5%, vendar pa razširitev pasu ni mogla sama rešiti problema povečanih makroekonomskih neravnovesij¹³, težav finančnega sektorja ter nenadnih odtokov kapitala iz države (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 63-68). Maja 1997 je tako prišlo do špekulativnega napada na češko valuto. Sprva je država skušala depreciacijo krone omiliti z višanjem obrestnih mer ter z zmanjšanjem deviznih rezerv. Po dobrem tednu se je Češka centralna banka odločila spremeniti režim deviznega tečaja in vpeljala režim uravnvano drsečega deviznega tečaja in tako ponovno vzpostavila devizno tečajno stabilnost (Horvath, Jonas, 1998, str. 30-33).

5.2.2 Struktura kapitalskih pritokov

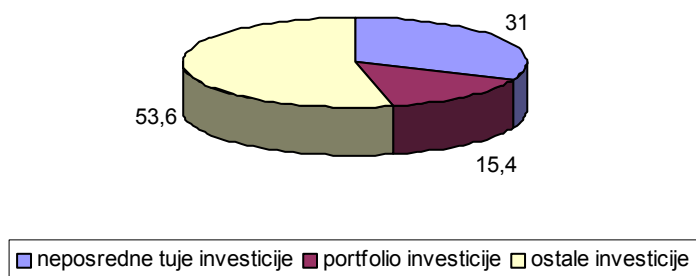
Poleg velikosti kapitalskih tokov morajo biti oblasti pozorne tudi na strukturo tokov, ki prihajajo v državo. Zaradi pozitivnega učinka na proces prestrukturiranja podjetij in gospodarsko rast so močno zaželjene za vsako gospodarstvo predvsem tuje direktne investicije. V povezavi z negativnimi vplivi kapitalskih pritokov velja posebej izpostaviti portfeljske investicije, ki veljajo za najbolj nestanovitne. Pri portfeljskih investicijah gre za nakupe lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev s strani tujcev z namenom razpršitve tveganja. Pogosto vključujejo tudi špekulativni kapital. Nenaden odtok kapitala lahko povzroči močno depreciacijo domače valute in težave v plačilni bilanci.

Na podlagi Slike 7 (glej Slika 7 str. 28) vidimo, da so bile v devetdesetih letih za države kandidatke v celoti najpomembnejše ostale investicije, predvsem tuji bančni krediti, ki so v devetdesetih letih predstavljali več kot 50% vseh pritokov kapitala v te države. Neposredne investicije, ki so načeloma najbolj zaželjene, so predstavljale okrog 30% delež kapitalskih

¹³ Deficit tekočega dela plačilne bilance dve leti pred izbruhom krize je znašal 2,7 %, leto pred izbruhom krize pa kar 8,2% (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 87).

pritočkov. Z dobrim 15% deležem so imele portfeljske investicije v državah kandidatkah le manjši pomen.

SLIKA 7: Struktura kapitalskih pritočkov v državah kandidatkah v obdobju 1990-1991



Vir: Buch, Heinrich, 2001, str. 8.

TABELA 6: Struktura kapitalskih pritočkov v CEE –5 državah v letih 1990 –1999 v %

	Neposredne tuje investicije	Portfeljske investicije	Ostale investicije
CZ	34,9	13,2	51,9
HU	65,9	38,7	-4,3
PO	116,1	18,6	-34,7
SK	32,7	13,3	54,0
SLO	27,5	24,6	47,8

Vir: Buch, Heinrich, 2001, str. 9.

Podatki v Tabeli 6 kažejo, da se struktura kapitalskih tokov tudi v petih obravnavanih državah kandidatkah bistveno ne razlikuje od strukture v državah kandidatkah v celoti. Nekolikšna izjema sta le Poljska in Madžarska, ki sta imeli v proučevanem obdobju zaradi odplačevanja zunanega dolga negativne ostale investicije. Poleg tega je imela Madžarska tudi relativno velik odstotek portfoljio investicij, Poljska pa izjemno velik odstotek neposrednih tujih investicij.

Po vstopu držav kandidat v EU, ob dokončni liberalizaciji kapitalskega računa in nadaljnim razvojem držav kandidat pa se pričakuje spremembe v velikosti in strukturi kapitalskih tokov prav v smeri povečanega pomena portfeljskih investicij in zmanjšanja pomena bančnega zadolževanja. Kot sem že poudarila so prav portfeljske investicije tiste, ki se smatrajo za najmanj stabilne, kar bo predstavljalo dodatno nevarnost za nove članice EU. Predvsem v državah, ki še niso zaključile privatizacije državnega pomena, bodo v bližnji prihodnosti pomembno vlogo imele tudi neposredne tuje investicije.

6 KONFLIKTNOST PRI SOČASNEM DOSEGANJU STABILNEGA DEVIZNEGA TEČAJA IN INFLACIJSKEGA KRITERIJA TER NOMINALNE IN REALNE KONVERGENCE

6.1 Trade-off med stabilnostjo deviznega tečaja in inflacijskim ciljanjem

V času sodelovanja v ERM II bo v državah kandidatkah prihajalo do t.i. trade-offa med stabilnostjo deviznega tečaja in inflacijskim ciljem. Realna apreciacija valute je namreč lahko dosežena bodisi ob ustrezni stopnji inflacije in nominalni apreciaciji, bodisi ob stabilnem nominalnem deviznem tečaju in stopnji inflacije višji od povprečja v evroobmočju (Begg et.al., 2002, str. 47). Kot sem pokazala v šestem poglavju je ocenjena realna apreciacija, ki izvira iz BS-učinka v državah kandidatkah okoli 2% letno, kar pomeni, da bi v primeru ne dopuščanja ustrezne nominalne apreciacije valute prihajalo do neizpolnitve inflacijskega kriterija. ERM II dopušča pas nihanja okrog centralne paritete (+/- 15%), zato je malo verjetno, da bi države kandidatke pri tako ocenjeni realni apreciaciji kot posledici BS-učinka presegle celoten pas dovoljenega nihanja. Države pa bi se morale upreti dodatnim pritiskom na realno apreciacijo, ki je posledica povečanih in nestabilnih pritokov kapitala. Ker se v državah kandidatkah po liberalizaciji kapitalskega računa pričakuje povečane pritoke kapitala, obstaja ob sočasni prisotnosti BS-učinka v državah nevarnost po neizpolnitvi tečajnega oziroma inflacijskega kriterija.

6.2 Trade-off med nominalno in realno konvergenco

Poleg konflikta med stabilnostjo deviznega tečaja in inflacijskim ciljanjem obstaja tudi težava pri hkratnem doseganju nominalne in realne konvergenca. Medtem ko nominalna konvergenca predstavlja formalne pogoje, ki jih morajo države izpolniti za vstop v EMU, pa realna konvergenca ni v nobenem dokumentu ECB ali Evropske komisije direktno omenjena kot kriterij za članstvo v EMU in kot taka predstavlja le neformalne zahteve. Pod realno konvergenco se razume ustrezne strukturne spremembe ter dohitevanje gospodarske razvitosti najrazvitejših držav EU.

Nominalna in realna konvergenca sta med seboj tesno povezani. Po eni strani nominalna konvergenca z zaježitvijo inflacijskih pričakovanj ter zagotavljanjem stabilnejših makroekonomskih razmer spodbuja realno konvergenco in obratno, ustrezne strukturne reforme kot del realne konvergenca ter boljša gospodarska rast pozitivno vplivajo na doseganje nominalnih konvergenčnih kriterijev, predvsem nizke inflacije in obrestnih mer.

Po drugi strani pa prihaja tudi do konfliktnosti pri hkratnem doseganju nominalne (predvsem inflacijskega kriterija) in realne konvergenca. Maneverski prostor držav kandidatk pri doseganju realne konvergenca je namreč omejen s sočasnim doseganjem nominalnih konvergenčnih kriterijev, ki jih države morajo izpolniti, če želijo vstopiti v EMU.

Države kandidatke morajo v procesu dohitevanja dovolj dolgo vzdrževati stopnje gospodarske rasti, ki so višje od stopenj v bolj razvitih državah. Hitrejša gospodarska rast oziroma višja produktivnost je sicer primaren cilj vsakega gospodarstva, po drugi strani pa se višja gospodarska rast izraža v višji rasti domačih cen ali nominalni apreciaciji valute. Glede na to, da je v skladu z zahtevami tečajnega kriterija, ki od držav zahteva stabilnost deviznega tečaja, nominalna apreciacija precej omejena, bodo države z nižjo stopnjo inflacije skušale doseči z restriktivno monetarno in fiskalno politiko, kar pa preko zmanjševanja agregatnega povpraševanja ogroža gospodarsko rast in zaposlenost (Gaspar, 2002, str. 12).

V skladu z željami držav kandidatk za EMU po čimprejšnjem prevzemu evra obstaja torej nevarnost, da bodo skušale države za vsako ceno izpolniti nominalne konvergenčne kriterije, tudi na škodo realne konvergence in se tako začasno odpovedale delu gospodarske rasti. Pri tem pa ni nujno, da bodo države po dveh letih sodelovanja v ERM II, tudi ob predpostavki, da bodo izpolnile vse nominalne konvergenčne kriterije, lahko takoj vstopile v EMU ter prevzele evro za valuto.

Prav s stališča doseganja realne konvergence si EU v zadnjem času pušča določene možnosti glede tega, kdaj države kandidatke pripustiti v EMU. Glede na to EU poudarja, da si morajo države kandidatke prizadevati predvsem za realno konvergenco in ne na silo skušati izpolniti nominalnih konvergenčnih kriterijev.

7 DINAMIKA VSTOPA V ERM II IN KJUČNI DEJAVNIKI MEHKEGA PRISTANKA V EMU

Države CEE-5 bodo maja 2004 postale članice EU in kmalu za tem tudi članice mehanizma deviznih tečajev ERM II. Glede na svoje značilnosti bi ERM II lahko vključili med sistem deviznih tečajev prilagodljive vezave, ki sodi med t.i. »hibridne« sisteme deviznega tečaja.¹⁴ Kot sem prikazala že v prejšnjih poglavjih, se je ERM II kot tak izkazal za relativno nestabilen in nevaren tečajni mehanizem, ki bo v kombinaciji z liberalizacijo kapitalskega računa še posebej povečal ranljivost posamezne države.

7.1 Dinamika in strategija vstopa v ERM II

Pomembno je, da države sprejmejo ustrezno strategijo vstopa v ERM II, ki jim bo omogočila sodelovanje v tem mehanizmu najkrajše možno obdobje in čimprejšnji prevzem evra. Avtorji ponujajo številne možne scenarije vstopa držav v ERM II oziroma EMU. Ena od variant je tudi odložitev vstopa v ERM II dokler ne bo dosežena ustrezna stopnja nominalne in realne konvergence ter se absorbirajo kapitalski pritoki, povezani z dokončanjem strukturnih reform.

¹⁴To je mešanica obeh skrajnih režimov deviznega tečaja, torej sistema čistega fiksnega in čistega fleksibilnega deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 65).

Države, ki bodo letos maja vstopile v EU so izrazile željo po čimprejšnjem prevzemu evra, kar pomeni, da se zanje zdi najverjetnejši scenarij, po katerem naj bi države kmalu po vstopu v EU vstopile tudi v ERM II ter po izpolnitvi konvergenčnih kriterijev dokončno prevzele evro kot svojo valuto. Večina od držav namreč meni, da bi se z odlaganjem vstopa v ERM II in prevzema evra verjetnost uresničitve črnih scenarijev samo še povečala. Kljub temu bodo države kandidatke ubrale različne poti vstopa v ERM II in nato EMU, saj se njihov položaj na področju gospodarskih struktur, monetarnih režimov, režimov deviznega tečaja ter dosežene realne in nominalne konvergence močno razlikuje.

Kljub temu da so vse države pristopnice mnenja, da je zanje smiselno čimprej vstopiti v ERM II ter prevzeti evro, so se glede hitrosti vključitve v ERM II in prevzema evra razdelile v dve skupini. V prvi skupini so predvsem baltske države, ki želijo kar najhitreje po vstopu v EU postati članice ERM II in nato po dveh letih tudi prevzeti evro. V drugi skupini pa najdemo štiri države CEE in sicer Češko, Poljsko, Slovaško ter Madžarsko, ki se soočajo z velikimi težavami na fiskalnem področju in nad prehitrim vstopom v ERM II niso pretirano navdušene, saj bodo le s težavo pravočasno izpolnile maastrihtske kriterije. Glede na to, da ne želijo sodelovati v ERM II več kot dve leti, odlagajo predvideni vstop v ERM II. S tega vidika je izjema Madžarska, ki je že prevzela režim deviznega tečaja, s katerim posnema ERM II. Madžarska želi postati članica ERM II kmalu po vstopu v EU, kljub temu da evra ne misli prevzeti pred letom 2008 (Lavrač, 11/2003, str. 16).

Po načrtih Vlade RS naj bi Slovenija v ERM II vstopila konec leta 2004 oz v začetku leta 2005. Glede na to da želi ostati v tem mehanizmu največ dve leti, bi Slovenija evro prevzela v začetku leta 2007. Slovenijo bi torej lahko vključili v prvo skupino držav pristopnic, kljub temu da bodo nekatere države v ERM II vstopile kakšen mesec prej.

7.1.1 Tveganja povezana s prezgodnjim vstopom v ERM II

Poglavitno tveganje prezgodnjega vstopa v ERM II je povezano s časom sodelovanja držav v tem mehanizmu, ki se lahko kaj hitro zavleče, saj tako vstop kot izstop iz mehanizma nista avtomatična, temveč sta rezultat pogajanj. Če želi država ostati v tem mehanizmu največ dve leti, mora nominalne konvergenčne kriterije izpolniti že kaj kmalu po vstopu v ERM II in sicer najkasneje pol do enega leta po vstopu, saj se konvergenčno poročilo o pripravljenosti držav za vstop v EMU obravnava najkasneje pol leta pred vstopom v EMU, nanaša pa se obdobje prejšnjega leta (Lavrač, 2003, str. 17). Torej, če država ne doseže neke vzdržne konvergence že pred vstopom v ERM II, bo njeno sodelovanje v tem mehanizmu po vsej verjetnosti daljše od dveh let.

Države bodo v obdobju po vstopu v EU in pred vstopom v EMU še posebej izpostavljene potencialnim destabilizirajočim tokovom kratkoročnega kapitala, tudi špekulativnega, pri čemer ne bodo deležne mehanizmov zaščite pred le-tem ter finančne podpore, ki jo imajo

članice EMU. Daljše sodelovanje držav v ERM II bi torej le-te še dodatno izpostavil nevarnim špekulativnim napadom ter finančnim krizam. Takšen scenarij bi lahko posamezne države zelo oddaljil od izpolnitve maastrichtskih kriterijev in odložil njihov vstop v EMU za nedoločen čas.

7.1.2 Tveganja povezana z odlogom vstopa v ERM II

Z vstopom v ERM II bo država izgubila velik del samostojnosti pri vodenju monetarne in deviznotečajne politike, maneverski prostor nacionalne fiskalne politike pa bo zaradi pakta stabilnosti zelo omejen. V primeru da alternativni mehanizmi prilagajanja šokom niso ustrezni, je smiselno za državo, da odloži vstop v ERM II, dokler ne doseže vzdržno stopnjo nominalne konvergence ter makroekonomske stabilnosti, saj je devizni tečaj pomemben prilagoditveni instrument, ki se mu nima smisla preveč hitro odpovedati. Previdnejša strategija vstopa v ERM II bi državi sicer dala čas za potrebne prilagoditve pred vstopom v relativno nestabilen režim deviznih tečajev, po drugi strani pa bi odlašanje vstopa v ERM II hkrati pomenilo tudi odlog vstopa v EMU. Kot pravi Lavrač (2003, str. 18) bi takšna strategija imela smisel le v primeru, da so državne oblasti prepričane, da država ne bo pripravljena za prevzem evra še dalj časa.

Primerna strategija vstopa v ERM II in EMU je torej odvisna od specifičnih razmer posamezne države. Kljub želji po čimprejšnjem vstopu v EMU za nobeno od držav ne bi bilo smiselno hiteti v ERM II, saj bi prezgodnje fiksiranje valute na evro lahko precej podaljšalo članstvo držav v ERM II in ogrozilo prevzem evra. Smiselno bi bilo, da države za članstvo zaprosijo šele potem, ko so dosegle neko vzdržno stopnjo nominalne konvergence, izvedle ustrezne strukturne reforme ter vzpostavile vzdržno makroekonomsko stabilnost. To pa zahteva usklajeno delovanje vseh ekonomskih politik v državi.

7.2 Ključni dejavniki mehkega pristanka v EMU II

Ključne elemente, ki naj bi zmanjšali izpostavljenost držav finančnim krizam in omogočili državam čim mehkejši vstop v EMU, bi načeloma lahko razdelili na koordinirano vodenje ekonomskih politik, vključno z izbiro primernega režima deviznega tečaja združljivega z ERM II, ustrezno okrepljen finančni, predvsem pa bančni sektor ter ustrezen obseg razpoložljivih informacij.

7.2.1 Makroekonomska stabilnost

Za uspešen prehod iz ERM II v EMU je pomembno, da država vzpostavi zdrave makroekonomske temelje, ki bodo omogočili vzdrževanje splošne makroekonomske stabilnosti države. Mrak (2002, str. 643) omenja naslednje indikatorje, na podlagi katerih lahko ocenimo makroekonomski položaj države: tradicionalne indikatorje monetarne in fiskalne politike, deficit v tekočem delu plačilne bilance, indikatorje dolžniške obremenjenosti, kratkoročen

dolg, obseg in strukturo deviznih rezerv, predvsem njihovo razpoložljivost za takojšnje koriščenje in rast obsega bančnih kreditov.

TABELA 7: Indikatorji makroekonomske stabilnosti v državah CEE-5 (konec leta 2001)

	CZ	HU	PL	SK	SLO
Proračunsko primanjkljaj (% BDP)	-5,7	-3,3	-6,0	-3,9	-1,2
Javni dolg (%BDP)	19,5	53,2	44,5	34,2	23,3
Stopnja rasti denarnega agregata	6,0	15,8	8,7	7,8	30,4
Inflacija (letno povprečje)	4,7	8,8	5,5	7,3	8,4
Stanje tekočega računa PB (% BDP)	-4,7	-2,3	-3,9	-8,9	-0,4

Vir: Begg et al., 2002, str. 52.

V Tabeli 7 imamo nekatere makroekonomske kazalce, za katere Begg et al. (2002, str. 52) pravijo, da že resnejši problem pri kateremkoli od posameznih indikatorjev poveča občutljivost države za finančne krize ter poudarjajo, da ni smiselno hiteti v ERM II, dokler se večina od omenjenih indikatorjev ne nahaja v varnejšem območju.

TABELA 8: Zadolženost držav CEE–5 (v mioUSD) in tuje neposredne investicije (TNI) konec leta 1998

	Devizne rezerve	Neto dolg	Neto dolg / BDP	TNI (% v BDP)
CZ	12.542	10.900	41,7	4,5
HU	9.319	17.400	55,9	3,1
PL	26.432	17.600	29,9	4,5
SK	2.869	8.979	56,5	2,5
SLO	3.638	1.386	25,4	0,8

Vir: Ovin et al., 2002, str. 23-24.

Plačilnobilančni primanjkljaj je mogoče pokrivati z zadolževanjem ali s tujimi investicijami. Tabela 8 prikazuje tuje neposredne investicije in zadolženost držav konec leta 1998 na podlagi bruto in neto dolga, deviznih rezerv ter s standardnim razmerjem neto dolg/BDP.

Ključ do splošne makroekonomske stabilnosti je vzpostavitev razmer, ki bodo omogočile ohranjanje makroekonomskih ravnotežij na dolgi rok, za kar je potrebna usklajenost vseh ekonomskih politike.

7.2.2 Vloga ekonomskih politik v ERM II in EMU

Po vstopu v EMU države ne bodo imele več lastne valute in možnosti vodenja samostojne monetarne politike, pri čemer bodo države že po vstopu v EU in ERM II močno omejene pri vodenju samostojne monetarne ter deviznotečajne politike. Po vstopu v EU in do uvedbe evra morajo države kandidatke obravnavati politiko deviznega tečaja kot zadevo skupnega interesa.

Torej ne bodo mogle izboljševati svoje konkurenčne prednosti in izravnati svoje plačilne bilance s korekcijami deviznega tečaja. Države pa bodo po vstopu v EMU sodelovale v skupni monetarni in deviznotečajni politiki EMU. V primeru simetričnih šokov¹⁵ imajo tako države EMU kot celota na voljo skupno monetarno in tečajno politiko. V primeru asimetričnih šokov bo zaradi izgube lastne monetarne ter deviznotečajne politike večji del bremena makroekonomske stabilnosti posamezne države po vstopu v ERM II in EMU nosila predvsem fiskalna politika. Maneverski prostor držav pri uporabi lastne fiskalne politike, ki ostaja v rokah države tudi po vstopu v EMU, bo močno omejen s t.i. Paktom stabilnosti in rasti ter s fiskalnima konvergenčnima kriterijema. Država članica EMU, ki jo prizadene nek asimetrični šok, lahko za blažitev težav uporabi tako sredstva skupnega proračuna držav v uniji kot tudi lastna proračunska sredstva, pri čemer so možnosti skupne fiskalne politike v EMU pri pomoči državi, ki jo je prizadel asimetrični šok, zelo omejene (Lavrač, 2000, str. 16).

Poleg fiskalne politike ima ključno vlogo med mehanizmi za zagotavljanje stabilnih makroekonomskih razmer ter za blažitev potencialnih šokov v ERM II fleksibilnost trga dela. Možna instrumenta prilagajanja na trgu delovne sile sta tako fleksibilnost plač kot tudi mobilnost delovne sile (Program vstopa v ERM II in prevzema evra, 2003, str. 44). Sicer pa je v tem okviru predvsem dohodkovna politika tista, ki lahko pomembno pripomore tudi k izpolnjevanju konvergenčnih kriterijev. Dohodkovna politika mora omogočiti zadostno fleksibilnost plač (navzgor kot tudi navzdol). To bo omogočilo spremembo relativnih cen med domačim gospodarstvom in gospodarstvom držav EMU in s tem obnovilo mednarodno konkurenčnost domačega gospodarstva ter ponovno vzpostavilo ravnotežje v gospodarstvu. V situaciji, ko država na morebitni asimetrični šok ne more odgovoriti z uporabo monetarne in deviznotečajne politike, je ustreznost alternativnih načinov reševanja kriz za državo zelo pomembna. V primeru nezadostne fleksibilnosti trga dela oz. ne delovanja alternativnih mehanizmov prilagajanja je lahko posledica asimetrčnega šoka zaostajanje ekonomske rasti in zaposlenosti v posamezni državi.

7.2.3 Režim deviznega tečaja v državah kandidatkah

Izrednega pomena pri stabilizaciji gospodarstva je tudi ustrezna izbira režima deviznega tečaja. Ločimo dve skrajni obliki režimov (fiksni in fleksibilni sistem) ter sistem hibridnega deviznega tečaja. V prvi skupini hibridnega sistema najdemo režime, ki so glede na svoje značilnosti bliže sistemu čistega fiksnega deviznega tečaja, v drugi pa tiste, ki so bliže režimu fleksibilnega deviznega tečaja. Vsak režim deviznega tečaja ima tako določene prednosti kot slabosti. Torej ni sistema, ki bi bil primeren za vse države, pač pa je ustrezen izbor režima deviznega tečaja odvisen od značilnosti posamezne države in se s časom spreminja.

¹⁵ Šoke delimo na simetrične in asimetrične. Pri simetričnih šokih gre za šoke, ki prizadenejo vse članice evroobmočja kot celoto. Asimetrični šoki pa so šoki, ki se pojavijo le v posamezni državi.

Da ni enotnega režima deviznih tečajev, ki bi ustrezal vsaki državi, je razvidno tudi na podlagi številnih različnih režimov, ki so jih uporabljale države od začetka tranzicije pa vse do danes. Tabela 9 kaže, da so se države v zadnjem desetletju posluževale od ekstremnih oblik fiksnih do drsečih deviznih tečajev ter različnih vmesnih režimov.

TABELA 9: Tečajni režimi v nekaterih državah pristopnicah in njihovo spreminjanje v letih 1990-2003

	Valutni odbor	konvencionaln o fiksni DT	Prilagodljivo fiksni DT	Plazeče fiksni DT ozke meje	Plazeče fiksni DT široke meje	Uravnavno fleksibilen DT	Neodvisn o drsenje
Češka		0			0	0	X
Madžarska		0			0		
Poljska		0		0	0		X
Slovaška		0			0	X	
Slovenija						X	
Estonija	X						
Latvija		X					0
Litva	X						0

Vir: Begg et al., 2002, str. 18.

V obdobju 1990 do 2003 opazimo trend prehajanja v bolj fleksibilne različice režimov ter širjenje mej gibanja tečaja v okviru fiksnih režimov. Državi, ki v omenjenem obdobju nista spremenili režimov deviznega tečaja, sta le Slovenija ter Estonija. Vse države CEE-5 z izjemo Slovenije so se v začetku tranzicije odločile za fiksni režim deviznega tečaja ter nato zaradi posledic pritiskov kapitalskih tokov, prehajale na bolj fleksibilen režim deviznega tečaja.

Slovenija se je torej odločila za najbolj neortodoksno in po mnenju mnogih ekonomistov tedaj napačno pot, saj je Mednarodni denarni sklad za majhno odprto gospodarstvo, kot je Slovenija priporočal sistem fiksnih tečajev, češ da je v sistemu fiksnih tečajev lažje doseči večjo stabilnost cen. Kljub temu se je Slovenija odločila za bolj fleksibilen sistem deviznega tečaja in sicer uravnavno drseči devizni tečaj. Slovenija ob osamosvojitvi ni imela mednarodnih denarnih rezerv, s katerimi bi intervenirala na deviznem trgu v primeru večjih odstopanj, poleg tega se je soočala s hiperinflacijo, v takšnih okoliščinah pa fiksiranje tečaja ne bi bilo smiselno. Kljub številnim kritikam ob sprejetju takšnega režima, se je le-ta izkazal za uspešnega, saj so slabe izkušnje, s katerimi so se soočile države, ki so vpeljale režim fiksnih deviznih tečajev, pokazale, da fiksiranje deviznega tečaja ob nestabilnem finančnem, predvsem bančnem sistemu ter prevelikem plačilnobilančnem deficitu ni smiselno. Vse do danes je Slovenija

vztrajala pri prvotnem režimu, ki ga bo obdržala vse do vključitve v ERM II., ko bo fiksirala devizni tečaj na evro. Izbira tega tečajnega režima ji dopušča določeno stopnjo prostosti pri vodenju denarne politike tudi v pogojih sproščene pretoka kapitala.

Glede na to da ERM II predstavlja okvir za različne možne režime deviznega tečaja, lahko posamezna država sama izbere režim, ki je glede na njene specifične lastnosti najprimernejši zanjo in hkrati združljiv z ERM II. V okviru ERM II naj bi bila tako primerna vsaka politika deviznega tečaja, razen tista, ki določa popolnoma prosto gibljivi devizni tečaj, uravnavano drseči devizni tečaj, kjer ni bil sporazumno določen centralni tečaj valute te države z evrom, plazeča vezava (crawling peg) ter tista, pri kateri je valuta vezana na neko drugo valuto in ne na evro (Program vključitve v ERM 2 in prevzema evra, 2003, str. 50). Za države, ki imajo denarne uprave vezane na evro, se bo za vsako posebej proučevalo ali je takšna ureditev združljiva z zahtevami ERM II.

TABELA 10: Režimi deviznega tečaja in monetarna politika v državah CEE-5 konec leta 2003

Država	Režim deviznega tečaja	Cilj denarne politike
CZ	Neodvisno drsenje	Inflacijsko ciljanje: 2-4% konec 2005
HU	Devizni tečaj vezan na evro z mejami gibanja +/- 15%	Inflacijsko ciljanje (2,5-4,5% konec 2003), ciljanje monetarnih agregatov
PL	Neodvisno drsenje	Inflacijsko ciljanje
SK	Uravnavano fleksibilni devizni tečaj	Ciljanje osnovne inflacije
SLO	Uravnavano fleksibilni devizni tečaj	Ciljanje M3, skrb za zniževanje inflacije

Vir: Begg et al., 2002, str. 18; National Bank of Slovakia Annual Report 2002, 2003, str. 21.

Iz Tabele 10 vidimo, da imajo države kandidatke različne ureditve deviznih tečajev. Vidi se trend tako imenovane bipolarizacije deviznih tečajev, pri katerem gre za premik od vmesnih režimov k skrajnim oblikam in sicer fiksnih deviznih tečajev na eni strani ter fleksibilnih tečajev na drugi strani. Z izjemo Madžarske, ki je leta 2001 kot nekakšno predpripravo za ERM II vezala forint na evro, z dovoljenimi mejami nihanja +/- 15%, najdemo v ostalih štirih državah fleksibilne devizne tečaje in sicer je za Slovaško in Slovenijo značilen uravnavano fleksibilen devizni tečaj, Poljska in Češka pa sta bližje neodvisnemu drsenju.

7.2.4 Možni režimi deviznih tečajev do vključitve v EMU

Režime deviznih tečajev, s katerimi bodo države kandidatke vstopile v EU, lahko načeloma razdelimo v tri skupine in sicer na režim trde vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja, režim mehke vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja ter režim uravnavano fleksibilnega deviznega tečaja.

7.2.4.1 Režim trde vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja

Države kandidatke, ki bodo v EU vstopile z režimom trde vezav, so baltske države. Estonija in Litva sta se odločili za valutni odbor, Latvija pa bo v EU vstopila s fiksnim deviznim tečajem z ničelnim pasom nihanja okrog paritete, ki je trenutno vezan na umetno valuto IMF-a, imenovano SDR .

Valutni odbor je režim, pri katerem se država zaveže za vzdrževanje fiksnega deviznega tečaja brez pasu nihanja, pri čemer mora zagotoviti zamenljivost domače valute za tujo v neomejenem obsegu ter po fiksnem deviznem tečaju. Poleg tega lahko država izdaja domač denar samo, če za to obstaja 100% kritje v deviznih rezervah. Režim valutnega odbora prepoveduje kreditno ekspanzijo s strani centralne banke in tako onemogoča funkcijo centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili. Valutni odbor torej odstrani nekatere od klasičnih funkcij centralne banke. Pomemben argument v prid valutnega odbora so nižji stroški, ki izhajajo iz poenostavljenega vodenja monetarne politike, poleg tega pa je z uporabo valutnega odbora mogoče učinkovito in hitro znižati stopnjo inflacije in doseči cenovno stabilnost zaradi fiksnega deviznega tečaja ter fiskalno disciplino zaradi prepovedi kreditne ekspanzije s strani centralne banke (Buitier, Grafe, 2002, str. 26-27).

Pomembni protiargumenti uvedbe valutnega odbora so tudi zaostritev konflikta med ciljem inflacije in ciljem deviznega tečaja ter visoki ekonomski stroški v primeru težav v bančnem sektorju in visoki politični stroški, v primeru, da je država iz kateregakoli razloga prisiljena v predčasno opustitev takšnega režima (Mrak, 2002, str. 93). Težave uvedbe valutnega odbora so povezane tudi s pogoji, ki jih mora država izpolnjevati za učinkovito delovanje v okviru takšnega režima. Uvedba valutnega odbora ima smisel le v državah, ki imajo dovolj visoko stopnjo fiskalne discipline, dokaj stabilen bančni sistem ter je zagotovljena ustrezna fleksibilnost trga delovne sile, kar pa za večino držav kandidatk trenutno ne velja. Poleg tega tudi večina držav kandidatk trenutno ne razpolaga s 100% rezervami, ki so potrebne za uvedbo valutnega odbora (Gaspar, 2002, str. 19).

7.2.4.2 Režim mehke vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja oziroma režim prilagodljivo fiksnega deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja

Pri takšnem režimu gre za fiksen, vendar prilagodljiv devizni tečaj, ki dopušča možnost, da se paritetna vrednost občasno spremeni. Poleg tega je značilnost režima mehke vezave razširjena meja gibanja tečaja okoli paritetne vrednosti, običajno nad $\pm 1\%$. Države kandidatke, ki bi domačo valuto vezale na evro ter določile pas nihanja okrog centralne paritete v širini $\pm 15\%$, bi se približale predlogu, ki ga zahteva ERM II, pri čemer se v dvoletnem članstvu v ERM II centralna pariteta ne sme spreminjati, še posebno prepovedana je devalvacija zaradi spodbujanja izvoza in doseganja konkurenčnih prednosti. Za podobno ureditev se je leta 2001 odločila Madžarska, ki je vezala forint na evro.

Glavna prednost režima mehke vezave je, da omogoča nominalno konvergenco, pri tem pa pušča dovolj prostora tudi za realno konvergenco in sicer predvsem v obliki nominalne apreciacije. Poleg tega bi relativno široke meje nihanja omogočile državam učinkovito upravljanje BS-učinka ter povečale verjetnost, da se paritetne vrednosti, pri katerih so nacionalne valute fiksirane na evro gibajo okrog svoje ravnotežne vrednosti (Gaspar, 2002, str. 19).

Kljub številnim prednostim mehke vezave naletimo tudi na slabosti takega režima. Režim prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja spada glede na svoje lastnosti med vmesne oblike deviznega tečaja, kot tak pa v razmerah povečanih kapitalskih pritokov poveča občutljivost države za destabilizacijske šoke in lahko vodi do valutnih kriz. Glavna slabost mehkih vezav je, da povečuje izpostavljenost držav špekulativnim napadom, v primeru da se investitorji odločijo testirati pripravljenost ter sposobnost centralnih bank glede vzdržnosti izbrane paritetne vrednosti. Glede na to, da večina držav kandidatk še nima dovolj trdnih makroekonomskih temeljev ter razvitega finančnega sektorja, lahko tako izbrani režim deviznega tečaja še poveča verjetnost črnih scenarijev.

Sicer pa bi uvedba prilagodljivega fiksnega režima deviznega tečaja že pred vstopom držav v ERM II poenostavila prehod v ERM. Državam tako po vstopu v EU ne bi bilo potrebno dodatno spreminjati režima deviznega tečaja, poleg tega bi se monetarne oblasti že vnaprej prilagodile monetarnim razmeram v EMU (Gaspar, 2002, str. 19).

7.2.4.3 Režim uravnava fleksibilnega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem

Nekatere države bodo v EU vstopile z bolj fleksibilno obliko deviznega tečaja in sicer z uravnava drsečim deviznim tečajem. Značilnost takšnega režima je, da centralna banka skrbi za devizni tečaj brez formalno določenih meja intervencij. Centralna banka torej na diskrecijski način opredeli devizni tečaj, ki se ji zdi primeren ter se mu z intervencijo na deviznem trgu želi približati. Glede na to, da centralna banka ni zavezana k intervencijam na deviznem trgu, ima načeloma proste roke pri uporabi denarne politike.

Uravnava fleksibilen devizni tečaj pomaga pri doseganju nominalne konvergence, predvsem inflacijskega kriterija, saj se pričakovana realna apreciacija v večji meri absorbira prek nominalnega deviznega tečaja kot višje inflacije. Vstop v EU s takšnim režimom omogoča državam doseči ravnotežni devizni tečaj že pred dejansko vezavo nacionalnih valut na evro ter se tako izogniti dolgoročno neravnotežnim premikom deviznega tečaja (Gaspar, 2002, str. 20). Kot vsi fleksibilni režimi tudi uravnava drseči omogoča državam lažje upravljanja povečanih pritokov kapitala ter prilagajanje plačilnobilančnih neravnotežij napram fiksnim režimom. Torej je v sistemu uravnava fleksibilnega režima manj možnosti, da bi prišlo do tako imenovanih destabilizacijskih špekulacij kot pa v sistemu fiksnega deviznega tečaja.

Negativna lastnost uravnava drsečega režima napram fiksnim režimom so nihanja deviznega tečaja, ki imajo lahko številne negativne posledice za državo, predvsem na izvoz, investicije ter gospodarsko rast. Nihanja deviznega tečaja lahko predstavljajo resen problem tudi za finančne institucije, saj jim le-ta ob večjih nihanjih ter odprtih deviznih pozicijah lahko povzročajo velike težave pri likvidnosti. Prevelika nestabilnost lahko predstavlja problem tudi z vidika vstopa v ERM II, saj ogroža kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja. Dodaten problem uravnava drsečega režima je povezan z neizpolnjevanjem vseh pogojev za učinkovito inflacijsko ciljanje. Ti pogoji so pomanjkanje stabilnega ter predvidljivega modela inflacije, prisotnost implicitnega cilja deviznega tečaja poleg eksplicitnega inflacijskega cilja, nezadostna transparentnost monetarne politike ter močan vpliv sprememb relativnih cen in administrativnih ukrepov na inflacijo (Gaspar, 2002, str. 20).

Države kandidatke bodo torej v EU vstopile z različnimi režimi deviznih tečajev, pri čemer ima vsaka ureditev svoje prednosti in slabosti. Alternativa, ki bi državam omogočila, da bi se izognile dvoletnemu obdobju v ERM II in se tako zavarovale pred špekulativnimi napadi na valuto in morebitnim pojavom finančnih krize, bi lahko bila tudi tako imenovana enostranska evroizacija. Evroizacija predstavlja skrajno obliko denarne uprave z evrom kot paralelno valuto. Države bi enostransko uvedle evro kot zakonito plačilno sredstvo že pred vstopom v EMU. Evro kot plačilno sredstvo, obračunska enota in hranilec vrednosti, bi tako popolnoma zamenjal nacionalno valuto. Pri tem država še vedno ne bi mogla sodelovati v evropskem plačilnem sistemu in ne bi imela dostopa do neposrednih kreditov ECB (Begg et al., 2002, str. 55 in 57). Bojazni, da bi se te države še pred vstopom v EMU začele obnašati oportunistično, torej ni.

Takšna rešitev pa vsaj za države, ki bodo letos maja vstopile v EU, ni prava možnost, saj ji zaenkrat še nasprotujejo glavni organi EU, češ da je sporna z vidika skladnosti z nominalnim konvergenčnim kriterijem deviznega tečaja, ki od države zahteva, da se centralna pariteta države kandidatke določi v dogovoru s članicami evroobmočja. Poleg tega meni, da morajo vse države kandidatke skozi enak proces prevzemanja evra kot so morale trenutne članice EMU.

7.2.5 Razvitost finančnega sektorja

Pomemben vzrok številnih finančnih kriz v devetdesetih so bile tudi slabosti v finančnem, zlasti bančnem sektorju. Šibek finančni sistem, povezan z liberalizacijo kapitalskega računa ustvarja okoliščine, ki lahko pripeljejo državo do finančne krize. Calvo in Mishkin (2003, str. 28) celo menita, da bi bilo za države bolje, da bi namesto iskanju vzdržnega režima deviznega tečaja, ki je po njunem mnenju sekundarnega pomena, več pozornosti usmerile razvoju finančnih, fiskalnih ter monetarnih institucij, ki bodo zagotovile stabilno makroekonomsko okolje. Pravita, naj se države posvetijo institucionalnim reformam, kot so razvoj bančnega in finančnega sektorja ter vzpostavijo fiskalno disciplino in ustvarijo pogoje za dovolj transparentno monetarno politiko.

Zmanjšanje tveganj povečanih pritokov kapitala, ki jim bodo države izpostavljene ob vstopu v EU ter kasneje v ERM II je možno z ustrezno okrepitevijo finančnega sektorja. Dejavniki, ki zmanjšujejo verjetnost nastanka valutnih in bančnih kriz, so naslednji (Begg et al., 2002, str. 21):

▪ **Razvitost bančnega in nebančnega sektorja**

Za učinkovit odziv bančnega sektorja na nenadne odtoke tujega kapitala iz države je potrebno ustrezno razvito ter izpopolnjeno finančno posredništvo v državi. Prav tako je pomemben razvoj nebančnih finančnih institucij, ki predstavljajo nekakšen substitut za bančno financiranje in tako omogočajo porazdelitev likvidnostnega tveganja v gospodarstvu, saj omogočijo učinkovitejšo alokacijo tujih sredstev, ki tako niso več naložena samo v bankah. Poleg tega razvoj finančnega sektorja izboljšuje upravljanje s tveganjem v finančnih institucijah. Glede na to, da je kvaliteta upravljanja s tveganjem učinkovitejša v privatnih bankah, ni smiselno, da je delež sredstev bank v državni lasti previsok.

▪ **Učinkovitost preudarne regulacije in nadzor nad bankami z namenom preprečitve financiranja nizko kvalitetnih investicij**

Učinkovit nadzor in regulacija izboljšujeta transparentnost finančnih odnosov v gospodarstvu ter zagotavljata informacije potrebne za presojo »zdravja« posameznih bank ter bančnega sektorja kot celote. Poleg tega je transparentnost nekakšna varovalka pred moralnim hazardom, ki lahko v končni fazi privede do poslabšanja celotnega bančnega sistema. Velik pomen ustreznemu nadzoru nad bankami daje tudi EU, ki je razvila svoj lastni sistem regulacije in nadzora finančnega trga.

▪ **Stopnja vpletenosti države v gospodarstvo**

Pogosto se dogaja, da država skuša reševati propadajoča podjetja. Ker sama nima dovolj sredstev, pritiska na banke, da bi one financirale številne projekte, ki običajno niso dobičkonosni. Takšno obnašanje države onemogoča razvoj finančnega sektorja in slabi delovanje bank.

7.2.5.1 Finančni sektor v državah kandidatkah

Tabli 11 in 12 (glej Tab. 11 in 12, na str. 41) prikazujeta nekatere indikatorje, na podlagi katerih lahko ocenimo razvitost finančnega sektorja v državah CEE-5. Vidimo, da se je situacija v državah v zadnjih letih izboljšala, kljub temu pa slika ni preveč pozitivna. Z manjšo izjemo Madžarske in Češke finančni trgi v državah CEE- 5 niso dovolj razviti. To je razvidno iz nizkega deleža domačih kreditov privatnemu sektorju in iz nizke tržne kapitalizacije. Poleg Češke imata relativno visok delež domačih bančnih kreditov podjetjem tudi Slovenija in Slovaška, ki pa imata še vedno prevelik delež bančnega sektorja v državni lasti. Ta ima razmeroma pomembno vlogo tudi na Poljskem in Češkem. Nasprotno je na Madžarskem, kjer

je delež sredstev bank v državni lasti le 8,6 odstoten. Največji delež slabih posojil ima Češka, sicer pa je njihov delež precej velik tudi na Slovaškem in Poljskem.

TABELA 11: Indikatorji razvitosti finančnega sektorja v državah CEE-5 leta 1994

	CZ	HU	PL	SK	SLO
Število bank	55	43	82	29	44
Delež sredstev bank v državni lasti (%)	17,9	62,8	80,4	66,9	39,8
Delež slabih posojil (% od vseh posojil)	36,0	20,2	34,0	30,3	13,8
Domači bančni kredit podjetjem (% BDP)	50,3	21,4	12,0	23,0	23,1
Tržna kapitalizacija (% BDP)	14,5	3,9	3,1	9,1	4,1

Vir: Bonin John, Watchel Paul, 2002, str. 53-54.

TABELA 12: Indikatorji razvitosti finančnega sektorja v državah CEE-5 leta 2000

	CZ	HU	PL	SK	SLO
Število bank	40	38	74	23	28
Delež sredstev bank v državni lasti (%)	28,2	8,6	24,0	49,1	42,2
Delež privatnega sektorja v BDP (%)	80,0	80,0	70,0	80,0	65,0
Državne subvencije (%BDP)	10,2	4,81	0,41	4,0	1,5
Delež slabih posojil (% vseh posojil)	19,3	3,1	15,9	26,2	8,5
Domači bančni kredit podjetjem (% BDP)	43,8	23,6	18,8	37,6	35,8
Tržna kapitalizacija (% BDP)	23,2	26,3	18,8	3,9	24,0

Vir: Bonin John, Watchel Paul, 2002, str. 53-54 in Begg et al., 2002, str.16.

Da situacija v državah kandidatkah ni preveč vzpodbudna kažejo tudi zadnja redna poročila o napredku držav kandidatk za EU, ki jih izdaja Evropska komisija. Evropska komisija tako ocenjuje, da so bančni sistemi v Estoniji, Madžarski in Češki solidni. V Poljski, Litvi, Latviji, Slovaški in Sloveniji so majhni, vendar delujejo zadovoljivo. Nebančne finančne institucije so v vseh državah šele v začetni fazi razvoja. Medtem ko Evropska komisija ocenjuje zadovoljiv nadzor finančnega sektorja na Madžarskem, Poljskem, v Estoniji, Latviji, Litvi in Sloveniji je nadzor na Slovaškem trenutno še neustrezen (Begg et al., 2002, str. 22-23).

Finančni sektor večine držav kandidatk je tako po obsegu kot po raznovrstnosti in prilagodljivosti storitev slabše razvit od finančnega sektorja v državah EU. Prav na tem področju države kandidatke trenutno najbolj zaostajajo za državami EU, kar bo še povečalo ranljivost držav kandidatk v času sodelovanja v ERM II.

SKLEP

S članstvom v EU bodo nove države članice postale tudi kandidatke za članstvo v EMU. Pot v EMU vodi skozi tečajni mehanizem ERM II. Vsaj dveletno sodelovanje držav kandidatk v tem mehanizmu v dovoljenih mejah nihanja deviznega tečaja do evra, brez devalvacij nacionalnih

valut na lastno pobudo, je eden izmed pogojev za uvedbo evra in pomeni izpolnjevanje konvergenčnega kriterija stabilnosti deviznega tečaja. V tem času morajo države izpolniti še preostale štiri nominalne kriterije, ki so nujen, a ne tudi zadosten pogoj za uspešen prevzem evra in za vzdržno in konkurenčno sodelovanje v EMU.

Članstvo v ERM II izpostavlja države kandidatke številnim tveganjem. Posledica popolne liberalizacije kapitalskih tokov po vstopu držav v EU bodo povečani pritoki tujega kapitala v države kandidatke, ki bodo še povečali ranljivost držav v času sodelovanja v ERM II. Povečani pritoki kapitala, ki bodo predvsem posledica konvergence na področju obrestnih mer, bodo poleg BS-učinka še dodatno pritiskali na devizni tečaj v smeri realne apreciacije valute. Ta lahko ogrozi konkurenčno sposobnost gospodarstva ter poveča izpostavljenost držav zunanjim šokom. Povečani pritoki kapitala lahko v trenutku spremenijo smer in začnejo v velikih količinah zapuščati državo ter tako vodijo državo v finančno krizo.

Dodatna težava je povezana s sočasnim doseganjem inflacijskega kriterija in kriterija deviznega tečaja. Poleg tega je maneverski prostor držav kandidatk pri zasledovanju realne konvergence omejen s sočasnim doseganjem nominalnih konvergenčnih kriterijev. To pomeni, da se bodo države v želji po čim prejšnjem vstopu v EMU začasno odpovedale delu potencialne gospodarske rasti, saj je ob prisotnosti BS-učinka in kapitalskih pritokov hkratna konvergenca na obeh področjih praktično nemogoča.

Zaradi takšnih in podobnih težav je pomembno, da države sprejmejo ustrezno strategijo vstopa v ERM II, ki jim bo omogočila sodelovanje v tem mehanizmu najkrajše možno obdobje. Ker se gospodarske strukture ter dosežene stopnje nominalne in realne konvergence med državami razlikujejo, ni mogoče priporočiti enotne poti v ERM II za vse države kandidatke. Pomembno pa je, da države že pred vstopom v ERM II kolikor toliko zadostijo nominalno in realno konvergenco, izvedejo ustrezne strukturne reforme ter vzpostavijo zdrave makroekonomske temelje.

Vse obravnavane države CEE-5, z manjšo izjemo Poljske, so ekonomsko gledano majhna in odprta gospodarstva, ki so močno usmerjena v trgovanje z državami evroobmočja. Literatura, ki temelji na teoriji optimalnega valutnega področja, ocenjuje, da je za države s podobnimi lastnostmi smiselno uvesti režim v okviru fiksnega deviznega tečaja. Torej bi bilo za države CEE-5 smiselno čimprej vezati nacionalne valute na evro in izkoristiti prednosti, ki jih ponuja režim v okviru fiksnega deviznega tečaja. Problem pa predstavlja nezadostna makroekonomska stabilnost, pomanjkljiv finančni sistem ter pomanjkanje usklajenosti ekonomskih politik v obravnavanih državah. Slabosti se kažejo tudi v nezadostni mobilnosti delovne sile ter premajhni fleksibilnosti plač. Glede na to, da države kandidatke ne dosegajo ekonomskih in institucionalnih razvitosti držav, na katere valuto bi bile vezane, bi jim prezgodnje fiksiranje deviznega tečaja v okviru ERM II lahko povzročilo nemalo težav.

Usklajeno delovanje vseh ekonomskih politik ter ustrezna izbira režima deviznega tečaja pred vstopom v ERM II in kasneje v EMU lahko pomembno pripomore k čim mehkejšemu pristanku v EMU. Države kandidatke bodo v EU vstopile z različnimi režimi deviznega tečaja od skrajno fiksne, kot je režim denarne uprave do uravnavano-drsečega. Pri tem najdemo številne protiprimerne argumente tako pri fiksnem kot tudi fleksibilnem režimu deviznega tečaja.

Prav zaradi tega nekateri avtorji poudarjajo, naj države raje več pozornosti usmerijo v razvoj finančnih institucij ter vzpostavijo učinkovit finančni sistem, ki bo mednarodno konkurenčen ter bo omogočil uspešno integracijo in delovanje na skupnem evropskem finančnem trgu.

Države kandidatke so izrazile željo po čimprejšnjem vstopu v ERM II in nato v EMU. Vstop v ERM II je odvisen tudi od uspešnosti pogajanj med obema stranema glede določitve centralne paritete in ostalih formalnih postopkov potrebnih za vstop v tečajni mehanizem, pri čemer EU ni dolžna začeti formalnih pogajanj vse do vstopa držav kandidatk v EU.

Nominalna konvergenca v nobeni od obravnavanih držav še ni končana, kar pomeni, da bo dinamika vstopa v EMU odvisna tudi od uspešnosti držav kandidatk na področju nominalne konvergenca v času sodelovanja v ERM II. Na področju realne konvergenca, merjene z BDP na prebivalca, je med obravnavanimi državami trenutno v najboljšem položaju Slovenija, ki je celo v boljšem položaju kot Grčija, ki je leta 2001 postala dvanajsta članica EMU.

Prav Grčija bi lahko bila vzpodbuda državam kandidatkam, ki se je v času vstopa v ERM II leta 1998 nahajala v nezavidljivem položaju, saj ni izpolnjevala kriterijev glede inflacije, javnega dolga in obrestnih mer. Kljub temu da ni postala članica EMU s 1.1.1999, pa je v letu dni po uvedbi evra izpolnila pogoje, ki so jo ločevali od vključitve v EMU v prvem krogu in 1.1.2001 tudi dejansko postala del evroobmočja. Največji problem Grčije je predstavljala previsoka inflacija, ki jo je spremljala vse do leta 2000, ko je junija zabeležila 1,8 % inflacijo na letni ravni. Visok ostaja še vedno javni dolg, ki pa uspešno konvergira navzdol.

Države kandidatke čaka še dolga in tvegana pot preden bodo postale del evroobmočja. Kljub temu da so v zadnjih letih napravile velik napredek, tako na področju nominalne kot tudi realne konvergenca, pa so po razvitosti še precej oddaljene od najbolj razvitih držav evroobmočja. Zato je pred vstopom v EMU potrebno povečati usklajenost vseh ekonomskih politik ter vzpostaviti trdne makroekonomske temelje. Le s koordiniranim delovanjem vseh pristojnih državnih institucij posameznih držav bo mogoče prepričati Evropsko komisijo, da so države kandidatke sposobne sodelovati v okolju skupne monetarne politike in enotne valute.

LITERATURA

1. Begg David et al.: Policy Paper No. 10: Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries. London: Center for Economic Policy Research, 2002. 79 str.

2. Bonin John, Watchel Paul: Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the first decade. Bank of Finland Institute for Economies in Transition. [URL:<http://www.bof.fi/bofit/fin/6dp/abs/pdf/dp0902.pdf>], september 2002.
3. Buch Claudia M., Heinrich Ralph P.: Capital Flows to Transition Economies: How Risky is Financial Integration? International Center for Economic Growth – European Center, 2001. 47 str.
4. Buitter H. Willem, Grafe Clemens: Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for Accession Countries. European Bank for Reconstruction and Development. [URL:<http://www.nber.org/~wbuitter/eib.pdf>], 12.1.2002.
5. Calvo Guillermo A., Mishkin Frederic S.: Working Paper Nr. 9808: The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2003. 41 str. [URL:<http://www.nber.org/papers/w9808.pdf>], september 2003.
6. Capriolo Gonzalo, Lavrač Vladimir: Working Paper No. 3: Managing Capital Inflows in Slovenia. International Center for Economic Growth – European Center, 2001. 45 str.
7. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan: Discussion Paper No. 2869: Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies. Center for Economic Policy Research. [URL:<http://www.econ-pol.unisi.it/scdbanc/pubbl/DP2869.pdf>], julij 2001.
8. De Grawe Paul, Lavrač Vladimir: Inclusion of Central European Countries in the European Monetary Union. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999, str. 63-68.
9. Drabek Zdenek, Griffith-Jones Stephany: Managing Capital Flows in Transition Economies with a Case Study of Central and Eastern Europe. WTO - Economic Research and Analysis Division. [URL:http://www.wto.org/english/res_e/reser_e/pera9804.doc], Junij 1998
10. Égert Balász: Estimating the Impact of Balassa-Samuelson Effect on Inflation during the Transition: Does It Matter in the Run-Up to EMU? The Case of Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia and Slovenia. [URL:<http://seminar2001.bg.univ.gda.pl/papers/Egert.pdf>], junij 2001.
11. Fölsz Attila: The Monetary Framework After Accession – a political economy analysis of ERM 2. European integration online papers. [URL:<http://eiop.or.at/eiop/pdf/2003-002.pdf>], 31.3.2003.
12. Fujs Karmen: Primer Grčije kot operativni kriterij za vstop v EMU. Naše gospodarstvo: revija za aktualna gospodarska vprašanja, Maribor, 2001, 5-6, str. 615-628.
13. Gáspár Pál: Real and Nominal Convergence of Pre-accession Countries and the Choice of Exchange Rate Regime. International Center for Economic Growth. [URL:http://www.tinbergen.nl/~phare/workshops/research_Presentation/Gaspar.pdf], 26.2.2002.
14. Horvath Julius, Jonas Jiri: Exchange Rate Regimes in the Transition Economies: Case Study of the Czech Republic: 1990 –1997. Bonn: University of Bonn – Center for European Integration Studies. [URL:http://www.zei.de/download/zei_up/B98-11.pdf], september 1998.

15. Ješovnik Peter: Evropska Unija: zgodovina, ustanove, politika in evropski model družbe. Koper: Visoka šola za management, 2000. 245 str.
16. Kennen Peter B., Meade Ellen E.: EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? Institute For International Economics.
[URL:<http://www.iie.com/publications/pb/pb03-9.pdf>], oktober 2003.
17. Kovács András Mihály : National Bank of Hungary Working paper: On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Countries.
[URL:http://english.mnb.hu/dokumentumok/work_pap2000_07_en.pdf], julij 2002.
18. Lavrač Vladimir: Zakaj z »zamudo« v ERM 2. Finance, Ljubljana, 11/2003, 217, str. 16.
19. Lavrač Vladimir: ERM 2 Strategy for Accession Countries. Working Paper No. 19. Ljubljana: IER, 2003. 21 str.
20. Lavrač Vladimir: Slovenija in skupna monetarna politika po vstopu Slovenije v EU in EMU. Ljubljana: IER, 2000. 21 str.
21. Majcen Špela: ERM 2. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 5, str. 18-22.
22. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
23. Ovin Rasto et al.: Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije-inštitut za novejšo zgodovino, 2002. 426 str.
24. Szapáry György: Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU. Budapest: National Bank of Hungary Working Paper, 2000. 18 str.
25. Žumer Tina: Estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia. Prikazi in analize, Ljubljana, 10 (9/2002), 1, str. 1-29.

VIRI

1. Economic and Monetary Union: Compilation of Community Legislation. Luxembourg: Offic for official publications of the European Communities, 1999, 259 str.
2. Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. Ljubljana: Banka Slovenije.
[URL:http://www.bsi/html/arc/mednarodno_okolje/RD_december03.pdf], december 2003.
3. Hungarian Central Bank Quarterly Report on Inflation. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
[URL:http://english.mnb.hu/dokumentumok/inf_0308_en.pdf], avgust 2003.
4. Inflation Report of National Bank of Poland 2002. Warsaw: National Bank of Poland, 9/2003, 114. str.
5. Jesensko poročilo 2003. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, oktober 2003. 100 str.
6. Napoved inflacije za leti 2004 in 2005. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
[URL:<http://www.gov.si/zmar/arhiv/inflacija04-05.pdf>], januar 2004.
7. National Bank of Slovakia Annual Report 2002. Bratislava: National Bank of Slovakia.
[URL:<http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM>], 18. 12. 2003.

8. Pomladansko poročilo 2003. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, junij 2003. 183 str.
9. Program vstopa v ERM II in prevzema evra. Ljubljana: Banka Slovenije in Vlada RS, 2003. 96 str.
10. Regular report on Czech Republic's progress towards accession. European Communities. [URL:http://europa.eu.int/comm/enlargement/report_2001/cz_en.pdf], 13.11.2001.
11. Regular report on Czech Republic's progress towards accession. European Communities. [URL:http://europa.eu.int/comm/enlargement/report_2002/cz_en.pdf], 9.10.2002.
12. Regular report on Hungary's progress towards accession. European Communities. [URL:http://europa.eu.int/comm/enlargement/report_2002/hu_en.pdf], 9.10.2002.
13. Regular report on Poland's progress towards accession. European Communities. [URL:http://europa.eu.int/comm/enlargement/report_2002/pl_en.pdf], 9.10.2002.
14. Regular report on Slovakia's progress towards accession. European Communities. [URL:http://europa.eu.int/comm/enlargement/report_2002/sk_en.pdf], 9.10.2002.

PRILOGA 1

TABELA 1: Nominalna konvergenca na Češkem

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stopnja inflacije (%)	9,7	1,8	3,9	4,5	1,8	1,0 (11)
Obrestne mere (pribor)	n.p.	n.p.	5,4	5,2	3,5	2,1(11)
Proračunski primanjkljaj(%BDP)	-4,5	-3,2	-3,3	-5,5	-3,9	5,8*
Javni dolg (%BDP)	13,7	14,5	17,0	23,7	27,1	n.p.

Opombe: *ocena

(11) konec novembra 2003

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja 12/2003, str 7,12; Regular report on Czech Republic's progress towards accession, 2002, str. 150-152.

TABELA 2: Nominalna konvergenca na Madžarskem

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stopnja inflacije (%)	14,2	10,0	9,8	9,2	5,3	5,6 (11)
Obrestna mera	n.p.	n.p.	11,4	10,8	8,8	12,2(11)
Proračunski primanjkljaj(%BDP)	-8,0	-5,3	-3,0	-4,1	-9,2	4,5*
Javni dolg (%BDP)	61,9	61,0	55,4	53,1	56,3	n.p.

Opombe: *ocena

(11) konec novembra 2003

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja, 12/2003, str 7,12; Regular report on Hungary's progress towards accession, 2002, str. 148-150.

TABELA 3: Nominalna konvergenca na Poljskem

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stopnja inflacije (%)	11,8	7,2	10,1	5,5	1,9	1,6 (11)
Obrestna mera	n.p.	n.p.	n.p.	14,8	n.p.	5,25 (11)
Proračunski primanjkljaj(%BDP)	-2,3	-1,5	-1,8	-3,9	-4,1	-4,0*
Javni dolg (%BDP)	41,6	42,7	38,7	39,3	41,8	n.p.

Opombe: *ocena

(11) konec novembra 2003

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja, 12/2003, str. 7,12; National Bank of Slovakia Annual Report 2002, 2003, str. 20; Regular report on Poland's progress towards accession, 2002, str. 156-158.

TABELA 4: Nominalna konvergenca na Slovaškem

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stopnja inflacije (%)	n.p.	10,8	12,3	7,3	3,1	9,8 (11)
Obrestna mera (Bribor)	n.p.	n.p.	n.p.	7,8	7,8	6,0(11)
Proračunski primanjkljaj(%BDP)	-4,7	-6,4	-12,8	-7,3	-7,2	-4,9*
Javni dolg (%BDP)	28,9	40,2	45,2	44,1	42,6	n.p.

Opombe: *ocena

(11) konec novembra 2003

Vir: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja, 12/2003, str. 7,12; National Bank of Slovakia Annual report 2002, 2003, str. 20-25 in 59; Regular report on Slovakia's progress towards accession, 2002, str. 148-150.

SEZNAM KRATIC

BDP	bruto domači proizvod
BRIBOR	Bratislava Average Interbank Offered Rate
BS	Banka Slovenije
CEE	države srednje in vzhodne Evrope (angl. Central and Eastern European countries)
CZ	Češka
ECB	Evropska centralna banka (angl. European Central Bank)
ECU	European Currency Unit
EMI	Evropski monetarni inštitut
EMU	Evropska monetarna unija (angl. European Monetary Union) Evropska monetarna in ekonomska unija (angl. Economic and Monetary Union)
ERM	mehanizem deviznih tečajev (angl. Exchange Rate Mechanism)
EU	Evropska unija (angl. European Union)
HU	Madžarska
IMF	Mednarodni denarni sklad (angl. International Monetary Fund)
mio	milijon
PKM	teorija paritete kupne moči
PL	Poljska
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate
RS	Republika Slovenija
SDR	Posebne pravice črpanja (angl. Special Drawing Rights)
SK	Slovaška
SLO	Slovenija